

مركز دراسات الدكتوراه : "اللغات والتراث والتهيئة المجالية"
تكوين الدكتوراه : التاريخ والتراث
محور : الدراسات الإسلامية
مختبر : التراث: دراسة وصيانة وإنقاذ

أطروحة لنيل الدكتوراه في الآداب والعلوم الإنسانية

في موضوع :

"عقود التحوط في الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية"

اسم الأستاذ المشرف: الدكتور سعيد المغناوي

إعداد الطالب الباحث: عبد الرحيم فاسي فهري

تاريخ المناقشة : 17/12/2020

لجنة المناقشة :

الدكتور: عبد الله معصر رئيسا
الدكتور: إبراهيم با محمد عضوا
الدكتور: عبد الرزاق الجاي عضوا
الدكتور: سعيد المغناوي مشرفا ومقررا

السنة الجامعية : 2020 - 2021م



إهداء

- إلى والدي العزيزين خفصاً للجناح، وإهداءً لهما بالرحمة كما
رياني صغيراً.

- إلى أساتذتي الأفاضل الذين منحوني من علمهم وأدبهم وتوجيهاتهم،
وأثروا ألامي معالم الصريق.

- إلى الذين غمروني بأدبهم البيضاء وكلماتهم الصيبة.

- إلى السائرين على درب رسول الله ﷺ في زمن الغبراء.

أهدي هذا العمل المتواضع راجياً من الله القبول والمغفرة.

شكر وتقدير

يا ربنا لا الحمد كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه، على ما أنعمت
علي من نعم لا تحصى، منها توفيقك إياي لسلوك صريق العلم الذي هو أشرف
الصرق وأقومها.

وانصلاً قاً من قول رسول الله ﷺ: « من لم يشكر الناس لم يشكر الله »، وبقلم
يملؤه النجول، وبعبارات مثقلة بالعرفان أبجل شكراً مشوباً بخالص التقدير،
وعبقاً بوافر احترام مكللاً بعظيم امتناني لأستاذي الفاضل فضيلة
العلامة المحمّد الدكتور عبد الحق يدير - رحمه الله تعالى - الذي تفضل
مشكوراً بالموافقة على الإشراف على هذه الرسالة، فكان إشرافه موضع فخر
واعتنزاز لي، فغمرنى أثناء رحلة هذا البحث بدمائة خلقه، ورعاية صدره،
والذي تعهدني بتوجيهاته البناءة، فجزاؤه على الله يبرز له العطاء بقدر ما
له من أياك يبرح على أبنائه من صلاح العلم والمعرفة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بأحر عبارات الامتنان والتقدير
لفضيلة الأستاذ الدكتور سعيد المغنولي على قبوله الإشراف
على هذه الرسالة بعد وفاة الدكتور عبد الحق يدير،
فوجدت من فضيلته نعم الموجه والمرشد، وكان نعم
المتتبع لعمله هذا، فجزاه الله خير الجزاء، وأجزله في الثواب
والعطاء.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع أساتذتي الأفاضل الذين تتلمذت على
أيديهم ضيلة فترة تعلمي، والذين أقفوناً بغزاره علمهم، وصيب أخلاقهم
ولا يفوتني أن أخص بالشكر وصيب الدعوات كل من مد يد المساعدة
والمشورة والنصيحة، ولألي صعباً، وساعدني بأي وجه، فشكر الله لهم
وأحسن إليهم.

وكذلك أخص بالشكر كل من ساهم بصباغة هذا البحث، ومن أخرجته،
سائلاً المولى عز وجل أن يجعل لي في ميزان حسناتهم.

عبد الرحيم فاسي فقري

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة

الحمد لله المتصف بصفات الكمال، المنعوت بنعوت الجلال والجمال، قديم بلا ابتداء، ودائم بلا انتهاء، جل عن الشبيه والنظير، وتعالى عن الشريك والوزير، ليس كمثله شيء وهو السميع البصير، لا تدركه الأبصار وهو يدركها وهو اللطيف الخبير. هو الأول فليس قبله شيء، وهو الآخر فليس بعده شيء. لا يفنى ولا يبيد، ولا يكون إلا ما يريد. لا تدركه الأفهام، ولا يحيط بكنهه الأنام، أمر عباده بطاعته، ونهاهم عن معصيته، عمّ برحمته جميع العباد، وخص أهل طاعته بالهداية إلى سبيل الرشاد، وأهل العلم برفع الدرجات، فقال تعالى: "يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ ءَامَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ ءُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ" ¹ ، فالحمد لله الذي عمّ برحمته جميع

العباد، وخصّ أهل الطاعة والعلم برفع الدرجات، ووفقهم بلطفه لصالح الأعمال. أحمده يا رب حمداً كثيراً طيباً يليق بجلال وجهك الكريم وعظيم سلطانتك، لا أحصي ثناء عليك، أنت كما أثنيت على نفسك يا رب العالمين، وأشهد أن محمداً عبد الله ورسوله، و

صفيُّه من خلقه وخليله، حمل الرسالة، وأدى الأمانة، ونصح الأمة، وكشف الله به الغمة، وجاهد في الله حق جهاده، أمرنا بالصدق والأمانة، ونهانا عن الغش والخداع والخيانة، صلوات الله وسلامه عليك يا سيدي يا رسول الله، وجزاك خير ما جزى نبياً عن أمته.

أما بعد،

لا يخفى ما نعيشه في عالم اليوم من تحولات متسارعة على كافة الأصعدة، وأننا أمام مراحل انتقالية كبرى، وبخاصة ما يتعلق بالاقتصاد عبر منظومة العولمة، ومن المعلوم أن العالم الإسلامي ليس بمنأى عن ذلك التحول، بل أصبح يتلقف ما ينتجه الغرب من ثقافات سواء كانت أخلاقية أو اقتصادية أو غيرها دون نظر أو تمحيص لموافقة تلك الثقافات للشريعة الإسلامية.

وبنظرة فاحصة إلى ما يتعلق بالجانب الاقتصادي، نجد أننا أمام منظومة ضخمة من الابتكارات العديدة لأدوات مالية متنوعة، جاءت نتيجة لذلك التسارع الرهيب في التنمية والتطوير على مختلف المبادي في سبيل دفع عجلة التطور وبناء الحضارة للمجتمع، والرفاهية للأفراد.

وصاحب تلك المنظومة المتنوعة أدوات مالية عالية المخاطر تهدد المستثمرين أو تؤرقهم، حتى أصبحت المخاطرة تؤخذ بعين الاعتبار في دراسة المشاريع القائمة والناشئة، مع دراسة سبل تجنب أو تقليل تلك المخاطر.

من أجل ذلك سعى الاقتصاديون لابتكار أدوات مالية تسهم في تخفيف تلك المخاطر أو

درئها عبر أدوات مالية أخرى عُرفت بأدوات التحوط ضد المخاطر أو إدارة المخاطر، والتي تعتمد على ما يُسمى بالمشتقات المالية.

ولما كانت تلك الأدوات وليدة أسواق رأسمالية لا تبالي بمدى موافقتها للشريعة الإسلامية، فقد جاءت مليئة بالمخالفات الشرعية، بل أصبحت تلك الأدوات تزيد من المخاطر وتضاعفها بدلاً من أن تكون وسيلة لدرئها أو تخفيفها.

وأغلب أدوات المشتقات المالية ولدت مع مولد ما يسمى بالهندسة المالية Financial Engineering، والتي كانت استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر التي تواجهها مختلف المؤسسات والهيئات، فما كان بالأمس حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف وأسعار السلع لم يعد موائماً لظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات، ويرى الاقتصاديون أن الصناعة المالية تواجه انحساراً في الربحية وتدهوراً في نوعية المنتجات التي تقدمها، الأمر الذي يقتضي إعادة روح الابتكار والتجديد.

وقد ساعد على انتشار هذه الأدوات التي قدمتها مراكز البحث لابتكار العديد من العوامل والمسببات التي تناولها كتاب الغرب ونذكر منها:

أولاً: انهيار اتفاقية بريتون وودز Bretton Woods ، والتي أدت إلى تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، وهو الأمر الذي ترتب عليه تطوير عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية جديدة، وأدوات مالية حديثة للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

ثانياً: زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

ثالثاً: انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات.

رابعاً: المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم وسعيها الدؤوب لتتبوأ مركز الصدارة بين المؤسسات المالية المثيلة والنظيرة، وهو الأمر الذي دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار واستنهاضها لخلق وابتكار أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر ولكي تقدم لها الحلول لمشاكل التمويل وتقفز بها فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

خامساً: السعي الدؤوب من قبل المؤسسات المالية عامة، والبنوك خاصة لتعظيم إيراداتها عن طريق استخدام أدوات مالية جديدة، وتنويع خدماتها ومنتجاتها المالية حتى لا يقتصر نشاطها على هامش الوساطة التقليدية.

سادساً: زيادة اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية العالمية، وهو الأمر الذي ينطوي على ارتفاع درجة المخاطر التي تتعرض لها المنشآت والحكومات التي تعاني من عجز مواردها المالية.

إشكالية البحث:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً محورياً مهماً، إذ هي تمثل نقطة اتصال بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات وهي تعتمد في هذه الوظيفة على مجموعة من الأدوات الاستثمارية.

غير أن النشاط الاقتصادي للأسواق المالية تعثره عدة مخاطر تهدد سلامته واستقراره العام، ولهذا أصبح من الضروري البحث عن حلول ووسائل للحد والتقليل من هذه المخاطر.

ومن هذا المنطلق تبرز إشكالية بحثنا على النحو الآتي:

ماهي الأدوات والوسائل التي تلجأ إليها المؤسسات والمنشآت المالية للحد من المخاطر التي تعترضها وتهدد استمرارية عملها؟

هذه الإشكالية في الحقيقة تتولد عنها عدة تساؤلات فرعية أهمها:

- ما المقصود بالتحوط في المفهوم الاقتصادي؟ وما أدواته المعمول بها؟
- هل يمكن لهذه الأدوات أن يتغير دورها الأساسي المتمثل في الاحتياط من المخاطر إلى وسيلة للمضاربة والربح؟
- ما هي أهم المخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسات المالية؟ وكيف يمكن التعامل معها قبل وقوعها عن طريق التنبؤ بها، أو بعد وقوعها؟

- هل هذه الوسائل المعمول بها حالياً في الأسواق المالية متوافقة مع أحكام الشريعة

الإسلامية؟

وإن كان الجواب بلا، فهل هناك وسائل أخرى تحقق نفس الأهداف، وتكون وفق أحكام

الشرع الحنيف؟

أهمية الموضوع وأهدافه:

لا شك أن موضوع التحوط وإدارة المخاطر من المواضيع الهامة التي ينبغي الاعتناء بها، خاصة في السنوات الأخيرة، وبعد التطور السريع الذي عرفه المجال المالي والاقتصادي، وظهور ابتكارات جديدة لأدوات مالية متنوعة، فمستقبل المؤسسات المالية وتطورها ومكانتها على الصعيد التنافسي محليا ودوليا أصبح مرهوناً بقدرتها على درء المخاطر، والاحتياط لها عبر الوسائل الكفيلة بتحقيق ذلك، والتي من أهمها المشتقات المالية.

كما تكمن أهمية الموضوع في أنه يساعد على الفهم الصحيح من الناحية الفنية لآلية توظيف هذه العقود في المنشآت والمؤسسات المالية والتجارية، بُغْيَة التقليل و الحد من الوقوع في المخاطر خاصة الناتجة عن التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات.

ويهدف هذا البحث إلى إبراز الأحكام الشرعية لهذا النوع من العقود المستحدثة، ومحاولة إيجاد بدائل شرعية مناسبة لما حُرِّم منها.

أسباب اختيار الموضوع:

-الأهمية العظيمة لكثير من المسائل التي تضمنتها هذه الرسالة، لكثرة السؤال عنها، كَوْنُها من القضايا المستحدثة.

-فهم موضوع القضية المعاصرة فهما دقيقاً يمكن معه إصدار الحكم الشرعي؛ لأن الحكم على الشيء فرع عن تصوره أو تصويره، فلا يجوز التسرع في إصدار الحكم على القضية المعروضة قبل استيعاب موضوعها واكتمال صورتها في الذهن.

-بيان كمال الشريعة، وخلودها، وصلاحيتهما لكل زمان ومكان، وشمولها لمصالح الخلق في دنياهم وآخرتهم.

-البحث عن الطريق الأقوم في الاقتصاد والشريعة لمواجهة المخاطر الاقتصادية في المؤسسات والمنشآت المالية.

-العمل على رصد أهم المخاطر التي تواجه عمل المؤسسات المالية.

الدراسات السابقة:

حسب اطلاعي المتواضع الذي قمت به، فإني لم أجِد دراسة سابقة مستوفية لجوانب الموضوع ، غير أن جملة من مفرداته قد بُحِثَتْ، ولكن في الغالب يكون بحثها من جهة أخرى غير التحوط، كالعقود الجارية في أسواق البورصة ، فإنها بحثت من جهة كونها عقوداً تجري في الأسواق المالية.

وأما الدراسات العلمية المعاصرة التي عالجت جوانب من موضوعات هذه الرسالة، فأخص بالذكر:

- الرسالة العلمية المعنونة بـ: " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة " للدكتور مبارك بن سليمان، وهي رسالة نال بها درجة الدكتوراه من كلية الشريعة بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.

وقد تناول في رسالته: العقود التي تجري في الأسواق المالية المعاصرة بشتى أنواعها، ومنها : عقود الخيارات ، والعقود المستقبلية والآجلة، وعقود المبادلات، وهذه العقود كما هو معلوم تدخل ضمن عقود التحوط، إلا أن الدكتور مبارك تطرق إليها من جهة أنها أحد العقود الموجودة في الأسواق المالية، أما أنا فأريد أن أبحثه من جهة أن تلك العقود تعتبر من أهم عقود التحوط، مع بيان آلية عملها، وحكمها الشرعي.

- الكتاب الموسوم ب : " التحوط في التمويل الإسلامي " للدكتور سامي السويلم، وهو كتاب يميل أكثر إلى الجانب الاقتصادي لهذه العقود في عملية التمويل ، ويتحاشى ما أمكن الخوض في الجوانب الفقهية للموضوع ، إذ يُلاحظ في هذا الكتاب غياب الأحكام الفقهية المتعلقة بعقود التحوط.

وبعد شروعي في إنجاز الأطروحة، وقفت على كتاب: "عقود التحوط من مخاطر تذبذب أسعار العملات" للدكتور طلال بن سليمان الدوسري، ورغم إحاطة المؤلف بأنواع عقود التحوط، إلا أنه ركز على تلك التي تقع على العملات، ويظهر ذلك جلياً أثناء حديثه عن أحكام عقود التحوط، فنجد أنه ذكر الحكم الفقهي لأنواع عقود التحوط على العملات، دون غيرها من الأنواع التي يجري عليها التحوط من السلع، وأسعار الفائدة، والأوراق المالية، وغيرها.

صعوبات البحث:

من أهم الصعوبات التي واجهتها أثناء البحث:

- عدم تفرغي التام أثناء إنجازي لهذه الرسالة.
- طول البحث وتشعب موضوعاته.
- شُحُّ المادة العلمية، والكتابات المُتخصصة، وقلة المراجع والدراسات التي تناولت موضوع البحث، خاصة من الناحية الفقهية.
- التطور السريع لموضوع التحوط وأدواته، دونما مواكبة لذلك من المؤلفات والدراسات المتخصصة.

منهجية البحث:

اعتمدت في منهج بحثي هذا على المنهج الوصفي التحليلي القائم على وصف آلية عمل عقود التحوط في الأسواق المالية، وأنواعها ووظائفها، وخصائصها، ثم تحليل هذه العمليات في ضوء الاجتهادات الفقهية المعاصرة، سواء كانت فردية أو في شكل اجتهادات جماعية متمثلة في المجامع الفقهية المعاصرة.

كما قمت كذلك ب:

- 1- تصوير المسألة المراد بحثها تصويراً دقيقاً قبل بيان حكمها، ليتضح المقصود من دراستها.
- 2- ذكر الأقوال في المسألة وبيان من قال بها من أهل العلم، ويكون عرض الخلاف حسب الاتجاهات والمذاهب الفقهية.
- 3- الاختصار على المذاهب الفقهية المعتبرة، مع العناية بذكر ما تيسر الوقوف عليه من أقوال السلف الصالح.

- 4- توثيق الأقوال من مصادرها الأصلية.
- 5- ذكر أدلة الأقوال مع بيان وجه الدلالة، وذكر ما يردُّ عليها من مناقشات، وما يُجابُّ به عنها إن كانت.
- 6- الاعتماد على أمهات المصادر، والمراجع الأصلية في التحرير، والتوثيق، والتخريج، والجمع.
- 7- التركيز على موضوع الرسالة وتجنب الاستطراد.
- 8- العناية بضرب الأمثلة، خاصة الواقعية.
- 9- تجنب ذكر الأقوال الشاذة.
- 10- العناية بدراسة ما جدَّ من القضايا ممَّا له صلةٌ واضحة بالبحث.
- 11- ترقيم الآيات، وبيان سورها.
- 12- تخريج الأحاديث من مصادرها الأصلية، وإثبات الكتاب والباب والجزء والصفحة.
- 13- توثيق المعاني من معاجم اللغة المعتمدة.
- 14- العناية بعلامات الترقيم، ومنها علامات التنصيص للآيات الكريمة، وللأحاديث الشريفة.
- 15- التعريف بالمصطلحات العلمية غير المشروحة من كتب الفن الذي يتبعه المصطلح، أو من كتب المصطلحات المعتمدة.
- 16- ترجمة الأعلام غير المشهورين.
- 17- في الإحالة اعتمدت على البدء بذكر: اسم الكتاب وصاحبه، والصفحة، والمحقق،

ودار النشر، ورقم الطبعة، ومكان النشر، وسنة النشر.

18- إتباع الرسالة بالفهارس الفنية المتعارف عليها، وهي:

- فهرس الآيات القرآنية.

- فهرس الأحاديث والآثار.

- فهرس الأعلام.

- فهرس لأهم المصطلحات العلمية.

- فهرس المصادر والمراجع.

- فهرس الموضوعات.

خصة البحث:

وقد اقتضت طبيعة الموضوع أن تكون خطة بحثه مكونة من: مقدمة، وفصل تمهيدي، وثلاثة أبواب، وخاتمة.

أما المقدمة فتشتمل على تقديم عام، وإشكالية البحث، وأهمية الموضوع وأهدافه، وأسباب اختيار الموضوع، والدراسات السابقة، وصعوبات البحث، ومنهجه، وخبطته. وجاء الفصل التمهيدي مكوناً من خمسة مباحث، أولها: التعريف بمفردات البحث، وثانيها: تاريخ ظهور عقود التحوط، وثالثها: أنواع التحوط، ورابعها: أسباب التعامل بعقود التحوط، وخامسها: تعريف المشتقات المالية وأنواعها وأغراض المتعاملين بها.

أما عنوان الباب الأول فقد تم تسميته بـ: العقود المستقبلية والآجلة في الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية، وقد اشتمل على فصلين، جاء عنوان الفصل الأول باسم:

العقود المستقبلية والآجلة في الأسواق المالية، وقد ضم ثلاثة مباحث، جاء أولها بعنوان:
العقود المستقبلية في الأسواق المالية، وثانيها: أنواع العقود المستقبلية في الأسواق
المالية، وثالثها: العقود الآجلة في الأسواق المالية.

أما الفصل الثاني من هذا الباب، فقد اشتمل هو الآخر على ثلاثة مباحث، أولها:
المانعون لهذه العقود وأدلتهم، وثانيها: المجيزون لهذه العقود وأدلتهم، وثالثها: بدائل
شرعية مقترحة.

أما الباب الثاني من هذه الأطروحة فقد اشتمل على فصلين: جاء عنوان الفصل الأول
باسم: عقود الاختيارات في الأسواق المالية، وضم مبحثين، الأول: عقود الاختيارات:
مفهومها، خصائصها، وعناصرها، والثاني: أنواع عقود الاختيارات في الأسواق المالية
المعاصرة، وطرق تنفيذها.

وجاءت تسمية الفصل الثاني من هذا الباب بعنوان: الحكم الشرعي لعقود
الاختيارات، وقد اندرج تحته مبحثان، فالأول بعنوان: المانعون لهذه العقود وأدلتهم،
والثاني بعنوان: المجيزون لهذه العقود وأدلتهم.

أما الباب الثالث فقد جاء موسوماً بعنوان: عقود المبادلات في الأسواق المالية
وأحكامها الفقهية، ويندرج تحته فصلان، فالأول بعنوان: عقود المبادلات في الأسواق
المالية، وقد اشتمل على مبحثين، جاء الأول باسم: عقود المبادلات في الأسواق المالية:
مفهومها وأركانها، وأسباب التعامل بها، والثاني بعنوان: خصائص عقود المبادلات، وأهم
المخاطر المتعلقة بها.

وقد اشتمل الفصل الثاني من هذا الباب، والموسوم بـ: "أنواع عقود المبادلات وأحكامها الفقهية" على مبحثين، فالأول بعنوان: عقود المبادلات في الأسواق المالية، والثاني بعنوان الأحكام الفقهية لعقود المبادلات.

أما الخاتمة فقد ضمت أهم النتائج وآفاق البحث.

وقد اشتمل هذا البحث على عدة فهارس هي: فهرس الآيات القرآنية، فهرس الأحاديث والآثار، وفهرس الأعلام، وفهرس لأهم المصطلحات العلمية، وفهرس المصادر والمراجع، ثم فهرس الموضوعات.

فهذا جهد الإنسان، فما كان من صواب وفهم فهو فضل من العليم الحكيم علي، والحق منسوب إليه، وما كان من خطأ فمن نفسي، وأنا راجع عنه، مستغفر ربي تائب إليه.

والله تعالى أسأل بأسمائه الحسنى وصفاته العلى أن يتقبل مني هذا العمل، وأن يجعله مقبولاً لديه، وأن ينفع به كاتبه والمطلع عليه، وأن يسلك بالجميع السبل المقربة إليه، فهو المستعان وعليه التكلان، ولا حول ولا قوة إلا بالله العلي العظيم.

فصل تمهيد

وفيه خمسة مباحث:

- المبحث الأول: التعريف بمفردات البحث.
- المبحث الثاني: تاريخ ظهور عقود التحوط.
- المبحث الثالث: أنواع التحوط.
- المبحث الرابع: أسباب التعامل بعقود التحوط.
- المبحث الخامس: تعريف المشتقات المالية، وأنواعها، وأغراض المتعاملين بها.

المبحث الأول: التعريف بمفردات البحث



المصطلب الأول: تعريف العقد



الفرع الأول: تعريف العقد لغة

جاء في مختار الصحاح: "عقد الحبل والبيع والعهد فانعقد، وعقد الرُّبُّ وغيره غُلَطَ فهو عقيد وبايهما ضرب"¹.

وفي القاموس المحيط: "عقدَ الحبل والبيع والعهد: شدَّة"²، ويطلق أيضاً على الجمع بين أطراف الشيء، يُقال: عقدَ الحبلَ إذا جمع أحد طرفيه على الآخر وربط بينهما"³.

وفي المصباح المنير: "قيل: عقدتُ البيع ونحوه، وعقدت اليمين وعقدتها بالتشديد توكيد، وعاقدته على كذا، وعقدته عليه بمعنى: عاهدته، ومعقِدُ الشيء مثل مجلس: موضع

1 - مختار الصحاح: الإمام محمد بن أبي بكر الرازي، مادة: ع ق د، مكتبة لبنان، 1989م.
2 - القاموس المحيط: مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروزآبادي، مادة: ع ق د، تحقيق مكتب تحقيق التراث في مؤسسة الرسالة بإشراف الشيخ محمد نعيم العرقسوسي، طبعة مؤسسة الرسالة، ط 6، بيروت، 1998م.
3 - لسان العرب: الإمام ابن منظور، مادة: ع ق د، اعتنى بها: أمين محمد عبد الوهاب، ومحمد الصادق العبيدي، دار إحياء التراث العربي، ومؤسسة التاريخ العربي، ط 3، بيروت-لبنان، 1419 هـ / 1999م،

عَقْدِهِ، وعقدة النكاح وغيره: إحكامه وإبرامه، والجمع عقود¹، ومنه قوله تعالى: "يَا أَيُّهَا

الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ﴿٢٤﴾" وقوله تعالى: "وَلَا تَعْزِمُوا عُقْدَةَ النِّكَاحِ"³ أي:

إحكامه، والمعنى: لا تعزموا على عقدة النكاح في زمان العدة.⁴

ويطلق العقد في اللغة العربية على معان عدة، نذكر منها:

1- الربط والشدة: سواء استُعْمِلَ في الربط الحسي، كعقدتُ الحبلَ، أم في الربط المعنوي

كعقدتُ البيع.⁵

2- الإيجاب والإبرام والإلزام: وفي هذا المعنى يقول ابن فارس⁶ رحمه الله: وعقدة النكاح وكل

شيء: وجوبه وإبرامه، والعقدة في البيع: إيجابه.⁷

3- التجمد والتخثر والغلظة: يقال: عقد السائل عقدا إذا غلظ أو جمّد بالتبريد أو

التسخين،⁸ واليعقيد: عسل يعقد حتى يخثر.⁹

4- الإلحاق: ومنه عقد البناء بالجص يعقده عقدا، ألزقه.¹

1 - المصباح المنير في غريب الشرح الكبير للرافعي: العلامة أحمد الفيومي، مطبعة التقدم العلمية، ط 1، القاهرة-مصر، 1322هـ..

2 - سورة المائدة: الآية: 1

3 - سورة البقرة: الآية: 235

4 - الجامع لأحكام القرآن: أبو عبد الله القرطبي، ج: 3/ ص: 192، مطبعة دار الكتب المصرية،-القاهرة، 1936م.

5 - معجم مقاييس اللغة: أبو الحسين أحمد بن فارس، مادة: ع ق د، تحقيق وضبط: عبد السلام محمد هارون، دار الفكر، بيروت-لبنان، 139هـ/1979م.

6 - ابن فارس: هو أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا القزويني الرازي، ولد سنة 329هـ، أصله من قزوين ، وأقام مدة في همدان، ثم انتقل إلى الري، فتوفي فيها، كان من أئمة اللغة والأدب والنحو على طريقة الكوفيين، رُزِقَ حسن التصنيف، من آثاره المطبوعة: معجم مقاييس اللغة، والمجمل، والصاحبي في علم العربية، توفي سنة 395هـ، ينظر في ترجمته: وفيات الأعيان، ابن خلكان (ج: 1/ص: 118). وطبقات المفسرين، الحافظ شمس الدين محمد الداودي (ج: 1/ص: 60)، والأعلام، الزركلي (ج: 1/ص: 193).

7 - معجم مقاييس اللغة، مادة: ع ق د.

8 - المعجم الوسيط: مجمع اللغة العربية، ص: 613، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، جمهورية مصر العربية، 1425هـ/2004م.

9 - لسان العرب، ج: 9/ص: 310.

5- الملازمة: ومنه قول رسول الله ﷺ: "الخیل معقود في نواصيها الخير إلى يوم

القيامة".² أي ملازم لها كأنه معقود فيها، ومنه قول العرب: فلان عقد قلبه على الشيء، إذا لزمه.³

6- التراكم والتكاثر والتجمع: ومن ذلك قولهم: "عقد الرمل: ما تراكم واجتمع، والجمع أعقاد، والعقدة من الشجر: ما اجتمع وثبت أصله، ويقال للمكان الذي يكثر شجره: عقدة أيضا".⁴

7- الاقتناء: يقول ابن فارس رحمه الله: "والعقدة: الضيعة، والجمع عُقد، يقال: اعتقد فلان عقدة، أي اتخذها، واعتقد مالا وأخا: أي اقتناه".⁵

8- الالتواء والانحناء والاعوجاج: يقال عَقِدَ الشيء عقدا: التوى كأن فيه عقدة⁶، ولذلك تقول العرب: جاء فلان عاقدا عُنَقَه، أي لاويا لها من الكبر، ويقال: ظبي عاقدٌ إذا لوى عنقه على عجزه قد عطفه للنوم، ويقال: تعَقَّدَ القوس في السماء وتعَقَّدَ السحاب إذا صار كالعقد المبني.⁷

-
- 1 - تاج العروس من جواهر القاموس: السيد محمد مرتضى الزبيدي، مادة: ع ق د، تحقيق الدكتور عبد العزيز مطر، مطبعة حكومة الكويت، ط 2، 1414هـ/1994م.
 - 2 - رواه البخاري في صحيحه في كتاب: الجهاد، باب: الخيل معقود في نواصيها الخير إلى يوم القيامة، ج:3/ص:215، طبعة دار الفكر، بيروت-لبنان، 1401هـ/1981م. - ومسلم في صحيحه في كتاب: الإمارة، باب: الخيل في نواصيها الخير إلى يوم القيامة، المجلد 2/ص: 906، طبعة دار طيبة، تحقيق: نظر بن محمد الفاريابي أبو قتيبة، ط:1، الرياض-المملكة العربية السعودية، 1427هـ/2006م.
 - 3 - تاج العروس، محمد مرتضى الزبيدي، ج:8/ص: 403
 - 4 - معجم مقاييس اللغة، ابن فارس، مادة: ع ق د.
 - 5 - المصدر السابق، مادة: ع ق د.
 - 6 - المعجم الوسيط، ص: 614
 - 7 - الصحاح، تاج اللغة وصحاح العربية: إسماعيل بن حماد الجوهري، ج:2/510، تحقيق: أحمد عبد الغفور عطار، دار العلم للملايين، الطبعة 4، بيروت-لبنان، 1990م، ومعجم مقاييس اللغة: ج:4/ص: 188، وتاج العروس، ج: 8/ص: 396-397.

ونلاحظ مما سبق أنه ومع تعدد معاني العقد في اللغة إلا أنها اتفقت فيما بينها على معنى واحد يدور حول ربط وتوثيق الأشياء بعضها ببعض.

الفرع الثاني: تعريف العقد اصطلاحاً:

لم يفرد الفقهاء القدامى باباً للعقد مستقلاً بذاته، وإنما يذكرونه في معرض حديثهم عن أي من عقود البيع، أو النكاح، والإجارة، وغيرها من عقود المعاوضات. وفي ما يلي نظرة الفقهاء العامة للعقود، والتي يظهر فيها أن للعقد في الاصطلاح الفقهي معنيان: أحدهما عام والآخر خاص.

الأول: العقد بمعناه العام

فيراد بالعقد، ما يعقده العاقد على أمر يفعله هو، أو يعقد على غيره فعله على وجه إلزامه إياه، فيسمى البيع والنكاح والإجارة، وسائر عقود المعاوضات عقوداً، لأن كل واحد منهما قد ألزم نفسه التمام عليه، والوفاء به، وسُمي اليمين على المستقبل عقداً، لأن الحالف قد ألزم نفسه الوفاء بما حلف عليه من فعل أو ترك، والشركة والمضاربة ونحوها تسمى أيضاً عقوداً لما وصفنا من اقتضاءها الوفاء بما شرطه على كل واحد من الربح والعمل لصاحبه وألزمه نفسه، وكذلك العهد والأمان؛ لأن معطيها قد ألزم نفسه الوفاء بها.¹

1 - أحكام القرآن: أبو بكر الجصاص، ج: 3/ص: 285، تحقيق: محمد الصادق قمحاوي، دار إحياء التراث العربي، ومؤسسة التاريخ العربي، بيروت، 1412هـ/1992م.

وهذا المعنى هو ما ذكره كثير من المفسرين في تفسير قوله تعالى: "أَوْفُوا بِالْعُقُودِ".¹ قال

الواحدي²: "يعني: بالعهد المؤكدة التي عاهدتموها مع الله والناس"³، وقال أبو السعود⁴:

"والمراد بالعقود ما يعم جميع ما ألزمه الله تعالى عباده وعقده عليهم من التكاليف والأحكام

الدينية، وما يعقدونه فيما بينهم من عقود الأمانات والمعاملات ونحوها مما يجب الوفاء به

أو يحسن ديناً، بأن يحمل الأمر على معنى يعُمُّ الوجوب والندب"⁵.

ومن هذا الإطلاق العام قول العلامة الآلوسي⁶ في تفسيره لنفس الآية: "المراد بها يعم جميع

ما ألزم الله عباده وعقد عليهم من التكاليف والأحكام الدينية وما يعقدونه فيما بينهم من

عقود الأمانات والمعاملات ونحوهما مما يجب الوفاء به."⁷

1 - سورة المائدة: الآية: 1

2 - الواحدي: هو علي بن أحمد بن محمد بن علي أبو الحسن الواحدي النيسابوري، كان أوجد عصره في التفسير، صنف التفاسير الثلاثة: البسيط، والوسيط، والوجيز، وله أيضاً كتب أخرى مثل: أسباب النزول والمغازي، والإغراب في الإعراب، ونفي التحريف عن القرآن الشريف، كانت وفاته في شهر جمادى الآخرة، سنة 468هـ، ينظر في ترجمته طبقات المفسرين للداوودي، ج: 1/ ص: 394-396، والأعلام للزركلي، ج: 4/ ص: 255

3 - الوجيز في تفسير الكتاب العزيز، علي بن أحمد الواحدي، ج: 1/ ص: 306 تحقيق: صفوان عدنان داوودي، دار القلم، الدار الشامية، دمشق، ط: 1، 1415هـ.

4 - أبو السعود: محمد بن محمد بن مصطفى العمادي الحنفي، المولى أبو السعود، مفسر وشاعر، انتهت إليه رئاسة الحنفية في زمانه، من علماء الترك المستعربين، ولد سنة 898هـ بقرب القسطنطينية، وهو صاحب التفسير المعروف باسمه، وقد سماه: "إرشاد العقل السليم إلى مزايا الكتاب الكريم"، ومن كتبه: "رسالة في المسح على الخفين"، و"قصة هاروت وماروت" توفي سنة 982هـ، وهو مدفون في جوار مرقد أبي أيوب الأنصاري. ينظر في ترجمته: شذرات الذهب في أخبار من ذهب، لابن العماد الحنبلي، ج: 8/ ص: 398-400، والأعلام للزركلي، ج: 7/ ص: 59.

5 - إرشاد العقل السليم إلى مزايا القرآن الكريم: أبو السعود محمد بن محمد العمادي، ج: 3/ ص: 2 دار إحياء التراث العربي، بيروت.

6 - الآلوسي: هو محمود بن شكري بن عبد الله البغدادي الحسيني الآلوسي، أبو المعالي، مؤرخ، عالم بالأدب والدين، ولد في رصافة بغداد سنة 1273هـ، وأخذ العلم عن أبيه وعمه وغيرهما، وتصدر للتدريس في داره وفي بعض المساجد، وكان إماماً وخطيباً لجامع أبي حنيفة في بغداد لمدة أربعين عاماً، من مؤلفاته: "بلوغ الأرب في أحوال العرب"، و"أخبار بغداد وما جاورها من القرى والبلاد" و"المسك الأذفر في تراجم علماء القرن الثالث عشر"، و"روح المعاني في تفسير القرآن والسبع المثاني"، وغيرهما، توفي سنة 1342هـ ببغداد، الأعلام، ج: 7/ ص: 173.

7 - روح المعاني في تفسير القرآن والسبع المثاني، محمود بن شكري الآلوسي، ج: 6/ ص: 48، تحقيق: إدارة الطباعة المنيرية، طبعة دار إحياء التراث العربي، بيروت.

ومن هذه التعريفات يتضح أنه لا يُشترط العدد في العقد، بل يكفي لانعقاده إرادة العاقد إرادة واحدة، وعلى هذا: فالإعتاق واليمين والطلاق وغيرها- مما يتم بإرادة واحدة- تسمى عقوداً، كما أن البيع والإجارة والزواج وغيرها- مما يتم بإرادتين- تسمى كذلك عقوداً بمقتضى هذا التعريف.

الثاني: العقد بمعناه الخاص

يطلق العقد بمعناه الخاص على ما ينشأ عن إرادتين لظهور أثره الشرعي في المحل، فيعرف بناءً على هذا بأنه: "ربط أجزاء التصرف بالإيجاب والقبول شرعاً".¹

وبهذا المعنى عرفه الزركشي² بقوله: "ارتباط الإيجاب بالقبول الالتزامي، كعقد البيع والنكاح وغيرهما".³

وذكر ابن جزي⁴ العقد فعرّفه بأنه: ما يعقده الإنسان مع غيره من بيع ونكاح وعتق وشبه ذلك".⁵

1 - حاشية رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، محمد أمين ابن عابدين، ج:4/ص:68، دراسة وتحقيق وتعليق: الشيخ عادل أحمد عبد الموجود، والشيخ علي معوض، دار عالم الكتب للطباعة والنشر والتوزيع- الرياض، المملكة العربية السعودية، 1423هـ/2003م.

2 - الزركشي: هو محمد بن بهادر بن عبد الله بدر الدين الزركشي، ولد سنة 745هـ، فقيه وأصولي شافعي، تركي الأصل، مصري المولد والوفاة، أخذ عن كبار العلماء في عصره، أبرزهم جمال الدين الإسني، وسراج الدين البلقيني، له مؤلفات عديدة، من بينها: "البحر المحيط" و "إعلام الساجد بأحكام المساجد"، و "الديباج في توضيح المنهاج". توفي رحمه الله في رجب سنة 794هـ بالقرافة بمصر، ينظر طبقات الشافعية لابن قاضي شهبة الدمشقي، ج:3/ص:227

3- المنثور في القواعد: الإمام بدر الدين محمد الزركشي، ج:2/ص:397، تحقيق: د. تيسير فائق أحمد محمود، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت، ط: 1، 1402هـ/1982م.

4 - ابن جزي: هو محمد بن أحمد بن محمد بن عبد الله، ابن جزي الكلبي، أبو القاسم: فقيه من العلماء بالأصول واللغة، ولد سنة 693هـ بقرنطة، من كتبه: "القوانين الفقهية في تلخيص مذهب المالكية" و "تقريب الوصول إلى علم الأصول" و "التسهيل لعلوم التنزيل" وهو من شيوخ لسان الدين ابن الخطيب. توفي رحمه الله سنة 741هـ. ينظر: "الأعلام" للزركلي، ج:5/ص:325.

5 - التسهيل لعلوم التنزيل: ابن جزي، ج: 1/ص:222، ضبطه وخرّج أحاديثه: محمد سالم هاشم، طبعة دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1415هـ/1995م.

وجاء في مجلة الأحكام الشرعية على مذهب الحنابلة لأحمد بن عبد الله القاري¹: "العقد:

واحد العقود، وهو المعاملة التي يلتزمها الطرفان بربط الإيجاب بالقبول"².

فالعقد بهذا المعنى عند الفقهاء متوقف على وجود إرادتي العاقدین، وتوافقهما على إنشاء

التزام شرعي بينهما، بما يدل على ذلك من عبارة أو كتابة أو غيرهما.

فَيُسَمُّونَ مجموع بعت كذا بكذا، وقبلت ذلك: بعقد البيع، فلا يكفي إرادة واحدة. وعلى

هذا: فالإعتاق واليمين والنذر والطلاق وغيرهما مما يتم بإرادة واحدة لا تسمى عقودا

بمقتضى هذا التعريف.

والمتتبع لكتب الفقه يجد أن العقد بمعناه الخاص، هو الشائع والمشهور؛ لأننا لا نجد في

الوقت الحاضر فقها يطلق كلمة "عقد"، ويريد بها اليمين أو النذر، ولذلك فأينما وُجِدَت

كلمة العقد في هذا البحث، فالمراد بها المعنى الخاص دون المعنى العام.



المصطلب الثاني: تعريف التحوُّك



1 - أحمد بن عبد الله القاري، ابن محمد بشير خان: قاض حجازي من أصل هندي، ولد سنة 1309هـ، وتعلم في المدرسة الصولتية بمكة وعلم بها، وعُيِّن قاضيا لعدة سنة 1340هـ، وجُعِل من أعضاء مجلس الشورى سنة 1349هـ، له "مجلة الأحكام الشرعية على مذهب الإمام أحمد بن حنبل"، توفي في الطائف سنة 1359هـ، ينظر في ترجمته كتاب الأعلام للزركلي، ج: 1/ ص: 163.

2 - مجلة الأحكام الشرعية على مذهب الإمام أحمد بن حنبل: أحمد بن عبد الله القاري، ص: 107، دراسة وتحقيق: د عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، و د. محمد إبراهيم أحمد علي، مطبوعات تهامة، ط: 3، 1426هـ/2005م.

الفرع الأول: تعريف التحوّل لغة:

قبل ذكر تعريف التحوّل لغة، يجب الإشارة إلى أن هذه الكلمة هي الترجمة المعتمدة عند المختصين للمصطلح الإنجليزي Hedging، والذي سيأتي في ما بعد بحول الله ذكر لجملته من تعريفات المختصين له.

وبالرجوع للتعريف اللغوي للتحوّل، فقد جاء في لسان العرب مادة حوط: حاطه يحوطه حوطا وحيطه وحياطة: حفظه وتعهده، واحتاط الرجل: أخذ في أموره بالأجزم. واحتاط الرجل لنفسه: أي أخذ بالثقة، والحوطة والحيطه: الاحتياط، وحاطه الله حيطا وحياطة، والاسم: الحَيْطَة والحَيْطَة أي صانه وكلاؤه ورعاه.¹

وفي معجم مقاييس اللغة عند ذكر مادة "حوط" الحاء والواو والطاء كلمة واحدة وهو الشيء يُطِيف بالشيء.²

وفي القاموس المحيط: حاطه حوطا وحيطه وحياطة أي حفظه وصانه وتعهده، كحَوّطه وتحَوّطه، والجمار عانته: جمعها. واحتاط: أخذ في الجزم.³

وجاء في المصباح المنير: حاطه يحوطه حوطا: رعاه، وحَوّط حَوّله تحوّلًا أدار عنه نحو التراب حتى جعله محيطا به، وأحاط القوم بالبلد إحاطة استداروا بجانبه وحاطوا به من باب، وأحاط به علما عرفه ظاهرا وباطنا، واحتاط للشيء: افتعال وهو طلب الأحظ والأخذ

1 - لسان العرب، الإمام العلامة ابن منظور، مادة: ح و ط، دار إحياء التراث العربي.

2 - معجم مقاييس اللغة، لأبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، مادة: ح و ط.

3 - القاموس المحيط، لمجد الدين محمد بن يعقوب الفيروزآبادي، مادة: ح و ط.

بأوثق الوجوه.¹

وفي المعجم الوجيز: حاط القوم بالبلد حوطا وحياطة: أحدقوا به. - الشيء -: شمله برعايته، أحاط القوم بالبلد: حاطوا به و - بالأمر - أدركه من جميع نواحيه.²

وقليل من أصحاب المعاجم اللغوية من ذكر مادة التحوط انطلاقاً من تصريف الفعل الرباعي: تحوط يتحوط تحوطاً، ومن بين هؤلاء القلة نجد صاحب تاج العروس حيث يقول: وتحوُّطه: مثل حوَّطه، يقال: لا زلت في حياطة الله ووقايته. وهو يتحوَّطُ أخاه، إذا كان يتعاهده ويهتم بأمره. وحاط الحمار عانته: جمعها وحفظها. واحتاط الرجل لنفسه: أخذ في الحزم وبالثقة، وهو مجاز، والاسم: الحوطة والحيطة بالفتح فيهما، (ويكسر)، وأصله الحِوْطَةُ.³

وفي أساس البلاغة: وفلان يتحوط أخاه حيطة حسنة: يتعاهده ويهتم بأمره، والحمار يتحوَّطُ عانته: يحفظها ويجمعها. وحوطتُ حائطاً وحاط بهم العدو، وقد احتاط في الأمر واستحاط، سمعهم يقولون: فلان يستحيط في أمره وفي تجارته أي يبالغ في الاحتياط ولا يترك.⁴

وفي مجمع الأمثال: "وقعوا في تحوُّط: أي في سنة جدبة"⁵، لأنها تحيط بالأموال: أي تهلكها، أو

1 - المصباح المنير في غريب الشرح الكبير للرافعي، أحمد بن محمد بن علي المقرئ الفيومي، ج: 1، ص: 79.
2 - المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، مادة: ح و ط، وزارة التربية والتعليم - مصر، 1414هـ / 1994م.
3 - تاج العروس من جواهر القاموس، لمحمد مرتضى الحسيني الزبيدي، مادة: ح و ط.
4 - أساس البلاغة، لأبي القاسم جار الله محمود بن عمر بن أحمد الزمخشري، ت محمد باسل عيون السود، ج 1 ص: 223، دار الكتب العلمية بيروت-لبنان، ط1، 1419هـ / 1998م.
5 - مجمع الأمثال، لأبي الفضل أحمد بن محمد بن حمد بن إبراهيم النيسابوري الميداني، تحقيق محمد محي الدين عبد الحميد، ج2/ص: 260، مطبعة السنة المحمدية، 1374هـ / 1955م .

تحيط بالناس: تهلكهم.¹

وبناء على ما سبق ذكره في معاجم وقواميس اللغة العربية، يمكننا القول بأن مادة حوط أو حاط تتضمن معاني التوثق والحفظ، والصيانة والحماية والاعتناء بالشئ، ودفع الضرر قبل وقوعه، وأقرب المصطلحات التي تحمل هذا المعنى هي الرعاية والوقاية. قال ابن فارس: "الراء والعين والحرف المعتل أصلان: أحدهما المراقبة والحفظ والآخر الرجوع."²

وإذا تعلق الأمر بالمال، فالمعنى صيانتة وحفظه وعدم إتلافه وتبذيره.

وفي ما يرجع إلى المعاملات المالية يكون المعنى هو الأخذ بأحد الوجوه وأكثرها أماناً وحماية، بما يمكن عدم هلاكه وخسرانه وإتلافه بالكلية، وإن لم يكن ولا بد فتقليل للخسارة وتقليصها يدخل أيضاً ضمن مفهوم التحوط لغة.

الفرع الثاني: تعريف التحوط اصطلاحاً:

قبل الشروع في تعريف التحوط اصطلاحاً، تجدر الإشارة إلى أن التحوط –وحسبما جاء بالمعنى اللغوي- من الأمور المطلوبة دفعا للضرر الذي قد يلحق بالإنسان، وهو بهذا المعنى العام قد ورد في النصوص الشرعية، إذ يقول الله تعالى: "وَأَنْعِفُوا فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَلَا

تُلْفُوا بِأَيْدِيكُمْ إِلَى التَّهْلُكَةِ وَأَحْسِنُوا إِنَّ اللَّهَ يُحِبُّ الْمُحْسِنِينَ

3." 

1 - تاج العروس: الزبيدي، مادة: ح و ط.
2 - معجم مقاييس اللغة: ابن فارس، مادة: ر ع ا.
3 - سورة البقرة: الآية: 195

فجعل الله سبحانه وتعالى الإنفاق في سبيله شكلاً من أشكال دفع الهلاك تحوطاً قبل وقوعه.

وفي الحديث النبوي الشريف: " اتقوا النار ولو بشق تمرّة، فمن لم يجد فبكلمة كهيبة".¹ وهذه دعوة صريحة لترك حاجز بين المرء والسقوط في مزالق الخطايا الموصلة إلى العقاب، فالتقوى شكل من أشكال التحوط للعيش بسلام، والنجاة من عذاب الله يوم القيامة.

وفي المعاملات المادية فالتحوط مقصود أيضاً، يقول الرسول ﷺ، "ألا من ولي يتيماً له مال فليتجر فيه ولا يتركه حتى تأكله الصدقة".²

ولئن كان للتحوط معنى عاماً كما فهمنا، فإن ما نريده هنا هو التعرف على معناه إذا تعلق بالمعاملات المالية حيث مقصود البحث.

ولتعريف التحوط اصطلاحاً، لا بد من سرد جملة من تعريفات المتخصصين، ومناقشتها: يقول الدكتور عدنان عبد الله محمد عويضة: "التحوّط هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أم أسعار صرف العملات، أم أسعار الأوراق المالية، وذلك بواسطة عقود الخيارات، أو بواسطة عقود الآجال، والمستقبلات

1 - رواه البخاري في كتاب: الرقاق، باب: من نوقش الحساب عذب، ج:7/ص:198، ورواه مسلم في كتاب: الزكاة، باب الحث على الصدقة ولو بشق تمرّة أو كلمة طيبة وأنها حجاب من النار، ج:1/ص:451.

2 - رواه الترمذي في السنن: كتاب: الزكاة عن رسول الله ﷺ، باب: ما جاء في زكاة مال اليتيم، ج:2/ص:25، طبعة دار الغرب الإسلامي، تحقيق: د.بشار عواد معروف، ط.1، بيروت، لبنان، 1996م. قال الترمذي: وإنما روي هذا الحديث من هذا الوجه وفي إسناده مقال لأن المثنى بن الصباح يضعف في الحديث، سنن الترمذي، ج:2/ص:25.

والمقايضات".¹

ويمكن مناقشة هذا التعريف بكونه استثنى تقلب أسعار الفائدة من أنواع التحوط، ثم إنه لم يبين المراد من الاحتماء هل المقصود به التفادي أو التقليل من خطر التقلبات.

وعرفه الدكتور شمخي حويط فرج بقوله: "المقصود بالتحوط هو عملية اتخاذ موقع في السوق المستقبلية مغاير لذلك المتخذ في السوق الفعلية تحوطاً من حركة الأسعار المعاكسة".²

ويلاحظ في هذا التعريف أن صاحبه لم يذكر أسعار الأشياء التي يُتحوطُ منها، كما أنه عرّف التحوط بالتحوط، وهذا يُردّ عليه بالدور.³

ويقول الدكتور سامي السويلم: "مصطلح التحوط يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها".⁴

ويلاحظ في هذا التعريف أنه تعريف عام لم يذكر أنواع التحوط، ولا طريقته ولا المعنيين به. وجاء في كتاب إدارة المشتقات المالية: "وعرّف التحوط أيضاً بأنه الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية للحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، بسبب التغيرات العكسية لأسعار السلع أو الأوراق المحلية محل التعاقد، ويرتكز مفهوم التحوط

1 - نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، عدنان عبد الله محمد عويضة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي-هرندن، فرجينيا-، ط1، 1431هـ/2010م.
2 - المتاجرة في أسواق النفط المستقبلية، شمخي حويط فرج، مجلة دراسات اقتصادية-مجلة فصلية- تصدر عن قسم الدراسات الاقتصادية في بيت الحكمة، بغداد، العدد الثاني ص: 31، السنة 1، صيف 1999م.
3 - الدور: هو توقف الشيء على ما يتوقف عليه، معجم التعريفات للعلامة علي بن محمد الجرجاني، ص: 92، تحقيق محمد صديق المنشاوي. ط دار الفضيلة-القاهرة-مصر.
4 - ضوابط التحوط في المعاملات المالية، سامي السويلم، ص: 1، منظمة التعاون الإسلامي-الدورة 21 لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي-الرياض- المملكة العربية السعودية، سنة 1435هـ/2013م.

على تقليل أو تلافي المخاطر السوقية المحتملة نتيجة تقلبات الأسعار، وهذا يؤدي إلى توفير الحماية من الخسائر التي قد يتعرض لها المستثمر.¹

ويؤخذ على هذا التعريف طوله، وبكونه خصّ التحوط بالمستثمر، وهذا ليس بصحيح، بل التحوط يهم كذلك المضارب والتاجر، بل إن أغلب المتحوطين هم من المضاربين.

كما أنه في سياق ذكره لأقسام التحوّط، لم يذكر التحوّط من أسعار الفائدة رغم أهميته. وعرفه الأستاذ محمد محمود حبش بقوله: "يقصد بالتحوط: بأنه عملية إلغاء أو تقليل الخسائر التي تؤدي إليها تحركات الأسعار في الاتجاه غير المتوقع للمستثمر".²

وهذا التعريف وإن كان ذكر نوعي التحوط: التام وغير التام، إلا أنه لم يبين الإجراءات التي تساهم في تقليل أو تفادي الخسائر؛ كما أن الأستاذ محمد محمود حبش استعمل في تعريفه كلمة "إلغاء" مع العلم أن إلغاء الخسائر ليس مضمونا، إذ إن عملية التحوط تكون سابقة للخسائر، ويُلْتَجَأ إليها عند توقع حصول الخسائر، فالأولى استبدال كلمة "إلغاء" بـ "تجنب" أو "تفادي".

ويقول الدكتور عجيل جاسم النشمي: "التحوط هو تحييد المخاطر وتقليصها ونقلها وإدارتها، أو هو حماية رأس المال باستخدام الوسائل المتاحة للوقاية من الخسران أو النقصان أو التلف".³

ويمكن القول عن هذا التعريف إنه مثل سابقه، استعمل كلمة "تحييد" التي لها نفس معنى

1 - إدارة المشتقات المالية مدخل نظري وتطبيقي متكامل ، د.جليل كاظم مدلول العارضي و أ - زيد العباسي و أ.علي عبودي الجبوري، ص: 110-111، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ط 1 - عمان-الأردن، 1437هـ/2016م.
2 - الأسواق العالمية المالية وأدواتها المشتقة -تطبيقات عملية-: محمد محمود حبش، ص: 297، طباعة شركة الإقبال للطباعة والتغليف، ط:1، رام الله، يناير، 1998م.
3 - التحوط في المعاملات المالية: د عجيل جاسم النشمي، ص: 21، منظمة التعاون الإسلامي-الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي-، الرياض-المملكة العربية السعودية، 1435هـ/2013م.

"إلغاء" تقريبا، مع ما تقرر سابقا أن "تحييد" أو "إلغاء" الخسائر ليس مضمونا، لكون التحوط هو عملية تسبق حصول الخسائر، فهي تكون عند توقع حدوثها، أضف على ذلك، أن هذا التعريف لم يُشر لا من قريب ولا من بعيد إلى الأطراف المعنية بهذه العملية، ولا الأنواع والأقسام التي يقع عليها التحوط.

أما الدكتور طارق عبد العال حماد، فقد أورد في كتابه: "المشتقات المالية: مفاهيمها، أنواعها، استخدامها في إدارة المخاطر المحاسبة عنها" ثلاثة تعريفات للتحوط، أولها جاء في الصفحة 319 حيث قال: "مركز مالي متخذ للتقليل أو القضاء على المخاطرة، أو استبدال نوع ما من المخاطرة بنوع آخر".¹

وفي الصفحة 365 من نفس الكتاب جاء: "التحوط هو أسلوب لإدارة المخاطر، ويحاول الكيان من خلاله تخفيض تأثير الخسائر أو التكاليف المحتملة المستقبلية".²

وفي تعريف آخر، يقول: "التحوط هو تقنية لإدارة المخاطر تتضمن استخدام واحد أو أكثر من المشتقات أو أدوات التحوط الأخرى لمقابلة التغيرات في القيمة العادلة³ أو التدفقات النقدية⁴ لواحد أو أكثر من الأصول أو الالتزامات أو المعاملات المستقبلية".¹

1 - المشتقات المالية: مفاهيمها، أنواعها، استخدامها في إدارة المخاطر المحاسبة عنها: د طارق عبد العال حماد، ص: 319، طبعة الدار الجامعية، ط: 1، الإسكندرية-مصر، 2010م.

2 - المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 365.

3 - القيمة العادلة: هو المبلغ والقيمة التي تصلح لتبادل الأصول، وتسديد الالتزامات على أساس تجاري بحت، وبين أطراف راضية عن التبادل، وراغبة فيه، ولديهم معلومات كافية عن السوق. ينظر بحث الدكتور مصطفى راشد العبادي الموسوم ب: "مدى حاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة بالقوائم المالية-دراسة تحليلية مقارنة-". ص: 7، بحث مقدم إلى الندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية والتي نظمتها كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك سعود، 2010م.

4 - التدفق النقدي: القائمة التي تبين المقبوضات النقدية والمدفوعات النقدية للمنشأة خلال فترة معينة. ينظر كتاب: "معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية: الجوانب النظرية والعملية"، محمد أبو نصار، وجمعة حميدات ، ص: 97، الجامعة الأردنية، عمان، 2014م.

ويلاحظ في تعريفات الدكتور طارق عبد العال حماد أنها لم تستوعب مفهوم التحوط بشكل دقيق وشامل في تعريف واحد، ففي التعريف الأول يذكر نوعي التحوط: التام وغير التام، بينما أغفله في التعريفين اللاحقين، ويكتفي بذكر التحوط غير التام فقط فيهما، أضف على ذلك عدم إشارته في التعريفين الأول والثاني للإجراءات التي يمكن اللجوء إليها بغية تقليل أو تفادي الخسائر عكس التعريف الثالث الذي ذكر فيه هذه الوسائل.

إذن كانت هذه بعض تعريفات المختصين لمفهوم التحوط، وأهم ملاحظات الباحث عليها واعتراضاته، وسوف أذكر الآن تعريفات أخرى لهذا المفهوم من أجل التوسع والإثراء، وحتى يتسنى للقارئ الاطلاع على مزيد من الكتب والمراجع في هذا الباب، ولن أقدم هنا أي ملاحظات عليها؛ إذ في الغالب لن تخرج عن ما ناقشته في ما سبق، وبعد ذلك سأختار التعريف الذي أراه أكثر شمولاً ودقة.

يقول الدكتور سمير رضوان: "يعرّف التحوط على أنه إزالة الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير الملائمة في أسعار الصرف، أو أسعار الفائدة، أو قيم الأصول المستثمر فيها، أو الحد منها إلى أدنى درجة ممكنة".² وأورد الدكتور محمد علي القري تعريفين للتحوط:

الأول: "تبني الإجراءات والترتيبات واختيار صيغ العقود الكفيلة بتقليل المخاطر إلى الحد الأدنى مع المحافظة على احتمالات جيدة للعائد على الاستثمار".

الثاني: استراتيجية الغرض منها التخلص أو إلغاء المخاطر التي تكون خارج نطاق النشاط

1 - المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 503.

2 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، د. سمير رضوان، ص: 319، طبعة دار النشر للجامعات، ط: 1، القاهرة، مصر، 1426هـ/2005م.

الرئيسي أو خارج مجال الاستثمار المستهدف"¹.

وعرّف الأستاذ أحمد المبلغي التحوط بقوله: "عبارة عن محاولة حماية المال في عملية الاستثمار عن الخطر الذي يتعرض له نتيجة للتذبذب الذي يمكن أن يحصل في سعره، حماية تتمثل في عملية تقليل حجم ذلك الخطر أو القضاء عليه، عبر إجراءات قد تكون هي عقدية وقد تكون غير عقدية، وغير العقدية مثل اتخاذ سياسات وقرارات"².

ويقول الدكتور عصام أبو النصر: "يقصد بالتحوط فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال إزالة الآثار السلبية المصاحبة لأسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو قيم الأصول المالية أو الحد منها، وعادة ما يكون باستخدام أدوات المشتقات وأهمها العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات"³.

وعرّفه الدكتور عبد العزيز هيكل بقوله: "إجراء يقوم به بائع ما أو مشتري ما لحماية مشروعه، أو أصوله ضد تغير الأسعار في المستقبل"⁴.

أما الدكتور عبد الرحيم الساعاتي فيعرفه بقوله: "الإجراءات التي تُتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب، وهو يعرف أحياناً بالخطر المالي"⁵.

ويعرفه الدكتور السيد إبراهيم الدسوقي: "عملية يقوم بها رجال الأعمال لحماية أسعار

1 - آليات التحوط في العمليات المالية الإسلامية: د. محمد علي القري، ص: 2. بحث متقدم إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2008م.

2 - التحوط في المعاملات المالية: أحمد المبلغي، ص: 2، بحث مقدم للدورة الواحدة والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالرياض، 1435هـ/2013م.

3 - أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. عصام أبو النصر، ص: 81، دار النشر للجامعات، ط 1، القاهرة، 2006م.

4 - موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية: د. عبد العزيز هيكل ص: 372، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1980م.

5 - المشتقات المالية الإسلامية وإدارة المخاطر التجارية: د. عبد الرحيم الساعاتي، ص: 75، حولية البركة، العدد السابع، رمضان، 1426 هـ.

السلع والخدمات ضد تقلبات أسعار الصرف، وتتلخص في بيع أو شراء العملات الأجنبية في سوق الصرف الآجل".¹

ويقول الدكتور شقيري نوري موسى: "يعرّف التحوط بأنه أي إجراء يكون القصد منه إزالة أو إنقاص الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير المواتية في هيكل أسعار الفائدة، أو أسعار الصرف، أو التقلبات السلبية في قيمة الأصول المستثمر فيها".²

إذن بعد سرد مجموعة من تعريفات المختصين للتحوط ومناقشتها، خلّص الباحث إلى تعريف التحوط ب: "مجموعة الإجراءات العقدية التي يقوم بها المستثمرون والمضاربون والتجار، أو غير العقدية مثل اتخاذ سياسات وقرارات حكومية، والتي تهدف إلى حماية المال من الخطر الذي قد يتعرض له نتيجة للتقلب غير المتوقع، والذي يمكن أن يحصل في هيكل الأسعار، سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أو أسعار الأوراق المالية، أو أسعار صرف العملات، أو أسعار الفائدة، حماية تتمثل في محاولة تقليل حجم ذلك الخطر أو العمل على تلافيه".

وهذا التعريف يتميز بالشمولية بحيث يتضمن الأمور التالية:

أ- أن التحوط هو عملية تتضمن مجموعة من الإجراءات هدفها حماية المال من احتمالية وقوع التقلب غير المتوقع، بمعنى أن الأسعار كانت تتحرك في اتجاه لا يريده المستثمر أو المضارب أو التاجر.

1 - استثمار احتياطات التأمينات الاجتماعية مع التطبيق على المملكة العربية السعودية: د. السيد إبراهيم الدسوقي، ص: 60، جامعة الملك سعود، ط: 1، الرياض، 1408 هـ.

2 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 214، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط: 1، عمان، الأردن، 1436 هـ/ 2015 م.

ب- أن العملية التحوطية قد تكون من طراز السياسات، وقد تكون من طراز العقود، مع التأكيد على أن هذا البحث مُنصبٌ فقط على ما كان من الصنف المذكور أخيراً.

ج- أن التحوط ليس دائماً يكون غرضه محاولة إزالة الخطر، بل في أكثر الأحيان يتم بهدف تقليص ذلك الخطر.

د- أن الذي يقوم بالعملية التحوطية قد يكون التاجر أو المضارب أو المستثمر.

هـ- أن الأسعار التي تكون عرضة للتذبذب هي في الغالب أسعار المواد الأولية والبضائع، وأسعار صرف العملات، وأسعار الأوراق المالية، وأسعار الفائدة.



المصطلب الثالث: الفرق بين التحوط والتأمين



قبل ذكر ما يميّز التحوط عن التأمين، يُستحسن توضيح مفهوم التأمين؛ إذ إنّه قد مرّ علينا تعريف التحوط.

الفرع الأول: تعريف التأمين :

عرّفه الدكتور عبد الرزاق السنهوري بأنه: "عقد يُلزم المؤمن بمقتضاه أن يؤدي إلى المؤمن له أو إلى المستفيد الذي اشترط التأمين لصالحه مبلغاً من المال أو إيراداً، أو راتباً، أو أيّ

عَوَضَ مالي آخر في حالة وقوع حادث أو تحقق خطر مُبَيَّن بالعقد، وذلك نظير مبلغ من المال يُدفع أقساطاً أو دفعة واحدة من المُؤمَّن له للمُؤمَّن في حال حياته".¹

وعرّفه الدكتور مصطفى أحمد الزرقا بقوله: "نظام تعاقدى يقوم على أساس المعاوضة، غايته التعاون على ترميم أضرار المخاطر الطارئة بواسطة هيئات منظمة تزاوّل عقوده بصورة فنيّة قائمة على أسس وقواعد إحصائية".²

ولعلّ أدق التعريفات وأوفرها حظاً من التوفيق في تعريف التأمين هو تعريف الأستاذ الفرنسي هيمار Hemar والذي أورده الدكتور عيسى عبدو في كتابه: "التأمين بين الحل والتحرير" فقد عرّفه على الوجه الآتي:

"التأمين عملية يحصل بمقتضاها أحد الطرفين وهو المُؤمَّن له نظير دفع قسط على تعهد لصالحه أو لصالح الغير من الطرف الآخر وهو المُؤمَّن، تَعَهَّد بمقتضاه يدفع هذا الأخير أداء مُعيّناً عند تحقق خطر مُعيّن، وذلك عن طريق تجميع مجموعة من المخاطر وإجراء المقاصة وفقاً لقوانين الإحصاء".³

وهذا التعريف الأخير للتأمين تبناه عدد كبير من فقهاء القانون رغم بعض الاعتراضات التي قد تطاله من قبيل إدخال الأساليب الفنية التطبيقية للتأمين في التعريف، مع أن المقصود من التعريف توضيح ماهيّة المُعرّف ببيان أركان العقد، والعلاقة بين أطرافه.⁴

1 - الوسيط في شرح القانون المدني الجديد: د. عبد الرزاق السنهوري، ج:7/ص:1095، منشورات الحلبي الحقوقية، ط:3، بيروت، 1998م.

2- نظام التأمين: حقيقته والرأي الشرعي فيه: مصطفى أحمد الزرقا، ص:21، مؤسسة الرسالة، ط:4، بيروت، 1415هـ/1994م.

3 - التأمين بين الحل والتحرير: د. عيسى عبده، ص:26، دار الكتب، ط:1، مصر، 1398هـ/1978م.

4 - التأمين الاجتماعي في ضوء الشريعة الإسلامية: د. عبد اللطيف آل محمود، ص:34، دار النفائس، ط:1،

والذي جعل فقهاء القانون يأخذون بهذا التعريف أمران هما:

الأول: أنه يصدق على نوعي التأمين، فهو يشمل التأمين من الأضرار (التأمين على الأشياء والتأمين على المسؤولية)، والتأمين على الأشخاص.

الثاني: أنه أبرز العناصر القانونية والعناصر الفنية لعملية التأمين، فهو قد أورد العناصر القانونية التي لا بدّ من توافرها وهي: طرفا العقد، والخطر المؤمن منه، والقسط، والمبلغ الذي يدفعه المؤمن عند تحقق الخطر، ثم إنه لم يغفل الناحية الفنية لعملية التأمين وما تقوم عليه من أسس، وهي تجميع المخاطر المتحددة في النوع والطبيعة وإجراء المقاصة بينها وفقا لقوانين الإحصاء.¹

والتعريف الذي اختاره هو تعريف الدكتور عبد اللطيف آل محمود، حيث عرف التأمين ب: "نظام مالي يلتزم فيه المؤمن بدفع مبلغ مالي أو إيراد مرتب، أو أي عوض مالي آخر للمستفيد عند وقوع الحادث المرغوب فيه، أو غير المرغوب فيه، خلال مدة معينة مقابل دفع المستأمن قسط التأمين بصفة دورية أو دفعة واحدة".²

وهذا التعريف قد ذكر أركان التأمين الأربعة: وهي المؤمن، والمؤمن عليه، والخطر، ومبلغ التأمين.

بيروت، 1414هـ/1994م.

1 - التأمين بين الحل والتحريم، د. عيسى عبده، ص: 26.

2 - التأمين الاجتماعي في ضوء الشريعة الإسلامية، د. عبد اللطيف آل محمود، ص: 35.

كما أنه قد أشار بقوله: "نظام مالي"، إلى أنواع التأمين الموجودة، إذ من التأمين ما هو عقد مالي، كما في التأمين التجاري، ومنه ما هو تكافل كما في التأمين التبادلي، ومنه ما هو تكافل اجتماعي كما في التأمين الاجتماعي.

ومبلغ التأمين قد يكون مبلغا مقطوعا، أو مبلغا دوريا، وقد يكون تقديم خدمات للمستفيد، وهو ما جاء في التعريف بقوله: "بدفع مبلغ مالي، أو إيراد مُرتَّب، أو أي عَوْض مالي آخر"، والتعبير ب: "المستفيد" يشمل من يُعطى له التأمين من مُؤمَّن له أو غيره ممن يُحدِّدهم هو أو يحدِّدهم القانون أو هما معاً.

والتزام المُؤمَّن بالدفع له أمد محدد إما باتفاق الطرفين، أو بتشريع القانون، وقد تَمَّت الإشارة له في التعريف ب: (خلال مدة معينة)".

الفرع الثاني: الفرق بين التحوط والتأمين :

إن المتأمل لتعريف التحوط والتأمين يجد أنهما من أهم وسائل التخلص من المخاطر، ونقلها من طرف لآخر، والحد من الخسائر غير المتوقعة في حالة حدوثها، وهذا ما جعل بعض الباحثين لا يُمَيِّز بينهما، ويعتبرهما أمرا واحدا.

يقول الدكتور عبد الرحيم الساعاتي في هذا الشأن: "التحوط هو ضرب من التأمين، يهدف إلى حماية الأصول من تغير غير مواتٍ وغير متوقع، وغير مرغوب في قيمتها، وذلك بأقل

كلفة".¹

1 - مصطلح ومفهوم التغطية والتحوط HEDGING: د. محسن النجار، ص: 50، مجلة الطيران المدني، العدد الثامن، رجب 1415 هـ.

ويقول باحث آخر: "فالتحوط نوع من التأمين الاقتصادي (Economic Insurance) لمنع الخسائر الكبيرة الناجمة من تذبذب الأسعار".¹

أما الدكتور سمير عبد الحميد رضوان فقد نفى وجود أي اختلاف بين عقدي التأمين والتحوط، وجعلهما وجهان لعملة واحدة، حيث قال: "إننا لا نرى وجهها جوهريا واحدا للخلاف بين عقد التأمين وعقود المشتقات كأدوات التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، فهما وجهان لعملة واحدة. وإذا أخذنا في الاعتبار قيام شركات التأمين بالتعامل مع بعض الأخطار مُؤكِّدة الوقوع كالتأمين على الحياة... فيمكننا أن ننتهي إلى أن عقود المشتقات المستخدمة كأدوات للتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار ليست إلا امتدادا طبيعيا لعقد التأمين، فرضته مقتضيات التطور والمدنية الحديثة، وسيطرة أسواق المال، وهيمنة الاقتصاد المالي على الاقتصاد العيني".²

غير أنه بإعمال النظر، وتوجيه الفكر بمزيد من التأمل والبحث، نلاحظ وجود فروق جوهرية وواضحة بين التأمين والتحوط، تتجلى أساسا في كون التأمين لا يغطي بعض أنواع المخاطر، مثل انخفاض أسعار العملات.

يقول الدكتور منير هندي: "المخاطر التي يمكن التأمين ضدها Insurable Risk لا بد أن تتوافر فيها سمات معينة من أهمها أن تكون المخاطر من النوع الذي يتعرض له عدد كبير من المنشآت أو الأفراد، وأن احتمال تعرض المنشآت كلها لتلك المخاطر في توقيت واحد هي

1 - مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة: د. عبد الرحيم الساعاتي، المجلد 15/ص: 28، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 1423هـ/2003م.

2 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 307، دار النشر للجامعات، ط: 1، مصر، 1426هـ/2005م.

مسألة بعيدة الاحتمال، بمعنى أن الارتباط بين تعرض تلك المنشآت لهذا النوع من المخاطر هو ارتباط ضعيف. يضاف إلى ذلك أن احتمالات وقوع تلك المخاطر يمكن تقديرها بدرجة عالية من الدقة. وهكذا يبدو واضحاً أن الوفاة والمرض والحريق والسرقة كلها مخاطر من النوع الذي تقبله شركات التأمين، وذلك لتوافر السمات الثلاثة المشار إليها... وهناك أنواع من المخاطر يستحيل تغطيتها بالتأمين، مثال ذلك مخاطر السعر Price Risk. فالتغير في أسعار المواد الخام مثلاً تتعرض لها كل المنشآت التي تستخدم تلك المواد في عملياتها في وقت واحد، ومن ثم يصعب على أي شركة تأمين قبول التأمين على تلك المخاطر.¹

وهذا يبيّن أنه إذا كان الخطر عاماً لا يمكن تلافيه فإنه يؤدي إلى خسارة أكيدة لشركات التأمين، ولهذا تعمل على تفادي التغطية على هذا النوع من الأخطار. ويرى الدكتور سامي السويلم في ذكره للفرق بينهما أن: "التحوط تقلص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح".²

ومن الفروق أيضاً بين العقدين: أن الخطر المحوّل في التحوط لا يمكن قياسه؛ لأن مبناه في الغالب على المضاربة³، بخلاف الخطر في التأمين، إذ أنه خطر بحث يمكن قياسه.⁴

1 - الفكر الحديث في إدارة المخاطر المالي، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات: د. منير إبراهيم هندي، الجزء الثاني: ص: 61-63، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015م.

2 - التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 66، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، ط: 1، 1428هـ.

3 - المراد بالمضاربة هنا، وفي غالب الكتابات الاقتصادية حول الأسواق المالية تعني أنواعاً من المعاملات التي تجري في أسواق المال، والتي تتسم بالمقامرة للحصول على عائد مُجْزٍ من صفقة بيع أو شراء. والمضاربة في اللغة العربية وفي الاقتصاد الإسلامي هي: عقد الشركة المعروفة بين ربّ مال وعامل يُسمى المضارب، يُقدّم الأول التمويل والثاني العمل، ويقتسمان الربح على ما اتفقا عليه من نسبة لكل منهما، وتقع الخسارة المالية على ربّ المال، والمعاملات التي تُسمّى في لغة البورصات مضاربة: هي أبعد ما تكون عن هذا العقد، ولذلك فالأجدر تسميتها باسم يدل على حقيقتها، كأن تسمّى مُجازفة أو مخاطرة، والثانية أدق وأصح. ينظر الأسواق المالية: د. محمد القري، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع: 6/ج: 2/ص: 1579.

4 - الخطر والتأمين، هل التأمين التجاري جائز شرعاً؟: د. رفيق يونس المصري، ص: 11، دار القلم، ط: 1، دمشق، 1422هـ.



المصـلب الرابع: تعريف الأسواق المالية



الأسواق المالية مركبة من جزئين: أسواق، ومال، ومعرفة معنى المركب تتوقف على معرفة جزئية، وفي ما يلي بيان لمعنى السوق، والمال في اللغة والاصطلاح.

الفرع الأول: تعريف السوق لغة واصطلاحاً:

1- معنى السوق في اللغة:

جاء في لسان العرب: "...والسوق: موضوع البياعات قال ابن سيده: السوق التي يُتَعامَل فيها، تذكّر وتؤنّث؛ قال الشاعر:

أَلَمْ يَعِظِ الْفَتِيانَ مَا صَارَ لِمَتِّي بسوق كثير ريحه وأعاصره.

والجمع أسواق، وفي التنزيل: {إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ} ¹،

والسوقة لغة فيه، وتسوّق القوم إذا باعوا واشتروا". ²

وجاء في المعجم الوسيط: "السوق: الموضوع الذي يُجْلَبُ إليه المتاع والسلع للبيع والابتياح..". ³

1 - سورة الفرقان: الآية: 20

2 - لسان العرب: ابن منظور، مادة: س و ق.

3 - المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية، ص: 464 و 465.

2- معنى السوق في الاصطلاح:

يُطلق السوق في الاصطلاح على كل مكان وقع فيه تبادل بين بائع ومشتري.¹

والسوق في الاصطلاح المعاصر: معناه أوسع؛ إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة، أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق، سواء تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين والمشتريين، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال: كالبريد، والهاتف، والتلكس، وشبكة المعلومات، وغيرها.

وفيما يأتي بعض التعريفات للسوق بمعناه المعاصر:

"السوق هو: وسيلة تجمع بين البائعين والمشتريين، بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر".²

ويقول الدكتور راشد البراوي: "السوق عبارة عن منطقة يتصل فيها المشترون والبائعون- إما بطريق مباشر، أو عن طريق وسطاء (تجار)- بعضهم ببعض، بحيث إن الأسعار السائدة في جزء من السوق تؤثر في الأسعار التي تدفع في الأجزاء الأخرى، مما يترتب عليه وجود تجانس في أسعار السلعة الواحدة في السوق كلها، بغض النظر عما يحدث من انحرافات عن الثمن المتجانس، ترجع إلى اعتبارات محلية، أو أسباب طارئة ووقتيّة".³

والسوق في التعريف الاقتصادي هي: "مجموع البائعين والمشتريين لسلعة معينة، أو

1 - أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي: أحمد بن يوسف الدريوش، ص: 2، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع، ط: 1، الرياض، السعودية، 1989م

2 - الاستثمار في الأوراق المالية: سعيد توفيق عبيد، ص: 67، مكتبة عين شمس، القاهرة.

3 - الموسوعة الاقتصادية: راشد البراوي، ص: 319، مكتبة النهضة المصرية، ط: 2، القاهرة، 1407هـ.

لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية معينة، ومنطقة معينة، وعلى اتصال وثيق بينهم".¹

الفرع الثاني: معنى المال لغة واصطلاحاً:

1- معنى المال في اللغة:

جاء في القاموس المحيط: "المال: ما ملكته من كل شيء، جمعه أموال".²

وجاء في المصباح المنير: "المال معروف ويذكر ويؤنث، وهو (المال) وهي (المال) ويقال: مال

الرجل يمال مالاً إذا كثر ماله فهو مال، وامرأة مالة، وتمول اتخذ مالاً وموله غيره، وقال

الأزهري: تمويل مالا اتخذه قنيّة، فقول الفقهاء: ما (يُتمول) أي: ما يعدّ مالاً في العرف. والمال

عند أهل البادية النعم".³

وسبب تسميته بذلك؛ لأنه يميل إليه الناس بالقلوب.⁴

2- معنى المال في الاصطلاح:

* عند الحنفية: "ما يميل إليه الطبع، ويمكن ادخاره لوقت الحاجة".⁵

* عند المالكية: "كل ما تمتد إليه الأطماع، ويصلح عادة وشرعاً للانتفاع به".⁶

* عند الشافعية: "ما له قيمة يباع بها وتلزم متلفه وإن قلت، وما لا يطرحه الناس، مثل

1 - مبادئ الاقتصاد الجزئي: د. علي حافظ منصوري، و د. محمد عبد المنعم عفر، ص: 200، دار المجتمع العلمي، جدة، 1399هـ/1979م.

2 - القاموس المحيط، الفيروز آبادي، مادة: م ال.

3 - المصباح المنير، الفيومي، ج: 2/ص: 119

4 - حلية الفقهاء: ابن فارس، ص: 123، تحقيق: د عبد الله بن عبد المحسن التركي، طبعة الشركة المتحدة للتوزيع، ط: 1، بيروت، 1403هـ/1983م.

5 - رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، ابن عابدين، ج: 7/ص: 10.

6 - أحكام القرآن: أبو بكر ابن العربي، ج: 2/ص: 107، راجع أصوله وخرج أحاديثه وعلق عليه: محمد عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، ط: 3، بيروت، 1424هـ/2003م

الفلس وما أشبه ذلك".¹

* عند الحنابلة: "المال شرعا ما يباح نفعه مطلقا، أي في كل الأحوال، أو يباح اقتناؤه بلا حاجة".²

وبالتأمل في تعريفات المذاهب الفقهية للمال، نلاحظ أن الحنفية يشترطون في المال إمكان ادخاره، فعلى هذا يخرج كثير من الأموال والأطعمة التي لا يمكن ادخارها، وأما المالكية فحددوا المال بكونه تمتد الأطماع إليه، وأن يكون مما يباح الانتفاع به شرعا، إذ ما لا يباح الانتفاع به شرعا لا يجوز تملكه ولا بيعه، وما لا يجوز تملكه ولا بيعه لا يتموُّله الناس، وأن يكون له قيمة مادية بين الناس؛ فما ليس له قيمة مادية عندهم لا تمتد إليه الأطماع، وأن يكون فيه منفعة مقصودة؛ ومن هنا قال ابن العربي: "ويصلح عادة للانتفاع به".

والمال عند الشافعية ما كان فيه منفعة مقصودة مباحة شرعا في حال السعة والاختيار وله قيمة مادية بين الناس، وعند الحنابلة ما كان فيه مباحة لغير حاجة وضرورة، وعلى ذلك فما لا نفع فيه أصلا كالحشرات ونحوها فليس بمال عندهم، وكذلك ما كان فيه منفعة إلا أنها منفعة محرمة كالخمر فليس بمال أيضا، وكذا ما أبيع الانتفاع به في حال الضرورة كالمضطر لتناول الميتة في المخمصة، أو شرب الخمر لدفع لقمة غصَّ بها، فهذه الإباحة الاستثنائية لا تجعل منه مالا، لأن ما جاز للضرورة يقدر بقدرها، وكذلك ما أبيع اقتناؤه للحاجة مثل كلب الصيد، فإنه لا يعتبر مالا؛ لأن حل الانتفاع به مقيد بالحاجة.

1 - الأشباه والنظائر: السيوطي، ص: 327، مطبعة البابي الحلبي، 1378 هـ.
2 - شرح منتهى الإرادات: منصور بن يونس البهوتي، ج: 3/ص: 126، تحقيق: د. عبد الله بن المحسن التركي، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط: 1، 1421 هـ/2000 م.

ولقد تبين لنا بعد استعراض تعريفات الفقهاء للمال أن جمهور الفقهاء من الشافعية والمالكية والحنابلة قد اتفقوا على عناصر المالية، وإن تباينت تعبيراتهم عنها، فكلهم اشترط في المال أن تكون فيه منفعة مقصودة مباحة شرعا في حالة السعة والاختيار، دون الضرورة والحاجة، كما اشترطوا أيضا أن يكون مما يتموِّله الناس عادة، بحيث فيه البذل والمنع. فهذه العناصر متى توافرت في شيء صحَّ أن يطلق عليه اسم المال عندهم.

أما الحنفية، فإنهم لم يجعلوا من عناصر المالية إباحة الانتفاع به شرعا-بينما اشترط الجمهور وجودها لتحقيق المالية-.. كذلك انفرد الحنفية باشتراط إمكان الإدِّخار لوقت الحاجة دون سائر الفقهاء، مما حدا بهم إلى القول بخروج المنافع عن مفهوم المال، لعدم إمكان ادِّخارها.¹

3- المال في الاصطلاح الاقتصادي:

يطلق المال عند أهل الاقتصاد على كل ما ينتفع به، على وجه من وجوه النفع، كما يعدُّ كل ما يُقَوِّمُ بثمن مالا، أيًّا كان نوعه أو قيمته.. فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتُقَدَّرَ له قيمة فهو مال.²

هذا في الاصطلاح الاقتصادي العام، أما في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية، والمختصين في شؤون البورصات، فالمال عندهم هو ما كان في صورته النقدية، يوضح ذلك أن جميع الأدوات التي تصدر في السوق المالية من أسهم، وسندات، وشهادات إيداع وأذونات، وغيرها، إنما الغرض من إصدارها تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية

1 - قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد: د. نزيه حماد، ص: 33، دار القلم، ط: 1، دمشق، 1421هـ/2001م.

2 - المال وطرق استثماره في الإسلام: د. شوقي عبد الساهي، ص: 23، مكتبة النهضة المصرية، 2006م.

السائلة؛ بقصد استعمالها رؤوس أموال للشركات، أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية.

فالأموال من الناحية الاقتصادية تعتبر وسائل إشباع للجنس البشري، وتنقسم وسائل الإشباع أو الأموال الاقتصادية إلى مجموعتين كبيرتين هما:

المجموعة الأولى: لم يتدخل الإنسان في توفيرها وتوفرت له مباشرة منذ الخليقة الأولى وهي نادرة، وتمثل الأصل والأغلبية الساحقة من الأموال التي تعتبر من قبيل أموال المجموعة الثانية.

المجموعة الثانية: فهي التي يتدخل فيها الإنسان بجهد ذهني وجسمي لتوفيرها وهي الصالحة للإشباع الإنساني المباشر.¹

الفرع الثالث: تعريف الأسواق المالية:

لم يعد الحديث عن الأسواق المالية بالموضوع الجديد في وقتنا الحاضر، فقد قطعت الأسواق المالية مرحلة كبيرة من التطور، كما أن التوجه أصبح واضحاً نحو تكامل الأسواق المالية في العالم وتطورها، كما تمت إعادة صياغة المديونيات إلى أدوات جديدة قابلة للتداول ومشجعة للشراء من قبل المستثمرين.

وعرفت الأسواق المالية العديد من التطورات سواء إن كان على المستوى الفلسفي ودور هذه الأسواق، أو على المستوى العملي المتمثل في ابتكار طرق وأدوات مالية جديدة تلبي

1 - مدخل للدراسات الاقتصادية الإسلامية: د. خلاف خلاف عبد الجابر، ص: 20-21، مطابع الدراسات الإسلامية، القاهرة-مصر، 1993م.

مطالب المتعاملين من ناحية العائد والمخاطر.

إذن وبعد معرفة المعنى اللغوي والاصطلاحي للسوق والمال المكوّنين لمصطلح السوق المالية،

نذكر فيما يلي تعريف للسوق المالية باعتبارها علماً، ومن هذه التعريفات:

التعريف الأول: عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من

الأوراق، أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من

الأسهم¹ والسندات² داخل السوق إما عن طريق السماسرة، أو الشركات العاملة في هذا

المجال.³

التعريف الثاني: هي أسواق تتداول فيها الأوراق المالية وفيها تنتقل الأموال من الأفراد

والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها

الأسهم والسندات.⁴

التعريف الثالث: هي الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار

ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال بغرض الاستثمار عبر قنوات متخصصة عاملة في

1 - الأسهم: عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها. ينظر: "المعاملات المالية المعاصرة"، د. وهبة الزحيلي، ص: 362، دار الفكر، ط: 7، دمشق، 1430هـ/2009م.

2 - السندات: صكوك متساوية القيمة تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة، وحققهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحاً كانت أو خسارة، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، فينتقل السند بطريق القيد في الدفاتر التجارية إن كان إسمياً، وبالتسليم للمشتري إن كان لحامله. ينظر: "أسواق الأوراق المالية"، د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 291، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط: 1، القاهرة، 1417هـ/1996م.

3 - أسواق الأموال المالية (البورصة). د. عصام حسين، ص: 17-18، دار أسامة، عمان، 2008م.

4 - كيفية التعامل في البورصة والأوراق المالية: محمد عبده محمد مصطفى، ص: 10، سلسلة دليل صناع القرار رقم 05، مركز القرار الاستثماري، القاهرة، 1998م.

السوق بشرط أن تكون هذه القنوات فعالة.¹

التعريف الرابع: تلك الآلية الائتمانية، التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخارها الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال "الإنتاجية وغير الإنتاجية".²

التعريف الخامس: الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز.³

التعريف السادس: هي تلك الآلية التي تسمح بإصدار الأوراق المالية التي يلتقي عليها المعارضون والطالبون لها، وهذه الأوراق تلبي رغبة الطالبين من حيث الآجال، ويجري هذا التداول ضمن أطر قانونية وتشريعية وتحت رقابة لجنة عمليات الأسواق المالية لحماية جميع الأطراف.⁴

التعريف السابع: هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة.⁵

التعريف الثامن: المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال

1 - الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة: أرشد فؤاد التميمي، وأسامة عزمي سلامة، ص: 110، دار المسيرة، ط.1، عمان، 2004م.

2 - الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال: مروان عطون، ج:1/ص:16، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993م.

3 -نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: د.أحمد أبو الفتوح الناقه، ص:16، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998م.

4 - إدارة المشتقات المالية، د. شقيري نوري موسى، ص: 128

5 - بورصة الأوراق المالية-علميا وعمليا- صلاح السيد جودة، ص: 11، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، ط: 1، الإسكندرية، 2000م.

اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات.¹

التعريف التاسع: هو الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم، إما مباشرة أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال، وأصحاب المشروعات، والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال.²

التعريف العاشر: هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق...بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق.³

التعريف الحادي عشر: التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي)، بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي).⁴

التعريف الثاني عشر: مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال؛ من الأفراد، والهيئات، والمؤسسات، وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر.⁵

ومن خلال التعريفات السابقة وغيرها يمكن إبراز الجوانب المختلفة للسوق المالية، وذلك في النقاط التالية:

1- موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال، وبه توصف فيقال (السوق المالي) وإليه تضاف

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، د. مبارك آل سليمان، ج:1/ص:39، دار كنوز، إشبيلية للنشر والتوزيع، ط:1، الرياض، 1426هـ/2005م..

2 - الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصادي الإسلامي، د.نبيل نصيف، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، ج:2/ص:1448.

3 - إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية: محمد مطر، ص: 164، دار وائل للنشر: ط: 3، الأردن: 2004م.

4 - اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، د.نادية أبو فخرة مكاي، ص: 15، مكتبة النهضة العربية، ط: 1، 1990م.

5 - أسواق الأوراق المالية: سمير عبد الحميد رضوان، ص: 35، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط: 1، 1417هـ/1996م.

فيقال (سوق المال).

2- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب مدخرات الأفراد وتجميعها، والفوائض

المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، وإتاحتها إلى الجهات التي تحتاج إليها.

3- تؤدي السوق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات

وغیرها، حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات

الفائض المالي.

4- تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

المرحلة الأولى: المرحلة التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، وهي ما تعرف ب (السوق الأولية).

المرحلة الثانية: المرحلة التي يتم فيها تداول هذه الأوراق، وهي ما تعرف ب (السوق الثانوية).

والسوق المالية تطلق على مجموع السوقين.

5- تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم

والسندات وتداولها، وهي ما تعرف ب(سوق رأس المال).

والحالات التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذون الخزانة، وشهادات

الإيداع وتداولها، وهي ما تعرف ب (سوق النقد).

6- تتضمن الأسواق المالية الوسطاء الماليين، وبذلك فإن مؤسسات الوساطة المالية جزء

من السوق المالية.

7- إن السوق المالية تعني التعامل في الأموال بيعاً وشراءً، عرضاً وطلباً، سواء تم ذلك في

أماكن محددة، كما في (بورصات الأوراق المالية)، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة،

من خلال ما يعرف (بالسوق الموازية)، أي من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في

التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً، كبيوت السمسرة، وشركات الاستثمار، وغيرها.

8- يتم كذلك في السوق المالية إصدار الأصول المالية بنوعها، وتداولها، وهي الأصول التي

تعبّر عن الملكية كالأسهم، والأصول التي تعبّر عن المديونية كالسندات، بالإضافة إلى أدوات

أخرى قابلة للتداول، كشهادات الإيداع والأوراق التجارية.¹

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالية بأنها: "المجال الذي يتم فيه تداول الأوراق

المالية بين بائعيها ومشتريها، عبر آليات مقننة".

وتجدر الإشارة إلى أن للسوق المالية عدّة إطلاقات عند الاقتصاديين، من أهمها:

أ_ سوق الأسهم والسندات: وهذا الاسم وإن كان يعبر عن واقع أشهر الأسواق المالية

القائمة اليوم، إلا أنه لا يشمل الأسواق المالية التي يتم فيها تداول أدوات جديدة في

السوق.

ب_ سوق الأوراق المالية: وهذا الإطلاق أعم من سابقه في تناوله لكل ورقة مالية قابلة

للتداول.

ج_ سوق رأس المال: وهذا الإطلاق بالنظر إلى كون هذه الأسواق مصدر تمويل الإنفاق

الاستثماري طويل الأجل للشركات، وتسمى أيضا سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل في

مقابل السوق النقدية، والتي تعتبر سوق الأموال قصيرة الأجل.²

1 - ينظر: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة لمبارك آل سليمان، ج1/ص: 38-39.
2 - أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي: أحمد محيي الدين أحمد، ص: 21-22، مجموعة دلة البركة، 1415م.



المصـلب الخامس: الفرق بين السوق المالية والبورصة



الفرع الأول: تعريف البورصة:

عُرِّفَت البورصة بتعريفات، كلها بمعنى واحد في الجملة؛ إلا أن بعضها قد يكون أكثر دِقَّةً وتوصيفا من بعض، بمقدار ما يُذكر فيها من تفصيلات.

وقد جاء تعريفها في قانون التجارة الفرنسية في المادة (71) بأنها: "مجتمع التجار وأرباب السفن والسماصرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة".¹

وعُرِّفَت أيضا بأنها: "مجموعة العمليات التي تتم في مكان مُعَيَّن بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء أكان محل الصفقة حاضرا-وجود نموذج أو عِيْنَة منه- أم غائبا عن مكان العقد، أم حتى لا وجود له أثناء التعاقد (معدوم)، لكن يمكن أن يوجد".²

ولقد عرّفها الدكتور محسن الخضيرى بشكل شامل ومفصّل، حيث قال: "فالبورصة مكان معلوم ومحدّد مسبقا، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعا

1 - دائرة معارف القرن العشرين: محمد فريد وجدي، ج:2/ص: 393، دار المعرفة، ط:3، بيروت.
2 - رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: أحمد يوسف سليمان، ج:5/ص: 391، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، ط:1، 1982م.

وشراء... ويتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تنعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتحدد بناء عليها الأسعار سواء صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً، كما يتم 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، ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها: المالية والقانونية والاقتصادية، من حيث: تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة: البائع والمشتري، وتيسير إتمام عملية نقل الملكية والتسجيل القانوني لعملية البيع أو للشئء المباع، وتيسير إتمام عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع في الأصل الذي تمّ بيعه".¹

الفرع الثامن: الفرق بين السوق المالية والبورصة:

إن مصطلح "السوق المالية" ليس مرادفاً لمصطلح "البورصة"؛ وذلك لأن البورصة هي المكان، أو القاعة المخصصة لتداول الأوراق المالية، في حين لا يقتصر مفهوم السوق المالية على سوق التداول، بل يشمل بالإضافة إلى ذلك سوق الإصدار، أي إصدار الأوراق المالية، بل إن التداول كما يكون في البورصة، فإنه يكون خارجها، وعلى ذلك فإن البورصة جزء من السوق المالية، وليست هي السوق المالية.²

1 - كيف تتعلم البورصة؟ : محسن الخضيرى، ص: 10، دار إيتراك، ط:1، القاهرة، 1996م. أما أصل كلمة "بورصة": فقليل إنها مشتقة من 'Van Der Beurse'، وهو اسم لعائلة كانت تمتلك فندقاً في مدينة بروكسل البلجيكية، والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر. ينظر "أسواق الأوراق المالية" لسمير عبد الحميد رضوان، ص: 28-29.

2 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، لمبارك آل سليمان، ج:1/ص:34

ومحل التعامل بالأسواق المالية هو المال بصورته النقدية، أما في البورصة فيكون بصورته النقدية والسلعية.¹

الفرع الثالث: الفرق بين السوق المالية وغيرها من الأسواق:

سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتقي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث أنه يجري في تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، بينما في أسواق الأوراق المالية يجري التعامل في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المتعاملين؛ ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشتري دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.²



المصطلب السادس: تعريف الحكم



الفرع الأول: الحكم لغة:

1 - تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية، د. محمد وجيه حنيني، ص: 33، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط: 1، الأردن، 1430هـ/2010م.
2 - أسواق الأوراق المالية، لسمير رضوان، ص: 31.

جاء في القاموس المحيط: "الحُكم بالضم: القضاء، ج: أحكام، وقد حكم عليه بالأمر

حُكماً وحكومة... والحاكم: مُنَقِّد الحُكم... وحاكمه إلى الحاكم: دعاه وخاصمه..."¹

وفي معجم مقاييس اللغة: "الحاء والكاف والميم أصل واحد، وهو المنع. وأول ذلك الحُكم،

وهو المنع من الظلم"²

وحكمت عليه بكذا إذا منعتَه من خلافه فلم يقدر على الخروج من ذلك، وحكمت بين

القوم: فصلت بينهم..."³

وحكمت السفية وأحكمته: إذا أخذت على يديه، ومنه قول جرير:⁴

أبني حنيفة أحكموا سفهاءكم إني أخاف عليكم أن أغضبا

وحَكَمَةُ اللجام: ما أحاط بحَنَكَي الدابة...، سُمِّيَتْ بذلك لأنها تمنعه من الجري

الشديد..."⁵

ومنه اشتقاق الحكمة لأنها تمنع صاحبها من أخلاق الأزدال⁶، وقال ابن الأثير⁷: الحُكم:

1 - القاموس المحيط، الفيروز آبادي، مادة: ح ك م.

2 - معجم مقاييس اللغة، ابن فارس، مادة: ح ك م.

3 - المصباح المنير، الفيومي، ج: 1/ص: 73

4 - هو جرير بن عطية بن حذيفة الخطفي بن بدر الكلبي اليربوعي، من تميم: أشعر أهل عصره، ولد سنة 28هـ، في اليمامة وبها مات سنة 110هـ، وعاش عمره كله يناضل شعراء زمنه ويساجلهم، فلم يثبت أمامه غير الفرزدق والأخطل، وقد جُمعت نقائضه مع الفرزدق في ثلاثة أجزاء، وله ديوان شعر في جزأين. ينظر الأعلام للزركلي: ج: 2/ص: 119.

5 - لسان العرب، مادة: ح ك م.

6 - المصباح المنير، الفيومي، ج: 1/ص: 73

7 - هو الإمام العلامة مجد الدين أبو السَّعَادَات ابن الأثير المبارك الجزري ثم الموصلية الشافعي، ولد سنة أربع وأربعين وخمسمائة في جزيرة ابن عمر بتركيا، ثم انتقل إلى الموصل، وسمع الحديث وقرأ الفقه والحديث والأدب والنحو، من أشهر مؤلفاته: "جامع الأصول في أحاديث الرسول"، و "النهاية في غريب الحديث والأثر" و"المصطفى المختار في الأدعية والأذكار"، توفي سنة 606هـ في قرية من قرى الموصل. ينظر كتاب: "شذرات الذهب في أخبار من ذهب" لابن العماد الحنبلي، ج: 7/ص: 42 و43.

العلم والفقه والقضاء بالعدل....¹

الفرع الثاني: الحكم في الشرع:

الحُكم في اصطلاح الأصوليين هو: "خطاب الله تعالى المتعلق بأفعال المكلف بالاقتضاء أو التخيير أو الوضع".²

فالخطاب توجيه الكلام نحو الغير للإفهام، وبإضافته إلى الله خرج خطاب من سواه؛ إذ لا حكم إلا حكمه، قال تعالى: "إِنِ احْكُمُوا إِلَيَّ اللَّهُ"³ وقال عز وجل: "وَمَا

اِخْتَلَفْتُمْ فِيهِ مِنْ شَيْءٍ فَحْكُمُوهُ إِلَى اللَّهِ"⁴.

والخطاب بإضافته إلى الله عز وجل خرج عنه الملائكة والجن والإنس... والمراد منه خطاب الله تعالى مباشرة كالكتاب الكريم، أم بالواسطة كالسنة والإجماع والقياس وغيرها من الأدلة الشرعية... وهذه الأربعة معرّفات له لا مثبتات.⁵ فالسنة وإن كانت من الرسول ﷺ فهي ثابتة بطريق الوحي الذي لا يُقرّره الله تعالى على باطل، والإجماع لا بد له أن يكون له مستند من الكتاب أو السن أو غيرهما من الأدلة الشرعية، والقياس ليس

1 -النهاية في غريب الحديث والأثر، ج:1/ص: 419، تحقيق طاهر أحمد الزاوي ومحمود محمد الطناجي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان.
2 - شرح عضد الدين الإيجي على مختصر المنتهى الأصولي لابن الحاجب، ج: 2/ ص: 109، تحقيق: محمد حسن إسماعيل، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1424هـ/2004م.
3 - سورة الأنعام، الآية: 57.
4 - سورة الشورى، الآية: 10
5 - نهاية السؤل في شرح منهاج الأصول: جمال الدين الأسنوي، ج: 1/ص: 47-48، عالم الكتب، القاهرة، مصر.

مثبتاً للحكم، وإنما هو كاشف أو مظهر له، والمثبت في الحقيقة هو دليل حكم الأصل من الكتاب أو السنة أو الإجماع.¹

ويخرجُ بقول الأصوليين: "المتعلق بأفعال المكلف"، خمسة أشياء:

الخطاب المتعلق بذات الله، وصفته، وفعله، وبذات المكلفين، والجماد.²

فالأول: ما تعلق بذاته، نحو: "شَهِدَ اللَّهُ أَنَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ".³

والثاني: ما تعلق بصفته، نحو: "لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ الْحَيُّ الْقَيُّومُ".⁴

الثالث: ما تعلق بفعله، نحو: "اللَّهُ خَلَقَ كُلَّ شَيْءٍ".⁵

الرابع: ما تعلق بذات المكلفين، نحو: "وَلَقَدْ خَلَقْنَاكُمْ ثُمَّ صَوَّرْنَاكُمْ"،⁶

"خَلَقَكُمْ مِّنْ نَّفْسٍ وَاحِدَةٍ".⁷

الخامس: ما تعلق بالجماد، نحو: "وَيَوْمَ نُسَيِّرُ الْجِبَالَ".⁸

و"المكلف": العاقل البالغ الذي ليس بمكروه ولا ملجأ ولا غافل،... والصبي عند المالكية

مكلف بغير الواجب والحرام، وهو الندب والكراهة والإباحة.⁹

-
- 1 - أصول الفقه الإسلامي: د. وهبة الزحيلي، ج: 1/ص: 39، دار الفكر، ط: 2، دمشق، 1424هـ/2004م.
 - 2 - التعبير شرح التحرير في أصول الفقه: علاء الدين المرداوي، المجلد الثاني، ص: 794، دراسة وتحقيق: د. عبد الرحمن بن عبد الله الجبرين، مكتبة الرشد، ط1، الرياض، 1421هـ/2000م.
 - 3 - سورة آل عمران، الآية: 18
 - 4 - سورة البقرة، الآية: 255
 - 5 - سورة الزمر، الآية: 62
 - 6 - سورة الأعراف، الآية: 11
 - 7 - سورة الزمر، الآية: 6
 - 8 - سورة الكهف، الآية: 47
 - 9 - نثر الورود شرح مراقي السعود: محمد الأمين الشنقيطي، ج: 1/ص: 10، تحقيق: علي بن محمد العمران، دار عالم

ودليل الملكية على ذلك: حديث المرأة التي أخذت بِضَبْعِي¹ صبي وقالت: يا رسول الله
لهذا حج؟ قال: "نعم، ولأجر"².

والتعلّق المذكور في التعريف هو التعلّق المعنوي أي الصلوح، بمعنى أنه إذا وُجد
مستجمعاً لشروط التكليف كان متعلقاً به... وهذا التعلّق قديم، بخلاف التعلّق
التنجيزي وهو تعلقه به بالفعل بعد وجوده فحادث، فللكلام المتعلّق بفعل المكلف
تعلقان: صلوح وتنجيزي، والأول قديم والثاني حادث، بخلاف المتعلّق بذات الله
وصفاته، فليس له إلا تعلّق تنجيزي قديم.³

والمراد بفعل المكلف: ما يُعَدُّ فعلاً عرفاً، مما صدر عنه، وتعلّقت به قدرته من قول أو
فعل، أو اعتقاد، أو نية⁴، كاعتقاد أن الله واحد، والنية في الضوء مثلاً، وتكبير
التحریم، وأداء الزكاة والحج.⁵

وذكر المكلف -بالانفراد- ليشمل ما تعلّق بفعل الواحد: كخصائص النبي ﷺ، مثل
زواجه بأكثر من أربع، ومثل الحكم الخاص بِخُرَيْمَةَ بن ثابت الأنصاري⁶، حيث بيّن النبي

الفوائد للنشر والتوزيع-مجمع الفقه الإسلامي- ط:1، جدة، 1426هـ.
1 - الضَّبْعُ: ما بين الإبط إلى نصف العضد من أعلاها، وهما ضَبْعَان، ينظر المعجم الوسيط، ص: 533
2 - رواه مسلم في صحيحه في كتاب الحج، باب: صحة حج الصبي، وأجر من حجّ به، المجلد:1، ص: 607-608.
3 - حاشية العلامة البناني على شرح الجلال شمس الدين المحلي على متن جمع الجوامع وبهامشه تقرير شيخ الإسلام عبد الرحمان الشريبي، ج:1/ص: 49، دار الفكر، بيروت، 1424هـ/2003م
4 - المذهب في أصول الفقه المقارن: د. عبد الكريم بن علي النملة، ج: 1/ص: 127، مكتبة الرشد، ط: 1، الرياض، 1420هـ/1999م.
5 - حاشية البناني على جمع الجوامع، ج:1/ص: 50.
6 - خزيمة بن ثابت بن الفاكه بن ثعلبة الخطمي الأوسي الأنصاري، من السابقين الأولين، يلقّب ب: "نو الشهداءتين"، حيث جعل رسول الله ﷺ شهادته بشهادة رجلين، شهد بدراً، وما بعدها من المشاهد، وكان مع علي رضي الله عنه بصقّين، فقاتل حتى قُتِلَ ﷺ سنة 37هـ. ينظر طبقات ابن سعد، ج: 5/ص: 297، والاستيعاب في معرفة الأصحاب لابن عبد البر، ج:2/ص: 448.

﴿وَلَا تَقْرَأُ الْكِتَابَ طَرَفًا﴾ أن شهادته تكفي عن شهادة رجلين¹، وإجزاء العناق-وهي الأنثى من ولد المعز قبل استكمال الحول-² الخاص بأبي بردة.³

والقول: "بالاقتضاء أو التخيير" يخرج بهما ما تعلّق بفعل المكلف على جهة الإخبار، نحو:

"وَاللّٰهُ خَلَفَكُمْ وَمَا تَعْمَلُونَ" ﴿١١﴾⁴، وقوله سبحانه وتعالى "وهم من بعد غلبهم

سيغلبون"⁵، لأن الاقتضاء: هو الطلب للفعل جزماً أو غير جزم، أو الترك جزماً، أو غير

جزم.⁶

وطلب الفعل إن كان جازماً فهو الإيجاب وإلا فهو النذب، وطلب الترك إن كان جازماً فهو

التحريم، وإلا فهو الكراهة.⁷

وأما التخيير: فهو الإباحة وهو الإذن في الشيء فعلاً وتركاً.⁸

1 - أخرجه أبو داود في سننه في كتاب: الأقضية، باب: إذا علم الحاكم صدق الشاهد الواحد يجوز له أن يحكم به، ج:4/ص:23، دار ابن حزم، ط: 1، بيروت، 1418هـ/1997م.

وأخرجه النسائي في المجتبى في كتاب: البيوع، باب: التسهيل في ترك الإشهاد على البيع، ج: 7/ص: 347، طبعة دار المعرفة، تحقيق: مكتبة تحقيق التراث الإسلامي، ومعه شرح السيوطي، وحاشية السندي، دار المعرفة، بيروت.

وأخرجه الإمام أحمد في مسنده في مسند الأنصار، ج:36/ص:205، مؤسسة الرسالة، ط:1، بيروت، 1421هـ/2001م.

قال الشيخ شعيب الأرناؤوط في تعليقه على المسند: إسناده صحيح، رجاله ثقات رجال الشيخين غير عُمارة، فمن رجال السنن.

2 - رواه البخاري في صحيحه في كتاب: الأضاحي، باب: قول النبي ﷺ لأبي بردة: "ضَحَّ بالجذع من المعز ولن تجزي عن أحد بعدك، ج:6/ص:236.

ورواه مسلم في صحيحه في كتاب: الأضاحي، باب: وقت الأضاحي، المجلد:2/ص:942.

3 - أبو بردة: هو هانئ بن نيار بن عمرو بن عبيد بن كلاب، شهد العقبة الثانية، وبدرا وسائر المشاهد، وهو خال البراء بن عازب، وتوفي في خلافة معاوية رضي الله عنه. ينظر طبقات ابن سعد، ج:3/ص:417، والاستيعاب لابن عبد البر، المجلد:4/ص:1535.

4 - سورة الصافات، الآية: 96.

5 - سورة الروم، الآية: 2

6 - التحرير شرح التحرير، علاء الدين المرداوي، المجلد الثاني، ص: 798

7 - أصول الفقه الإسلامي: د. وهبة الزحيلي، ج:1/ص: 40

8 - نثر الورود شرح مراقي السعود، الشنقيطي، ج:1/ص: 22

وإدخال المباح في الحكم التكليفي هو من باب التغليب؛ لأنه لا تكليف بالمباح حتى يدخل في الحكم التكليفي على سبيل الحقيقة، إذ التكليف طلب ما فيه كلفة ومشقة، ولا شيء ذلك في المباح. وقد يكون سبب هذا التغليب هو أن كثيرا من الأفعال المباحة جاءت بصيغة الطلب، أو بالنظر إلى وجوب اعتقاد كونه مباحا.¹

والوضع: هو تعلّق شيء بشيء آخر، وربطه به: والمراد به تعلق خطاب الله تعالى بجعل الشيء سببا أو شرطا أو مانعا أو صحيحا أو فاسدا أو عزيمة أو رخصة.²

وتعريف الحكم على النحو السابق هو اصطلاح جمهور الأصوليين، فقد جعلوا الحكم علما على نفس خطاب الشارع. وأما عند الفقهاء فإن الحكم هو الصفة الشرعية التي هي أثر ذلك الخطاب، وهو الذي توصف به أفعال العباد، فقوله تعالى: "وَأَفِيمُوا

الصَّلَاةَ"³ و "وَلَا تَقْرَبُوا الزَّيْنَىٰ"⁴ و "أَوْفُوا بِالْعُقُودِ"⁵، هذه الخطابات هي

الأحكام عند الأصوليين؛ وأما عند الفقهاء فوجوب الصلاة وحرمة الزنا، ووجوب الوفاء بالعقود هي الأحكام. فالحكم عند الأصوليين: هو النصوص الشرعية نفسها، وعند الفقهاء هو الأثر الذي تقتضيه النصوص الشرعية.⁶

-
- 1 - أصول الفقه الإسلامي، الزحيلي، ج:1/ص: 14
 - 2 - المذهب في علم أصول الفقه المقارن، عبد الكريم النملة، ج:1/ص:133
 - 3 - سورة البقرة، الآية: 43
 - 4 - سورة الإسراء، الآية: 32
 - 5 - سورة المائدة، الآية: 1
 - 6 - ينظر شرح التلويح على التوضيح لمتن التنقيح في أصول الفقه: سعد الدين مسعود بن عمر التفتازاني، ج:1/ص: 26، ضبطه وخرج أحاديثه الشيخ زكريا عميرات، دار الكتب العلمية: ط:1، بيروت-لبنان، وأصول الفقه الإسلامي، ج:1/ص:41.

المبحث الثاني: تاريخ ظهور عقود التحوط

يعود تاريخ عقود الخيار –بصفتها أهم عقود التحوط- حسب المؤرخين إلى دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي (طاليس Thales)¹ فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً²، ومنذ ذلك التاريخ إلى غاية تاريخ 1973م الذي يعتبر نقطة استخدام الخيارات بصورة رسمية لم يكن لعقود الخيار أسواق منظمة ولا قوانين محكمة، ففي تاريخ 26 أبريل 1973م قامت بورصة شيكاغو للتجارة بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط وهي عقود الشراء فقط³، فيما لم يبدأ التعامل بعقود خيار البيع إلا في يونيو 1988م⁴، ثم انتشرت هذه الأسواق فكانت أول سوق فتحت في أوروبا في مدينة أمستردام سنة 1978م.⁵

أما في ما يخص العقود المستقبلية –أحد أهم عقود التحوط- فقد بدأت في اليابان خلال القرن الثامن وكان يستعمل في الأساس لتجارة الأرز والحرير حتى 1850. ومن ثم

1 - طاليس: رياضي وعالم فلك وفيلسوف يوناني. وُلِدَ سنة 623 قبل الميلاد، وهو من قال بأن الماء أصل الأشياء كلها، وكان يعيش من تجارة الزيت، وارتحل إلى مصر وتعلّم فيها الهندسة وعلم الفلك، ورفض الأخذ بالخرافات والأساطير. تُوفي سنة 585 قبل الميلاد. ينظر في ترجمته: معجم الفلاسفة لجورج طرابيشي، ص: 414، دار الطليعة، ط: 3، بيروت، 2006م.

2 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر: سمير رضوان، ص: 145.

3 - الاستثمار-مفاهيم، تحليل، إستراتيجية-: خالد وهيب الراوي، ص: 308، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط: 1، عمان، 2005م.

4 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، سمير رضوان، ص: 147.

5 - أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي-دراسة حالة السوق المالي الفرنسي-: ابتسام سماري، ص: 91، رسالة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر 2006م.

بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية أسواق العقود المستقبلية لشراء وبيع السلع الأساسية مثل الذرة والقطن والقمح.¹

ويعد سوق شيكاغو للتجارة أول الأسواق لهذه العقود، فقد أنشأت هذه السوق من قبل تجار الحبوب المحليين سنة 1842م من أجل التخفيف من مخاطر التغيرات في الأسعار²، وفي 1972م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة وهذا من أجل مساعدة المستثمرين على تخفيف مخاطر أسعار الصرف³، ولقد تطورت العقود المستقبلية في أعقاب انهيار نظام "بروتن وودز"⁴ سنة 1973م حيث بدأت دول العالم في تعويم⁵ أسعار عملاتها، وفي عام 1977م بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحا وهي العقود المستقبلية على سندات الخزنة.⁶

وبالنسبة لعقود المبادلات فتعود أول ممارسة لهذه العقود لتاريخ 1970م، في أصل عمليات الإقراض والاقتراض الموازي بالنسبة للعملة الأجنبية، وكانت هذه العملية

-
- 1 - الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مفاهيم نظرية وتطبيقية: جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبودي، ص: 39، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ط: 1، عمان، 1437هـ/2016م.
 - 2 - أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، ابتسام سماري، ص: 79.
 - 3 - سوق المشتقات المالية-تقدير اقتصادي وشرعي-: جعفر نورليامت سعيد، ص: 10، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007م.
 - 4 - بريتون وودز bretton woods: نسبة إلى المكان الذي انعقد فيه مؤتمر النقد الدولي من 1 إلى 22 يوليو 1944م في غابات بريتون في نيوهامشير بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد حضر هذا المؤتمر ممثلون لأربع وأربعين دولة، وقد وضعوا الخطط من أجل استقرار النظام العالمي وتشجيع إنماء التجارة بعد الحرب العالمية الثانية، وذلك بتأسيس نظام جديد للصرف الأجنبي ظل متماسكا إلى أوائل السبعينات. ينظر كتاب: صندوق النقد الدولي قوة عظمى في الساحة العالمية للكاتب برينوريا أرنست فولف. ترجمة: د. عدنان عباس علي، ص: 23-32، نشر سلسلة عالم المعرفة، العدد 435، أبريل 2016م.
 - 5 -التعويم: أي جعل قيمة العملة قابلة للتأثر بالعرض والطلب في الأسواق المختلفة. ينظر: موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية: عبد العزيز فهمي هيكمل، ص: 190، دار النهضة للطباعة والنشر، بيروت، 1980م.
 - 6 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، سمير عبد الحميد رضوان، ص: 224.

تهدف أساساً لتجنب الرقابة على عمليات الصرف الخاصة بتمويل فروع هذه الشركات في الخارج، الأمر الذي أدى بالشركات الإنجليزية والأمريكية إلى تبني هذه الآلية أي عملية الإقراض الموازي، وهو عقد بين شركتين: أم تنشط الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والثانية في إنجلترا من أجل الإقراض لفروعها في الخارج، وهذا بغرض تفادي تحويل العملة بين البلدين، حيث تقوم الشركة الأم الأمريكية بإقراض فروع الشركة الإنجليزية في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار وتقوم الشركة الأم الإنجليزية بالإقراض إلى فروع الشركة الأمريكية في إنجلترا بالجنيه الإسترليني.¹

وقد نشأ أول عقد مبادلة للعملة سنة 1981م بين شركة I.B.M والبنك العالمي²، وقد شهدت الثمانينات في باكورة أيامها مولد مبادلات أسعار الفائدة في إنجلترا، ومنها انتقلت في غضون فترة قصيرة إلى مؤسسات الولايات المتحدة الأمريكية.³

1 - أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، ابتسام سماري، ص: 106 .
2 - المشتقات المالية: مفاهيمها وأنواعها واستخدامها في إدارة المخاطر المحاسبة عنها: د. طارق عبد العال حماد، ص: 205، الدار الجامعية، ط: 1، الإسكندرية، 2010م.
3 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، سمير عبد الحميد رضوان، ص: 247.

المبحث الثالث: أنواع التحوك

هناك تقسيمات مختلفة لأنواع التحوط باعتبارات مختلفة، أهمها:



المصلب الأول: أنواع التحوك باعتبار هريقتة



وينقسم إلى:

الفرع الأول: التحوك الاقتصالي:

ويُراد به أساليب التحوط التي لا تتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو تحوط منفرد يقوم به الشخص الراغب في اجتناب المخاطر، وأبرز هذه الأساليب وأقدمها هو تنويع الأصول الاستثمارية (diversification)¹، وذلك أن تنويع الاستثمارات بطريقة علمية يؤدي إلى تقليل المخاطر، فالاستثمار في قطاع العقار فقط، على سبيل المثال، يُعَرِّضُ المستثمر إلى مخاطر أعلى ممَّن يستثمر في سلَّة من القطاعات. وعندما يجري تناول عملية التنويع بطريقة فنية فإنها تشمل جميع المخاطر

1 - ضوابط التحوط في المعاملات المالية: د. سامي إبراهيم السويلم، ص: 12. بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.

المتوقعة بطريقة تُقلِّل من آثارها على المحفظة الاستثمارية¹، ومن جهة أخرى يمكن أن يعالج المستثمر بعض المخاطر بإجراءات ذاتية، فعلى سبيل المثال: التاجر الأمريكي الذي يبيع جزءاً من إنتاجه في اليابان ويخاف من خطر تغيُّر سعر الينّ ما عليه إلا أن يتموّل في اليابان ويحوّله فوراً إلى عملة بلده من أحد البنوك بالعملة اليابانية، عندئذ فإنه يكون قد حمى نفسه من تقلب السعر؛ لأن العملة إذا انخفضت أو ارتفعت لم يكن محتاجاً إلى الصَّرف، فيسدِّد من إيرادات مبيعاته².

ويمكن تطبيق التنوع بصور مختلفة فيما يتعلّق بالتمويل الإسلامي، فيمكن للمؤسسات الإسلامية تنويع محافظها بين البيع الآجل³ وبين السِّلَم⁴ بما يُحدِّد مخاطر كل منهما. فالبيع الآجل مُعرَّض لمخاطر التضخم⁵ أو انخفاض القوة الشرائية، خاصة إذا كانت العقود ذات آجال متوسطة أو بعيدة. هذه المخاطر يمكن تحييدها من خلال عقود سلم في سلع متنوعة، حيث تصبح موجودات المؤسسة المالية مُحَفَّظة من الديون النقدية والديون السلعية. فالتضخم أو انخفاض القوة الشرائية يستلزم ارتفاع قيمة

1 - المحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول يُسمَّى مُدير المحفظة، وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب والعقار والسلع، ويمكن أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات. ينظر كتاب: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، محمد مطر وفايزتيم، ص: 179. طبعة دار وائل، ط: 1، عمان، الأردن، 2005م.

2 - التحوط في العمليات المالية: د. محمد علي القرني، ص: 8، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.

3 - البيع الآجل: هو البيع الذي تقدّم فيه السلعة، ويؤجّل قبض الثمن. ينظر تقريب معجم مصطلحات الفقه المالكي، د. عبد الله معصر، ص: 38، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1428هـ/2007م.

4 - السِّلَم: هو بيع موصوف في الذمّة ببدل يُعطى عاجلاً. ينظر: معجم المصطلحات المالية والاقتصادية: د. نزيه حماد، ص: 248، دار القلم، ط: 1، دمشق، 1429هـ/2008م.

5 - التضخم: غلاء الأسعار ورخص النقود. ينظر: النقود والمصارف، د. ناظم محمد نوري الشمري، ص: 266، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق.

السِّلَع، كما أن انخفاض قيمة السِّلَع يُعَوِّضه ارتفاع القوة الشرائية للديون النقدية. وبذلك يمكن للمؤسسة المالية أن تحافظ على القيمة الحقيقية لأصولها واستثماراتها.¹

ومن أساليب التحوط الاقتصادي التي لا تتطلب الدخول في إجراءات تعاقدية مع أطراف أخرى هو تحقيق توافق القوائم المالية، ونعني به تحقيق التوافق بين الإيرادات والمصروفات، أو بين الأصول والخصوم في الميزانية،² وتحرص الشركات على تحقيق هذا التماثل بشتى السبل مثل الإنتاج الفوري والبيع المباشر ونحوها من التقنيات التي تقلص الفجوة بين الإيرادات والمصروفات.³

الفرع الثاني: التحوط التعاوني:

وهو قائم على أساس التعاون وليس الاسترباح؛ ويمكن للمؤسسات المالية التحوط من شتى أنواع المخاطر، من خلال صناديق تعاونية تُنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر، ويقوم الأعضاء بدفع اشتراكات مقابل تقديم الصندوق حماية للأعضاء من المخاطر المتفق عليها. ويلتزم الصندوق بالتعويض بقدر موجوداته، كما يمكن إنشاء صناديق متعددة لمختلف أنواع المخاطر، بالإضافة لتقديم الحماية للصناديق نفسها من خلال اشتراكها في صناديق مركزية تقدّم حماية لمجمل الصناديق على غرار عمليات إعادة التأمين.⁴

1 - التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 136، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، ط: 1، جدة، المملكة العربية السعودية، 1428هـ.

2 - غرض التحوط في المنتجات المالية: د. صالح بن حميد، ص: 4، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.

3 - التحوط في المعاملات المالية: د. التيجاني الطيب محمد، ص: 15، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.

4 - ضوابط التحوط في المعاملات المالية، د. سامي السويلم، ص: 14.

الفرع الثالث: التحول التعاقدى :

والمقصود به أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة والمشاركة التي يراد بها الربح،

مثل المضاربة.^{1 2}

ويمكن تحييد مخاطر رأس المال، كلياً أو جزئياً، مثلاً من خلال تقديم المصرف التمويل

بالمضاربة لأحد المؤسسات أو المنشآت المالية، ويصبح بحكم العقد شريكاً في موجوداتها،

فله حينئذ أن يبيع حصته أو نسبة منها إلى طرف ثالث (شركة تأمين مثلاً) بثمن مؤجل

يعادل قيمة رأس المال، وبذلك يستطيع الممول حماية رأس المال، وفي الوقت نفسه

الاستفادة من الجزء الذي احتفظ به من مشاركته مع المؤسسة في الأرباح المتحققة؛ أما

الطرف الثالث (شركة التأمين) فإنها تستفيد امتلاك حصة مشاركة دون دفع الثمن

نقداً، وهذا يعني أن هذه الصيغة تحقق مصالح جميع الأطراف.³

1 - المضاربة: هو أن يدفع رجل إلى رجل مالا لينجر فيه، فما أفاء الله في ذلك من الربح فهو بينهما على شرطهما نصف كان، أو ثلثاً، أو ربعاً، أو جزءاً معلوماً. ينظر: تقريب معجم مصطلحات الفقه المالكي: د. عبد الله معصر، ص: 105.

2 - التحوط في المعاملات المالية: د. عبد الله محمد العمراني ص: 4، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.

3 - التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 144-145.



المصلب الثاني: أنواع التحوك باعتبار شموله



وينقسم إلى تحوط تام، وتحوط غير تام أو ناقص، فالتحوط التام هو الذي يُتخلَّص به من المخاطر كلياً، والناقص هو الذي يُتخلَّص به من المخاطر جزئياً.¹



المصلب الثالث: أنواع التحوك باعتبار المخاطر

التي يغصها



وينقسم إلى تحوط جزئي Micro Hedging، وتحوط كلي Macro Hedging.

الفرع الأول: التحوك الجزئي :

وهو عندما تختار المنشأة التحوط لبعض أنشطتها وأصولها.²

1 - إدارة المخاطر المالية: د. خالد وهيب الراوي، ص: 320، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط: 1، عمان/الأردن، 1429هـ/2009م.

2 - التحوط في المعاملات المالية: د. عبد الله العمراني، ص: 4

فالمنشأة التي تقوم على سبيل المثال بشراء إحدى المواد الخام قد تقوم بعمليات تحوط عليها دون غيرها من المواد الخام؛ بل إن نفس المادة قد تتحوط لها المنشأة في أوقات دون أخرى.¹

الفرع الثاني: التحوط الكلي :

وهو تحوط المنشأة لكافة المخاطر التي قد تتعرض لها²، ولعل البنوك تفعل ذلك أحيانا على أساس تجانس الأنشطة التي تقوم بها. ولكن لأنه من الصعب بالنسبة لأي منشأة أن تقرر كل ما تتعرض له من مخاطر؛ فإن أغلب المنشآت لا تلجأ إلى التحوط الكلي، وإذا ما قررت إحدى المنشآت أن تتحوط لكافة الأنشطة التي تقوم بها فليس هناك ما يدعو إلى استمرارية المنشأة، ذلك أن المنشآت إنما تتحوط لعدم تأكد مؤقت حول مستقبل سلعة معينة أو لتثبيت سعر قائم تستطيع من خلاله أن تحقق ربحا.³



المصلب الرابع: أنواع التحوط باعتبار مصالـه



-
- 1 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان، ص:329.
 - 2 - التحوط في المعاملات المالية: د. عبد الله العمراني، ص: 4
 - 3 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان، ص:329.

وينقسم إلى ثلاثة أنواع:

- تحوط من تذبذب أسعار السلع.

- تحوط من تذبذب أسعار العملات.

- تحوط من تذبذب أسعار الفائدة.

الفرع الأول: التحوط من تذبذب أسعار السلع.

المقصود من التحوط من مخاطر تذبذب أسعار السلع: هو العملية التي يقوم بها من

تعهد بتسليم سلعة بهدف أن يتحوط بها من مخاطر ما يمكن حصوله من تغير غير

مرغوب لسعر تلك السلعة من زمن التعهد إلى زمن التسليم.¹

ومن المناسب أن نشرح هذه العملية بمثال:

توقع أحد التجار في شهر ماي ارتفاع سعر القمح في شهر نونبر من 200 درهم للقنطار

إلى 350 درهم، ومن ثم فقد أبرم عقد شراء مائة طن من القمح بثمن السوق السائد في

شهر ماي، على أن يتسلم السلعة في شهر نونبر.

فإذا تحققت توقعات هذا التاجر، وارتفع سعر قنطار القمح في شهر نونبر من 200 إلى

350 درهم، أي من 2000 درهم للطن إلى 3500 درهم، فإنه يكون قد حمى نفسه من

خسارة كانت ستصل إلى 150.000 درهم

$$[(3500-2000) \times 100] = 150.000$$

1 - التحوط في المعاملات المالية: أحمد المبلغي، ص: 4.

الفرع الثاني: التحوط من تذبذب أسعار العملات.

ونعني بالتحوط من مخاطر تذبذب أسعار العملات: هو العملية التي تهدف إلى الحماية من خطر التقلب غير المرغوب في أسعار صرف العملة.¹ ومثال ذلك:

نفترض أن أحد التجار المغاربة يريد شراء سلعٍ ومنتجات من الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ مليون دولار على أن يقوم بسداده بعد سنة، وكان سعر الصرف وقتها تسعة دراهم مقابل دولار واحد، ويخشى ارتفاع سعر الصرف وقت السداد إلى عشرة دراهم مقابل دولار واحد، فيكون مُهَدِّداً بخسارة مليون درهم، وعليه ومن أجل درء هذه المخاطر، فإن التاجر يُقدم على أحد عقود التحوط، وذلك بأن يُبادل الدرهم المغربي بالدولار الأمريكي، على أساس سعر الصرف الحالي، ويكون الاستلام والتسليم بعد سنة، وبهذه الطريقة يكون التاجر قد حوّل مخاطر التغير غير المرغوب في سعر الصرف.

الفرع الثالث: التحوط من مخاطر تذبذب أسعار الفائدة.

والمقصود من التحوط من أسعار الفائدة: هي العملية التي تهدف إلى الحماية من الأخطار الناجمة عن احتمالية وإمكانية التغير في أسعار الفائدة في الأجل المحدد في العقد.²

1 - الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، ص: 289، إصدارات إي-كتب E-kutub LTD، ط: 1، لندن، شتبر، 2017م.
2 - التحوط في المعاملات المالية، أحمد المبلغي، ص: 4.

ومثال ذلك: أن يتفق بنك تجاري وشركة تأمين على قرض متبادل بينهما، بمقتضاه يدفع البنك لشركة التأمين فوائد بسعر فائدة ثابت، وفي المقابل تدفع شركة التأمين للبنك فوائد بسعر فائدة متغير.

فالبنك الذي يقوم بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، يهدف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة.

وشركة التأمين التي تقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، تهدف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة.

وتجدر الإشارة إلى أن ذكر هذه الأنواع من التحوط مع التمثيل لها، إنما هو لبيان ماهيتها فقط، وسوف نتحدث عن أحكامها ومدى مشروعيتها في طيّات هذه الأطروحة إن شاء الله.

المبحث الرابع: أسباب التعامل بعقود التحوط

أدت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في الأسواق المالية إلى زيادة حدة المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها عمليات تقليب المال واستثماره، بدءاً من كون هذه التقلبات في حد ذاتها تُعدُّ خطراً، ومروراً بالمفاجآت غير المرضية، وانتهاءً بالنتائج السلبية لعمل المؤسسات المالية وعجزها عن التغلب عليها، كل هذا صاحبه ظهور أدوات مالية حديثة

اصطلاح على تسميتها بعقود التحوّط أو المشتقات المالية، وهي أدوات تختلف عن الأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات وصكوك.¹

فلقد شهد العقد الماضي ازدياداً ملحوظاً في تقلبات الأسواق المالية من جهة، وفي عدد الكوارث المالية من جهة أخرى. فانهيار شركات إنرون، و ورلد كوم، و لونج تيرم كابيتال، وغيرها، يمثل أكبر حالات إفلاس في التاريخ الحديث؛ أما تذبذب الأسواق المالية واضطرابها، فيدل عليه البيانات الخاصة بهذه الأسواق، بالإضافة إلى تصريحات الخبراء وأهل الاختصاص.²

من الكلام السابق يمكن استنباط سبب الحاجة إلى عقود التحوط أو المشتقات المالية، فهي أولاً أدوات لتثبيت الأسعار في عمليات السوق، فتكون بذلك أدوات لإدارة المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار؛ فالذي يشتري حق شراء سلعة ما في المستقبل بسعر محدد يدفع عن نفسه خطر ازدياد ثمنها في المستقبل، وهي ثانياً وسائل بذاتها للتجارة بقصد الاسترباح (speculation)، أي قد لا يكون هدف من يشتري هذا الحق شراء السلعة حقيقة في المستقبل، بل الاسترباح ببيع هذا الحق في الأسواق؛ إذ كلما غلا سعر السلعة أمكنه بيع ذلك الحق بثمن أعلى.

واليوم سوق المشتقات المالية هو أروج الأسواق، وهي سوق فاقت قيمتها بكثير قيمة الأصول الحقيقية التي تمثلها؛ إذ بلغ حجم قيمة المشتقات المتداولة في عام 2013م نحو

1 - آليات العمل في بورصة الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية، د. غزال العوسي، ص: 143، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، ط:1، القاهرة، 2010م.

2 -التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 21

1200 ترليون دولار، مع أن متوسط مجمل قيمة السلع والأصول المالية الحقيقية هي

بين 50 إلى 60 ترليون دولار فقط.¹

1 - التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، عبد العظيم أبو زيد، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 3، ص: 5، جدة، المملكة العربية السعودية، 1435هـ/2014م.

المبحث الخامس: تعريف المشتقات المالية، وأنواعها، وأغراض المتعاملين بها



المصلب الأول: تعريف المشتقات المالية



تعتمد أدوات التحوط التقليدية في الأسواق المالية على جملة من العقود يطلق عليها

اسم المشتقات المالية Financial Derivatives.

وأذكر هنا نماذج من تعريفات المشتقات المالية حتى يتبين مفهومها والمراد بها.

أ- عرّفها الدكتور منير إبراهيم هندي بقوله: "والمشتقات اسم على مسمى، فكلمة مشتق

تعني شيئاً اشتقّ أو تولّد عن شيء آخر. فعقود المشتقات هي أدوات مالية تتوقف قيمتها

على قيمة أصل آخر، أو بعبارة أدق: أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر

أصل آخر".¹

1 -إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق: د.منير إبراهيم هندي، ص: 21. المكتب العربي الحديث، ط:3، الإسكندرية، مصر، 2011م.

- ب- "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية- عملات أجنبية-سلع...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية"^{1,2}.
- ج- "عبارة عن عقود مالية تتعلق بنود خارج الميزانية، وتتحد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات، أو الأدوات، أو المؤشرات³ الأساسية المرتبطة بها"⁴.
- د- "أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية"⁵.
- هـ- "عقود بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق، ويعتمد أداؤها على أصول أو أدوات أخرى، وتستخدم بهدف التحوط من المخاطر، فهي أدوات تشتق عوائدها من أوراق مالية أخرى"⁶.
- و- "عقود مالية، تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل

1 -الهندسة المالية: هي عملية بناء أو ابتكار أدوات مالية جديدة تُعنى بتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية، من أجل تعظيم العوائد، وبنفس الوقت الحد من المخاطر أو تجنبها. ينظر: أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. عصام أبو النصر، ص: 80، وإدارة المشتقات المالية، د. شقيري نوري موسى، ص: 25.

2 - إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص: 261، مؤسسة الوراق، عمان، 1999م.

3 -المؤشر: قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويُعبّر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها، مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق...ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه. ينظر: "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، د.عصام حسين، ص: 35، دار أسامة، عمان، 2008م.

4 - الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث: حمود بن سنجور، وآخرون، ص: 85، اتحاد المصارف العربية، 1995م.

5 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 22.

6 -أسواق الأوراق المالية في الفقه الإسلامي، د. عصام أبو النصر، ص: 81.

التعاقد، مثل السندات، والأسهم، والنقد الأجنبي، والذهب، وغيره من السلع".¹

ز- "المشتقات Derivatives هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، أي: الأصول التي تمثل موضوع العقد Underlying Asset، والأصول التي تكون موضوع العقد تنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد"²

ح- "المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد، وتتمثل أساساً في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة".³

ط- "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد؛ ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار والعوائد؛ فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".⁴

1 - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات)، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد4، 1994م/1995م، ص:99.

2 - المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 11.

3 - نحو سوق مالية إسلامية، د. أشرف محمد دوابة، ص:57، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، ط:2، القاهرة، 1432هـ/2011م.

4 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 59-60.

وهذا التعريف هو الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي (I.M.F) International Monetary Fund وهو تعريف بنك التسويات الدولية (B.I.S) Bank of International Settlements حيث جاء فيه:

« A Financial derivative is a contract whose value depends on the prices of underlying assets , but which does not require any investment of principal in those assets. As a contract between two counterparties to exchange payments based on underlying prices or yields, any transfer of ownership, of the underlying assets and cash flows becomes unnecessary ».

Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets :

Bank for International Settlements. Report prepared by a working group established by the central banks of the group of ten countries.p :G-7.basle. February 1995.

ي- "المشتقات المالية هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلاً عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد".¹

ك- "المشتقات المالية هي تلك العقود التي ترد على أصول مالية أو مادية، أو على حق بيع أو شراء تلك الأصول، من غير أن تكون تلك الأصول مرادة للمتعاقدين، وإنما يراد تحقيق الربح من خلال الفرق بين القيمة المتفق عليها لتلك الأصول، وبين قيمتها السوقية في الأجل المحدد".²

مثال:

ولتقريب فكرة المشتقات إلى الذهن، فإننا نفترض أنك تملك منزلاً وترغب في بيعه، وسعر المنزل السوقي الآن هو 600.000 درهم، ويوجد شخص يرغب في شراء المنزل ولكنه لا يملك السيولة النقدية الكافية لسداد قيمة المنزل، ولذلك تقدم إليك هذا الشخص بعرض يتلخص في أنه سوف يدفع لك فوراً مبلغ 20.000 درهم مقابل أن تعطيه الحق في شراء المنزل بنفس السعر أي 600.000 درهم وذلك لمدة تسعين يوماً، وبفرض أنك وافقت على هذا الاتفاق، فإنك سوف تعطي المشتري الحق في أن يختار بين شراء المنزل بهذا السعر أو عدم الشراء.

1 - الأسواق المالية مؤسسات - أوراق- بورصات، د.محمود محمد الداغر، ص: 125، دار الشروق، عمان، 2005م.
2 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، د.مبارك بن سليمان، ج: 2/ص: 918.

ومقابل ذلك تحصل على مبلغ 20.000 درهم السابق الإشارة إليه، ولاحظ أنك بمجرد التعاقد فلن تستطيع بيع المنزل لأي شخص آخر لمدة تسعين يوماً، وإذا لم يختار المشتري تنفيذ شراء المنزل حتى نهاية هذه المدة فإنه يكون من حقه بيع المنزل. فإذا ارتفعت أسعار العقارات خلال المدة المحددة وأصبح السعر السوقي للمنزل فرضاً 650.000 درهم، فإن المشتري سوف يختار تنفيذ عملية الشراء، لأنه يشتري منزل بمبلغ محدد في العقد وهو 600.000 درهم في حين أن قيمته السوقية 650.000 درهم، ويحقق مكسب من وراء ذلك قدره 50.000 درهم، وإذا طرحنا منه المبلغ المدفوع بداية وقدره 20.000 درهم فإن الربح الصافي سوف يكون 30.000 درهم؛ ولكن إذا وجد المشتري خلال الفترة المحددة منزلاً أفضل أو مماثلاً بسعر منخفض وليكن 570.000 درهم فإنه لن يشتري منزل وفي هذه الحالة يخسر المشتري مبلغ 20.000 درهم الذين دفعهم بداية وتكسبهم أنت ويمكنك بعد انتهاء المهلة المحددة أن تبحث عن شخص آخر ليشترى منزلك.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات يتلخص فيما يلي:

أ- هي عقود، وليس تصرفات أحادية، ومن ثمّ يترتب عليها حق لطرف والتزام على آخر.
ب- تشتق هذه العقود قيمتها من أصول أخرى، بمعنى أن قيمتها تتوقف على قيمة أصول أخرى.

ج- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

د- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.

هـ- تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني: أي الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات).

و- تستخدم المشتقات المالية عادة بغرض إدارة المخاطر والتحوط منها.

ز- لا يترتب على عقود المشتقات انتقال ملكية أصول ولا تسليم ولا تسلم؛ بل إن الأمر لا يستوجب في هذه العقود أن يكون البائع مالكا لما يبيع، ولا المشتري مالكا للمال الذي يشتري به.

ح- يترتب على عقود المشتقات حصول طرف على فروق الأسعار.

ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية (بعضاً أو كلاً):

أ- الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

ب- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

ج- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد Duration

د- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون:

● سعر فائدة محدد.

● سعر ورقة مالية.

● سعر سلعة.

● سعر صرف أجنبي.

● مؤشر أسعار.



المصـلب الثاني: أنواع المشتقات المالية



يصعب على أي باحث حصر كافة أنواع المشتقات المالية؛ لأن الهندسة المالية لا تتوقف عن التجديد والابتكار في هذا المجال؛ غير أن العقود الرئيسية التي يكاد يُجمع عليها علماء الاقتصاد هي أربعة، والتي سنقوم بالتعريف بها في موضعها بإذن الله، وهي:

- 1- العقود الآجلة.
- 2- العقود المستقبلية.
- 3- عقود الخيارات.
- 4- عقود المبادلات أو المقايضات

1 - التصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص، أو مؤسسة متخصصة في الملاءة الائتمانية العامة للمؤسسة؛ أي قدرتها ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية، ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها، أو الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى، وذلك اعتماداً على المخاطر ذات العلاقة، وهو مقياس لتقدير مدى قدرة الجهة المقترضة على الوفاء بالتزاماتها في مواجهة المقرضين. ينظر : "إضاءات مالية ومصرفية"، ص:2، معهد الدراسات المصرفية في دولة الكويت، العدد الرابع، نونبر 2010م.

2 - المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 13، الأسواق المالية، د.محمود محمد الداغر، ص: 125.



المكسب الثالث: تطور حجم المشتقات المالية

في الأسواق المالية العالمية



لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقود الأخيرة، سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات، أو من ناحية تنوعها، أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات.

فمن ناحية الحجم، فإن الإحصاءات تشير إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها، فمن حوالي 15 تريليون دولار خلال الفترة من 1992-1993م، لتصل إلى نحو 45 تريليون في نهاية 1994م، وحين كان الناتج الإجمالي الدولي هو 29,99 تريليون دولار سنة 1999م، بلغ حجم المشتقات المتداولة في السوق العالمي: 88,2 تريليون دولار، ووصلت سنة 2005م إلى أكثر من 330 تريليون دولار، أي أنها تضاعفت أربع مرات في أقل من سبع سنوات، ثم واصلت ارتفاعها في عام 2008م وبلغت 600

تريليون دولار وفقاً لمفوض الرقابة المصرفية في الاتحاد الأوروبي تشارلي ماكرفي.¹

وبالرغم من كون هذا النوع غير متواجد في معظم الأسواق العربية، إلا أن تطوير التعامل بالبورصات مستقبلاً يجعل من إدخال هذه الوسائل من الأمور المحتملة في المستقبل إن لم تكن مؤكدة، ويجري الآن الإعداد لإدخالها لسوق الأوراق المالية المصري، كما تنفرد بورصة الكويت وبورصة الدار البيضاء - من بين الأسواق العربية - بإدخال المشتقات في الوقت الحالي وتنظيم التعامل بها.²

وقد أثارت المشتقات في الغرب الكثير من الجدل حول مشروعيتها - ولا تزال كذلك -، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية، فبحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار، تُعد من قبيل الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام، ومن الناحية الاقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار؛ لأنه مجرد مبادلة يربح منها طرف ما يخسره الآخر³؛ ولأجل هذا كانت كثير من المحاكم الأمريكية تقضي ببطلان عقود المشتقات المالية وتجريمها، ومن ذلك ما سجلته إحدى المحاكم في عام 1888م إزاء موقفها من العقود حيث رأت: "أن التعامل في

1 - "التحوط في التمويل الإسلامي": د. سامي السويلم، ص: 31، و "إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، طارق خان وحبيب أحمد، ص: 58، ترجمه من الإنجليزية إلى العربية: د. عثمان بابكر أحمد، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط: 1، جدة، 1424هـ. و "الخيارات: المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى"، د. عبد الكريم قندوز، ص: 85.

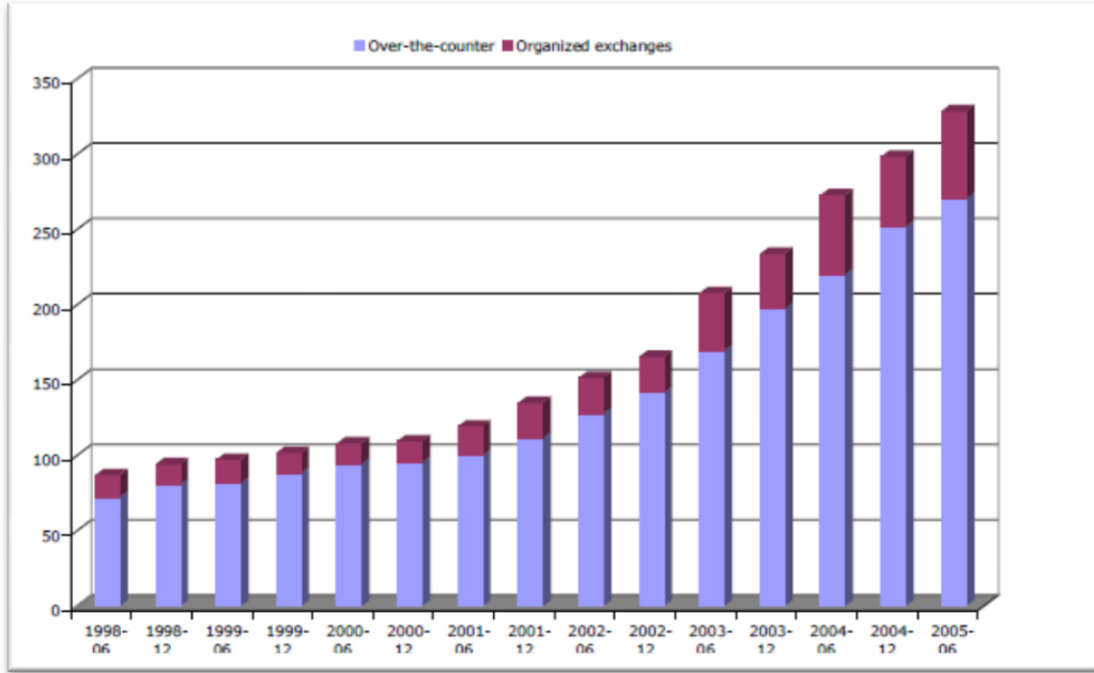
2 - وفقاً لتقرير المركز المالي الكويتي (الخميس 17 مايو 2007)، نقلاً عن كتاب: تسويات عمليات البورصة، د. أشرف الضبع، ص: 68-69، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007م، وينظر صحيفة الرؤية الكويتية، الاثنين 3 نوفمبر 2008، مقال للدكتور محمد الفزيع بعنوان مشتقات أم قمار يا بنك الخليج؟، ومقال آخر لنفس الكاتب بعنوان هذا كازينو، وذاك كازينو الأحد، في نفس الصحيفة 9 نوفمبر 2008.

3 - المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة، د. سامي السويلم، بحث منشور على الإنترنت في عدة مواقع منها الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي، <http://isegs.com/forum/index.php> بتاريخ 1427/06/08هـ، 2006/07/04م.

المستقبلات والخيارات - كما تسمى عادة-، والتي تتم تسويتها على أساس تقلبات السوق هو تعامل باطل في نظر القانون العام، حيث إنه ضمن أسباب عدة يتعارض مع السياسة العامة، إن هذا التعامل جريمة بحق الدولة، جريمة بحق الرفاه العام وسعادة الناس، وجريمة بحق الدين والأخلاق، ثم إنه جريمة بحق كل المعاملات التجارية والاستثمارية المشروعة، وقد أصبح هذا النوع من القمار بالتأكيد خطيئة عامة، تستر بالوجاهة والثروة والسلطة، لكنها لا تخضع لنظام، بل تتحدى القوانين السماوية والبشرية على السواء، وبسبب تأثيرها السلبي انقلبت قوانين العرض والطلب، وأصبحت السوق تخضع لحجم الأموال التي يتحكم فيها المجازفون".¹

ولم يك مستغرباً في ذلك الوقت أن تمنع كثير من الولايات الأمريكية المشتقات المالية خلال القرن التاسع عشر، إلا أن ذلك المنع لم يدم طويلاً وبدا هذا الموقف يضعف مع مرور الوقت إلى أن تم إقرار التعامل بها في الأسواق المنظمة، من خلال التشريعات التي أصدرها الكونجرس لتنظيم عمل هذه الأسواق بعد منتصف القرن العشرين، لكن هذا التشريع ليس مبنياً على أساس علمي أو معيار منهجي، يفرق بين القمار من جهة والمخاطر التجارية المشروعة من جهة أخرى.²

1 -التحوّط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 35-36.
2 - المرجع السابق، ص: 37.



القيمة الاسمية للمشتقات في الأسواق المفتوحة لنظمة¹



المصطلح الرابع: المتعاملون في سوق المشتقات المالية



يمكن تصنيف المتعاملين بالمشتقات المالية حسب أغراضهم منها إلى:

الفرع الأول: المتحوّصون Hedgers:

تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات

1 - التحوّط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 31.

السريعة والحادة في الأسواق، إذ إن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكيد Certainty يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضماناً كاملاً.

الفرع الثاني: المضاربون Speculators:

تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

الفرع الثالث: المراجمون Arbitrageurs:

وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هنالك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق منخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربحاً عديماً المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.¹

وبناء عليه، يُصنَّفُ المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين²:

الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الاحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد.

1 - "المشتقات المالية": د. طارق عبد العال حماد، ص: 14، و "الأسواق المالية": د. محمود محمد الداغر، ص: 126-125.

2 - المشتقات المالية، ماهيتها، وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها، عماد شهاب، ص: 4، بحث مقدم في دورة المشتقات المالية التي نظمها اتحاد المصارف العربية في تونس من 23 إلى 1995/10/27م.

الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبيون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.



المحلب الخامس: أسواق المشتقات المالية



تتركز سوق المشتقات المالية في عدد قليل من البنوك والمؤسسات المالية. فوفقاً لمكتب مراقبة النقد، فإن خمسة بنوك تجارية تسيطر على 96% من القيمة الإسمية للمشتقات في الولايات المتحدة. كما تشير الدراسات إلى أن المؤسسات التي تسيطر على السوق مع كونها تتعامل فيما بينها، فهي كذلك تتعامل مع نفس شريحة العملاء، وتشارك في نفس الأسواق (البورصات) وبيوت التسوية (clearing houses).¹ ولأن المشتقة أداة مالية ذات قيمة يحددها سعر شيء آخر، فمن المحتمل أن نجد مجموعة متنوعة وغير محدودة من المنتجات المشتقة، وتتداول بورصات المشتقات المنتجات التي تعتمد على مجموعة واسعة من مؤشرات الأسهم، وأسعار الفائدة، وأسعار الموارد، وأسعار الصرف، وحتى العناصر غير المالية مثل الطقس، ومثل هذه

1 - التحوط في التمويل الإسلامي، د. سالم السويلم. ص: 37.

البورصة تتداول العقود الآجلة والخيارات، أو كليهما، والفرق بين البورصات التي تتداول فيها الأسهم السندات و بورصات المشتقات يعود سببه إلى حد كبير إلى التنظيم والعرف، وهذا الفرق في تراجع.¹



المصطلح السالمس: فوائد إستخدام المشتقات المالية ومناصرها عند الاقتصالميز.



الفرع الأول: فوائد إستخدام المشتقات المالية:

يذكر الاقتصاديون أن للمشتقات مزايا توفرها للمتعاملين بها، ومنها:

- 1- توفر المشتقات للمستثمر فيها عن طريق المجازفة فرصا واسعة لجني أرباح ضخمة، وذلك بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها.
- 2- تغطية وإدارة المخاطر²، حيث تعتبر المشتقات أداة للتحوط تتيح للمستثمر حماية نفسه من آثار التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية، بمعنى أنه بالإمكان استخدام

1 - أسواق المشتقات : د. روبرت ماكdonald. ترجمة : د. نادر الطرابلسي و د. أمينة الحمدوني، المجلد الأول. ص: 36، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، معهد الملك عبد الله للترجمة والتعريب، الرياض، 1436هـ..

2 - يقصد بمصطلح (إدارة المخاطر): تحديد، تحليل، والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول أو القدرة الإيرادية لمشروع ما. ينظر إدارة المخاطر المالية، د. خالد الراوي ص: 10، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط: 1، عمان، 1429هـ/2009م.

المشتقات المالية أداة للمجازفة، وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو التغطية من مخاطر الاستثمار.

3- التنبؤ بالأسعار، حيث تزود المشتقات المالية المتعاملين بها بالمعلومات التي يمكن من خلالها الكشف عن سعر الأصل المتوقع في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم.

4- تتيح المشتقات المالية الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية.

5- تقوم المشتقات بتيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، حيث يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0,01% من قيمة العقد.

ومن المعلوم أن تكلفة المعاملات لها أثرها البالغ على السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يزيد التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه.¹

الفرع الثاني: مزايا التعامل بالمشتقات المالية:

بالرغم من المميزات السابقة للمشتقات المالية، إلا أنها تتضمن في ذاتها مخاطر اقتصادية كبيرة، رغم تلك المزايا التي تقول بأن المشتقات المالية أداة للتحوط أو لدرء

1 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 263، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني: الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات، د. منير هندي، ج: 2 ص: 16-22، إدارة المخاطر المالية، د. خالد الراوي، ص: 94. مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، د. عبد الحميد الساعاتي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصادية الإسلامية، مجلد 15، ص: 32، 1423هـ.

المخاطر، ومما يدل على ذلك أن الغالب في استخدام المشتقات المالية إنما هي لأغراض المجازفة، ووفقاً للإحصاءات الرسمية فإن 97% من إجمال عقود المشتقات استُخدم لهذا الغرض، وأما النسبة المتبقية وهي 3% لأغراض التحوط¹، إضافة إلى كون هذه النسبة الضئيلة لا تعني بالضرورة الأخذ بمبدأ التحوط وتجنب المخاطر أو تحييدها قدر الإمكان. كما يفهم من مصطلح التحوط، فهذا أمر مطلوب ولا إشكال فيه، لكن الحاصل أن المشتقات تزيد من المخاطر وتقلبات الأسواق، ولو فرض أنها تحقق الأمان لأحد الطرفين المتعاملين بها، فهذا لا يحصل إلا من خلال نقل المخاطر للطرف الآخر، وهذا ما يعرف بالمبادلات الصفيرية والتي تقوم عليها المشتقات المالية باتفاق أهل الاختصاص²، بالإضافة إلى ذلك فإن جانب الخسارة في هذه العقود أعلى بكثير من جانب الربح، حيث تشير بعض الدراسات إلى أن من يحققون أرباحاً في هذه العقود لا يتجاوزون 25%؛ منهم 2% فقط يتحقق لهم الربح باطراد، بينما البقية وهم قرابة 75% فيحققون الخسارة³؛ ولأجل هذا يرى بعض الاقتصاديين أن التعامل بالمشتقات لا يختلف عن القمار؛ لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ أثراً من القمار، لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس، وقد جرت في الماضي

1 - التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 57.

2 - يقصد بالمبادلة الصفيرية: أن يكسب أحد الطرفين ما يخسره الآخر، ومن ثم فإن صافي المبادلة صفر، فهي مبادلات صفيرية لهذا السبب. (التحوط في التمويل الإسلامي د. سامي السويلم، ص: 57، صحيفة الرؤية الكويتية، الأحد، 9 نوفمبر 2008، مقال بعنوان: هذا كازينو، وذاك كازينو، للدكتور محمد الفزيح.

3 - التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 57-58، 79.

عدة محاولات في الكونجرس الأمريكي لمنع المستقبلية، خاصة على السلع الزراعية، أخفقت كلها عدا المستقبلية على منتجات البصل، التي لا تزال ممنوعة إلى اليوم.¹

وإذا كان تصنيف المشتقات المالية عند الاقتصاديين بكونها من الأدوات عالية المخاطر، فإن الأمر كذلك عند المستثمرين ومن شواهد ذلك ما وصف به وارن بافيت -ثاني أغنى رجل في العالم وأشهر مستثمر في أسواق الأسهم الأمريكية سنة 2003م- المشتقات المالية بأنها أشبه ما تكون بـ "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللاقتصاد عموماً"، وبأنها "مثل جهنم، يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها"، وقال: "إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ"، ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".² كما وصف جود شاد -الرئيس للسابقة للجنة الأوراق المالية والبورصة في أمريكا - أثر المشتقات المالية على أسعار الأوراق بقوله: "إن تأثيرها على قلب أسعار الأوراق المالية قد فاق كل التوقعات"؛ ولذلك عد كثير من الاقتصاديين الغربيين المشتقات ضرباً من ضروب المقامرة، ومن عباراتهم في ذلك قول رئيس لجنة المصارف في الكونجرس الأمريكي هينري جونزالز: "يمكن أن تصف المشتقات كيفما شئت غير أنها في تقديري نوع من المقامرة".³

1 - المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، د. سامي السويلم، بحث منشور على الانترنت في عدة مواقع منها الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي، <http://isegs.com/forum/index.php> بتاريخ 1427/06/08هـ، 2006/07/04م، التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 32.

2 - التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 39.

3 - الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات، د. منير هندي، ج2/ص: 24، التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 32.

وبمراجعة كثير من الأزمات المالية التي حلت ببعض البنوك والمؤسسات المالية تجد أن المشتقات المالية في مقدمة أسباب حصول تلك الأزمات، ومن أبرز الشواهد دليلاً على ذلك ما حدث لبنك بارنج البريطاني عام 1995 م ، والذي أفلس بسبب إفراط كبير عملائه " (نيوكولاس ليسون وعمره 28 سنة) في التعامل بالمشتقات المالية لدى فرع في سنغافورة¹ ، وعندما أشرف صندوق لونغ تيرم كابيتال على الانهيار عام 1998 م، كان حجم أصوله 100 مليار دولار ، والقيمة الاسمية للمشتقات التي يتعامل بها أكثر من تريليون دولار، مما اضطر الاحتياطي الفيدرالي للتدخل لمنع من السقوط خشية التأثير الذي قد يحدثه على الاقتصاد.²

1 - الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، د. منير هندي، ج2/ص:25، إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 263.
2 - التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم، ص: 49-50.

الباب الأول

العقود المستقبلية والآجلة في
الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية

وفيه فصولان:

- الفصل الأول: العقود المستقبلية والآجلة في الأسواق المالية
- الفصل الثاني: الحكم الفقهي للعقود المستقبلية والآجلة

الفصل الأول

العقود المستقبلية والآجلة

في الأسواق المالية

وفيه ثلاثة مباحث:

- المبحث الأول: العقود المستقبلية في الأسواق المالية
- المبحث الثاني: أنواع العقود المستقبلية وأغراض المتعاملين بها
- المبحث الثالث: العقود الآجلة في الأسواق المالية.

المبحث الأول: العقود المستقبلية في

الأسواق المالية



المطلب الأول: تعريف العقود المستقبلية



تعتبر العقود المستقبلية من أهم عقود المشتقات المالية، وهذه جملة من تعريفاتها:

أ- "هي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل، ويتحدد

السعر وقت إنشاء العقد".¹

ب- "اتفاق بين مشتري وبائع لتبادل أصل مقابل نقد، وذلك في تاريخ لاحق وبسعر يحدد الآن".²

ج- "التزام 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 و زمان محددين و بسعر

محدد".³

1 - اقتصاديات الأسواق وإدارة المحافظ المالية: د. سيد عبد الفضيل، ص: 164، جامعة الجزيرة، دبي، 2011م.

2 - المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 105.

3 - الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير: د. السيد متولي عبد القادر، ص: 253، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط: 1، عمان، 2010م.

د- "عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على

أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته".¹

هـ- "عبارة عن اتفاق بين طرفين: البائع والمشتري، يقضي بتسليم البائع أصلاً، سواء سلعة أو أصلاً مالياً، في تاريخ لاحق، بسعر يُتَّفَق عليه في الوقت الحالي، أي وقت التعاقد؛ إلا أن العقود المستقبلية عقود نمطية²، من حيث الحجم، وتاريخ التسليم، ونوعية الأصل المتداول".³

و- "عقد المستقبليات (futures contract) هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين (an asset) بتاريخ مستقبلي محدد ويحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، وكمية الأصل التي يتم تداولها، والتاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ (asset and money)، و السعر الواجب دفعه للأصل، و تعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية (spot asset) أو الأصل المعني (underlying asset)، أما تاريخ التبادل بين الأصل والمبالغ

1 - المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، د. عبد الحميد محمود البعلي، ص: 26، الديوان الأميري، الكويت، 1991م.

2 - النمطية: المراد بها تماثل العقود من حيث الكمية والجودة وغير ذلك، بحيث يقوم كل عقد أو أي وحدة من وحداته مقام غيره، الأمر الذي يؤدي إلى سهولة تداول هذه العقود في السوق. ينظر: "سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية"، د. خورشيد أشرف إقبال، ص: 501، مكتبة الرشد، ط: 1، الرياض، 1427هـ.

3 - الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. محمد الحناوي و د. نهال فريد مصطفى، و د. السيدة عبد الفتاح إسماعيل، و د. السيد المصطفى، ص: 236، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007م.

فيسمى تاريخ الاستلام (delivery date)، أما السعر الذي وافقت عليه الأطراف فيسمى السعر المتعاقد عليه المستقبلي (contracted futures price)، أو ببساطة يسمى سعر المستقبلية أو سعر المشتقات (futures price)، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك (owner) لعقد المستقبلية ويشار إليه بخيار الشراء. والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى البائع (seller) لعقد المستقبلية ويشار إليه بخيار البيع.¹

ز- "اتفاق بين طرفين، الأول هو البائع، ويطلق عليه صاحب المركز القصير (short position)، والثاني المشتري، ويطلق عليه صاحب المركز الطويل (long position)، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصلاً حقيقياً (سلعة ما)، أو أصلاً ورقياً (سندات أو أسهماً) 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، مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية (أذون خزانة، سندات حكومية مثلاً)، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يُطلق عليها الهامش المبدئي (Initial Margin)، والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين، كما يُستخدم لحماية الطرف الآخر ضد مخاطر التوقف عن الوفاء، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه، ويتم ذلك يوماً بيوم بما يعني أن هناك تسوية يومية لمركز الطرفين".²

1 - إدارة المخاطر المالية: د. خالد الراوي، ص: 298.
2 - الأسواق المالية النقدية، جمال جويدان الجمل، ص: 185، دار صفاء، الأردن، 1422هـ.

والتعريفان الأخيران – وإن كانا واضحين- إلا أن كثرة التفصيل فيهما يخرج التعريف عن ماهيته الحديّة، إلى كونه وصفاً للآلية التي يتم على وفقها إبرام مثل هذه العقود. فلذلك يمكننا تعريف العقود المستقبلية بأنها: "عقود نمطية تُبرَم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يتم فيها بيع أصول مالية معينة (سلع، أسهم، سندات...)، ويكون التسليم في وقت لاحق على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، مع قيام الطرفين بإيداع مبلغ لدى السمسار لإثبات الجديّة وضماناً للوفاء بالعقد".



المصطلح الثاني: خصائص العقود المستقبلية



أولاً: يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها Price Risk إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً.

ثانياً: يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح Open Outcry عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة Clearing Houses تُوكّل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد. ومعنى ذلك أنها تتداول في السوق الثانوية

المنظمة، حيث أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

ثالثاً: لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى Margin، لا تتعدى قيمته 20% من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يظهر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.

وثمة هامش آخر يسمى هامش الصيانة، ويكون ذلك إذا ترتب على الخسائر انخفاض في قيمة الرصيد الفعلي للهامش المبدئي، وذلك في العادة في حدود 65% إلى 80% من قيمته (أي من قيمة الهامش المبدئي)، ففي هذه الحالة يطلب السمسار من العميل زيادة قيمة الهامش ليصل إلى مستوى الهامش المبدئي، وفي حالة الفشل في زيادة الهامش الفعلي: يكون البديل هو قيام السمسار بإقفال مركز العميل، وذلك ببيع العقد.

رابعاً: إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:

➤ أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.

➤ أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.

➤ أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.

➤ أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل: المنتجات الزراعية وبصفة خاصة: البن والشاي والذرة والبطاطس، وكذلك العملات والأوراق المالية.

خامساً: لضمان توفير سوق منظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تحديد نمط شروط التعاقد في خمسة أساسية هي:

1- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد، التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، مثل: أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (5000) بوشل¹، وفي أذونات الخزنة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا.

2- شروط التسليم: وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد، والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل، ودرجة جودة الأصل محل التعاقد. فمثلاً في عقود أذونات الخزنة T. BILL يكون التسليم واجباً خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم، وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة.

1 -البوشل: حوالي 25 كيلو جرام، ينظر: " الموسوعة العربية العالمية"، ج4/ص:433. موسوعة أعمال الموسوعة للنشر والتوزيع، ط:2، الرياض، 1419هـ/1999م.

لكن شروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة، فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى، بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً.

وتختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطّيها العقد من أصل إلى آخر، ففي السلع الزراعية عادة ما يغطّي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة أشهر.

3- حدود تقلب الأسعار: حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد، وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد، وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.

4- حدود المعاملات Trading Limits أو المراكز Position Limits: ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.

5- الهامش المبدئي: يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي Initial Margin يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5 و 20% من قيمة العقد.

سادساً: إن أهم هدفين لعقود المستقبلية هما: التحوّط من تقلبات الأسعار، والمضاربة لتحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها.

سابعاً: العقود المستقبلية تُوصف جميعها بأنها Marked to Market، بمعنى أنها تخضع للتسوية اليومية Daily Settlement، فيتم تعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغيّر سعر الأصل محل التعاقد.¹



المطلب الثالث: عناصر العقد المستقبلي



لا بد في كل عقد مستقبلي من توفر العناصر والأركان التالية:

- 1- مشتري العقد: وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع سعر متفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل، ويسمى بصاحب المركز الطويل Long Position.

1 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 217-218، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 153-166، الأسواق المالية في عالم متغيّر: د. السيد متولي عبد القادر، ص: 255-256، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة - تطبيقات عملية: محمد محمود حبش، ص: 291.

2- بائع العقد وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد له في المستقبل، ويسمى بصاحب المركز القصير Short Position¹.

3- سوق العقود المستقبلية:

تتميز العقود المستقبلية بأنها لا تقع إلا في أسواق خاصة هي "أسواق العقود المستقبلية"، ويمكن تصنيف هذه الأسواق بالنظر إلى اختصاصها من بين الأسواق الأخرى ببعض الأصول والسلع إلى فئتين:

الفئة الأولى: أسواق تتعامل في عقود مكررة، أي أنها تتعامل في عقود على أصول وسلع تتعامل فيها أسواق أخرى غيرها.

الفئة الثانية: أسواق تتعامل في عقود مخصصة، أي: أنها تتعامل في عقود على أصول وسلع لا تتعامل فيها أسواق أخرى.

ويختص بالتعامل في هذه الأسواق المسجلون في قوائم عضويتها، وينقسم هؤلاء الأعضاء إلى:

1- أعضاء سماسرة BROKERS

يعمل من خلال هؤلاء الأعضاء عدد كبير من الأفراد، وبالرغم من ضآلة قيمة هذه العقود إلا أن عددها كبير.

1 -المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 132. إدارة الاستثمارات: د. محمد مطر، ص: 272. إدارة المخاطر المالية: د. خالد وهيب الراوي، ص: 298.

2- أعضاء محليون LOCALS

يعمل هؤلاء الأعضاء لحسابهم ويمكن تقسيمهم إلى ثلاث فئات:

أ- تجار POSITION TRADERS

تتخذ هذه الفئة مراكز - شراء أو بيع- لغرض تحقيق الأرباح وهذه المراكز نوعا ما طويلة.

ب- مضاربون SCALPERS

وهذه الفئة تشبه الفئة السابقة، إلا أنهم يتخذوا مراكز قصيرة جدا "ولربما لدقائق

وتكتفي بأرباح قليلة وهذه الفئة تغلق مراكزها يوميا" قبل انتهاء العمل اليومي، وهي

تشكل حجم عمل كبير نسبيا" وهي التي تُزَوِّد السوق بالسيولة والحركة.

ج- متحوّطون HEDGERS

تمثل هذه الفئة كبار المستثمرين الذين يلجأون إلى السوق لإجراء عمليات شراء أو بيع

تحوطاً" لمراكز مالية متخذة سابقاً".

ولكل سوق من أسواق العقود المستقبلية بيت لتسوية الصفقات، يقوم بأدوار منها:

أنه يقوم بمراجعة الصفقات التي تتم في السوق، فيضيف كل مركز قصير (بيع) إلى

مركز طويل (شراء) مماثل له في السعر، ثم بعد التأكد من وجود عقد جديد على الأصل

أو السلعة محل التعامل، يأخذ دور البائع بالنسبة للمشتري، ودور المشتري بالنسبة

للبيع، بحيث لا يعود هنالك علاقة تعاقدية بين البائع والمشتري، بل تصبح العلاقة بين

كل منهما وبيت التسوية نفسه، والغرض من هذا ضمان تنفيذ هذا العقد، ذلك أن

العقد لو كان بين البائع والمشتري مباشرة لكان عرضة لعدم التنفيذ بعجز أحدهما عن

الوفاء بالتزامه أو امتناعه عن ذلك، أما إذا كان العقد بين كل واحد من طرفي العقد وبيت التسوية فإن كلاً منهما سيكون على ثقة من تنفيذ العقد، ولهذا لا يحتاج أي منهما لمعرفة الطرف الآخر، فضلاً عن معرفة مركزه المالي وقدرته على تنفيذ العقد. كما أن هذا الأمر يسهل على كل من الطرفين تصفية مركزه في أي وقت يشاء على ما سيأتي توضيحه إن شاء الله في كيفية إجراء العقد المستقبلي¹.

3- الوطاء:

لا يستطيع من يريد الاستثمار في أسواق العقود المستقبلية من غير أعضائها أن يشتري أو يبيع فيها إلا عن طريق بيت للسمسة، والذي بدوره قد لا يكون عضواً في أحد هذه الأسواق، وإنما يتعامل مع أحد أعضائها مقابل عمولة.

وتقوم الوحدة المختصة بالعقود المستقبلية في بيت السمسة بفتح حساب للعميل يطلق عليه حساب السلعة أو حساب المتاجرة، حيث يفتح حساب مستقل لكل سلعة يتعامل فيها العميل، والغرض من هذا الحساب متابعة رصيد العميل يومياً بعد إضافة الهامش المبدئي وإجراء التسوية السعرية اليومية، وتوفية ما قد يكون على العميل من التزامات، وإضافة ما قد يحصل عليه من أرباح.

وفي كل عقد يبرمه العميل فإن عليه أن يسلم الوسيط الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية ضماناً لتنفيذ التزامه في العقد، وعادة ما يتراوح الضمان المقدم من 5% إلى

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 632-640، 647، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997م. المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق لمار شكري ومروان عوض، ص: 313-323، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط: 1، عمان، الأردن، 2004م. الأسواق العالمية المالية وأدواتها المشتقة: محمد محمود حبش، ص: 292.

15% من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد، ويسمى هذا المبلغ "الهامش"¹.

4- الأصل محل التعاقد:

وهو الأصل أو السلعة المباعة في العقد المستقبلي، وأهم الأصول والسلع المتداولة في أسواق العقود المستقبلية هي:

أولاً: السلع. وأهم هذه السلع هي:

أ- الحبوب والزيوت: كالقمح والذرة والفول وزيت الصويا والشعير والكتان.

ب- الماشية واللحوم.

ج- السلع الغذائية: مثل الكاكاو والقهوة وعصير البرتقال والسكر.

د- القطن.

هـ- المعادن: كالنحاس والذهب والبلاطين والفضة.

و- النفط الخام والبنزين والغاز الطبيعي والزيوت.

ز- الأخشاب.

ثانياً: العملات. كالين الياباني، والدولار الكندي، والجنيه الإسترليني، واليورو.

ثالثاً: الأوراق المالية. كأذونات الخزينة¹ وسندات الخزينة² ومؤشرات الأسهم، أما الأسهم

فلا تتداول في أسواق العقود المستقبلية، وإنما تتداول في الأسواق المالية بالعقود

1 - المالية الدولية لماهر كنج و مروان عوض، ص: 316. إدارة المحافظ الاستثمارية لعهد مطر و فايز تيم، ص: 270-271. إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 631، 640، 654.

الآجلة، وهي قريبة الشبه بالعقود المستقبلية إلا أن بينهما بعض الاختلافات كما سيأتي بيانه.

وتداول جميع هذه السلع والأصول على أنماط محددة من حيث مواصفاتها وكميتها وشروط تسليمها وغير ذلك، مما لا يتبقى معه للمتعاملين في هذه الأسواق إلا اختيار نمط السلعة الذي يريدون التعامل به وتحديد سعره وموعد استحقاقه.

ولهذا غالبا ما يقوم المتعاملون في هذه الأسواق بإبرام أكثر من عقد للوصول إلى الكمية التي يريدونها، وعلى سبيل المثال فإن القمح لو كان منمطاً من حيث الكمية ب (5000) بوشل في كل عقد، فإن من يرغب في شراء 10000 بوشل يبرم عقدين، ومن يرغب في شراء 15000 بوشل يبرم ثلاثة عقود، وهكذا، أما من يرغب في شراء 7000 بوشل فإن عليه اختيار ما يجده أكثر مناسبة له من شراء 5000 بوشل أو 10000 بوشل أو التعامل في غير هذه الأسواق.

ولا يتم تداول جميع أنواع السلع في أسواق العقود المستقبلية، بل ينحصر التداول في السلع التي تتوافر فيها الشروط التالية:

أ- القابلية للتنميط على النحو المتقدم.

1 -أذونات الخزينة: عبارة عن سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير، وهو في العادة ثلاثة أشهر، وتطرحها للاكتتاب، وتتمتع هذه الأذون بدرجة بالغة 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، ولهذا الاعتبار تقبل عليها البنوك التجارية برغم ضآلة ما تدره من دخل. انظر: " الموسوعة الاقتصادية": راشد البراوي، ص: 39، مكتبة دار النهضة المصرية، ط:2، القاهرة، 1987م.

2 -سندات الخزينة: هي سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير بين ثلاثة أشهر وعام، وعن طريق الاكتتاب العام، وذلك لسد حاجات ضرورية إبان الأزمات الاقتصادية، وهذه السندات لا تحسب عنها فائدة عادة، ولكنها تباع بخصم الفائدة من قيمتها الاسمية على أساس سعر الفائدة. ينظر: "معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال": نبيه غطاس، ص: 549، مكتبة لبنان، ط:2، بيروت، 1989م.

ب- أن يوجد طلب نشط على السلعة، مما يحقق السيولة لسوقها.

ج- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين، مما يمكن معه توفيرها في التاريخ

المحدد في العقد.

د- أن تكون السلعة ذات قيمة بالمقارنة بحجمها.

ولما تقدم من الشروط فإن كثيراً من السلع لا يتم تداولها في هذه الأسواق، كالسلع غير

القابلة للتنميط كالسيارات، والسلع غير القابلة للتخزين كالطماطم.

ويحسن الإشارة إلى أن الأعم الأغلب في العقود المستقبلية أن تنتهي بإبرام صفقات

عكسية يقفل بها كل من طرفي العقد مركزه، دون أن يتم تسليم الأصل محل التعاقد

للمشتري، بل إن التسليم قد لا يكون ممكناً في بعض العقود المستقبلية، وذلك إما

بسبب طبيعة الأصل محل التعاقد، كما في العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم، فإنه

ليس فيها تشكيلة حقيقية من الأسهم يمكن تسليمها، أو بسبب سياسة سوق العقود

المستقبلية كما في بورصة شيكاغو التجارية التي يقتصر التعامل فيها على العقود

المستقبلية التي لا تسليم فيها، خاصة بالنسبة للسلع الزراعية، وذلك نظراً لكلفة

التسليم العالية في مدينة شيكاغو¹.

5- سعر التنفيذ:

1 - إدارة المحافظ الاستثمارية لعهد مطر وفايز تيم، ص: 271-272. المالية الدولية لمارك شكري و مروان عوض، ص: 309-310. إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 634-644. مبادئ الاستثمار لزياد رمضان، ص: 98-99.

وهو ما يتفق طرفا العقد على تسليمه ثمنا للأصل محل التعاقد عند حلول موعد الاستحقاق.

وتفرض أسواق العقود المستقبلية حداً أدنى لما يمكن أن تصل إليه أسعار السلع والأصول محل التعامل في هذه الأسواق، ويختلف الحد الأدنى باختلاف الأصل أو السلعة محل التعاقد.

كما تفرض هذه الأسواق حداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد، فلو ارتفع سعر إحدى السلع أو انخفض بمقدار الحد الأقصى خلال اليوم فإن إدارة السوق قد تقرر وقف التعامل في هذه السلعة أو تقرر استمرار التعامل فيها بقية اليوم على ألا يتم تجاوز هذا الحد، وفي اليوم التالي يبدأ التعامل بالسعر الذي وصل إليه العقد في اليوم السابق، ويمكن أن يستمر السعر في الارتفاع أو الانخفاض بشرط ألا يتعدى ذلك الحد الأقصى أيضاً، وهكذا في بقية الأيام.

ولما تقدم فإن السلعة قد يتوقف التعامل فيها يوماً أو أكثر إذا استمر سعرها في التغير ارتفاعاً أو انخفاضاً بمعدل يومي يزيد على الحد الأقصى الذي يفرضه السوق، ويعود ذلك إلى أن سعر السلعة يصل في بداية كل يوم إلى الحد الأقصى ويقفل التعامل عند ذلك دون إبرام أي عقود انتظاراً لليوم الذي يليه، ويوضح ذلك المثال التالي:

إذا كان سعر القمح في بداية أحد الأيام 5 دولارات، وكان الحد الأقصى للتغير السعري في السوق للقمح هو 30 سنتاً، فإن التعامل بالقمح خلال اليوم سيكون ما بين 4,70 إلى 5,30 دولار. فلو ورد في منتصف اليوم معلومات تقتضي أن السعر المناسب للقمح هو

5,40 دولار، فإن التعامل في القمح سيقفل عند 5,30 دولار، ولن يبيع أحد بهذا السعر بقية اليوم انتظارا لليوم الذي يليه والذي يبدأ التعامل فيه بسعر 5,30 دولار ويمكن البيع فيه ما بين 5,00 إلى 5,60 دولار. لكن لو استمر القمح في الارتفاع فوصل قبل بداية اليوم التالي إلى 5,80 دولار، فإن التعامل في القمح سيقفل في بداية اليوم التالي عند 5,60، ولن يبيع أحد بهذا السعر طيلة ذلك اليوم أيضا انتظارا لليوم الذي يليه، والذي قد يقفل التعامل في بدايته عند 5,90 دولار دون إبرام أي عقود إذا استمر سعر القمح في الارتفاع.

ويحسن الإشارة أخيرا إلى أنه نظرا لانهاء أغلب العقود المستقبلية بإبرام صفقات عكسية يقفل بها كل من طرفي العقد مركزه، فإن الغالب ألا يتم تسليم السعر المحدد في العقد المستقبلي، وإنما يتم تسليم أو استلام فروق الأسعار¹.

6- تاريخ التسليم:

يخضع تاريخ تسليم الأصل محل التعاقد للتنميط من قبل سوق العقود المستقبلية، فتحدد هذه السوق الأشهر التي يتم فيها تسليم كل نوع من السلع أو الأصول المتداولة فيها، والمدة التي يجب التسليم خلالها من الشهر، ومن ثم فإنه لا يبقى للمتعاملين في السوق إلا اختيار أحد هذه الأشهر.

1- إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 664-665. إدارة الاستثمارات لعبد مطر، ص: 274-275. المشتقات المالية لطارق حماد، ص: 141.

وتختلف الأصول والسلع في الأشهر التي يتم التسليم فيها، فبعض الأصول والسلع يتم تسليمها في دورات شهرية، أي: أنه يمكن تحديد تاريخ تسليمها في أي شهر من السنة، وبعض الأصول يتم تسليمها في دورات ربع سنوية، مما يجعل تحديد تاريخ تسليمها منحصرًا في أربعة أشهر من السنة الميلادية، وبعض السلع-كالسلع الزراعية مثلًا- ينحصر تسليمها في خمسة أشهر متتالية من السنة محددة بالنظر إلى موسم الحصاد أو مواسم الإنتاج.

وكما تختلف الأصول والسلع في أشهر التسليم فإنها تختلف أيضًا في المدد المحددة للتسليم من الشهر، فمثلًا في عقود أذونات الخزنة يكون التسليم واجبًا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم، أما في عقود سندات الخزنة فيسمح فيها بالتسليم في أي يوم طوال الشهر المحدد للتسليم.

إضافة إلى ما تقدم فإن الأصول والسلع تختلف في طول المدة بين تاريخ التعاقد وتاريخ التسليم، ففي المحاصيل الزراعية الغالب ألا تزيد المدة عن ثلاثة أشهر، ولا يمكن أن تزيد على سنة، أما في سندات الخزنة فقد تمتد المدة إلى ثلاث سنوات¹.



المصـلب الرابع: كيفية إبرام العقود المستقبلية



1- إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 662-664.

يتم إبرام العقود -في أسواق العقود المستقبلية- عن طريق السماسرة؛ حيث لا يحصل التقاء مباشر بين البائعين والمشتريين.

ويتم البيع والشراء في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح¹، حيث يلتقي السماسرة الذي يتعاملون في عقود معينة، في غرفة التعامل المخصصة لتلك العقود²، وهناك يعلن كل سمسار بصوت مسموع، أو بإشارات متعارف عليها نوع الأمر الذي يحمله (أمر بيع-أو أمر شراء)، ويتم تبادل الرسائل الشفهية أو الرمزية بين الراغبين في البيع والراغبين في الشراء حتى يستقروا على سعر معين، وعند ذلك يتم إبرام العقد بينهما³.

ويتم عند إبرام العقد بيان الشيء المبيع بصفاته المميزة له، وكميته (قدره)، والتمن الذي يلزم دفعه أو تسوية العقد على أساسه، وتاريخ التسليم، ومكانه، والطريقة التي بها يتم التسليم⁴.

وعندما يتم إبرام العقد يتم تسجيل ذلك في نماذج خاصة، يبين فيها اسم البائع والمشتري، ووكليهما من السماسرة، وتزويد بيت التسوية بتلك النماذج⁵، حيث تحتل بيوت التسوية التابعة للبورصة مركزاً مهماً في تلك العقود؛ إذ تعد -من حيث الواقع-

1 -إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 273، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش، ص: 295.

2 -في كل بورصة عقود يوجد عدد من غرف أو مراكز التعامل، يخصص كل منها للتعامل في العقود على سلع معينة، وفي وسط الغرفة يوجد ملتقى للمتعاملين من أعضاء السوق، يطلق عليه الحلبة، وهي مساحة على شكل دائرة تحاط بسلم متصل بوسطها، بحث يكون المتعاملون الذي يقفون على سلم ما في مواجهة المتعاملين الذين يقفون على سلم آخر أو في وسط الحلبة، وعادة ما يتجمع المتعاملون على العقود التي تنفذ في شهر معين، في مكان واحد في الحلبة، وعلى حائط غرفة التعامل توجد لوحة للإعلان عن الصفقات، تتضمن بيانات عن آخر صفقة أبرمت، كما توجد لوحة للسلعة، تتضمن بيانات ملخصة عن العقود التي أبرمت خلال اليوم، مصنفة حسب التاريخ المحدد للتسليم، كما توجد وسائل للاتصال كالتلغراف، ومكان لأولئك الذين تقع على مسؤوليتهم إبلاغ بيت التسوية عن الصفقات التي أبرمت. ينظر: إدارة الأسواق والمنشآت المالية، د. منير إبراهيم هندي، ص: 636-638.

3 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 640-641.

4 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 272. إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 661.

5 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش، ص: 295. إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 641.

طرفاً أساسياً في العقود المبرمة، يضمن وفاء كل من طرفي العقد (البائع والمشتري) بالتزاماتهما تجاه الطرف الآخر، ولذا فإنه بمجرد إبرام العقد، تنقطع علاقة المتعاقدين ببعضهما، ويدخل بيت التسوية بينهما كما لو كان الطرف الآخر في العقد؛ حيث يكون بمثابة البائع بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للبائع، ويكون هو الملتزم بتنفيذ العقد، وذلك بتسليم المبيع للمشتري، ودفع الثمن للبائع.¹

وبعد الاتفاق مع بيت السمسرة على العمولة ومقدار الهامش المبدئي وهامش الوقاية أو الصيانة يصدر العميل لبيت السمسرة أمراً بشراء أصل أو سلعة مما يتداول في أسواق العقود المستقبلية، أو بيعه، مع تحديد شهر التنفيذ، وقد يتم تحديد سعر التنفيذ أو يترك تحديده لبيت السمسرة بناء على أفضل سعر يمكن الحصول عليه.²

بعد ذلك تقوم الوحدة المختصة بالعقود المستقبلية في بيت السمسرة بفتح حساب خاص لكل سلعة يتعامل فيها العميل يطلق عليه حساب السلعة أو حساب المتاجرة ويودع العميل في هذا الحساب الهامش المبدئي.³

ويقوم بيت السمسرة بالاتصال بممثله في سوق العقود المستقبلية (والذي يكون أحد أعضاء هذا السوق) ويبلغه بأمر العميل، ومن ثم يتوجه ممثل بيت السمسرة إلى غرفة التعامل المخصصة للتعامل بالسلعة أو الأصل المطلوب شراؤه أو بيعه، وفي الحلية ينضم إلى المجموعة التي تتعامل بعقود مماثلة من حيث نمط السلعة وشهر التنفيذ،

1 - الاستثمار في الأوراق المالية، د. سعيد توفيق عبيد، ص: 478. الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش، ص: 296.

2 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 640.

3 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 640.

ويعلن بصوت مسموع أو بإشارات متعارف عليها لبقية المتعاملين نوع العقد الذي يريد إبرامه. وفي الحلبة يتم التفاوض حول سعر التنفيذ بين الراغبين في البيع والراغبين في الشراء إلى أن يستقروا على سعر لذلك، ومن ثم يتم تسجيل العقد في نموذج خاص يسجل فيه بيانات العقد كإسم كل من البائع والمشتري ووسيط كل

منهما، وذلك لتزويد بيت التسوية به.¹

ويقوم بعض الكتّبة في كل غرفة من غرف التعامل في سوق العقود المستقبلية بتجميع أوراق الصفقات التي أبرمت لتسليمها إلى مندوب بيت التسوية في الغرفة.²

وفي نهاية اليوم يقوم بيت التسوية بإضافة كل مركز قصير (بيع) إلى مركز طويل (شراء) مماثل له في السعر، ليتكون من ذلك عقد جديد على الأصل أو السلعة محل التعامل.³

وينبغي التنبيه هنا إلى أن بيت التسوية عند تأكده من وجود أمري بيع وشراء متطابقين، فإنه يصير هو الطرف الآخر في كل من الأمرين، فهو المشتري بالنسبة للبائع، وهو البائع بالنسبة للمشتري⁴، والغرض من ذلك ضمان تنفيذ العقد، كما أن هذا يسهل على كل

من الطرفين تصفية مركزه في أي وقت يشاء.⁵

-
- 1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 640-641؛ وينظر المشتقات المالية لطارق حماد، ص: 143-145.
 - 2 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 641.
 - 3 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 641.
 - 4 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 646-647؛ الأسواق المالية لمحمود الداغر، ص: 136؛ العملات الأجنبية لمروان عوض، ص: 321؛ المشتقات المالية لطارق حماد، ص: 120-121، 133.
 - 5 - المشتقات المالية لطارق حماد، ص: 120-121.

وبعد ذلك يعلن بيت التسوية أهم التفاصيل للصفقات التي تمت خلال اليوم على لوحة خاصة بذلك في غرفة التعامل، كما يرسل برقية بذلك لمكتب الخدمة الإعلامية في السوق، الذي يتولى إعلان هذه التفاصيل في وسائل الإعلام، وإبلاغ بيوت السمسرة المحلية والعالمية بها.¹

ويقوم بيت التسوية يومياً باستبدال العقود القديمة بعقود جديدة بالأسعار الجديدة، أي: أنه يفترض كل يوم انتهاء عقد العميل لليوم السابق، وأن العميل أبرم عقداً جديداً بالأسعار الجديدة بعد أن قبض ما له من الأرباح، أو استوفى منه ما لحقه من خسارة في عقد اليوم السابق.

وبناء على ذلك يتم حساب أرباح العميل وخسائره يومياً بالنظر إلى تغير السعر السوقي للأصل محل التعامل، فيضاف الربح إلى رصيد حسابه، وتحسم الخسارة منه، وتسمى هذه العملية "التسوية السعرية اليومية"، فإن استمرت خسارة العميل أياماً متتالية حتى نقص رصيده عن هامش الوقاية وجب عليه أن يودع مبلغاً من المال يكفي لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي المتفق عليه، أما إذا ربح العميل فزاد رصيد حسابه عن الهامش المبدئي فإن له أن يسحب الزيادة.²

وإذا نقص رصيد العميل عن هامش الوقاية ولم يتمكن من رفعه إلى الهامش المبدئي أو لم يرغب في ذلك، أو رغب العميل في إنهاء العقد قبل حلول موعد التنفيذ مكتفياً بما حصل له من الربح أو لحقه من الخسارة، أو حل أجل التسليم، فإن بيت السمسرة

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 632-637-641-656.
2 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 651-653؛ إدارة المحافظ الاستثمارية لعهد مطر وفايز تيم، ص: 273؛ المشتقات المالية لطارق حماد، ص: 118-123.

يقوم في هذه الحالات الثلاث نيابة عن العميل بإبرام صفقة عكسية، فإن كان العقد الذي أبرمه العميل عقد شراء فإن بيت السمسرة يبرم نيابة عنه عقد بيع، وإن كان العقد عقد بيع أبرم نيابة عنه عقد شراء، ولا تختلف طريقة إبرام هذا العقد عن طريقة إبرام العقد الأول، إلا أنه نظراً لأن الطرف الآخر في كل من العقدين الأول والثاني هو بيت التسوية، وأن التزام العميل بالتسليم صار مقابلاً بالتزام مماثل بالاستلام، فإن بيت التسوية يقوم بشطب العقدین، ويقفل العميل بذلك مركزه، وتسمى هذه العملية "تصفية العقد المستقبلي" أو "تصفية المركز" أو "إنهاء المركز"، وبها يحق للعميل سحب رصيده المتوافر في حسابه الخاص بالأصل محل التعامل لدى بيت السمسرة.¹ ولتوضيح ما سبق، أورد المثال التالي:

نفترض أن أحمدًا قام بإبرام عقد مستقبلي لشراء 100 سهم من أسهم شركة معينة من عند مصطفى، في تاريخ فاتح غشت، واتفقا ليكون التسليم في فاتح شتنبر من السنة نفسها، على أساس سعر 20 دولار للسهم؛ ثم قاما بدفع هامش مبدئي مقدّر بـ 10% من الأصل إلى شركة الوساطة.

حيث دفع كل من أحمد ومصطفى ما قيمته 200 دولار في الهامش المبدئي:

$$(100 \text{ سهم} \times 20 \text{ دولار}) = 2000 \text{ دولار}$$

$$(2000 \text{ دولار} \times 10\%) = 200 \text{ دولار}$$

وكما هو معلوم ومقرر، فإن العقود المستقبلية تقوم على التسوية اليومية للعقد، حيث إن رصيد حساب أحد الطرفين يجب أن لا ينخفض عن حد معين هو هامش الوقاية أو

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية لمنير هندي، ص: 653-654؛ إدارة المحافظ الاستثمارية لمحمد مطر وفايز تيم، ص: 274؛ المشتقات المالية لطارق حماد، ص: 134، 140، 141.

الصيانة الذي يمثل نسبة معينة من الهامش المبدئي تتراوح ما بين 65% إلى 80% من قيمته، فإذا انخفض الهامش المبدئي عن أكثر من هذا الحد فإن صاحبه مطالب بزيادة الهامش، فإذا لم يستطع فإن العقد يُعلّق.

وليكن لدينا في مثالنا هذا هو 75%، والذي يقدر ب 150 دولار.

$$(200 \text{ دولار} \times 75\%) = 150 \text{ دولار}$$

وبما أن هذه العقود تتم تسويتها يوميا؛ فإنه يلزم تتبع أسعارها اليومية حتى يوم التصفية، ويتحدد ربح كل من المشتري والبائع على النحو التالي:

ربح المشتري = سعر التنفيذ - السعر المتفق عليه

ربح البائع = السعر المتفق عليه - سعر التنفيذ.¹

ففي فاتح غشت، كان سعر السهم الواحد في الاتفاق هو 20 دولار، ونفترض أنه في اليوم الموالي ارتفع سعر السهم الواحد إلى 21 دولار، الأمر الذي يؤدي إلى ربح السيد أحمد (المشتري) الفرق بين السعر الجديد وسعر الاتفاق، وهذا الربح هو:

$$100 = [(100 \times 20) - (100 \times 21)] \text{ دولار، فيصبح رصيده } 100 \text{ دولار، ويبقى هامشه } 200$$

دولار، ويكون الحال على عكسه بالنسبة للسيد مصطفى (البائع)، حيث يخسر الفرق بين سعر الاتفاق والسعر الجديد وهو :

$$100 = [(100 \times 21) - (100 \times 20)] \text{ دولار، وهي خسارة تنقص من قيمة هامشه المبدئي}$$

حيث يصبح $100 = (100 - 200)$ دولار، فيكون مطالبا برفع هامشه المبدئي إلى 150 دولار،

1 - الاستثمار في الأوراق المالية، سعيد عبيد توفيق، ص: 481، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999م.

وهو قيمة هامش الصيانة، فيضيف بذلك مبلغ 50 دولار من أجل ذلك، فيصبح رصيده
(100-50)=(150-) دولار

ونفترض أنه في تاريخ 12 غشت ارتفع سعر السهم إلى 22 دولار؛ فيربح أحمد 100 دولار
أخرى، ويصبح رصيده 200 دولار، ويبقى هامشه على حاله، وفي المقابل ينخفض رصيد
مصطفى ب 100 دولار، والتي تؤخذ من الهامش الذي يصبح يساوي 50 دولار، وهو
مطالب برفعه إلى 150 دولار، الأمر الذي يؤدي به إلى دفع مبلغ 100 دولار مجدداً،
فيصبح رصيده:

-150-100-100=350 دولار، بحيث:

(150-): تمثل الرصيد السابق

(100-): تمثل قيمة انخفاض الرصيد الناتج عن ارتفاع قيمة السهم.

(100-): تمثل الإضافة إلى الهامش.

وفي يوم التصفية النهائي الذي يصادف 31 غشت، نفترض أن سعر السهم الواحد
تراجع إلى 21 دولار، فأدى ذلك إلى انخفاض رصيد السيد أحمد ب 100 دولار، فيصبح
رصيده بذلك (100-200)=100 دولار، أما رصيد السيد مصطفى فيرتفع بالقيمة ذاتها،
فيصبح بذلك (-100+350)=(250-) دولار، وتنتهي بذلك الصفقة على ربح السيد أحمد.

المبحث الثاني: أنواع العقود المستقبلية وأغراض المتعاملين بها



المصطلح الأول: أنواع العقود المستقبلية



تنقسم العقود المستقبلية إلى عدة أنواع من العقود، وفقا لنوع الأصل أو السلعة محل التعاقد، فهناك العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية على أساس الصرف الأجنبي، والعقود المستقبلية على سعر الفائدة، والعقود المستقبلية على السلع، وفيما يلي عرض لكل هذه الأنواع:

الفرع الأول: العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

من أبرز السمات المميزة للعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، أن التسوية بالضرورة نقدية Cash Settlement من خلال بيت التسوية Clearing House. بمعنى أنه لا محل إطلاقا للتسليم والتسلم في تلك العقود.

هذا وتقتضي التسوية النقدية، ضرورة معرفة الكيفية التي يتحدد بها حجم العقد Contract Size، وهي سمة أخرى تنفرد بها العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، ويتحدد حجم العقد على مؤشر ما، يضرب قيمة المؤشر ذاته في رقم معين من الدولارات. فمثلا تتحدد قيمة مؤشر ستاندر آند بور 500، بضرب قيمة المؤشر ذاته (سعر المؤشر) في 250 دولار. ويوضح الجدول أسفله قيمة المضروب Multiplier لعقود على مؤشرات معينة، مع توصيف مختصر لكل منها. هذا، ونظرا لأن المضروب يتفاوت من عقد لآخر، كما تتفاوت قيمة المؤشر ذاته، فإن قيمة العقد لا بد أن تختلف باختلاف المؤشر.

والآن لو أن سعر مؤشر ستاندر آند بور هو 900، حينئذ يباع العقد في السوق بقيمة قدرها 225 ألف دولار. ولو أن قيمة المؤشر في تاريخ التسليم ارتفعت لتصبح 905 نقطة، حينئذ تصبح قيمة العقد 226,25 ألف دولار، ويصبح لزاما على البائع أن يدفع للمشتري قيمة الفرق وقدره 1250 دولار.

ويحدث العكس لو أن قيمة المؤشر كانت قد انخفضت.¹

1 -الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات: الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 508-509؛ الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. محمد الحناوي وآخرون، ص: 281.

حجم العقد على مؤشرات أسهم مختارة¹

العقد على مؤشر	توصيف المؤشر	حجم العقد
ستاندر آند بور 500	مؤشر قيمة يتضمن 500 سهم	250 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
ستاندر آند بور 400	مؤشر قيمة يتضمن 400 سهم لشركات متوسطة الحجم، يتضمنها أيضا مؤشر ستاندر آند بور 500	250 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
ستاندر آند بور 100	يتضمن 100 سهم لشركات أكبر حجما.	100 دولار مضروبة في قيمة المؤشر.
مؤشر توليفة أسهم بورصة نيويورك	مؤشر قيمة يتكون من كافة الأسهم المقيدة في بورصة نيويورك	500 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
المؤشر الرئيسي	مؤشر سعر يتضمن 20 سهم، وهو صورة مصغرة من مؤشر داو جونز	250 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
مؤشر نازداك	مؤشر قيمة يتضمن 100 سهم، تمثل أسهم أكبر منشآت غير مالية مقيدة في بورصة نازداك.	250 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
مؤشر خط القيمة	مؤشر قيمة يتضمن ما يقرب من 1700 سهم	500 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
روسل 2000	مؤشر قيمة يتضمن 2000 سهم هي أسهم أصغر الشركات حجما في مؤشر روسل 3000	500 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.
نيكي 225	مؤشر سعر يتضمن 225 سهم لشركات مقيدة في السوق الياباني	5 دولار مضروبة في قيمة المؤشر ذاته.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية على أسعار الصرف

1 - الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات: الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 510.

وتسمى أيضا مستقبليات العملات، ويُعتبر سعر الصرف متغيراً هاماً في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل من المُصدِّر والمستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف، ولهذا كان الهدف الأساسي من التعامل في عقود آجلة للعملات هو الحماية من خطر تقلب أسعار صرف العملة.

وكغيرها من أنواع العقود المستقبلية، فإنه يندر أن تسفر تلك العقود عن تسليم وتسلم للعملات المتعاقد عليها، وإنما يقوم المتعاقدون بالخروج من السوق عن طريق إبرام صفقات عكسية، يبيعون فيها ما سبق أن اشتروه، أو يشترون ما سبق أن باعوه، ويتولى بيت التسوية تلك العقود نيابة عنهم¹.

ولتوضيح فكرة العقود المستقبلية على العملات أورد المثال التالي:

اشترى أحد المستوردين الأمريكيين في شهر يناير بضاعة من شركة بريطانية، على أن يدفع ثمن البضاعة في شهر أبريل بالجنيه الإسترليني، وقدره مثلاً 1,5 مليون جنيه إسترليني.

فلو افترضنا أن سعر التبادل النقدي (الحال) هو 1,4 دولار لكل جنيه إسترليني، وقرر هذا المستورد شراء الجنيهات الإسترلينية في الوقت الحالي، فسوف يكلفه ذلك 2.100.000 دولار (1,5 مليون جنيه $\times$ 1,4)، ولو قرر الانتظار حتى شهر أبريل فقد يرتفع

1 - الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. محمد الحناوي وآخرون، ص: 283؛ الخيارات، المستقبليات والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، ص: 289.

سعر التبادل إلى 1,48 دولار مثلاً، مما يعني ارتفاع تكلفة الجنيهات الإسترلينية إلى 2.220.000 دولار (1,5 مليون جنيهه x 1,48).

وقد رأى هذا المستورد أن يبحث عن خيار ثالث غير هذين الخيارين؛ لما يؤدي إليه الخيار الأول من تجميد أمواله بشراء الجنيهات والاحتفاظ به، مع عدم حاجته إليها في الوقت الحاضر، ولأن الخيار الثاني يعرضه لخطر ارتفاع سعر الجنيهات عند حاجته إليها، ولذا فقد قرر دخول سوق العقود المستقبلية؛ لشراء ما يحتاجه من الجنيهات، ولو بسعر أعلى من السعر الحال؛ لما تنطوي عليه تلك العقود من تأجيل تسليم الثمن (الدولارات)، والمثمن (الجنيهات) إلى التاريخ الذي يحتاج فيه إلى الجنيهات، وهو شهر أبريل، مع تحديد سعر الشراء من الآن.

ولذلك فقد أبرم عقداً مستقبلياً لشراء الجنيهات، تسليم أبريل بسعر تسوية قدره 1,4020 دولار لكل جنيهه إسترليني، أي بمبلغ قدره 2.103.000 دولار (1,5 مليون جنيهه x 1,4020 دولار).¹

وبذلك يكون هذا المستورد قد أمّن نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الجنيهات في المستقبل، إلا أنه لو انخفض سعر الجنيهة إلى 1,3899 دولار لكل جنيهه بدلاً من ارتفاعه فإنه يكون قد فوت على نفسه فرصة شرائه بالسعر المنخفض، حيث كان سيملكه شراء ما يحتاجه من الجنيهات بـ 2.084.850 دولاراً (1,5 مليون جنيهه x 1,3899)، بدلاً من 2.103.000 دولار.

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منير إبراهيم هندي، ص: 734.

الفرع الثالث: العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

وتعرف أيضا بالعقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، ويمكن التمييز بين نوعين من هذه العقود:

النوع الأول: عقود مستقبلية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل: ومن أمثلتها العقود

على أذونات الخزينة، والعقود على شهادات الاستثمار.¹

النوع الثاني: عقود مستقبلية على أسعار الفائدة طويلة الأجل: وتتمثل في الأوراق

المالية التي تصدرها الحكومة أو تكون مضمونة منها، كالعقود على سندات الخزينة.²

ومن باب البيان أورد المثال التوضيحي الآتي:

توقع شخص ما انخفاض أسعار الفائدة في الأشهر القادمة، وارتفاع أسعار أذونات الخزينة في المستقبل تبعاً لذلك، حيث إن أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تتأثر بأسعار الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت أسعار تلك الأوراق، والعكس بالعكس، ولذا فقد أبرم هذا الشخص في شهر يناير عقد شراء مستقبل لما قيمته مليون

1 - شهادات الاستثمار: وهي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة، وهي على ثلاثة أنواع: أ- شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة: وهي الشهادة التي يبقى المال لدى البنك لفترة طويلة قد تمتد إلى عشر سنوات، وتكون له زيادة تصاعدية على المال والفائدة، وفي نهاية المدة يأخذ صاحب الشهادة ما دفعه والزيادة (الفائدة).

ب- شهادات استثمار ذات عائد جار: وهي سند دين يعطي صاحبه الفوائد المتحققة للشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

ج- شهادات استثمار ذات قيمة متزايدة، ويجرى عليها السحب: وهي شهادات ذات جوائز تجري عليها عملية السحب الدورية بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة، ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها. ينظر: "الأعمال المصرفية والإسلام": مصطفى الهمشري، ص: 152. الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، القاهرة، 1405هـ/1985م. و"حكم الإسلام في شهادات الاستثمار": عبد الرحمن زعيتر، ص: 92، دار الحسن للنشر والتوزيع، ط: 1، عمان، 1992م.

2 - إدارة المؤسسات والأسواق المالية: فواز حموي ومحمد رمضان إسماعيل، ص: 200، دار علاء الدين، ط: 1، دمشق، 2011.

دولار من أذونات الخزنة، بمبلغ قدره 900.000 دولار، تسليم شهر يونيو، فإذا حل هذا الموعد، وتحقق ما توقعه من ارتفاع أسعار تلك الأذون، حيث أصبح سعرها مثلاً 950.000 دولار، فإنه إما أن يتسلمها من البائع ويسلمه ثمنها، وإما أن يعود فيبيعها بالأسعار الحالية المرتفعة، وإما أن يتحاسب مع البائع على الفرق بين السعيرين، محققاً في الحالتين الأخيرتين ربحاً يتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وقدره 50.000 دولار.

وتستعمل العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت بهدف المضاربة، ويهدف الاحتياط أو التغطية، شأنها في ذلك شأن أنواع العقود المستقبلية الأخرى.¹

الفرع الرابع: العقود المستقبلية على السلع:

ويمثل هذا النوع عقداً بين طرفين (البائع والمشتري)، يلتزم بمقتضاه البائع بتسليم المشتري مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ متفق عليه. وليس كل السلع تصلح لإبرام عقد مستقبلي عليها؛ إذ لا بد من توفر شروط محددة، حتى تكون السلعة قابلة لذلك، ومن هذه الشروط:

أ- أن تكون قابلة للتنميط (أي: يمكن ضبطها) من حيث الكمية والجودة.

ب- أن يوجد طلب نشيط على السلعة.

ج- أن تكون السلعة قابلة للتخزين؛ حتى يتمكن توفيرها في التاريخ المحدد.

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك بن سليمان، ج: 2/ص: 953.

د- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.

ولذلك لا ترد العقود المستقبلية على السلع غير القابلة للتخزين، كالطماطم، وإنما ترد على السلع التي تتوفر فيها الشروط السابقة، مثل المحاصيل الزراعية، كالقمح، والذرة، والشعير، والأرز، ومثل المعادن، كالذهب، والفضة.¹

و من المناسب أن نشرح هذه العملية بمثال: نفترض أن زيداً اشترى من السوق الحالية عشرة آلاف كيس من القمح بسعر خمسة دولارات لكل كيس مثلاً، وإن هذا البيع حقيقي يقع فيه التسليم، ولكن نظراً إلى ظروف السوق يريد زيد أن يبيع هذه الكمية بعد ثلاثة أشهر مثلاً؛ ولكنه يخاف أنه إن انخفض سعر القمح بعد ثلاثة أشهر فإنه سوف يخسر خسارة كبيرة، هَبْ أن السعر انخفض بعد ثلاثة أشهر بمقدار نصف دولار لكل كيس، فإنه يخسر خمسة آلاف دولار في هذه العملية الواحدة.

وللتجنب عن هذه الخسارة يدخل زيد في سوق المستقبلات ويبيع مثل هذه الكمية لتسليم بثلاثة أشهر بالسعر الموجود في السوق الحالية يوم العقد، فتكون له عملية شراء في السوق الحالية، وعملية بيع في سوق المستقبلات بكميتين متوازيتين من القمح، وإن الربح في إحدهما يجبر الخسران في الأخرى؛ فلو انخفض سعر القمح بعد ثلاثة أشهر بمقدار نصف دولار للكيس الواحد مثلاً، فإنه سوف يخسر في صفقة الحال بمقدار خمسة آلاف دولار، ولكنه في الوقت نفسه يربح في سوق المستقبلات بما يقارب

1 - مشاكل المراجعة في أسواق المال: د. أحمد صلاح عطية. ص: 235، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، ط: 1، الإسكندرية، 2003؛ إدارة الأسواق والمنشآت المالية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 634.

هذا المقدار؛ لأن سعر المستقبلات سوف ينخفض أيضاً بما يقارب نصف دولار لكيس واحد، فما باعه بسعر أعلى قبل ثلاثة أشهر في سوق المستقبلات يشتريه الآن بسعر أدنى، ويستحق الفرق بين السعيرين، وهو خمسة آلاف دولار، وإن هذا الربح الذي حصل له في المستقبلات يجبر ما أصابه من الخسران في الصفقة الحالية. وإن النتيجة الصّافية تظهر من الجدول الآتي:

سوق المستقبلات	السوق الحالية	
يبيع 10000 كيس من القمح بسعر 5 دولارات	يشترى 10000 كيس من القمح بسعر 5 دولارات	شتبر
يشترى 10000 كيس من القمح بسعر 4,5 دولارات	يبيع 10000 كيس من القمح بسعر 4,5 دولارات	دجنبر
ربح +0,5 دولار	خسارة -0,5 دولار	النتيجة

وبالعكس من ذلك، لو ارتفع سعر القمح في شهر دجنبر بمقدار نصف دولار لكل كيس، يقع العكس، يعني أنه يخسر في سوق المستقبلات، ويربح في السوق الحالية، وفي كل الحالتين تنجر خسارته في إحدى العمليتين بالربح في العملية الأخرى، وهذا هو المراد من عقود التحوط.¹

1 - عقود المستقبلات على السلع: محمد تقي العثماني، ج:1/ص: 129-130، وهو بحث ضمن كتابه: "بحوث في قضايا فقهية معاصرة"، دار القلم، دمشق، 1434هـ/2013م.



المصـلب الثاني: أغراض المتعاملين بالعقود المستقبلية



يلجأ المتعاملون إلى العقود المستقبلية لغرضين أساسيين:

الفرع الأول: التحوط:

ويعتبر الغرض الأصلي للعقود المستقبلية، ذلك أن أسواق العقود المستقبلية إنما ظهرت لتلبية احتياجات الراغبين في تجنب أو تخفيض مخاطر تغير الأسعار في المستقبل، ويقوم بإبرام العقود المستقبلية لهذا الغرض من يتوقع امتلاك سلعة في المستقبل، ويخشى أن ينخفض سعرها وقت تملكه لها، وكذلك من يتوقع احتياجه إلى سلعة في المستقبل، ويخشى أن يرتفع سعرها عند حاجته إليها.¹

ويوجد نوعان رئيسيان من أنواع التحوط أو التغطية في العقود المستقبلية، هما:

1- التغطية بالشراء:

ويُقصد بها شراء عقد على سلعة في السوق المستقبلية، يهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار.²

1 -المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية، ماهر شكري مروان عوض، ص: 309-313؛ إدارة الأسواق والمنشآت المالية: منير إبراهيم هندي، ص: 632، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي: د. مدحت صادق، ص: 177-178، دار غريب، ط:1، القاهرة، 1997م.

2 -إدارة المؤسسات والأسواق المالية: فواز حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، ص: 192.

مثال:

نفترض أن شركة مغربية متخصصة في بيع السيارات دخلت في صفقة مع شركة ألمانية لاستيراد مجموعة من السيارات قيمتها 50 مليون يورو في فاتح شهر فبراير 2015 على أن يتم سداد قيمة الصفقة في فاتح غشت 2015، وكان سعر اليورو وقت العقد هو 10,20 درهم مغربي.

وخوفا من مخاطر ارتفاع سعر اليورو مقابل الدرهم، قامت الشركة المغربية المستوردة بإبرام عقد مستقبلي على العملات يقضي بشراء 50 مليون يورو بسعر صرف محدد متفق عليه، ولنفترض أنه 10,25 درهم مغربي مقابل اليورو الواحد، بمعنى آخر أن الشركة المغربية ستدفع ما قيمته 512.000.000 درهم مغربي للحصول على 50 مليون يورو (50 مليون x 10,25).

ففي حالة ارتفاع سعر اليورو في تاريخ سداد القيمة إلى 10,40 درهم مغربي، فإن الشركة المغربية تكون قد حققت وفراً قيمته 8 مليون درهم مغربي "دفعت 512 مليون درهم مغربي في السوق المستقبلية مقابل 520 مليون درهم (50 x 10,40) مليون) لو لجأت إلى السوق الحاضر".

وفي الحالة المعاكسة، لو انخفض سعر اليورو إلى 10,15 مقابل الدرهم المغربي، في هذه الحالة يصبح الشراء من السوق الحاضر أفضل من السوق المستقبلي (تدفع الشركة المغربية 507.750.000 بينما عليها دفع 512 مليون درهم مغربي في السوق المستقبلية)، لكن عقود المستقبلات عقود ملزمة، أي أنه ليس أمام الشركة المغربية الاختيار بين

السوقين، بل ستكون ملزمة بشراء اليورو بسعر الصرف المحدد في العقد، وهو 10,25 درهم لكل يورو، وفي هذه الحالة تكون الشركة المغربية قد فوتت على نفسها فرصة شراء اليورو بسعر منخفض، لكن على الرغم من وجود احتمالية الخسارة هذه إلا أن الشركة المغربية تكون قد استطاعت أن تخطط لتدفقاتها النقدية بطريقة أكثر تأكيداً، وتجنب حالة اللأيقين (الخطر) التي يمكن أن تطيح بكل أرباحها المتوقعة من الصفقة.¹

2- التغطية بالبيع؛

ويُقصد بها بيع عقود مستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار المخزون من سلعة معينة، وعادة ما يتبع هذا النوع من التغطية أولئك الذين تجبرهم الظروف على شراء سلعة من السوق الحاضر وتخزينها، في الوقت الذي يخشون فيه هبوط سعر تلك السلعة.

ويساعد هذا النوع من التغطية في الحد من مخاطر انخفاض الأسعار، كما تحدّ أيضاً من الأرباح التي كان من الممكن تحقيقها إذا لم تنخفض الأسعار.²

مثال ذلك:

لو أن أحد المزارعين يتوقع حصاد ما يعادل 5000 بوشل من القمح في شهر يونيو القادم، ويريد بيعه عند ذلك، ولكنه يخشى انخفاض السعر في ذلك التاريخ، فإنه يستطيع أن يبرم عقداً مستقبلياً لبيع القمح، تسليم شهر يونيو بسعر 5,50 دولاراً

1 - الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، ص: 305-306، بتصرف يسير.

2 - إدارة المؤسسات والأسواق المالية، فواز حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، ص: 193.

للبوشل.

فلو انخفض سعر البوشل في شهر يونيو في السوق الفوري إلى 5,25 دولاراً، وحيث أنَّ سعر العقود المستقبلية وسعر السوق الحاضر عادة ما يتقاربان كلما اقترب تاريخ التنفيذ، فإنه يتوقع أن يكون السعر في السوق المستقبلية مساوياً للسعر في السوق الفوري، أي 5,25 دولاراً.

وفي هذه الحالة فإن هذا المزارع سيقوم بإقفال مركزه في سوق العقود المستقبلية، وذلك بإبرام عقد شراء مستقبلي على القمح بسعر 5,25 دولاراً للبوشل، محققاً ربحاً قدره 0,25 دولار في البوشل، ثم يقوم ببيع محصوله في السوق الفورية بسعر 5,25 دولاراً للبوشل أيضاً.

ولأنه قد ربح في العقد المستقبلي، 0,25 دولاراً في البوشل، فكأنه باعه بـ 5,50 دولاراً، وهو السعر المنصوص عليه في المستقبل.

أما لو ارتفع سعر البوشل في شهر يونيو في السوق الفوري إلى 5,7 دولارٍ مثلاً، فإنه يتوقع أن يكون السعر في السوق المستقبلية مساوياً للسعر في السوق الفوري، أي 5,7 دولاراً. وفي هذه الحال فإن هذا المزارع سيقوم بإقفال مركزه في سوق العقود المستقبلية، وذلك بشراء القمح بسعر 5,7 دولارٍ للبوشل، متحماً خسارة قدرها 0,2 دولاراً في البوشل، ثم يقوم ببيع محصوله في السوق الفوري بسعر 5,7 دولاراً للبوشل أيضاً.

ولأنه قد خسر في العقد المستقبلي، 0,2 دولاراً في البوشل، فكأنه باعه بـ 5,50 دولارٍ

وهو السعر المنصوص عليه في العقد المستقبلي.¹

الفرع الثاني: المضاربة:

ويقصد بالمضاربة هنا التعامل بالعقود المستقبلية بقصد الاستفادة مما يتوقع من تغير أسعار في المستقبل، دون أن تكون السلعة مقصودة للمضارب، ولا محلاً لتعاملاته، فهو لا يمتلك السلعة حالا، ولا يتوقع امتلاكها مستقبلاً، ولا يرغب في ذلك.² ويوجد نوعان رئيسان من المضاربة، هما المضاربة بالشراء، أو ما يعرف بإستراتيجية المركز الطويل، والمضاربة بالبيع، أو ما يعرف بإستراتيجية المركز القصير.

1- المضاربة بالشراء:

يدخل المضاربون إلى سوق العقود المستقبلية مشتريين، عندما يتوقعون ارتفاع الأسعار في المستقبل.

مثال ذلك:

توقع مضارب ارتفاع سعر فول الصويا خلال الفترة من شهر يناير حتى شهر ماي، ومن ثم فقد أبرم عقداً لشراء 5000 بوشل من فول الصويا، تسليم ماي بمبلغ إجمالي قدره 32500 دولاراً، أي بسعر 6,5 دولارات للبوشل الواحد.

فلو تحققت توقعات المضارب، وارتفع سعر البوشل في شهر مارس، أي قبل تاريخ التسليم إلى 6,75 دولارات، فإن المضارب سيقفل مركزه، وذلك بإبرام عقد مستقبلي لبيع

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 693-694.
2 - المشتقات المالية: طارق عبد العال حماد، ص: 159؛ إدارة الأسواق والمنشآت المالية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 645؛ الأسواق المالية: محمود الداغر، ص: 125.

فول الصويا بنفس الكمية، وتاريخ التسليم بسعر 6,75 دولارات، وبذلك يحقق ربحاً قدره 1250 دولاراً $[(6,5-6,75) \times 5000]$.

أما إذا لم تتحقق توقعات المضارب وانخفض السعر إلى 6,30 دولارات حينئذ، فإن المضارب سيقفل مركزه أيضاً، ولكن بخسارة قدرها 1000 دولار $[(6,3-6,5) \times 5000]$ ¹.

2- المضاربة بالبيع:

المضارب الذي يتوقع اتجاه الأسعار إلى الهبوط يمكنه أن يبرم عقد بيع مستقبلي على سلعة مثلاً، حتى إذا تحققت توقعاته بانخفاض الأسعار، قام بإقفال مركزه بإبرام عقد شراء مستقبلي مماثل من حيث الكمية، وتاريخ التنفيذ، بسعر السوق المنخفض، محققاً ربحاً من الفرق بين السعرين، أما إذا ارتفعت الأسعار عكس ما توقع، فإنه يقفل مركزه أيضاً بإبرام عقد شراء مستقبلي، مماثل من حيث الكمية، وتاريخ التنفيذ، بسعر السوق المرتفع، متكبداً خسارة تتمثل في الفرق بين السعرين.²

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 699-700
2 - المرجع السابق: د. منير إبراهيم هندي، ص: 701.

المبحث الثالث: العقود الآجلة في

الأسواق المالية



المصطلح الأول: تعريف العقود الآجلة



العقود الآجلة Forward Contracts، ويُطلق عليها أيضاً العقود الأمامية¹، وبعض الباحثين يسميها بالعقود المتقدمة²، وسمّاها آخرون بالبيع مع تأجيل البدلين³، وهي النوع الثاني من أدوات التحوط التقليدية في الأسواق المالية، التي تندرج ضمن المشتقات المالية، وأذكر هنا جملة من تعريفاتها حتى يتضح مفهومها:

أ- "العقود الآجلة هي تلك العمليات التي تنعقد في الحال، ولكن يتراخى تنفيذها إلى تاريخ تال، هو ما يعرف بيوم التصفية"⁴.

ب- "العقود الآجلة هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2/ص: 927.

2 - الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير: د السيد متولي عبد القادر، ص: 258.

3 - التحوط في العمليات المالية: د. محمد علي القرني، ص: 9، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في الرياض بالمملكة العربية السعودية في الفترة الممتدة ما بين 15 و 19 محرم 1435 هـ الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013م.

4 - بورصات الأوراق المالية: د. عبد الفضيل محمد أحمد، ص: 75، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، جمهورية مصر العربية، 1988م.

- التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ".¹
- ج- "بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد، سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معيّن، وبسعر تعاقد متفق عليه".² وهذا هو تعريف صندوق النقد الدولي، نقله الدكتور سمير عبد الحميد رضوان في كتابه: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر".
- د- "اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معيّن مقابل سعر معين، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين، أو بين مؤسسة مالية و أحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة".³
- هـ- "هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معيّن في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً أيضاً".⁴
- و- "العقود الآجلة هي العقود مؤجلة البدلين التي يترتب آثارها في تاريخ محدد في المستقبل، وتنتهي بالتسليم والتسلم في ذلك الموعد".⁵
- ز- "عقد ملزم للبائع والمشتري لعقد صفقة تجارية بسعر ثابت خلال فترة زمنية محددة في المستقبل".⁶

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية: د. منير إبراهيم هندي، ص: 668.

2 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 207.

3 - المشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 16.

4 - الاستثمارات والأسواق المالية: معروف هوشيار، ص: 154، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط: 1، 2003م.

5 - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم 20، بيوع السلع في الأسواق المنظمة، ص: 340، النماة، البحرين، 1435هـ/2014م.

6 - كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات: مختار محمد بلول، ص: 170، المكتب المصري الحديث، ط: 1، القاهرة، 1988م.

ومن خلال ما تقدم من تعريفات، يمكن القول بأن العقد الآجل هو: "ذلك الاتفاق الذي يكون بين البائع والمشتري، على تبادل أصل معين، مقابل سعر متفق عليه وقت العقد، على أن يكون التسليم والتسلم في تاريخ لاحق".



المصطلح الثاني: أوجه الاتفاق والاختلاف بين العقود الآجلة

والعقود المستقبلية



انطلاقاً مما سبق من تعريفات، يتضح أن العقود الآجلة لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية، فهي عقود على أصول مادية كالسلع، أو مالية كأسهم، تُسَلَّم في تاريخ مستقبل، كما يُوجَّل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ؛ بل إن بعض الباحثين يعتبرانها شيئاً واحداً، فالدكتور سمير عبد الحميد رضوان يقول: "فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحاً عقود آجلة"¹، ويجعل التمييز بينهما، في كون أن العقود المستقبلية تتم من خلال سوق رسمية منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، وعقودها جميعاً نمطية، ولا تخضع لرغبات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها. كما هو الحال بالنسبة

1 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، سمير عبد الحميد رضوان، ص: 199.

للسوق غير الرسمية التي تُجرى فيها العقود الآجلة.¹

وخلاصة القول: فالعقود المستقبلية ما هي إلا امتداد وتطور طبيعي للعقود الآجلة، تتمتع بدرجة عالية من المعيارية والتنميط، من حيث تاريخ التسليم، ومستوى جودة الأصل، وعدد الوحدات داخل العقد، ولم تترك مجالاً للتفاوض سوى على السعر وعدد العقود؛ بخلاف العقود الآجلة، حيث لا توجد أي قيود، وتتحدد بنود العقود وفقاً لاتفاق الطرفين.

وهذا لا يمنع من إبراز أوجه الاتفاق والاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، حتى يتسنى التمييز بينهما بشكل واضح.

الفرع الأول: أوجه الاتفاق :

- يتم إبرام كل هذه العقود حالا، بينما يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق يتم تحديده وقت إبرام العقد.

- عقد البيع لازم لكل من الطرفين في كلا النوعين.

- يمكن لكل من المتعاقدين في كلا النوعين إغلاق مركزه والخروج من السوق بإجراء صفقة معاكسة.

- التحوط من مخاطر تقلب الأسعار، والمضاربة عن طريق الاستفادة من الفروق في

أسعار الأصول هما الهدفان الأساسيان من الدخول في هذه العقود.²

1 - المرجع السابق، ص: 199.

2 - الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير: د. السيد متولي عبد القادر، ص: 259.

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف:

سأحاول إظهار وجوه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة من خلال المعايير التالية:

جدول للمقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية¹

المعيار	آجلة	مستقبلية
طبيعة العقد	وهي عقود شخصية يتم تفصيلها وفقاً لرغبات وتفضيلات المتعاقدين وهي قائمة على التفاوض	هي عقود نمطية حيث يحدد وقت التسديد وكميات أنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفقاً لمعايير محددة من قبل إدارة السوق وتكون معلنة.
مكان التداول	تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير منظمة أو غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونتر	ترتب عقود المستقبلية في أسواق منظمة ومفتوحة للمنافسة، ولا يجوز إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة.
سعر التسليم	بقاء سعر الأصل محل العقد ثابتاً خلال فترة العقد إلى غاية تاريخ استحقاقه.	سعر التسليم في عقود المستقبلية يُعدَّل أو يتابع احتسابه يومياً
طرفي التعامل	تقام العقود بين طرفين البائع والمشتري بأسلوب	

1 - الاستثمارات والأسواق المالية: هوشيار معروف، ص: 156-157؛ النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية: د. صادق مدحت، ص: 187-189، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، ط: 1، القاهرة، 1997م؛ إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 170-171.

	مباشر-تليفون، وسائل الاتصال الحديثة-	يتم إبرام العقود هنا بين مؤسسة التقاص وبين البائع، وبين مؤسسة التقاص وبين المشتري.
الهامش	يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.	يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
تاريخ التسوية	لا يمكن تسويتها إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق	يمكن تسويتها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.
تسليم الأصل محل العقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد	لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية بصورة نقدية.
المخاطر	لتفادي مخاطر عدم الوفاء بالتزامات العقد يجب التأكد قبل إجراء العقد من الملاءة التي يتمتع بها الطرفان وكذا قدرتهما على الوفاء بالتزامات.	لا مخاطر للفشل أو عدم الوفاء، وذلك بفضل وجود غرفة المقاصة وكذا نظام الهامش والتسوية اليومية
السيولة	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويتم قبوله من الطرف الآخر.	تتمتع بسيولة كبيرة على عكس العقود الآجلة، فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي وذلك نتيجة لنمطية العقود.



المصطلح الثالث: أركان العقود

الآجلة



يتضمن العقد الآجل أركاناً أساسية، إذ لا يتم إبرام العقد في حال غياب أحدها وهي:

1- الطرف الأول (مشتري العقد): Buyer Of Contract

وهو الطرف الذي يقوم بدفع المبلغ المتفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني في مقابل حصوله على الموجود الأساس ، ويتم ذلك في تاريخ التنفيذ والمحدد في العقد. ويدخل كلا الطرفين في التفاوض على شروط معينة، ويكون ذلك بحسب رغبات واحتياجات كلا الطرفين.

2- الطرف الثاني (بائع العقد): Seller Of Contract

وهو الطرف الذي يلتزم بتقديم الموجود الأساس في التاريخ المتفق عليه والمحدد في العقد مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري).

3- السعر الآجل: Forward Price

وهو السعر الذي يتفق عليه البائع والمشتري في العقد الآجل لإكمال الصفقة محل التعاقد ويسمى بسعر التنفيذ أو الممارسة.

4- الموجود الضمني محل التعاقد: Underlying Asset

الذي قد يكون أوراقاً مالية أو أسهماً أو عملات، إذ يتفاوض عليه طرفا العقد من حيث الكمية والتصنيف والسعر.

5- تاريخ التنفيذ أو التسوية: Settlement or Exercise Date

ويُمثَّلُ بالتاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام الصفقة. وتسوية العقد تحصل في تاريخ التنفيذ المتفق عليه في العقد، ولا يمكن أن تتم التسوية قبل هذا التاريخ، إلا باتفاق الطرفين، ولا يمكن معرفة الربح أو الخسارة في العقد إلا في هذا التاريخ¹.



المطلب الرابع: خصائص العقود الآجلة



تتضمن العقود الآجلة عدة خصائص، نذكر منها:

- 1- المرونة: وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأية سلعة.
- 2- لا تتمتع بالسيولة مقارنةً بالمشتقات الأخرى. فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم العقد له.

1- إدارة المشتقات المالية: جليل كاظم، و زيد متعب، وعلي عبودي، ص: 95-96.

- 3- يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرةً من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل العقد، وسعر التنفيذ الذي يتم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.
- 4- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ صلاحية العقد.
- 5- يُعدُّ كل عقد حسب متطلبات الأطراف المتعاقدة.
- 6- سعر العقد غير متاح عموماً للعامة.
- 7- تتم تسوية العقد بتسليم الأصل محل التعاقد (سلعة) بتاريخ الانقضاء¹.



المصلب الخامس: كيفية إجراء العقود الآجلة



لبيان ماهية هذه العمليات نضرب المثال الآتي:

يفترض أن بائعاً لأسهم شركة (ABC) ومشترياً لها تعاقدوا على (100) سهم وبسعر (50) دولار بتاريخ (10 فبراير) على تسليمها في موعد التصفية بتاريخ (25 فبراير).

فما وضعية كل من المشتري والبائع في حالتي نزول الأسعار وارتفاعها؟

1- استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية: د. بلعزوز بن علي ، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة سنوية تصدر عن جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد السابع، ص: 332، 2009م-2010م.

أولاً: في حالة نزول الأسعار إلى (40 دولار) للسهم الواحد.

ثانياً: في حالة ارتفاع السعر إلى (60 دولار) للسهم الواحد.

ففي حالة نزول السعر إلى (40 دولار) للسهم الواحد، سيربح البائع الذي يعتبر مضارباً

على الهبوط، بفارق سعري التعاقد والتصفية.

$$\text{(البائع) ربح} = (50 \times 100) - (40 \times 100) = 1000 = \$$$

وأما المشتري الذي يعتبر مضارباً على الصعود، فلم تصح توقعاته، فأمامه أحد الخيارات

الثلاثة الآتية:

1- الاستلام الفعلي للأسهم وتسليم ثمنها في يوم التصفية أي (5000 \$)، هذا إذا كان له

رغبة في تملك المعقود عليه كأحد أشكال الاستثمار طويل الأجل، ويخسر (1000\$).

2- تصفية مركزه بأن يبيع نقداً ما اشتراه آجلاً، ويتحمل دفع الفرق بين سعري التعاقد

والتصفية والذي تبلغ جملته (1000\$)، وغالباً لا يقدم على هذه التصفية إلا عندما

تكون فروق الأسعار طفيفة، أو إذا تبين له أن الأسعار سوف تهبط أكثر.

3- تأجيل مركزه إلى التصفية القادمة: وذلك عندما يتوقع تحسن السعر لصالحه بما

يعوضه عن خسارته، فيصدر أمراً إلى سمساره بتأجيل مركزه في مقابل مبلغ يدفعه

للبائع يسمى بدل التأجيل، ويجري الاتفاق عليه حسب الظروف، فإذا وافق البائع

انتقلت العملية إلى التصفية القادمة، وإذا رفض البائع، يبحث السمسار عن ممول

ليحل محل المشتري إلى موعد التصفية القادمة، مقابل حصوله على بدل التأجيل

(Report)، ونفترض أن التصفية القادمة ستكون في (5 مارس) وبدل التأجيل (5%) وقد

ارتفع السعر إلى (\$60) للسهم الواحد فيكون حالته كما في الجدول الآتي:

التفاصيل	البيع (قبض)	الشراء (دفع)	السعر	عدد الأسهم	تاريخ التصفية	تاريخ التعاقد
المبلغ المتعاقد عليه.		\$ 5000	\$ 50	100	25 فبراير	5 فبراير
بيع للناقل بـ السعر التصفية	\$ 4000		\$ 40	—	—	
شراء إلى التصفية القادمة		\$ 4000	\$ 40	—	—	
بدل التأجيل		\$ 200	%50			
بيع بعد تحسن	\$ 6000			\$ 60	5 مارس	25 فبراير
	\$ 10000	\$9200				
	\$ 800	ربح				

مما تقدم يتبين أن المشتري (المضارب على الصعود) استطاع أن يحول خسارته (1000 \$) إلى ربح قدره (800 \$) بعد نقل مركزه إلى التصفية القادمة، ودفع بدل التأجيل.¹ وفي حالة ارتفاع السعر إلى (60 \$) للسهم الواحد، سيربح المشتري (المضارب على الصعود) مبلغاً يمثل الفرق بين سعري التعاقد والتصفية، وأما البائع (المضارب على الهبوط) فإن توقعاته لم تصح، فأمامه خيارات وهي:

1- تسليم الأسهم إلى المشتري واستلام ثمنها منه.

2- تصفية مركزه وذلك بأن يشتري نقداً ما باعه آجلاً، فتكون خسارته الفرق بين السعريين.

3- تأجيل مركزه إلى التصفية القادمة، فالبائع كالمشتري إذا توقع تحسن مركزه في التصفية القادمة بنزول السعر، يطلب من سمساره تأجيل مركزه بدفع بدل تأجيل إلى المشتري، وإذا رفض المشتري، فإن السمسار يبحث له عن ممول ليحل محل البائع مقابل بدل تأجيل، فيبيع الأسهم بسعر التصفية الأولى، ثم يشتري منه البائع تلك الأسهم بسعر التعاقد (التصفية الأولى) إلى التصفية القادمة، فنفترض أن موعد التصفية القادمة (5 مارس) وبدل التأجيل (5%)، والسعر نزل إلى (40 \$). فتكون حالته كما في الجدول الآتي:

التفاصيل	(البيع (قبض)	(الشراء دفع)	السعر	عدد الأسهم	تاريخ التصفية	تاريخ التعاقد
المبلغ المتعاقد عليه.	\$ 5000		50	100	25 فبراير	5 فبراير
شراء بسعر التصفية من الناقل		\$ 6000	60	-	-	
بدل التأجيل		300	50%	-	-	
بيع في يوم التصفية الثانية	4000		40	100	5 مارس	25 فبراير
	\$ 9000	\$ 9000				
	0	ربح				

مما تقدم تبين أنه استطاع أن ينزل البائع خسارته البالغة (1000 \$) إلى صفر، وذلك بنقل مركزه إلى التصفية القادمة، ودفع بدل التأجيل.¹

1 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 336، بتصرف يسير.

الفصل الثاني

الحكم الفقهي للعقود المستقبلية
والآجلة

وفيه ثلاثة مباحث:

- المبحث الأول: المانعون لهذه العقود وأحكامهم
- المبحث الثاني: المميزون لهذه العقود وأحكامهم
- المبحث الثالث: بدائل شرعية مقترحة

المبحث الأول: المانعون لهذه العقود والملتهم

بعد استعراض معنى العقود المستقبلية والآجلة، وباعتبارهما من العقود المستحدثة غير المسماة؛ فإن اجتهادات الفقهاء المعاصرين قد تباينت في مسألة جوازهما أو حرمتها، وسنذكر هنا رأي كل طرف، وما قدّمه من أدلة شرعية تؤيد موقفه، لنخلص بعد ذلك إلى الرأي الراجح في هذه المسألة.



المصلب الأول: المانعون لهذه العقود



قد حكم على هذا النوع من العقود بالحرمة أكثر العلماء والباحثين المعاصرين، وأكثر الهيئات الشرعية؛ كمجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، وممن اختار هذا القول: الدكتور علي القرّة داغي¹، والدكتور أحمد يوسف سليمان²، والدكتور أحمد

1 - الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. علي القرّة داغي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول، ص: 154-155-189-190.

2 - رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: د. أحمد يوسف سليمان، ج: 1/ ص: 425.

محي الدين¹، والدكتور الصديق محمد الأمين الضرير²، والدكتور أحمد بن يوسف الدريوش³، والدكتور سمير عبد الحميد رضوان⁴، والدكتور وهبة الزحيلي⁵، والدكتور محمد تقي العثماني⁶، وقد صدر به قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع المنعقد بجدة من 07-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق ل 9-14 ماي 1992⁷، وهو اختيار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين⁸. وبنى المانعون رفضهم وتحريمهم لهذا النوع من العقود، لما تحتويه من محاذير ومخالفات شرعية، تجعل هذا العقد باطلا.



المصـلب الثاني: أـلمـة المـانعـير



-
- 1 - عمل شركات الاستثمار الإسلامي في السوق العالمية: د. أحمد محي الدين، ص: 286، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط: 1، البحرين، 1407هـ/1986م.
 - 2 - الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي: د. الصديق الضرير، ص: 619، مجموعة دلة البركة، ط: 2، جدة، 1416هـ/1995م.
 - 3 - أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي: أحمد بن يوسف الدريوش، ص: 584، دار عالم الكتب، ط: 1، الرياض، 1409هـ/1989م.
 - 4 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 338-339.
 - 5 - المعاملات المالية المعاصرة: د. وهبة الزحيلي، ص: 500.
 - 6 - عقود المستقبلات في ضوء الشريعة الإسلامية: بحث ضمن كتاب: "بحوث في قضايا فقهية معاصرة". د. محمد تقي العثماني، ج: 1، ص: 136.
 - 7 - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، ص: 217-218، تنسيق وتعليق الدكتور عبد الستار أبو غدة، ط: 4، بإشراف وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية لدولة قطر.
 - 8 - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 342.

الفرع الأول: الحليل الأول:

- اعتبارهم لهذا النوع من العقود عقوداً مضافة إلى أجل:

من المعلوم أن الأصل في العقود التنجيز إلا عقدي الوصية¹ والإيصاء² فإنهما مضافان دائماً إلى ما بعد الموت. والعقد المنجز تترتب عليه آثاره الشرعية بمجرد انعقاده، أما عن الأثر الشرعي الذي يترتب عليه عقد البيع فهو انتقال ملكية المبيع إلى المشتري وانتقال ملكية الثمن إلى البائع.

هذا من ناحية العقود المنجزة، أما العقود المضافة إلى أجل، وهي موضوع هذا المبحث فهي تلك العقود التي يضاف فيها الإيجاب إلى زمن مستقبل، مثاله في البيع: أن يقول شخص لآخر: بعثك داري هذه بكذا من أول الشهر القادم، فيقول له: قبلت.³

وإذا كانت بعض العقود لا تنعقد إلا مضافة إلى أجل؛ فإن من العقود ما لا ينعقد بصيغة مضافة ولذا جرى تقسيم الفقهاء لهذه العقود من حيث انعقادها أو عدم انعقادها إلى عدة تقسيمات نتناولها على الوجه التالي:

1- عقود لا تكون إلا مضافة، وهي عقود الوصية والإيصاء فإنها تكون دائماً مضافة إلى ما بعد الموت ولا يمكن أن تكون أحكامها بحال من الأحوال متصلة بإنشائها.

1 - الوصية: تملك مضاف إلى ما بعد الموت بطريق التبرع، سواء كان ذلك في الأعيان أو في المنافع، ينظر "أنيس الفقهاء"، قاسم بن عبد الله القونوي، ص: 111، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، 1424هـ/2004م.

2 - الإيصاء: هو إقامة الإنسان غيره مقامه بعد وفاته في تصرف من التصرفات، أو في تدبير شؤون أولاده الصغار ورعايتهم، وذلك الشخص المقام يسمى الوصي، ينظر: "معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية"، د. محمود عبد الرحمن، ج: 1، ص: 342-343، دار الفضيحة، القاهرة.

3 - الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي، د. الصديق الضير، ص: 166.

2- عقود لا تنعقد بصيغة مضافة، وهي العقود التي تفيد تملك الأعيان في الحال، كعقد البيع وعقد الزواج.

3- عقود يصح أن تكون منجزة ويصح أن تكون مضافة إلى المستقبل، وهي عقود التملكيات التي لا يمكن تحقيق مقتضاها متصلة بصيغها كالإجارة والإعارة والمزارعة فإنها لتمليك المنافع، والمنافع لا تملك دفعة واحدة؛ بل تتحقق ساعة فساعة¹.

ولما كانت العقود التي تفيد تملك الأعيان في الحال كعقود البيع لا تنعقد بصيغة مضافة إلى أجل لأن هذه العقود إنما وضعت شرعاً لإفادة التملك والتملك في الحال، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى، فلا تدل على العقد فلا ينعقد بها.²

وقد يقال إن السلطان الأول في إنشاء العقد وآثاره التي تترتب عليه هو لإرادة المتعاقدين، لكن الفقه ينظر إلى الأمر نظرة أخرى، وهي أن إرادة المتعاقدين هي التي تنشئ العقد حقاً، لكن الشريعة تتدخل في ترتيب ما لكل عقد من حكم و آثار،³ فإذا ما كان العقد شريعة المتعاقدين في القانون الوضعي بالنسبة لآثاره وكل ما اشتمل عليه ما لم يكن مخالفاً للنظام العام، فكل ما ارتضاه العاقد من أحكام يكون صحيحاً واجب الوفاء ولو انطوى على غبن فاحش.

أما في الشريعة الإسلامية فالأمر مختلف تماماً، وتفصيل ذلك أن الإرادة في الشريعة

1 - الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية: الإمام محمد أبو زهرة، دار الفكر العربي، ص: 289-290.

2 - المرجع السابق، ص: 290.

3 - الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي: د. محمد يوسف موسى، ص: 410-411، دار الفكر العربي، عام 1987م.

الإسلامية تنشئ العقد فقط، بينما أحكام العقود وآثارها تكون من الشارع لا من العاقد، إفادة البيع نقل الملكية من البائع إلى المشتري واستحقاق البائع للثمن، وغير ذلك من الأحكام ليس من ذات الإيجاب والقبول؛ ولكن لأن الشارع جعل ذلك العقد طريقاً لثبوت هذه الآثار. ومسألة أن آثار العقد لا تكون إلا بحكم من الشارع، وأن العقود ما هي إلا أسباب جعلية شرعية لأحكامها وآثارها يكاد يجمع عليها الفقهاء، وقد صرحت بهذا كتب الفقه وبينتها كتب الأصول وذكرتها كتب الفروع.¹

وبالنظر إلى العقود التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة، يتبين من أول وهلة أن هذه العقود لا تترتب عليها آثارها فور إنشائها، رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التملك في الحال، حيث لا يتم عند إنشاء هذه العقود تسليم الثمن ولا المثل، وإنما تتأجل آثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية، ولذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لأحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى، ولأن عقد البيع من العقود التي تفيد تملك الأعيان في الحال، لذلك فإنه لا ينعقد بصيغة مضافة إلى أجل.²

وقد ذكر ابن رشد الحفيد³ الإجماع على عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل، فقال:

1 - الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي: د. محمد يوسف موسى، ص: 412.
2 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 338.
3 - هو أبو الوليد محمد بن أحمد بن رشد الأندلسي، وُلِدَ سنة 520 هـ بقرطبة، أَلَفَ في الفقه والفلسفة والمنطق، له مؤلفات عديدة، أشهرها: "بداية المجتهد ونهاية المقتصد"، و "فصل المقال فيما بين الحكمة والشريعة من الاتصال"، و "الضروري في المنطق"، ويُلقَّب بـ"الحفيد" تمييزاً له عن جدّه أبي الوليد محمد بن أحمد المتوفى سنة 520 هـ، توفي رحمه الله سنة 595 هـ. ينظر: "شجرة النور الزكية" لعبد مخلوف، ج: 1/ ص: 212 و

"وأجمعوا على أنه لا يجوز بيع الأعيان إلى أجل، وأن من شرطها تسليم المبيع إلى المبتاع
بأثر عقد الصفقة".¹

الفرع الثاني: الحليل الثاني:

- بيع الإنسان ما لا يملك في هذا النوع من العقود:

السمة الغالبة للعقود المستقبلية والآجلة أنها تتم على المكشوف بمعنى أن البائع لا يملك الأصول التي يبيعها عند إنشاء العقد، فالبائع إنما يدخل السوق مضارباً ومتوقعاً لانخفاض أسعار الأصول التي يتعاقد على بيعها عند حلول تاريخ التسوية، وأنه سيكون بإمكانه حينئذ شراء ذات الأصول التي سبق التعاقد على بيعها بسعر أقل من السعر الذي باع به، محققاً بذلك هامشاً من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء. وحكم بيع الإنسان ما لا يملك عند الفقهاء من الحنفية، والمالكية، والشافعية، والحنابلة هو عدم الجواز.²

جاء في المنتقى: "يجب أن يكون المبيع معيّناً، ويكون في ملك بائعه، فإن لم يكن في ملكه ولم يكن معيناً لم يصح، لأنه لا يملك تخليصه، وإذا لم يقدر على تخليصه لم يمكن تسليمه، وما لا يمكن تسليمه لا يصح بيعه، ولذلك لم يجز بيع العبد الآبق، والجمل الشارد، والطائر في الهواء، والسمك في البحر، وغير ذلك مما لا يقدر على تسليمه".³

"الأعلام" للزركلي، ج:5/ص:318.

1 - بداية المجتهد ونهاية المقتصد: لابن رشد الحفيد، ص: 583، مؤسسة المعارف للطباعة والنشر، ط:1، بيروت، 1427هـ/2006م.

2 - بدائع الصنائع: علاء الدين الكاساني، ج:5/ص:146، دار الكتاب العربي، ط:2، بيروت، 1402هـ؛ المقدمات الممهدة: ابن رشد الجد، ج:2/ص:73، دار الغرب الإسلامي، تحقيق: سعيد أحمد أعراب، ط:1، بيروت، 1403هـ؛ المذهب في فقه الإمام الشافعي: أبو إسحاق الشيرازي، ج:1/ص:269، دار المعرفة، ط:2، بيروت، 1379هـ؛ المبدع في شرح المقنع: ابن مفلح، ج:4/ص:18، المكتب الإسلامي، ط:1، 1397هـ.

3 - المنتقى شرح موطأ الإمام مالك: أبو الوليد الباجي، ج:4/ص:286، مطبعة السعادة، القاهرة، 1332هـ.

وحجتهم في ما ذهبوا إليه ما ورد عن حكيم بن حزام ¹ رضي الله عنه قال: قلت يا رسول الله
يأتيني الرجل فيريد مني بيع ما ليس عندي أفأبتاعه له من السوق؟ فقال
ﷺ: "لا تبع ما ليس عندك" ².

وما روى عبد الله بن عمرو بن العاص ³ رضي الله عنه، أن النبي ﷺ قال: "لا يسل سلف
وبيع، ولا شركان في بيع، ولا ربح ما لم يضمن، ولا بيع ما ليس
عندك" ⁴.

ومن العقل استدلال بعضهم فقال: إن من شرط المبيع أن يكون مملوكاً للبائع، وهو منتفٍ
ها هنا. ⁵

وفي هذا يقول ابن القيم رحمه الله تعالى: (وأما قوله ﷺ "لا تبع ما ليس عندك"،
فمطابق لنهي ﷺ عن بيع الغرر لأنه إذا باع ما ليس عنده فليس هو على ثقة من

1 - حكيم بن حزام بن خويلد بن عبد العزى بن قصي، ولد قبل عام الفيل بثلاث عشرة سنة، كان تاجراً كبيراً لا
يدع سوقاً بمكة ولا تهامة إلا حضرها، شهد حلف الفجار، تأخر إسلامه إلى عام الفتح، ومات سنة أربع وخمسين
من الهجرة بالمدينة في خلافة معاوية بن أبي سفيان، وهو ابن مائة وعشرين سنة. ينظر: "طبقات ابن سعد"
ج: 6/ص: 50.

2 - رواه أبو داود في سننه في كتاب البيوع والإيجارات، باب: في الرجل يبيع ما ليس عنده، ج: 3/ص: 495.
ورواه الترمذي في كتاب البيوع: باب: ما جاء في كراهية بيع ما ليس عندك، ج: 2/ص: 514.
ورواه النسائي في سننه في كتاب البيوع، باب: بيع ما ليس عند البائع، ج: 7/ص: 333.

قال الترمذي: حديث حكيم بن حزام حديث حسن، قد روي عنه من غير وجه، سنن الترمذي: ج: 2/ص: 515.
3 - عبد الله بن عمرو بن العاص بن وائل بن هاشم القرشي السهمي، أمه رُبُطة بنت منبّه بن الحجاج السهمي، ولم
يُفْتَه أبوه في السن إلا باثني عشرة سنة، وأسلم قبل أبيه. وكان فاضلاً حافظاً عالماً، قرأ القرآن والكتب المتقدمة،
وكان يسرد الصوم ولا ينام بالليل، اعتزل القتال في زمن الفتنة. ينظر: "الاستيعاب في معرفة الأصحاب" لابن
عبد البر، المجلد الثالث، ص: 956.

4 - رواه أبو داود في سننه في كتاب البيوع، باب: في الرجل يبيع ما ليس عنده. ج: 3/ص: 495.
و رواه النسائي في سننه في كتاب البيوع، باب: بيع ما ليس عند البائع، ج: 7/ص: 333.
ورواه الترمذي في سننه في كتاب البيوع، باب: ما جاء في كراهية بيع ما ليس عندك، ج: 2/ص: 515، وقال هذا
حديث حسن صحيح.

5 - المجموع شرح المذهب: الإمام يحيى بن شرف النووي، ج: 9/ص: 258، مطبعة التضامن الأخوي، مصر،
1344هـ.

حصوله، بل قد يحصل، وقد لا يحصل فيكون غرراً، كبيع الآبق، والشارد، والطير في الهواء....، وقد ظن طائفة أن السَّلَمَ مخصوص من عموم هذا الحديث فإنه بيع ما ليس عنده، وليس كما ظنوه فإن الحديث إنما يتناول بيع الأعيان، وأما السَّلَمَ فعقد على ما في الذمة...¹.

ويقول الخطابي²: (قوله "لا تبع ما ليس عندك" يريد بيع العين دون بيع الصفة، ألا ترى أنه أجاز السَّلَمَ إلى الآجال، وهو بيع ما ليس عند البائع في الحال، وإنما نهى عن بيع ما ليس عند البائع من قبل الغرر، وذلك مثل أن يبيعه عبده الآبق، أو جملة الشارد، ويدخل في ذلك كل شيء ليس بمضمون عليه مثل أن يشتري سلعة فيبيعها قبل أن يقبضها، ويدخل في ذلك بيع الرجل مال غيره موقوفاً على إجازة المالك، لأنه يبيع ما ليس عنده، وليس في ملكه، وهو غرر لأنه لا يدري هل يجيز صاحبه أم لا؟ والله أعلم).³

الفرع الثالث: الحليل الثالث:

- بيع المبيع قبل قبضه في هذه العقود:

1 - تهذيب ابن القيم على مختصر سنن أبي داود للمنذري، ج:5/ص:165-157، تحقيق: محمد حامد الفقي، مطبعة السنة المحمدية، مصر، 1368هـ.

2 - هو أبو سليمان حمد بن محمد بن إبراهيم بن الخطاب البستي الخطابي الشافعي، من نسل زيد بن الخطاب (أخ عمر بن الخطاب رضي الله عنه)، ولد سنة 319هـ في بستان ببلاد كابل، له تصانيف مشهورة، منها "معالم السنن" تكلم فيها على سنن أبي داود، و "أعلام البخاري"، و "غريب الحديث"، توفي رحمه الله ببستان في شهر ربيع الثاني سنة 388هـ. ينظر: "طبقات الشافعية" لابن قاضي شهبه، ج:1/ص:140، و "الأعلام" للزركلي، ج:2/ص:273.

3 - معالم السنن للخطابي على مختصر سنن أبي داود للمنذري، ج:5/ص:143، تحقيق: محمد حامد الفقي، مطبعة السنة المحمدية، مصر، 1368هـ.

هذه العقود تنطوي على بيع الإنسان ما لم يقبض؛ لأن البائع باع ما لم يكن في ملكه ودخل حيازته، وغلب على ظنه أنه سيكون بمقدوره أن يشتري من السوق الأصل الذي تعاقد على بيعه، سواء كان أصلاً مالياً، أو أصلاً عينياً ملموساً.

وللفقهاء أقوال عدة في حكم بيع المبيع قبل قبضه، وبيان ذلك ما يلي:

القول الأول: لا يجوز مطلقاً، وهو قول الشافعية، ورواية عن أحمد¹ وعليه محمد بن الحسن من الحنفية²، وأدلتهم³.

1- ما ورد عن ابن عباس (أن رسول الله ﷺ نهى أن يبيع الرجل معلماً حتى يستوفيه) ، قلت لابن عباس كيف ذاك، قال: ﴿ذاك ما هم بداراهم والمعلم مرجأ﴾.⁴

2- ما ورد عن ابن عباس رضي الله عنه أن رسول الله ﷺ قال: (من ابتاع معلماً فلا يبعه حتى يستوفيه) قال ابن عباس: (وأحسب كل شيء مثله).⁵

1 - أحمد بن محمد بن حنبل بن هلال أبو عبد الله الشيباني الوائلي: إمام المذهب الحنبلي، وأحد الأئمة الأربعة، أصله من مرو، و ولد ببغداد سنة 164 هـ، ونشأ منكبا على طلب العلم، وسافر في سبيله أسفاراً كثيرة، له تصانيف مهمة أشهرها "المسند" و "فضائل الصحابة" و "الزهد". توفي رحمه الله سنة 241 هـ. ينظر: "طبقات الحنابلة" للقاظمي أبي الحسين محمد بن أبي يعلى، ج: 1/ص: 4، و "الأعلام" للزركلي، ج: 1/ص: 203.

2 - هو محمد بن الحسن بن فرقد أبو عبد الله الشيباني، الإمام صاحب الإمام، وُلد سنة 131 هـ بواسط، ونشأ بالكوفة، وصحب أبا حنيفة، وأخذ عنه الفقه، ثم عن أبي يوسف، وروى الحديث عن مالك غيره. له مؤلفات عديدة، منها: "المخارج في الحيل" و "الأمال" و "الأثار"، توفي رحمه الله سنة 189 هـ. ينظر: "الأثمار الجنية في أسماء الحنفية" لعلي بن سلطان محمد القاري، ج: 2/ص: 573، و "الأعلام" للزركلي، ج: 6/ص: 80.

3 - المغني: ابن قدامة، ج: 6/ص: 188، تحقيق: د. عبد الله بن عبد المحسن التركي، و د. عبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتب للطباعة والنشر والتوزيع، ط: 3، الرياض- المملكة العربية السعودية، 1417 هـ/1997 م؛ روضة الطالبين: يحيى بن شرف النووي، ج: 3/ص: 206، المكتب الإسلامي، ط: 2، بيروت، 1405 هـ.

4 - رواه البخاري في صحيحه في كتاب البيوع، باب: ما يذكر في بيع الطعام والحكرة، ج: 3/ص: 22.

5 - رواه مسلم في صحيحه في كتاب البيوع، باب: بطلان المبيع قبل القبض، المجلد الثاني، ص: 711.

3- ما ورد عن ابن عمر رضي الله عنهما قال: قال النبي ﷺ: ﴿من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يقبضه﴾.¹

4- ما ورد عن ابن عمر رضي الله عنهما أن النبي ﷺ قال: ﴿من اشترى طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه﴾، قال: (وكنا نشترى الطعام من الركبان جزافاً فنهانا رسول الله ﷺ أن نبيعه حتى ننقله من مكانه).²

5- ما ورد عن حكيم بن حزام رضي الله عنه قال: قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيريد مني بيع ليس عندي أفأبتاعه له من السوق؟ فقال ﷺ: ﴿لا تبع ما ليس عندك﴾.³

ووجه الدلالة مما تقدم هو: أن الأحاديث الأربعة الأولى جاءت في الطعام خاصة، وجاء الحديث الخامس في الطعام وغير الطعام، فعلم من مجموع الأحاديث المنع مطلقاً. القول الثاني: لا يجوز إلا في العقار إن كان لا يخشى هلاكه، وبه قال أبو حنيفة⁴، وأبو يوسف¹، وهو المفتي به عن الحنفية²، واستدلوا على المنع بأدلة القول الأول التي تقدم ذكرها، أما جواز العقار فاستدلوا له بانتفاء الغرر فيه لندرة هلاكه.

1 - رواه البخاري في صحيحه في كتاب: البيوع، باب: بيع الطعام قبل أن يقبض وبيع ما ليس عندك، ج: 3/ص: 23، ومسلم في صحيحه في كتاب البيوع، باب: بطلان المبيع قبل القبض، المجلد الثاني، ص: 711.
2 - رواه مسلم في صحيحه في كتاب البيوع، باب: بطلان بيع المبيع قبل قبضه، المجلد الثاني، ص: 711.
3 - سبق تخريجه في الصفحة 152.
4 - هو النعمان بن ثابت، إمام الحنفية، الفقيه المجتهد، أحد الأئمة الأربعة، ولد بالكوفة سنة 80 هـ، ونشأ بها، وبدأ بطلب العلم في صباه، حتى أصبح إمام أهل زمانه، له مسند في الحديث جمعه تلاميذه، وتوفي رحمه الله ببغداد سنة 150 هـ. ينظر في ترجمته: "الأثمار الجنية في أسماء الحنفية" للقاري، ج: 1/ص: 129، و "الأعلام للزركلي، ج: 8/ص: 36.

القول الثالث: يجوز إلا في الطعام إن كان فيه حق توفية -أي اشتراه بكيل أو وزن- فإن كان جزافاً جاز، وهو المشهور عند المالكية³، واستدلوا له بالأدلة المتقدمة في القول الأول الناهية عن بيع الطعام قبل استيفائه، أمّا وجه تخصيصهم المقدر دون الجزاف بالمنع فذلك لما يلي:

- ما ورد عن ابن عمر رضي الله عنهما عن النبي ﷺ أنه قال: «من اشترى طعاماً بكيل أو وزن فلا يبعه حتى يقبضه»⁴.

2- ما روى جابر بن عبد الله رضي الله عنه عن النبي ﷺ أنه: «نهر عن بيع الصلح حتى يجري فيه الصلح، صلح البائع، وصالح المشتري»⁵.

فقد جاء الحديثان بالتقييد بالكيل أو الوزن فدل ذلك على أن اشتراط القبض إنما هو فيما هذا سبيله.

1 -أبو يوسف: هو يعقوب بن إبراهيم بن حبيب الأنصاري الكوفي البغدادي، صاحب الإمام أبي حنيفة وتلميذه، وأول من نشر مذهبه، ولد بالكوفة سنة 113هـ، وتفقه بالحديث والرواية، ثم لازم أبا حنيفة، وأولي القضاء ببغداد أيام المهدي والهادي والرشيد، ومات في خلافته ببغداد سنة 182هـ، ومن كتبه رحمه الله: "الخراج"، و "أدب القاضي"، و "الأمالي في الفقه"، ينظر: "الأثر الجني في أسماء الحنفية" للقاري، ج:2/ص:689، و "الأعلام" للزركلي، ج:8/ص:193.

2 -رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار: ابن عابدين، ج:7/ص:97.

3 -القوانين الفقهية: ابن جزى الغرناطي، ص: 282، تحقيق: عبد الكريم الفضيلي، دار الرشد الحديثة، الدار البيضاء، 1427هـ/2006م.

4 -رواه الإمام أحمد في مسنده، مسند الصحابي عبد الله بن عمر رضي الله عنهما، ج:10/ص:139، قال المحدث شعيب الأرنؤوط في تعليقه على هذا الحديث: حديث صحيح، وهذا إسناد ضعيف لضعف ابن لهيعة- واسمه عبد الله- وباقي رجاله ثقات رجال الشيخين غير إسحاق بن عيسى، وأخرجه أبو داود في سننه في كتاب البيوع والإجازات، باب: في بيع الطعام قبل أن يستوفى، بلفظ: "أن رسول الله ﷺ نهى أن يبيع أحد طعاماً اشتراه بكيل حتى يستوفيه".

5 -رواه ابن ماجه في سننه في كتاب التجارات، باب: النهي عن بيع الطعام قبل أن يقبض، ج:3/ص:340، قال المحدث شعيب الأرنؤوط في تعليقه على هذا الحديث: إسناده ضعيف لضعف ابن أبي ليلى، وهو محمد بن عبد الرحمن.

وأما وجه تقييدهم بالمنع بالطعام دون غيره رغم الأحاديث العامة فذلك من قبيل تقديم الخاص على العام عند التعارض، أو حمل المطلق على المقيد.¹

القول الرابع: يجوز إلا في الطعام مقدراً كان أو جزافاً، وعليه بعض المالكية،² واستدلوا بالأدلة المتقدمة في القول الأول القاضية بمنع بيع الطعام قبل قبضه إذ جاءت عامة بالمنع، ولم تستثن ما يبيع جزافاً من غيره.

ووجه الدلالة منها على هذا القول هو: أن تلك الأحاديث جاءت مخصوصة ببيع الطعام فدل ذلك على أن غير الطعام مخالف له في الحكم.

القول الخامس: يجوز إلا في المقدر فلا يجوز بيعه قبل قبضه إن كان فيه حق توفية سواء كان مطعوماً أو غير مطعوم، فإن بيع جزافاً صح بيعه قبل قبضه وهو المشهور عن أحمد،³ وحجتهم: أن الطعام المنصوص عليه أصله الكيل والوزن؛ لأن الطعام يومئذ كان مستعملاً غالباً فيما يكال ويوزن، فكل ما يبيع بكيل، أو وزن فحكمه كذلك، وقيس عليه المعدود، والمذروع.⁴

إذن كانت هذه آراء المذاهب الفقهية في بيان حكم بيع الشيء قبل قبضه، المعمول به في الأسواق المستقبلية والآجلة، واتضح إجماعها على حرمة بيع الطعام قبل قبضه،

1 - الفروق: الإمام القرافي، ج:1/ص: 408، تحقيق: عمر حسن القيام، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط:1، بيروت، 1414هـ/2003م.

2 - حاشية العدوي على كفاية الطالب الرباني، ج:2/ص:148، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 1424هـ/2003م.

3 - المغني: ابن قدامة، ج:6/ص:190-191.

4 - طرح التثريب في شرح التثريب: أبو الفضل عبد الرحيم بن الحسين العراقي، ج:6/ص:113، مطبعة جمعية النشر والتأليف الأزهرية، ط:1، مصر، 1353هـ.

واختلافهم في الأصناف الأخرى، ومعلوم أن الطعام من القمح والذرة والشعير من أهم السلع التي تتداول في الأسواق الآجلة والمستقبلية.

الفرع الرابع: الدليل الرابع:

-اشتمال هذه العقود على بيع الدَّيْن بالدَّيْن المحرَّم:

و دليلهم حديث ابن عمر رضي الله عنهما: "أن النبي ﷺ نهى عن بيع الكالئ بالكالئ- أي الدَّيْن بالدَّيْن"¹ وهذا تفسير نافع.²

والحديث بجميع ألفاظه وشواهده ضعيف، لذلك قال الإمام أحمد فيه: "وفي روايه موسى بن عبيدة: لا تحل الرواية عنه عندي ولا أعرف هذا الحديث عن غيره، وليس في هذا حديث يصح؛ ولكن إجماع الناس على أنه لا يجوز بيع دين بدين، وقال الشافعي³: أهل الحديث يوهنون هذا الحديث"⁴.

1 - أخرجه الحاكم في المستدرك في كتاب البيوع 57/2، والدارقطني في سننه في كتاب البيوع 71/3، والبيهقي في السنن الكبرى، كتاب: البيوع، باب: ما جاء في النهي عن بيع الدَّيْن بالدَّيْن 290/5، وقد اتفق العلماء على ضعف هذا الحديث، قال أحمد: ليس في هذا حديث يصح، وقال الشافعي: أهل الحديث يوهنون هذا الحديث (التلخيص الحبير 29/3)، وضعفه الحافظ ابن حجر كما في بلوغ المرام برقم (797) ص: 206، ينظر: نصب الراية للزيلعي 39/4.

2 - هو نافع المدني، أبو عبد الله، كان علامة في فقه الدين، متفق على رياسته، كثير الرواية للحديث، ثقة، أصابه عبد الله بن عمر صغيرا في بعض مغازيه، ونشأ في المدينة، وأرسله عمر بن عبد العزيز إلى مصر ليعلم أهلها السنن، توفي رحمه الله سنة 117هـ. ينظر "الأعلام" للزركلي، ج: 8/ص: 5.

3 - هو محمد بن إدريس بن العباس الهاشمي القرشي المطلبی، أحد الأئمة الأربعة، وُلد في غزة بفلسطين سنة 150هـ، أقبل على طلب العلم وهو صغير السن، وأفتى وهو ابن عشرين سنة، له تصانيف كثيرة أشهرها: "الأم" و "الرسالة". توفي رحمه الله سنة 204هـ، بمصر. ينظر: "طبقات الشافعية" لأبي بكر الحسيني، ص: 11، و "الأعلام" للزركلي، ج: 6/ص: 26.

4 - التلخيص الحبير: ابن حجر، ج: 3/ص: 62، تحقيق: السيد عبد الله هاشم اليماني، دار الطباعة الفنية الحديثة، القاهرة، 1384هـ/1964م.

ورغم أن الحديث مجمع على ضعفه إلا أن الأمة تلقتة بالقبول وجرى العمل به فكان حجة كما أكد ذلك المواق¹ حيث قال: "وككالي بمثله في الحديث من غير الكتب المشهورة (أن رسول الله ﷺ نهى عن الكالي بالكالي). قال ابن عرفة:² تلقي الأئمة هذا الحديث بالقبول يغني عن طلب الإسناد فيه؛ كما قالوا في لا وصية لوارث".³

وقال ابن المنذر:⁴ "وأجمعوا على أن بيع الدين بالدين لا يجوز".⁵

قال السخاوي:⁶ "وكذا إذا تلقت الأمة الضعيف بالقبول يعمل به على الصحيح حتى إنه ينزل منزلة المتواتر في أنه ينسخ المقطوع به"، ولهذا قال الشافعي رحمه الله في حديث: (لا وصية لوارث): "إنه لا يُثبت به أهل الحديث ولكن العامة تلقتة بالقبول وعملوا به حتى جعلوه ناسخاً لآية الوصية".⁷

1 - هو محمد بن يوسف بن أبي القاسم العبدري، أبو عبد الله المشهور بالمواق الأندلسي الغرناطي، مفتي الأندلس وصالحها وإمامها، أخذ عن كبار العلماء كأبي القاسم بن السراج الغرناطي، ومحمد بن عاصم صاحب تحفة الحكام، له مصنفات كثيرة، أشهرها: "التاج والإكليل في شرح مختصر خليل"، و"سنن المهتدين في مقامات الدين"، توفي رحمه الله في شعبان سنة 897هـ. ينظر: "شجرة النور الزكية في طبقات المالكية" لمحمد مخلوف، ج: 1/ص: 378، تحقيق عبد المجيد خيالي، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1424هـ/2003م. ونيل الابتهاج بتطريز الديباج لأحمد بابا التنبكتي، ص: 561، ور منشورات دار الكاتب ط: 2، طرابلس، ليبيا، 2000م.

2 - هو أبو عبد الله محمد بن محمد بن عرفة الورغمي التونسي: إمام تونس وعالمها وخطيبها، ولد سنة 716هـ، وتولى إمارة الجامع الأعظم سنة 750هـ، من كتبه: "الحدود في التعاريف الفقهية" و"الهداية الكافية". توفي رحمه الله سنة 803هـ. ينظر: "شجرة النور الزكية" لمحمد مخلوف، ج: 1/ص: 326، و"الأعلام" للزركلي، ج: 7/ص: 43.

3 - التاج والإكليل لمختصر خليل: المواق، ج: 4/ص: 376، دار الفكر، ط: 2، بيروت، 1398هـ.

4 - هو أبو بكر محمد بن إبراهيم بن المنذر النيسابوري، ولد سنة 242هـ، وكان شيخ الحرم بمكة، له تصانيف كثيرة، أشهرها: "الإجماع"، و"الإشراف على مذاهب أهل العلم"، توفي رحمه الله بمكة سنة 319هـ. ينظر: "طبقات الشافعية" لأبي بكر الحسيني، ص: 59، و"الأعلام" للزركلي، ج: 5/ص: 294.

5 - الإجماع: ابن المنذر، ص: 132، تحقيق: د. أبو حماد صغير مكتبة الفرقان بعجمان، ومكتبة مكة الثقافية برأس الخيمة، ط: 2، 1420هـ/1999م.

6 - هو شمس الدين محمد بن عبد الرحمان السخاوي، أصله من سخا من قرى مصر، ومولده في القاهرة سنة 831هـ، صنف كتباً كثيرة، منها: "الضوء اللامع في أعيان القرن التاسع"، و"شرح ألفية العراقي"، و"الإعلان بالتوبيخ لمن ذم التاريخ"، توفي رحمه الله بمصر سنة 902هـ، ينظر: "الأعلام" للزركلي، ج: 6/ص: 194.

7 - فتح المغيب بشرح ألفية الحديث لشمس الدين أبي الخير محمد السخاوي، تحقيق: الدكتور عبد الكريم الخضير، والدكتور محمد عبد الله آل فهيد، مكتبة دار المنهاج، الطبعة الأولى: 1426هـ الرياض، السعودية، 153/2-154.

ويتعزز القول بأن الكالئ بالكالئ هو الدَّين بالدَّين باستدلال بعض المفسرين على معنى

الحديث بقوله تعالى: "يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى

فَآكُتُبُوهُ"¹. فإن قوله تعالى: "بدين" إشارة إلى امتناع الدَّين بالدين كما فُسر حديث

نهى رسول الله ﷺ عن الكالئ بالكالئ، وبيانه أن قوله تعالى: "تداينتم" مفاعلة من

الطرفين، وذلك يقتضي وجود الدَّين من الجهتين؛ فلما قال: "بدين" عُلِمَ أنه دين واحد

من الجهتين.² وقال الشيخ ابن عرفة في تفسيره: "قال الفخر: تداين مفاعلة فلا تكون إلا

من الجانبين، فلا يتناول إلا الدَّين بالدَّين، أو فسخ الدَّين بالدَّين فلا يصح حمله على

ظاهره، بل المراد به إذا تعاملتم. وأجاب: بأنه يتناول الدَّين بالدين عن معاوضة"³.

ووجه كون العقود الآجلة والمستقبلية من بيع الدين بالدين أن الثمن والمثمن مؤجلان.

وعلة النهي في ذلك: أن تأجيل البدلين مخالفٌ لمقتضى العقد، إذ لا فائدة من شغل

ذمتين دون أن يحصل المقصود من العقد لأحد المتعاقدين، قال شيخ الإسلام: "وهذا

هو موجب العقود ومقتضاها؛ لأن كلاً من المتعاقدين أوجب على نفسه بالعقد ما طلبه

الآخر وسأله منه، فالعقود موجبة للقبوض، والقبوض هي المسؤولية المقصودة المطلوبة؛

1 -سورة البقرة: الآية 282.

2 -ينظر البرهان في علوم القرآن: ليدر الدين محمد بن بهادر بن عبد الله الزركشي، تحقيق: محمد أبو الفضل إبراهيم، دار المعرفة، طبعة 1391 هـ بيروت/لبنان، ج:2، ص: 398-399، وهو يقصد قول الرازي: "المداينة مفاعلة وحقيقتها: أن يحصل من كل واحد منهما دين، وذلك هو بيع الدَّين بالدَّين، وهو باطل بالاتفاق"، التفسير الكبير أو مفاتيح الغيب لفخر الدين محمد بن عمر التميمي الرازي الشافعي، دار الكتب العلمية، الطبعة الأولى: 1421هـ/2000م، بيروت، لبنان، ج:7، ص: 95.

3 -تفسير ابن عرفة للإمام أبي عبد الله محمد ابن عرفة الورغمي التونسي المالكي، ج: 2/ص: 778، تحقيق: الدكتور حسن المناعي، مركز البحوث بالكلية الزيتونية، الطبعة الأولى: 1986م.

ولهذا تتم العقود بالتقايض من الطرفين...؛ ولهذا نُهي عن بيع الكالئ بالكالئ لأنه عقد وإيجاب على النفوس بلا حصول مقصود لأحد الطرفين ولا لهما".¹

الفرع الخامس: الحليل الخامس:

-اشتمال هذه العقود على الربا:

تقدم القول في موضوع سابق أن لكل من المتعاقدين في أسواق البيوع الآجلة أن يؤجل الموعد المحدد لتنفيذ العقد والمصطلح على تسميته في البورصات بموعد التصفية إلى موعد لاحق، ويتم ذلك كما سبق أن أوضحنا بنقل مركزه إلى غيره من المضاربين أو الممولين الراغبين في تجميع أموالهم مقابل فائدة تسمى ببذل التأجيل، حيث يقوم هذا الممول باستلام الأوراق المالية بدلا من المضارب ودفع قيمتها نقداً حسب سعر التصفية، ثم يبيعها إلى المضارب الراغب في تأجيل مركزه آجلاً مقابل الحصول على زيادة في قيمة القرض مشروطة، ومحددة زمنياً ومقداراً، وترتبط بمدة التأجيل فتزيد بزيادتها وتقل بقصرها وتعرف هذه الزيادة ببذل التأجيل.

وقد أجمع العلماء أن الزيادة في الدين نظير الأجل من قبيل الربا المحرم شرعاً بنص الكتاب وأن من ينكره أو يماري فيه فإنما ينكر أمراً قد علم من الدين بالضرورة.²

وقد ذكر صاحب المغني في هذا المعنى أن كل قرض فيه شرط الزيادة فهو حرام بغير

خلاف.¹

1 -مجموع فتاوى ابن تيمية، ج:30/ص:264، جمع وترتيب عبد الرحمان بن قاسم، دار عالم الكتب، الرياض، 1412هـ.

2 -بحوث في الربا: الإمام أبو زهرة، ص: 18، دار الفكر العربي، القاهرة.

وذكر ابن المنذر في إجماعاته إجماع الفقهاء على أن المسلف إذا شرط عُشْرَ السلف هدية أو زيادة فأسلفته على ذلك، أن أخذه الزيادة ربا".²

و يبين مما تقدم أن بدل التأجيل هو من قبيل ربا النسيئة المحرم شرعاً بالكتاب والسنة والإجماع.

ويظهر الربا جلياً في العقود المستقبلية الواقعة على الذهب والفضة والعملات، لما فيها من بيع الذهب أو الفضة بإحدى العملات، أو بيع العملة بالعملية مع فوات شرط التقابض، والعملات لها صفة الثمنية كاملة، ولها الأحكام الشرعية المقررة للذهب والفضة، من حيث أحكام الربا والسَّلَم، وقد صدر بهذا الأمر قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،³ وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.⁴

وقد جاء النهي عن النسيئة في بيع الذهب والفضة في كثير من الأحاديث، ومن ذلك قول رسول الله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل، ولا تشفوا⁵ بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل، ولا تشفوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا منها غائباً بناجز".⁶

فإذا كان لا يجوز تأخير أحد العملتين في الصرف، فكيف يكون الحال مع تأخير كليهما؟.

1 -المغني: لابن قدامة، ج:6/ص: 436.

2 -الإجماع: ابن المنذر، ص: 136.

3 -مجلة مجمع الفقه الإسلامي: العدد: 3، ج: 3، ص: 1965، 1407هـ/1987م.

4 -المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 10.

5 -لا تشفوا: لا تفضلوا وتزيدوا بعضها على بعض. ينظر: "مشارك الأنوار على صحاح الآثار"، القاضي عياض، ج:2/ص: 256، المكتبة العتيقة بتونس، ودار التراث بالقاهرة، 1978م.

6 -متفق عليه، رواه البخاري في صحيحه في كتاب البيوع، باب: بيع الفضة بالفضة، ج:3/ص:30، ومسلم في صحيحه في كتاب المساقاة، باب الربا، المجلد الثاني، ص: 743.

وعليه فمبادلة العملات بعضها ببعض، أو بالذهب والفضة يشترط له التقابض، وإلا كان ذلك من ربا النسيئة المحرم.

الفرع السادس: الدليل السادس:

- اشتمال هذه العقود على القمار:

وذلك في جميع العقود المستقبلية المنتهية بالتصفية، لأن هذه العقود تنتهي بدفع الفروق النقدية، دون تسليم الأصل محل التعامل أو ثمنه، مع قصد ذلك من حين إبرامها وجريان عرف التعامل به، وعليه فهي من القمار، لأن معنى القمار أن يكون كل واحد من المتقامين مترددا بين أن يغنم أو يغرم،¹ أي "أن كل واحد من المقامين ممن يجوز أن يذهب ماله إلى صاحبه، ويجوز أن يستفيد من مال صاحبه، فيجوز الازدياد والانتقاص في كل واحد منهما"،² وذكر ابن تيمية أن معنى القمار هو "أن يؤخذ مال الإنسان وهو على مخاطرة هل يحصل له عوضه أو لا يحصل؟"³. وهذا المعنى متحقق فيها أيضاً.

ويتأكد معنى القمار في العقود المستقبلية التي لا يرد التسليم فيها، كالعقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية في بعض البورصات التي يقتصر التعامل فيها على

1 - شرح السنة: البغوي، ج:6/ص:279، تحقيق سعيد اللحام، دار الفكر، بيروت، 1414هـ.
2 - تبين الحقائق شرح كنز الدقائق: عثمان الزيلعي، ج:6/ص:227، المطبعة الكبرى الأميرية بولاق، ط:1، القاهرة، 1313هـ.
3 - مجموع فتاوى ابن تيمية، ج:19/ص:283.

العقود المستقبلية التي لا تسليم فيها، لأنه يتقرر فيها أن العقد واقع على دفع مبالغ

نقدية حسب تغيرات سعر السلعة، لا على السلعة نفسها، وهذا عين القمار.

المبحث الثاني: المميزون لهذه العقود وأما لتهم



المصلب الأول: المميزون لهذه العقود



ممن أجاز هذا النوع من العقود: الدكتور أحمد محي الدين؛ إلا أنه لم يجز هذه العقود

في الأوراق المالية، لعدة أسباب منها عدم وجود الحاجة إليها، وأن العملية تنتهي بخسارة

أحد الطرفين، الأمر الذي يجعل من هذه العقود ميدانا لنشاط المضاربة الممنوعة

شرعاً".¹

1 - أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي: د. أحمد محي الدين، ص: 430-431، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط: 1، 1415 هـ.

وممن قال بالجواز أيضاً: الدكتور العياشي فداد؛ فقد أجازته، بشرط أن يتضمن شرطاً يقضي بانتهاء العقد بالاستلام والتسليم.¹

وذهب إلى جواز هذه العقود أيضاً: الدكتور محمد عبد الغفار الشريف، بشرط ألا تكون تلك العقود على سلع وهمية، ليست موجودة عند البائع.²



المصـلب الثاني: أـدلة المـجيزين



بتمحيص أدلة المجيزين لهذه العقود، نلاحظ أنها تركز على ما يلي:

الفرع الأول: الدليل الأول:

- تجويز فقهاء المالكية والحنابلة اشتراط تأجيل تسليم العين إلى المدة

التي يحددها المتعاقدان؛³

واستدل المالكية والحنابلة على ذلك: بحديث جابر بن عبد الله¹ -  -: "أنه كان

يسير على جمل له قد أعيد، فلأنا أن يسبيبه،² قال: فلحقني النبي  فدعا

1 - البيع على الصفة للعين الغائبة، وما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية: د. العياشي فداد، ص: 99-90، 129-130، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط: 1، 2000م.

2 - أسواق الأوراق المالية: د. محمد عبد الغفار الشريف، بحث ضمن مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد: 6/ج: 2، ص: 1307، 1440هـ/1990م.

3 - أحكام السوق المالية: د. محمد عبد الغفار الشريف، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع: 6/ج: 2، ص: 1307

ليرضيه، فسار سيراً لم يسم مثله، قال: "بعنيه بلوقيّة"، قلت: لا، ثم قال: "بعنيه" فبعته بلوقيّة، واستثنيت - وفي رواية واشتركت - عليه حملانه إلى أهلي، فلما أتيت به بالجمل، فنقدني ثمنه، ثم رجعت، فأرسل في أثري فقال: "أثرائي ما كسبته لأخذ جملته؟ أخذ جملته وحرامه، فهو له".⁴

وجه الدلالة:

أن هذا بيع تأخر فيه قبض المبيع والتمن، وكان بفعل رسول الله ﷺ فدل ذلك على جواز تأخير قبض البدلين مدة معلومة.⁵

المناقشة:

نوقش هذا الاستدلال من وجهين:

- 1 - هو جابر بن عبد الله بن عمرو بن حرام الأنصاري السلمي: صحابي جليل، شهد مع أبيه العقبة الثانية، غزا مع رسول الله ﷺ تسع عشرة غزوة، وهو من المكثرين في الرواية عن النبي ﷺ. وروى له البخاري ومسلم وغيرهما 1540 حديثاً. ينظر: "الاستيعاب في معرفة الأصحاب" ابن عبد البر، ج: 1/ص: 219، و "الأعلام" للزركلي، ج: 2/ص: 104.
- 2 - يُسَيَّبَةُ: أي يتركه. ينظر: سبل السلام شرح بلوغ المرام: الإمام الصنعاني، ج: 3/ص: 8، مكتبة الصفا، ط: 1، القاهرة، 1425هـ/2005م.
- 3 - يقول الإمام الصنعاني رحمه الله - معنى: "قد أعيا" أي كلَّ عن السير، و "حُملانه" بضم الحاء المهملة، أي الحمل عليه، و "أثرائي" بضم المثناة الفوقية، أي تظنني و "ماكسُك" المماكسة: المكاملة في النقص عن الثمن. ينظر سبل السلام للصنعاني، ج: 3/ص: 8.
- 4 - أخرجه: البخاري في صحيحه: في كتاب الشروط، باب إذا اشترط البائع ظهر الدابة إلى مكان مسمى جاز، ج: 3، ص: 174، ورواه مسلم في صحيحه واللفظ له: في كتاب المساقاة، باب بيع البعير واستثناء ركوبه، المجلد الثاني، ص: 750.
- 5 - كشف القناع عن متن الإقناع: منصور بن إدريس البهوتي، ج: 3/ص: 190، مطبعة السنة المحمدية، 1366هـ.

الأول: أن فعل النبي ﷺ لم يكن على سبيل البيع، وهذا ظاهر من قوله ﷺ: "أثراني

مَا كَسْتُ لَأَخِي جَمَلًا؟ خُذْ جَمَلًا وَدِرَاهِمًا، فَهُوَ لِي"، أو كما في رواية

البخاري: "مَا كُنْتُ لَأَخِي جَمَلًا، فَخُذْ جَمَلًا فَهُوَ مَالِي".

قال ابن حزم¹: "فَصَحَّ أَنْ الْبَيْعَ لَمْ يَتِمَّ فِيهِ قَطْ، فَإِنَّمَا اشْتَرَطَ جَابِرُ رُكُوبَ الْجَمَلِ لِنَفْسِهِ

فَقَطْ".²

وقال الإمام الصنعاني³: "وَحَدِيثُ جَابِرٍ مُؤَوَّلٌ بِأَنَّهُ قِصَّةٌ مَوْقُوفَةٌ يَتَطَرَّقُ إِلَيْهَا الْإِحْتِمَالَاتُ،

قَالُوا: وَلَئِنَّ ﷺ أَرَادَ أَنْ يُعْطِيَهُ الثَّمَنَ وَلَمْ يَرِدْ حَقِيقَةُ الْبَيْعِ، قَالُوا: وَيَحْتَمِلُ أَنْ الشَّرْطَ

لَيْسَ فِي نَفْسِ الْعَقْدِ، فَلَعَلَّهُ كَانَ سَابِقًا فَلَمْ يُوْثِرْ، ثُمَّ تَبَرَّعَ ﷺ بِإِرْكَابِهِ".⁴

الثاني: أن المالكية والحنابلة لم يقولوا بجواز اشتراط تأجيل الثمن والمثمن معاً، بل إن

المالكية أنفسهم صرحوا بعدم جواز بيع الدين إلا إذا كان الثمن نقداً، وأجازوا للحاجة

تأخير قبض أو تسليم رأس مال السَّلَم عن مجلس العقد إلى ثلاثة أيام فقط، والحنابلة

1 - هو علي بن احمد بن سعيد بن حزم الظاهري، أبو محمد: عالم الأندلس في عصره و أحد أئمة الإسلام، وُلد بقرطبة سنة 384هـ، وكانت له و لأبيه من قبله رئاسة الوزارة فزهد بها وانصرف إلى العلم والتأليف، وأشهر مصنفاته: "المحلى" و "الفصل في الملل والأهواء والنحل"، و "الناسخ والمنسوخ"، توفي رحمه الله بلبلة من بلاد الأندلس سنة 456هـ، ينظر: "الأعلام" للزركلي، ج:4/ص:254.

2 - المحلى: ابن حزم، ج:7/ص:329، تحقيق أحمد محمد شاكر، طبعة مكتبة دار التراث، القاهرة.

3 - هو محمد بن إسماعيل بن صلاح الحسني الكحلاني، ثم الصنعاني، المعروف بالأخير، من بيت الإمامة في اليمن، وُلد بمدينة كحلان سنة 1099هـ، ونشأ وتوفي بصنعاء سنة 1182هـ، من مؤلفاته: "سبل السلام، شرح بلوغ المرام"، و "إرشاد النقاد إلى تيسير الاجتهاد". ينظر: "الأعلام للزركلي، ج:6/ص:38.

4 - سبل السلام: الصنعاني، ج:3/ص:11

ممن يشترطون قبض أو تسليم رأس مال السَّلَم في مجلس العقد، حتى يكون العقد صحيحاً، لأنه لو تأخر كان في معنى بيع الدَّين بالدَّين، وهو منهي عنه شرعاً.¹

وقد حكى ابن المنذر إجماع الفقهاء على عدم جواز بيع الدين بالدين -كما سبق أن ذكرنا-.

الفرع الثاني: الدليل الثاني:

- القياس على السَّلَم:

فإن في السَّلَم تسليمًا للثمن وتأخيرًا للثمن، ثم إن تسليم جزء من الثمن، وتأخير الباقي جائز عند بعض الفقهاء كالمالكية.

وهذه الأوراق المالية عبارة عن ديون لا تتعين بالتعيين، ولكن تحدد بالجنس والنوع كالأسهم من الشركة الفلانية.²

اعترضَ على هذا الدليل بعدة اعتراضات أبرزها:

الأول: أن السَّلَم بيع موصوف في الذمة، والمستقبلات تكون لسلع حاضرة غائبة عن مجلس العقد، وليس مُسَلِّماً بأن الأوراق المالية التي تُتداول هي بيع لديون لا تتعين بالتعيين.³

1 - بداية المجتهد: ابن رشد الحفيد، ص: 623، الروض المربع بشرح المستفتع: منصور البهوتي، ص: 220، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، 1418هـ/1997م.

2 - بورصة الأوراق من منظور إسلامي: شعبان البرواري، ص: 211، دار الفكر، ط: 1، دمشق، 1423هـ/2002م.

3 - الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. محمد علي القرة داغي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع: 7/ج: 1/ص: 154، 1412هـ/1992م.

الثاني: أن السِّلَم يتم فيه دفع كامل الثمن في مجلس العقد، ووجوب تسليم رأس مال السلم أمر متفق عليه بين الأئمة، ولا يجوز تأخير لوقت التسليم؛ لأنه يصبح من بيع الكالئ بالكالئ، وأجاز المالكية تأخيره ثلاثة أيام¹، ولا يجوز عندهم التأخير الطويل؛ فقاعدتهم أن "ما قارب الشيء يُعطى حكمه"، وبالتالي فلا قائل بجواز هذه الصورة فيما يُعلم قوله من السابقين.²

والمبلغ الذي يدفع عند التعاقد هو مبلغ ضمان للالتزام بالتعاقد وليس جزءاً من الثمن؛ لذا لا يتم دفعه للبائع بل للوسيط.³

الثالث: في السوق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعلين مخاطرة منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السِّلَم قبل قبضه.⁴

الفرع الثالث: الحليل الثالث:

- تشبيههم لهذا النوع من العقود بعقد المقاول⁵ الذي فيه تأجيل للبديلين؛

1 - القوانين الفقهية: ابن جزى الغرناطي، ص: 291.

2 - بحوث في قضايا فقهية معاصرة: محمد تقي العثماني، ج: 1، ص: 131.

3 - المرجع السابق، ج: 1، ص: 132.

4 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 346.

5 - عقد المقاول: اتفاق يتعهد بمقتضاه أحد المتعاقدين بأن يصنع للمتعاقد الآخر شيئاً، أو أن يؤدي عملاً، بمقابل مالي يتعهد به هذا المتعاقد للآخر. ينظر: "الجامع في أصول الربا". د. رفيق يونس المصري، ص: 380، دار القلم، ط: 2، دمشق، 2001م.

والذي أجاز لما فيه من المصلحة الداعية لهذا النوع من التعاقد، وهو صورة من صور الكالئ بالكالئ، والذي يسميه المالكية ابتداء الدين بالدين، وبناء على أن الحاجة داعية لمثل هذه العقود ولا يوجد فيها ربا؛ فالمعاملة صحيحة.¹

واعتُرض على هذا الدليل بأمور أهمها:

أولها: أن المقصود الفعلي في عقود الاستصناع² والتوريد³ ونحوها الانتفاع الفعلي وليس مجرد الضمان، والذي يؤدي إلى طلب التسويات النقدية ولزوم حصول القمار نتيجة حتمية، بخلاف عقود المقاولة والتوريد؛ فلا تظهر صورة القمار أبداً فيها.

ثانيها: ويسند الأمر السابق: أن البائع في عقد المقاولة أو التوريد أو الاستصناع مالك لأصل المبيع، أو أن حصوله عنده واقع حكماً من خلال القرائن الموضوعية.

ثالثها: ويسنده أيضاً: انتفاء الضمان من البائع: فإن العقد ينفسخ في هذه العقود إذا عجز أو مات بخلاف الدَّين الذي يظل لازماً في الذمة حتى لو مات أو عجز؛ لذا لا تصنف عقود الاستصناع والتوريد من عقود الدَّين.⁴

1 - الأسواق المالية: د. محمد القرني بن عيد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع:6/ج:2/ص: 1622، 1410هـ/1990م.

2 - الاستصناع: طلب عمل شيء خاص، على وجه مخصوص، مادته من الصانع، فإذا قال شخص لآخر من أهل الصنائع: اصنع لي الشيء الفلاني بالأوصاف التالية بكذا درهم، وقبل الصانع ذلك، كان استصناعاً. ينظر: "مرشد الحيران إلى معرفة أحوال الإنسان في المعاملات الشرعية على مذهب الإمام النعمان"، محمد قدرى باشا، ص: 74، المطبعة الكبرى الأميرية ببولاق، ط:2، مصر، 1308هـ، و "مجلة الأحكام العدلية"، ص: 67. المطبعة الأدبية، بيروت، 1203هـ.

3 - عقد التوريد: هو اتفاق يتعهد فيه أحد الطرفين بأن يُورّد إلى الآخر سلعا موصوفة، على دفعة واحدة، أو عدة دفعات، في مقابل ثمن محدّد، غالبا ما يكون مُقسّطاً على أقساط، بحيث يُدفع قسط من الثمن كلما تم قبض قسط من المبيع. ينظر: "عقود التوريد والمناقصات"، د. رفيق يونس المصري، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع:12، ج:2، ص: 477، 1421هـ/2000م.

4 - التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 96-97.

الأمر الثاني: أن غالب عقود المقايضة يتم فيها دفع لجزء من المبلغ وقت التعاقد، وعلى ذلك تخرج من بيع الكالئ بالكالئ، فليس فيها تأجيل للثمن والمثمن، بل هي أقرب إلى الاستصناع الذي جاز وهو خارج عن الكالئ بالكالئ.¹

الأمر الثالث: لا يسلم بالحاجة في العقود المستقبلية حتى ولو استعملت للتحوط، ثم إن ضررها الواقع على أحد المتعاقدين أكثر من نفعها لكليهما، فإن أحد الطرفين وقت التنفيذ متضرر لا محالة، والخوف على أحد المتعاقدين يسلبه نقل خطره وخوفه للآخر، وبالتالي لم تسلم المعاملة من ضرر،² بل إنها تعتبر من العقود التي يتحمل طرفي العقد مخاطر عدم التزام الآخر بوفاء الطرف الآخر بالتزاماته³ (Credit risk or Default risk).

الفرع الرابع: الدليل الرابع:

- إباحة هذه العقود للحاجة التي تنزل منزلة الضرورة:

وقد قال بهذا القول الدكتور نزيه حماد في بحثه "بيع الكالئ بالكالئ"، وهو يتحدث عن صورة تأجيل البدلين ابتداءً في العقود بعد أن يقر بأنها داخلة في بيع الكالئ بالكالئ، حيث يقول: "تعتبر في أيامنا الحاضرة من الحاجة الخاصة لطائفة التجار وأهل الصناعة لضمان تصريف بضاعتهم، ولتأمين المواد الأولية لصناعتهم بسعر معلوم قبل وقت

1 - قضايا في الاقتصاد والتمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 115-117، دار كنوز إشبيلية، ط:1، الرياض، 1430هـ.

2 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2/ص:949-950.

3 - المشتقات المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 205.

كاف...وطائفة المقاولين في عقود الاستصناع لتعذر إقامتها على غير تلك الصورة، وعلى ذلك فلا يكون هناك مانع شرعي من القول بإباحته استثناءً لداعي الحاجة الخاصة ما دام خالياً من الربا، ويبقى الحكم كذلك ما دامت تلك الحاجة قائمة بهذا الوصف، فإذا انتفت بإطلاق، وأصبحت فردية، فإنها تعود إلى الحكم الأصلي وهو الحظر".¹

ويُعتَرَض على هذا الاستدلال بأن الحاجة التي تنزل منزلة الضرورة يجب أن تكون عامة، وهي ما يكون الاحتياج فيها شاملاً لجميع الناس، أو أن تكون خاصة بطائفة من الناس كأهل بلد أو حرفة، ويُشترط فيها أيضاً أن تكون متعينة، ومعنى تعينها أن تُسَدَّ جميع الطرق المشروعة للوصول إلى الغرض، سوى ذلك العقد الذي فيه مخالفة لأصل من الأصول الشرعية، لأنه لو أمكن الوصول إلى الغرض عن طريق عقد آخر لا مخالفة فيه، فإن الحاجة للعقد الذي فيه مخالفة لا تكون موجودة في الواقع؛ ولهذا لم تجز إجارة الغنم لشرب لبنها، كما لم يجز بيع لبنها في ضرعها؛ لأن الحاجة غير متعينة، إذ في الإمكان شراء اللبن بعد أن يُحَلَب، بينما جازت إجارة الظئر باتفاق الفقهاء؛ لأن الإرضاع لا يكون إلا عن هذا الطريق.²

الرأي الراجح:

بعد العرض السابق لآراء الفقهاء المعاصرين وأدلتهم في بيان حكم العقود المستقبلية والآجلة، أرى والله أعلم أن الرأي الراجح هو الرأي الأول - رأي أغلب الفقهاء

1 - بيع الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي: د. نزيه حماد، ص: 29، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، ط: 1، جدة، 1986م.

2 - الغرر وأثره في العقود: د. الصديق الضرير، ص: 604-605.

والمعاصرين- القائل بعدم جواز هذه العمليات شرعاً، وذلك لقوة أدلته وسلامتها من المناقشة؛ ولأن هذه المعاملات كما تبين أنفاً تفتقد كثيراً من شروط صحة العقد، من أهمها:

1- أن هذه العمليات لا يترتب عليها تسليم أي من البديلين في مجلس العقد، -أي تسليم المبيع للمشتري أو الثمن للبائع عند إنشاء العقد-، بل يتأخر فيها البدل-الثمن والمثمن- إلى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثم فهي تدخل في بيع الكالئ بالكالئ، أي الدين بالدين المنهي عنه شرعاً.

2- أن هذه العمليات مضافة إلى أجل يتم إنشاؤه في أسواق البيوع الآجلة، ولا تفيد التمليك في الحال، وبالتالي لا تؤدي إلى إحداث آثار العقد وأحكامه التي قررها الشارع في العقود.

3- أن هذه العمليات تشتمل على بيع الإنسان ما ليس عنده، وهذا لا يجوز شرعاً إما لأنه معدوم أثناء العقد، وإما لأن فيه غرراً أو جهالة تؤدي إلى النزاع والخصومة.

4- أن هذه العمليات تحتوي على بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه، وقد ذهب الرأي الراجح في الفقه الإسلامي إلى عدم جواز هذا النوع من البيوع مطلقاً.

5- أن هذه العمليات تنطوي على الربا؛ لأن الربا تأجيل مركز المضارب إلى تاريخ آخر مقابل دفع مبلغ من المال-أي بدل التأجيل- نظير الزمن، وهذه المعاملات تدخل في معنى ربا النسيئة المحرم شرعاً.

وفضلاً عن هذا كله فإن هذه العمليات حتى وإن كانت واردة أو منصبة على أوراق مالية يجوز التعامل بها شرعاً، إلا أنه يدخلها الجهالة من أوسع أبوابها، كما تنطوي على الغش والكذب والتدليس والقمار، وتؤدي إلى الإضرار بأحد المتعاملين، حيث لا يكسب أحدهما الربح إلا على حساب الطرف الآخر.

المبحث الثالث: بدائل شرعية مقترحة



المصطلب الأول: مفهوم البديل الشرعي



الفرع الأول: تعريف البديل لغة:

البديل لغة: الباء والبدال واللام أصل واحد، وهو قيام الشيء مقام الشيء الذاهب، يُقال هذا بَدَلَ الشيء وبديله. ويقولون بَدَّلَت الشيء إذا غَبَّرْتَهُ وإن لم تأت له ببدل. قال تعالى:

"فَلْ مَا يَكُونُ لِي أَنْ أَبَدِّلَهُ مِنْ تِلْكَ آيَةٍ نَفْسِي" ¹ ²

1 - سورة يونس، الآية: 15
2- معجم مقاييس اللغة، ابن فارس، مادة: ب د ل.

وفي القاموس المحيط: "وبادله مُبادلةً وبدالا: أعطاه مثل ما أخذ منه".¹

وفي لسان العرب: "بَدَلُ الشيءِ وبَدَلُهُ وبَدِيلُهُ: الخَلْفُ منه... والأصل في التبديل تغيير الشيء عن حاله، والأصل في الإبدال جعل شيء مكان شيء آخر كإبدالك من الواو تاء في تالله..."

وقوله عز وجل: "يَوْمَ تُبَدَّلُ الْأَرْضُ غَيْرَ الْأَرْضِ وَالسَّمَوَاتُ"². قال الزجاج³:

تبديلها والله أعلم، تسيير جبالها وتفجير بحارها وكونها مستوية لا ترى فيها عوجا ولا أمّتا، وتبديل السماوات انتشار كواكبها وانفطارها وانشقاقها وتكوير شمسها وخسوف قمرها...".⁴

ويُقال: أبدلتُ الخاتمَ بالحلقة: إذا نَحَيْتَ هذا وجعلتَ هذا مكانه، وبَدَلْتُ الخاتمَ بالحلقة: إذا أذبتَه وسَوَّيْتَه حَلَقَةً، وبَدَلْتُ الحلقةَ بالخاتم: إذا أذبتَها وجعلتها خاتما.⁵

ومنه قوله تعالى: "بَاءٌ وَلَكُمْ يَبْدَلُ اللَّهُ سَيِّئَاتِهِمْ حَسَنَاتٍ"⁶: أي أَنَّهُ تعالى قد أزال

السيئات وجعل مكانها حسنات.⁷

الفرع الثاني: تعريف البديل في الشرع:

1 - القاموس المحيط، الفيروزآبادي، مادة: ب د ل.

2 - سورة إبراهيم، الآية: 48

3 - هو إبراهيم بن السري بن سهل أبو إسحاق، عالم بالنحو واللغة، ولد في بغداد سنة 241هـ، وكان من أهل الفضل والدين، حسن الاعتقاد، وكان يخطر الزجاج في قُتُوتِهِ، ثم مال إلى النحو، فلزم المبرد. وله من التصنيف: "معاني القرآن"، و "الاشتقاق"، و "خلق الإنسان" وغيرها. توفي في بغداد سنة 311هـ.

ينظر في ترجمته: طبقات المفسرين للداوودي، ج: 1/ص: 9، والأعلام للزركلي، ج: 1/ص: 40.

4 - لسان العرب، ابن منظور، مادة: ب د ل.

5 - تاج العروس، الزبيدي، مادة: ب د ل.

6 - سورة الفرقان، الآية: 70

7 - تاج العروس، الزبيدي، مادة: ب د ل.

مفهوم البديل في الشرع، أو ما يسمّى البديل الشرعي، يمكن صياغته انطلاقاً من المعنى اللغوي، ونعني به تعويض الشيء المحرّم بشيء آخر من الحلال الطيب، أو ما يؤتى به من عمل من الأعمال المشروعة من خير وبرٍّ ومعروفٍ، لِيَسُدَّ الفراغ الناشئ عن إزالة مُحَرَّم من المُحَرَّمَات أو مُنكَرٍ من المُنْكَرَات.

ومن فضل الله ورحمته ولطفه بخلقه أنه ما حرّم عليهم شيئاً إلا أعطاهم العِوَض الطيّب والبديل الحلال الذي يغنيهم عن المحرّمات.

قال ابن القَيِّم¹: "فما حرّم الله على عباده شيئاً إلا عوّضهم خيراً منه، كما حرّم عليهم الاستقسام بالأزلام وعوضهم منه دعاء الاستخارة، وحرّم عليهم الربا وعوضهم منه التجارة الربحية، وحرّم عليهم القمار وأعاضهم منه أكل المال بالمسابقة النافعة في الدين، بالخيول والإبل والسهام، وحرّم عليهم الحرير، وأعاضهم أنواع الملابس الفاخرة من الصّوف والكتّان والقطن، وحرّم عليهم الزّنا واللواط، وأعاضهم منهما بالنكاح، والتسرّي بصنوف النساء الحسان، وحرّم عليهم شرب المسكّر وأعاضهم عنه بالأشربة اللذيذة النافعة للروح والبدن، وحرّم عليهم سماع آلات اللهو من المعازف، وأعاضهم عنها بسماع القرآن العظيم، والسبع المثاني، وحرّم عليهم الخبائث من المطعومات،

1 - هو محمد بن أبي بكر بن أيوب بن سعد الزُّرْعِي، ثمّ الدَّمَشْقِي الفقيه، الأصولي، المفسّر، النُّحْوِي، العارف، شمس الدّين أبو عبد الله ابن قَيِّم الجُوزِيّة، وُلِدَ سنة 691هـ، وتفقّه في المذهب الحنبلي، وبرع في وأقنّى، ولازم الشيخ تقيّ الدّين ابن تيمية وأخذ عنه، وتفنّن في علوم الإسلام، ومن تصانيفه: "زاد المعاد في هدي خير العباد"، و"إعلام الموقعين عن ربّ العالمين"، و"بدائع الفوائد"، و"الطرق الحكيمة" وغيرها كثير، توفي رحمه الله ليلة الخميس ثلث عشر رَجَب سنة إحدى وخمسين وسبعمائة. ينظر في ترجمته "الذيل على طبقات الحنابلة" للحافظ ابن رجب، ج:5/ص:170.

وأعاضهم عنها بالمطاعم الطيبات".¹

ومفهوم البديل الشرعي أصوله من الكتاب والسنة، وله شواهد كثيرة منهما؛ فقد قال

عز وجل مرشدا عباده: "يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَفُولُوا رَاعِنَا وَفُولُوا ۖ نَنْظُرْنَا"²،

فأرشد الله إلى المشروع من النداء بعد أن نهى عن الممنوع منه.

وقال سبحانه وتعالى: "وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا"³، فوجّه الله سبحانه وتعالى

عباده إلى أحد الطرق المشروعة في كسب المال بعد أن حرّم عليهم الربا وبَيَّن لهم أنّه ليس

مثل البيع في الحُكم.

ومن يتدبّر سيرة الرسول ﷺ، يجد أنه إذا حرّم شيئا يُبَيِّن البديل المشروع مقابل ذلك

الأمر المحرّم، فعن أبي سعيد الخدري⁴ قال: "جاء بلال⁵ إلى رسول الله ﷺ

1 - روضة المحبين ونزهة المشتاقين: ابن قَيِّم الجوزية، ص: 18- 19، تحقيق: محمد عزيز شمس، طبعة الفقه الإسلامي، ط: 1، جة: 1431هـ.

2 - سورة البقرة، الآية: 104

3 - سورة البقرة، الآية: 275

4 - هو سعد بن مالك بن سنان الأنصاري الخزرجي، أبو سعيد الخدري، وهو مشهور بكنيته، أول مشاهده الخندق، وغزا مع رسول الله ﷺ اثنتي عشرة غزوة، وكان ممّن حفظ عن رسول الله ﷺ سننا كثيرا، وروى عنه علما جمّا، وكان من نُجباء الأنصار وعُلمائهم وفُضلائهم، توفي سنة 74 هـ. ينظر: "الاستيعاب في معرفة الأصحاب" لابن عبد البر، المجلد الثاني، ص: 602.

5 - بلال بن رباح المؤدّن، يُكنّى أبا عبد الله، وهو مولى أبي بكر الصديق ﷺ: اشتراه ثمّ أعتقه، وكان له خازنا، ولرسول الله ﷺ مؤذنا، شهد بدرا وأُحدا وسائر المشاهد مع رسول الله ﷺ، وأخى رسول ﷺ بينه وبين عُبيدة بن الحارث، وكان من السبعة الأوائل الذين أظهروا الإسلام. مات ﷺ بدمشق، ودُفِن عند الباب الصغير بمقبرتها سنة عشرين، وهو ابن ثلاث وستين سنة. ينظر: "الاستيعاب في معرفة الأصحاب" لابن عبد البر. المجلد الأول، ص: 179.

بتمر بَرْنُو¹ وقال له النبي ﷺ: من أين لك هذا؟ قال بلأ: كان عندنا تمر ردي، فبعت منه صاعين بصاع ليصعمر النبي ﷺ، فقال النبي ﷺ: أوله، أوله عين الرب، لا تفعل؛ ولكن إذا أرأت أن تشتري فبع التمر ببيع آخر، ثم اشتر به²، فلمّا منع رسول الله ﷺ بلالا رضي الله عنه من شراء التمر بالتمر متفاضلا، فتح له بابا آخر من أمر مشروع، وهو أن يبيع التمر الرديء بمال نقدا، ثم يأخذ هذا النقد ويشترى به التمر الجيد.

وكثيرا ما نجد في السنة النبوية عبارة: "لا تقولوا ولكن قولوا"، مثل قوله ﷺ: "لا يقولن أحدكم للعنب الكرم، إنما الكرم الرجل المسلم"³ وقوله ﷺ: "ولا تقولوا السلام على الله، فإن الله هو السلام، ولكن قولوا التحيات لله والصلوات والصيبات..."⁴ وقوله ﷺ: "لا يقل أحدكم أصعمر ربّ، وضري ربّ، اسق ربّ، وليقل سيدي مولاي، ولا يقل أحدكم عبي أمّتي، وليقل فتاري

1 - البرني: ضرب من التمر أصفر مدور، وهو أجود التمر، واحدته برنية؛ قال أبو حنيفة: أصله فارسي، قال: إنما هو بارني، فالبار الحُمْلُ، ونبي تعظيم ومبالغة. لسان العرب، ج: 1/ص: 392.

2 - أخرجه البخاري في صحيحه في كتاب: الوكالة، باب: إذا باع الوكيل شيئا فاسدا فبيعه مردود، ج: 3/ص: 64.

وأخرجه مسلم في صحيحه في كتاب المساقاة، باب: بيع الطعام مثلا بمثل، المجلد الثاني، ص: 747.

3 - أخرجه مسلم في صحيحه، كتاب: الألفاظ من الأدب وغيرها، باب: كراهة تسمية العنب كرمًا. المجلد الثاني، ص: 1070

4 - أخرجه البخاري في صحيحه، كتاب: الأذان، باب: ما يُتَخَيَّرُ من الدعاء بعد التشهد وليس بواجب، ج: 1/ص: 203.

وأخرجه مسلم في صحيحه، كتاب: الصلاة، باب: التشهد في الصلاة: المجلد الأول، ص: 189

وفتاترو غلاماً¹، وقوله ﷺ: "إن أصابك شيء فلا تقل لو أني فعلت كان

كذا وكذا... ولكن قل: قدر الله وما شاء فعل"²، فلما نهى الرسول ﷺ عن

اللفظ الخاطئ أرشد إلى اللفظ الصحيح الطيب.

ووجود البديل الشرعي في المجتمع هو من تمام إقامة حجة الله عز وجل على العباد؛ كما

أنّ توفيره والحثّ عليه من قبل العلماء هو من تمام نصحتهم للعباد.

ومن غايات إيجاد البديل الشرعي: التسهيل والتيسير على الناس، ورفع الحرج عنهم، فإن

من مقاصد الشريعة رفع الحرج عن الناس، وفي توفير البديل الشرعي المباح بدلاً عن

الشيء المحرّم رفعٌ للمشقة عن الناس، مشقة الحاجة إلى البديل من ناحية، أو مشقة

المعصية والمخالفة من ناحية أخرى.³

غير أن هذه البدائل يجب أن تكون مضبوطة بقواعد الشريعة، مظهرة سماحتها وكمالها

ورحمتها بالملكفين، وتيسيرها للناس أمور معاشهم، وإخراجهم بها من التبعية للأمم

قاطبة.

1 - أخرجه البخاري في صحيحه، كتاب العتق وفضله، باب: كراهية التطاول على الرقيق، ج:3/ص:124.

2 - أخرجه مسلم في صحيحه، كتاب القدر، باب في الأمر بالقوة وترك العجز، والاستعانة بالله ، وتقويض المقادير لله، المجلد الثاني، ص: 1229.

3 - البديل الإسلامي: المفهوم والغاية والتفعيل والضوابط: حسن عبد الحي، نقلاً عن الموقع الإلكتروني: [http://www.alukah.net/culture/0/41262:مقالة مضافة إلى الموقع بتاريخ: 2012/05/24](http://www.alukah.net/culture/0/41262:مقالة%20مضافة%20إلى%20الموقع%20بتاريخ%202012/05/24)



المصـلب الثاني: بدائل شرعية عن العقود المستقبلية

والآجلة



بعـدما تبين لنا حرمة العقود المستقبلية والآجلة، وعدم جواز التعامل بها، لما تتضمنه من محاذير ومخالفات شرعية كما سبق بحثه، فهل يمكن تصحيح هذه العقود، باستبعاد ما فيها من محذورات، أو الاستعاضة عنها بدائل شرعية تحقق نفس غاياتها، وفي نفس الوقت تكون متوافقة مع أحكام الشريعة؟

حاول الدكتور عبد الرحيم الساعاتي إيجاد صيغة للمستقبليات خالية من المحذورات الشرعية، وذكر في ذلك قيوداً وهي:

- أ- أن يكون تبادل السلعة والـثمن في زمن الاستحقاق فقط.
- ب- يمكن أن يكون الثمن حق انتفاع، أو ديناً مستحق الأداء في يوم التسوية.
- ج- لا بد أن تكون السلعة مثلية لا قيمية.
- د- جميع المواصفات المؤثرة في ثمن السلعة يجب أن تكون معلومة ومتفقاً عليها.
- هـ- كمية السلعة وـثمنها يجب أن يكونا معلومين ومتفقاً عليهما.

و- ليس من الضروري أن يكون بائع السلعة منتجاً لها (في حالة السلع الزراعية)، ولا أن تكون السلعة مملوكة له عند عقد الصفقة.

ز- السلعة والتمن يجب أن يكونا غير ربويين.¹

وهذه قيود عامة لعقود الآجال حتى تكون إسلامية، والغرض منها إيجاد عقود تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وهي في جوهرها شراء مؤجل لسلع موصوفة بثمن متفق عليه، ويتم التسليم في الزمان والمكان المتفق عليهما.

ولا شك أن وضع مثل هذه القيود سيمكّن من تلافي بعض المحاذير الشرعية للمستقبلات، لكن تبقى محاذير أخرى، مثل:

1- تأجيل البدلين: ومحاولة الباحث بنفي دعوى الإجماع غير مقبولة.

2- عدم ملك البائع للسلعة وقت إبرام العقد.

3- أن هذا العقد يكتنفه مخاطر من وجه آخر، وأبرز هذه المخاطر هي:

أ- مخاطر النكول: فالعقد قائم على ثقة كل من الطرفين في الآخر لتنفيذ العقد

وقت التسليم، والسعر في فترة الأجل قابل للزيادة أو النقصان، فقد يكون

السعر وقت التسليم أعلى من السعر المتفق عليه، مما يحرض البائع على

التخلف عن الوفاء بالتزامه، وهكذا الشأن إذا كان السعر في وقت التسليم أدنى

1 - مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة: د. عبد الحميد الساعاتي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، مجلد: 15، ص: 36 عدد: 1، 1423هـ.

من المتفق عليه؛ مما يغري المشتري الشراء من السوق المفتوحة بالسعر الفوري وعدم الالتزام بالعقد المستقبلي.

ب- مشكلات التوافق: في عقد التحوط المستقبلي المتوافق مع الشريعة هناك صعوبة في إيجاد الشريك المناسب للطرفين، فلو أن أحد الطرفين يرغب -مثلاً- في بيع 10 أطنان من السكر تُسلم بعد ستة أشهر، قد يكون من الصعب إيجاد من يرغب التعاقد الآن على مثل هذه السلعة وبمثل هذه الكمية وبنفس تاريخ التسليم.

ج- مشكلات تصفية العقود: يُلاحظ على صيغة العقود المستقبلية المتوافقة مع الشريعة كونها ملزمة للطرفين، فلو فرض تغير السوق وصار العقد غير مرغوب في تنفيذه وتسليمه، فإنه لا خيار أمام الطرفين سوى التسليم، حتى ولو كان الوضع غير مثالي لأحد الطرفين.¹

وحاول الدكتور علي القره داغي إيجاد بديل شرعي عن طريق "السلم بشروطه الشرعية"، وكذلك "الاستصناع في السلع المصنّعة"، ولا شك أن الأخير فيه مرونة أكثر من حيث تسليم العوضين، وذلك بأن توضع عقود نمطية خاصة بالسلع المصنّعة، فيتفق التاجر مع المصنّع عن طريق الوسيط لصنع الكميات المطلوبة، ويذكر في العقد المواصفات المطلوبة، والزمن والثمن، وحينئذ لا يُحتاج إلى تسليم الثمن والمثمن عند

1 - مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة: د. عبد الحميد الساعاتي، ص: 39-40.

العقد، وكذلك يمكن أن نستفيد من عقد الجعالة¹، بأن يُجعل فيه الشروط والمواصفات ويصاغ العقد على شكل (الجعالة)، بأن يُنص فيه: "من أتى بكمية كذا من السلع الصناعية (كذا) في زمن (كذا) فإنه يُعطى له مقابل كل طن (مثلاً) مبلغ كذا".²

ويرى الدكتور عبد الستار أبو غدة أن البديل المشروع للمستقبلات أحد أمرين:

- 1- إما تعجيل المبيع، وتأجيل الثمن، وهو البيع بالأجل، ويحقق غرض المشتري بالحصول على السلعة والتزامه بثمنها في ذمته، مستفيداً من ذلك التأجيل، مع حق البائع في زيادة الثمن عن البيع الحال، نظير ما فاتته من التقليل المؤدي لزيادة أرباحه، بقبض الثمن الحال ووضعه في سلع أخرى وهكذا.
- 2- وإما بتأجيل المبيع وتعجيل الثمن، وهو السَّلَم، وهو مشروع أيضاً بأدلة كثيرة، وهو يحقق تَمَلُّكَ البائع للثمن وانتفاعه به، وحصول المشتري لاحقاً على السلعة بثمن أرخص من السوق.

على أنه إذا كان المبيع مواداً تدخلها الصناعة، فإنه يجوز تأجيل جميع أو بعض الثمن أيضاً، لأنه بوجود عنصر العمل للتصنيع تأخذ شيئاً من الإجارة، وهي منفعة مؤجلة مرتبطة بالزمن المستقبلي، ويجوز تأجيل أجرتها، وهذا التأجيل للمبيع يقتضيه عنصر التصنيع وهو غرض مقصود للمشتري، فليس بسبب تأجيل تسلمه للمبيع -وهو مُعَيَّن-

1 - الجُعالة: هي الإجارة على منفعة مضمون حصولها، مثل مشاركة الطبيب على البرء، والناشد على وجود العابد الأبق. وقد اختلف العلماء في منعه أو جوازه؛ فقال مالك: يجوز ذلك في اليسير بشرطين: أحدهما: ألا يضرب لذلك أجلاً، والثاني: أن يكون الثمن معلوماً، وقال أبو حنيفة: لا يجوز؛ وللشافعي قولان. ينظر: بداية المجتهد ونهاية المقتصد، لابن رشد الحفيد، ص: 653.

2 - الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. علي محيي الدين القره داغي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع/7 ج:1/ ص: 189-190، 1412 هـ / 1992 م.

بل بسبب أنه موصوف في الذمة.¹

ويقترح الدكتور سامي السويلم صيغة إسلامية للمستقبلات على العملات وفق الآلية الآتية:

يقوم المصرف بشراء السلعة المطلوبة بعملة ثم يبيعها للمستفيد بعملة أخرى، بدلاً من إبرام المستقبلات على العملات مع البنك الضامن لمخاطر الصرف، بعقد منفصل عن السلع المقصودة بالتبادل. ووجه ذلك:

أن المربحة² كما هي مقبولة شرعاً إذا كانت لغرض التمويل، فكذلك تكون مقبولة إذا كانت بغرض التحوط؛ لأن كلاهما يجعل التمويل جزءاً لا ينفك عن التبادل الحقيقي، ويصبح المقصود النهائي من المعاملة هو النشاط المولّد للثروة، مع الأخذ بعين الاعتبار تحقق شروط القبض والضمان والملكية لتكون المعاملة شرعية، ومن ثم تتحقق أهدافها الاقتصادية.³

على سبيل المثال إذا رغبت مؤسسة تجارية في استيراد سلع بعملة معينة (اليورو مثلاً) في حين تحصل على إيراداتها بعملة مغايرة (الدولار)، فستواجه هذه المؤسسة مخاطر اختلاف سعر الصرف بين الدولار واليورو بين وقت التعاقد وبين وقت السداد، فقد يكون سعر الصرف وقت التعاقد على استيراد السلع المطلوبة هو: 1,15 دولار مقابل

1 - ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي: د. عبد الستار أبو غدة، ص: 4، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة- البحرين، 18- 19 ماي 2009م.

2 - المربحة: هو بيع السلعة بالثمن الذي أشتريته به مع زيادة ربع معلوم. ينظر: الشرح الكبير للدردير ومعه حاشية الدسوقي، ج:3، ص: 244.

3 - التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 152.

اليورو، وتُحدّد أسعارها على هذا الأساس، لكن إذا حلّ وقت سداد ثمن السلع بعد ستة أشهر مثلاً، فقد يصبح سعر الصرف هو 1,4 دولار لليورو، وهو ما يجعل المستورد يتعرض لخسارة تتجاوز 21%¹.

وعلى كل حال فإن هذا العقد قائم على أركان باطلة في الشريعة، وتغيير هذه الأركان ينقل العقد من ماهيته المعروفة إلى أداة مالية جديدة، وليس هناك حاجة ملحة إلى مثل هذا العقد، ما دام أنه - حتى عند الاقتصاديين - سبب في زيادة المخاطر، لا في تقليلها، والله أعلم.

1 - التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، ص: 152.
185

الباب الثاني

عقود الاختيارات في الأسواق
المالية، وأحكامها الفقهية

وفيه فصلان:

- الفصل الأول: عقود الاختيارات في الأسواق المالية
- الفصل الثاني: الحكم الشرعي لعقود الاختيارات

الفصل الأول

عقود الاختيارات في الأسواق

المالية

وفيه مبحثان:

- المبحث الأول: عقود الاختيارات: مفهومها، خصائصها، وعناصرها
- المبحث الثاني: أنواع عقود الاختيارات في الأسواق المالية المعاصرة، وكيفية تنفيذها

المبحث الأول: عقود الاختيارات: مفهومها، خصائصها، وعناصرها



المطلب الأول: تعريف عقود الاختيارات



ويطلق عليها أيضا اسم الخيارات أو الامتيازات، وعُرِفَتْ عقود الاختيارات بعدة تعريفات منها:

أ- عقد يُبرَمُ بين طرفين مشترٍ ومُحَرَّرٍ، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء عدد من وحدات أصل ما أو بيعها، بسعر يُحدَّد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ويُعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينقذ العقد أو لا ينقذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمُحَرَّرِ في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزءا من قيمة الصفقة، بمعنى أنه سوف يخسر مشتري العقد قيمة المكافأة سواء نقذ العقد أو لم يُنقذه.¹

ب- اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية معينة، خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي)، أو تاريخ

1 - إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، د. منير هندي ص: 5-6، المكتب العربي الحديث، ط:2، الإسكندرية، 2011.

محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما. والأداة المالية يمكن أن تكون سهما أو سندا أو سعر فائدة أو عملة أو أية أداة مالية متداولة في الأسواق المالية العالمية.¹

ج- عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل.²

د- عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع بإعطاء مشتري العقد الحق (وليس التزاما) في أن يشتري منه أو يبيع له شيئا ما (سلعة أو أداة مالية كالأسهم)، بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين.³

هـ- عقد يعطي حامله حق شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد متفق عليه مسبقا، يسمى بسعر الممارسة، وذلك قبل أو في تاريخ استحقاق العقد.⁴

و- عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية، في تاريخ لاحق بسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري العقد الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل مكافأة غير قابلة للرد، يدفعها للبائع والذي يطلق عليه محرر الخيار.⁵

1 - الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة: د. حسين بني هاني، ص: 171، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002م.

2 - المشتقات المالية، د. طارق عبد العال حماد، ص: 41.

3 - المشتقات المالية، د. طارق عبد العال حماد ص: 42/ المشتقات ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان ص: 147.

4 - الاستثمار، مفاهيم، تحليل، استراتيجية: د. خالد الراوي، ص: 308، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط:1، عمان، 1999م.

5 - أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، د. منير هندي، ص: 573، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999م.

ز- عقد مالي يتيح لمشتريه الحق في شراء أو بيع نوع معين من الأصول المالية، بسعر

معين، في تاريخ معين، دون أن يكون ملتزماً بذلك.¹

ح- الأحقية التي تمنح لصاحب الخيار بأن ينفذ عقد شراء أو بيع عدد محدد من

الأوراق المالية، بسعر محدد، خلال مدة محددة، أو أن يمتنع عن ذلك، مقابل غرامة محددة.²

ط- عقد يخول لحامله الحق لبيع أو شراء أوراق مالية، أو سلع معينة، بسعر معين

طيلة فترة زمنية معينة.³

ي- عقد الخيار هو: اتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس

الالتزام في شراء أو بيع أصل معين، أو أداة مالية معينة، بسعر محدد، وخلال فترة معينة.⁴

ك- عقد يتم بموجبه منح الحق -وليس الالتزام- لشراء أو بيع شيء معين، كالأسهم

أو السلع، أو العملات، أو السلع أو المؤشرات، أو الديون بثمان محدد، لمدة محددة، ولا

التزام واقعاً فيه إلا على بائع هذا الحق.⁵

من خلال ما سبق يمكن القول بأن عقد الاختيار هو: "عقد يمنح صاحبه الحق في شراء

1 - ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات؟، د. جلال البناء، ص: 573، شركة الندى للطباعة، ط: 1، طنطا، مصر، 2007م.

2 - Gilbert W. Cooke *The Stock Markets* Op. p158، نقلاً عن: أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، د. أحمد محي الدين أحمد، ص: 438.

3 - الأدوات المالية التقليدية، د. محمد الحبيب جرابية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع/6/2/ص: 1538.

4 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد حبش، ص: 175.

5 - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 344.

أو بيع نوع معيّن من الأصول المالية، وذلك بسعر محدد، خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي)، أو تاريخ محدد (الأوربي)، أو أن يمتنع مقابل غرامة محددة.

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن توضيح مفهوم عقود الاختيارات بإبراز الأمور الآتية:

أولاً: الاختيار عقد على حق مجرد، وليس على أسهم معينة مثلاً، يُخَوَّلُ لمشتريه حق بيع أو شراء أسهم معلومة، منصوص عليها في العقد، فالمعقود عليه هو الاختيار نفسه، لا الأسهم المنصوص عليها.

ثانياً: عقد الاختيار ملزم لأحد العاقدين، وهو بائع الاختيار، وغير ملزم للعاقد الآخر، وهو مشتري الاختيار.¹

ثالثاً: الاختيار عقد بين طرفين:

الطرف الأول: مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي يملك -بمقتضى العقد- الحق في بيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد، خلال مدة الاختيار.²

الطرف الثاني: بائع الاختيار، ويسمى (مُخَرِّر الاختيار)، وهو الطرف الذي يلتزم ببيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد، عندما يقرر ذلك مشتري الاختيار.³

1 - الاستثمار في الأوراق المالية، د. سعيد توفيق عبيد، ص: 453؛ مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، ص: 91.

2 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 264؛ الأسواق والمؤسسات المالية، د. منير صالح هندي، و د. رسمية قرياقص، ص: 58-57؛ مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، ص: 91-92؛ الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش، ص: 175.

3 - الاستثمار في الأوراق المالية، د. سعيد توفيق عبيد، ص: 453؛ البورصات "أسهم-سندات-صناديق الاستثمار"، د. عبد الغفار حنفي، ص: 357، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006م. مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، ص: 91-92؛ الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش، ص: 175.

رابعاً: الاختيار حق قابل للتداول، ولذا عُدَّ أداة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل الاختيار¹.

خامساً: يدفع كل من طرفي عقد الاختيار عمولة للسمسار الذي يتعامل معه كل منهما، وتحدد هذه العمولة بنسبة معينة من ثمن الاختيار، وليس من ثمن الأسهم محل الاختيار، وعند تنفيذ العقد يدفع كل من المشتري والمحرر عمولة أخرى لسمساريهما، تحدد بنسبة معينة من سعر التنفيذ، لا من القيمة السوقية للأسهم محل الاختيار².



المصـلب الثاني: خصائص عقود الاختيارات



من خلال التعريفات السابقة، يتضح أن أهم خصائص عقود الاختيار هي ما يلي:

1- أن محل التعاقد في عقود الاختيار هو مجرد حق بيع أو شراء للسلعة أو الأداة المالية، وليس بيعها أو شراءها بعينها، أي أن محل المعاوضة هو ضمان سعر السلعة مدة معلومة لا السلعة بعينها.

2- أن للخيار قيمة سوقية، وقيمة ذاتية أي وقت التعاقد، والقيمة السوقية أكبر عادة من القيمة الذاتية، ويسمى الفرق بين القيمة السوقية والذاتية بالقيمة الزمنية³.

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية، د. منير إبراهيم هندي، ص: 553.

2 - المصدر السابق، ص: 615.

3 - الفكر الحديث في مجال الاستثمار: د. منير إبراهيم هندي، ص: 88، والمشتقات المالية: د. طارق عبد العال حماد، ص: 78.

والمغيرات التي تؤثر على قيمة الخيار: السعر المتوقع للأصل، سعر الممارسة، مدة الخيار، تقلبات الأسعار خلال مدة الخيار: السعر المتوقع للأصل، سعر الممارسة، مدة الخيار، توقعات تقلبات الأسعار خلال مدة الخيار، سعر الفائدة، الأرباح الموزعة أو الفوائد خلال فترة صلاحية الخيار.¹

فمثلاً: في خيار الشراء (الاستدعاء):

- يرتفع سعر الاختيار كلما ارتفع السعر المتوقع للسهم.

- كما أن العلاقة بين سعر الممارسة وسعر اختيار الشراء عكسية:

*فإن كان سعر السهم يساوي سعر الممارسة فإن اختيار الشراء يكون في حالة تسمى (At the money)، وهي الحالة المحايدة.

*وإن كان سعر السهم أقل من سعر الممارسة فإن اختيار الشراء يكون في حالة تسمى (Out of the money)، وهي الحالة الخاسرة.

*وإن كان سعر السهم أعلى من سعر الممارسة فإن اختيار الشراء يكون في حالة تسمى (In the money)، وهي الحالة الربحية.

وتسمى هذه الحالات الثلاث: حالة العقد (Contract Condition).²

ولا شك أن أفضل النتائج لحامل خيار الشراء أن يشتري السهم (أو الأصل المشتق) بسعر منخفض بدلاً من سعر مرتفع.

1 - الأدوات المالية التقليدية: د. محمد جراية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد: 6، ج: 2/ص: 1560، 1410هـ/1990.

2 - المال والاستثمار في الأسواق المالية: د. فهد الحويمان، ص: 374، مطابع الهلال للأوقست، ط: 2، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1427هـ.

ويمكن تلخيص الحالات المربحة والخاسرة بالنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ في الجدول الآتي:¹

نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح In the money	سعر السوق < سعر التنفيذ تنفيذ العقد	سعر السوق > سعر التنفيذ تنفيذ العقد
الخيار الخاسر Out of the money	سعر السوق > سعر التنفيذ لا يُنفَّذ العقد	سعر السوق < سعر التنفيذ لا يُنفَّذ العقد
الخيار المتكافئ At the money	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

- من المفترض كلما طالت مدة الخيار أن يكون التوقع بكون سعر السهم أكثر ارتفاعاً في قيمته.

- العلاقة طردية بين سعر الاختيار وتقلب أسعار الأسهم؛ لأن الغالب أن تكون النتيجة بارتفاع سعر السهم.

- كلما ارتفع سعر الفائدة كلما كانت القيمة الحالية لسعر الممارسة أقل؛ وبالتالي يرتفع سعر الخيار.

- أثر توزيع الأرباح سلبي على خيار الشراء؛ فصاحب الخيار لن يستفيد من الأرباح وقت الممارسة، لذا كان من الأفضل ممارسته قبل توزيع الأرباح.²

1 - الأسواق المالية: - مؤسسات - أوراق-بورصات، د. محمود محمد الداغر، ص: 128.
2 - الأدوات المالية التقليدية: د. محمد جرابية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد: 6، ج: 2/ص: 1562 - 1560، 1410هـ/1990.

6- إن تنفيذ العقد يتم في تاريخ محدد كما في عقود الاختيارات الأوربية، أو طيلة مدة العقد كما في عقود الاختيارات الأمريكية.

7- إن عقود الاختيارات تسري في السلع والأدوات المالية المختلفة كالأسهم والسندات، كما تسري على مؤشرات الأسواق المالية والعملات.

8- إن أهم هدفين لعقود الاختيارات هما: التحوط من تقلبات الأسعار، والمجازفة لتحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها¹.



المصطلح الثالث: عناصر عقود الاختيارات



تقوم عقود الاختيارات على عناصر أساسية، يمكن تحديدها في ما يلي:

1- مشتري الحق Buyer

هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق الاختيار، هو حق اختيار بيع

1 - سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. عطية فياض، ص: 368، دار النشر للجامعات، ط: 1، مصر، 1418 هـ/ 1998 م الاستثمار، د. خالد الراوي، ص: 309؛ الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف، ص: 159-161؛ إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 264-270؛ الاختيارات، دراسة فقهية تحليلية مقارنة، د. عبد الوهاب أبو سليمان، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع7 ج2/ ص279؛ المشتقات ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 183؛ الأسهم، الاختيارات، المستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها، د. محمد علي القرني بن عيد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع7 ج2/ ص218؛ الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، د. السيد متولي عبد القادر، ص: 248-249.

أو شراء ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الاختيار.

2- بائع الحق Writer؛

ويسمى أيضا محرر الحق ، وهو الذي يتلقى ثمن الخيار من قبل مشتري الخيار.

3- سعر التنفيذ Exercise or Striking Price؛

هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.

4- السعر السوقي Market Price؛

هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق Price at Expiration Date.

5- تاريخ التنفيذ Exercise Date؛

هو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.

6- تاريخ الانتهاء Expiration Date؛

هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق. وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الاختيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقاً للاختيار الأمريكي.

7- المكافأة Premium؛

ويسمى أيضا العلاوة أو ثمن الخيار، وهو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

8- الموجودات الأصلية

لا بد لعقود الخيارات أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة، مثل: الأسهم،
والمؤشرات، والسلع، والعملات الأجنبية.

9- كمية العقود، وكمية الأصل في كل عقد.

10- شركة وساطة الأوراق المالية، والتي تقوم بدورها كوكيل في تنفيذ
الأوامر الصادرة إليها، ويشترط في تنفيذ كل عملية وسيطان؛

أحدهما: عن البائع

والآخر: عن المشتري¹



المصلب الرابع: أوجه الشبه والاختلاف بين عقود

الاختيارات والعقود المستقبلية



الفرع الأول: أوجه الشبه:

تتفق عقود الاختيار والعقود المستقبلية في أمور منها:

1- الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. محمد الحناوي وآخرون، ص: 228-229؛ الأسواق المالية
والنقدية في عالم متغير: د. السيد متولي عبد القادر، ص: 244-245.

1- في عقد الاختيار يتم ذكر نوع الشيء الذي يخول العقد حق بيعه أو شرائه؛ من أسهم أو غيرها، وكميته، وسعره وقت إبرام العقد، بينما يتم تأجيل التسليم والتسليم إلى وقت لاحق، هو الوقت الذي يقرر فيه مشتري الاختيار تنفيذ العقد، وكذلك الحال في العقد المستقبلي، حيث يتم ذكر نوع الشيء المعقود عليه، وكميته، وسعره، وقت إبرام العقد، بينما التسليم والتسليم مؤجل إلى وقت لاحق.

2- يمكن تسوية الأمر بين أطراف العقد تسوية نقدية في كل من عقد الاختيار والعقد المستقبلي، بحيث لا يحصل تسليم ولا تسلم، وإنما يدفع أحد الطرفين للآخر الفرق بين السعر المنصوص عليه في العقد، والسعر الجاري في تاريخ التنفيذ.¹

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف:

تختلف عقود الاختيار عن العقود المستقبلية في أمور منها:

1- المعقود عليه في الاختيار هو الاختيار نفسه، الذي يعطي مشتريه الحق في بيع أو شراء سلعة أو غيرها، أما في العقود المستقبلية فالمعقود عليه هو السلعة ذاتها.² وهذا يعني أنه يتم في العقود المستقبلية إبرام عقد البيع أو الشراء على الأسهم أو غيرها من خلال إبرام العقد المستقبلي، أي في تاريخ الاتفاق، إلا أن تسليم المبيع ودفع الثمن لا يتم إلا في وقت لاحق، هو تاريخ التنفيذ.

أما في عقود الاختيار، فلا يتم إبرام عقد البيع والشراء على الأسهم أو غيرها أصلاً إلا في

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية، د. منير إبراهيم هندي، ص: 669؛ مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، ص: 97.

2 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 281؛ الأسواق المالية، د. محمد بن علي القرني، ص: 102-103.

تاريخ التنفيذ، حين يمارس المشتري حقه في الاختيار.

2- تنفيذ عقد الاختيار (وذلك بالبيع أو الشراء) لازم في حق المحرر، غير لازم في حق المشتري، أما العقد المستقبلي فهو لازم في حق الطرفين.

3- أن عقد المستقبلات عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد، بينما الحال في الاختيارات يتم العقد على مجرد حق البيع أو الشراء، وثمرته منفصل تماما عن ثمن الورقة المالية التي يراد بيعها أو شراؤها.¹

4- عقود المستقبلات يترتب عليها أثرها، فالبيع فيها أو الشراء حقيقي لكنه مؤجل، ويتم العقد على أصول أو سلع تُحدَّد في شروط العقد، والسعر الذي يجري التفاوض عليه هو سعر السلعة ذاتها؛ أما في عقد الاختيار فإنه لا يترتب عليه-في الغالب- أثره، ولا يكون البيع أو الشراء فيه حقيقيا، وإنما ينصب العقد على مجرد حق البيع أو الشراء لأصل معين بشروط معينة، والذي يتحدد في العرض والطلب هو سعر الاختيار وليس سعر السلعة ذاتها.

5- في عقود المستقبلات يدفع كلا طرفي العقد للوسيط (بيت التسوية) هامشا أو تأمينا معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر، ويُعد هذا التأمين بمثابة دفعة مقدمة تُستردُّ عند إنجاز التسوية لدى انتهاء أجل العقد،

1 - إدارة الأسواق والمنشآت المالية، د. منير إبراهيم هندي، ص: 669؛ الاستثمار في الأوراق المالية، سعيد توفيق عبيد، ص: 476؛ إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 281؛ مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، ص: 97.

وأما في عقود الاختيارات فإن مشتري الاختيار هو وحده من يدفع العلاوة أو المكافأة،
وتعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن الاختيار؛ لذا لا يتم استردادها.¹

المبحث الثاني: أنواع عقود الاختيارات في الأسواق المالية المعاصرة، وهرق تنفيذها

هناك أنواع لعقود الاختيارات في الأسواق المالية المعاصرة، باعتبار متعده، أبرزها ما
يأتي:

أولاً: أنواع عقود الاختيارات باعتبار محل العقد:

وتنقسم الاختيارات بهذا الاعتبار إلى نوعين:

- العقود الاختيارية البسيطة وتضم:

1- عقود خيار الشراء.

2- عقود خيار البيع.

- العقود الاختيارية المركبة وتضم:

1- عقود الخيار المزدوجة البسيطة.

2- عقود الخيار المزدوجة المركبة.

1 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 281-282؛ الأسواق المالية والنقدية، جمال جويدان، ص: 194؛
الأسواق المالية، د. محمد القري بن عيد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع6ج2/ ص: 1623.

3- العقود الاختيارية بمضاعفة الكمية.

4- عقد خيار الشراء المشروط.

ثانياً: أنواع عقود الخيارات باعتبار نوع الأصل – محل الخيار:-

الخيارات بهذا الاعتبار أربعة أنواع:

1- عقود الخيار على الأوراق المالية.

2- عقود الخيار على السلع.

3- عقود الخيار على العملات.

4- عقود الخيار على مؤشرات الأسهم.

ثالثاً: أنواع عقود الخيارات باعتبار ملكية الأصل :

الخيارات بهذا الاعتبار نوعان:

1- الخيار المغطى

2- الخيار غير المغطى (المكشوف).

رابعاً: أنواع الخيارات باعتبار تاريخ التنفيذ:

وتنقسم إلى نوعين:

1- خيار أمريكي.

2- خيار أوروبي.



المصطلب الأول: أنواع عقود الاختيارات باعتبار

نوع الخيار **﴿مثل العقد﴾**



وتنقسم بهذا الاعتبار إلى: عقود اختيارية بسيطة، وعقود اختيارية مركبة.

الفرع الأول: العقود الاختيارية البسيطة:

وتضم:

1- عقد اختيار الشراء:

أ- تعريف عقد اختيار الشراء.

ويسمى اختيار الطلب أو الاستدعاء، وهو: "عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول

على حق شراء ورقة مالية معينة، في تاريخ معين، وبالسعر المسمى في العقد".¹

فعلى هذا نكون أمام صفتين مختلفتين:

أولاهما: شراء الاختيار، والذي بمقتضاه اشترى الطرف الأول من الثاني هذا الحق

بعوض غير قابل للرد.

1 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 281-282؛ الأسواق المالية والنقدية، جمال جويدان، ص: 194؛
الأسواق المالية، د. محمد القري بن عيد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع: 6، ج: 2، ص: 1623.

ثانيهما: شراء الأوراق المالية، وهذه محتملة؛ لأن المشتري سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد، وإلا لن ينفذه.¹

ب- متى يُستخدم عقد اختيار الشراء؟

يجري استخدام عقد اختيار الشراء في حالات أهمها ما يلي:

- إذا كان هناك توقع من قبل المجازفين بارتفاع أسعار الأوراق المالية محل التعاقد، فيقومون بإجراء عقود اختيارات شراء مستقبلية؛ ليحصلوا من جرائها على أرباح مجزية-إذا صدقت توقعاتهم-.

- يلجأ بعض المستثمرين لاستخدام عقود اختيار الشراء كأداة للتحوط أو التأمين ضد المخاطر.²

ج- آلية عمل خيار الشراء؛

لتوضيح آلية عمل الشراء نقدم المثال التالي:

نفترض أن خيار شراء يتضمن 100 سهم من شركة معينة، بسعر تنفيذ 20 دولاراً للسهم، وذلك في تاريخ الاستحقاق 8/31، وتم العقد في تاريخ 8/1 من السنة نفسها حيث كان سعر السهم هو 18 دولاراً، وكانت علاوة الخيار تقدر بـ 1 دولارٍ للسهم يدفعها حامل الخيار لمُحرِّره.

إن هذا الخيار يعطي لصاحبه الحق في الشراء من عند البائع 100 سهم من أسهم شركة

1 - سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. عطية فياض ص: 369؛ إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، د. منير هندي ص: 6؛ الاستثمار، د. د. خالد الراوي ص: 308.

2 - المشتقات ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 156-157؛ الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، د. السيد متولي عبد القادر، ص: 248.

معينة بسعر 20 دولار في تاريخ 08/31.

لكن يعتبر سعر تلك الأسهم في تاريخ 8/31 مجهولاً؛ إلا أنه يحتمل ارتفاعاً وانخفاضاً في مجال سعري محدد، ولذلك سنتتبع الخطوات التي سيقوم بها مشتري خيار الشراء في الحالات التالية:

الحالة الأولى: أن يكون السعر في 8/31 أقل من 20 دولار، وليكن سعرها 15 دولاراً، فإن صاحب الخيار مخير بين:

أ- الشراء وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى العلاوة (100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار

فتكون تكلفة الشراء = 2100 دولار

ب- عدم الشراء، وذلك يكلفه التنازل عن العلاوة فقط بسعر: (100 سهم x 1 دولار) =

100 دولار، وذلك مقابل أنه يساوي في السوق (100 سهم x 15 دولار) = 1500 دولار

الأمر الذي يستدعي:

- إذا تم العقد فإنه يخسر 1500 دولار - 2100 دولار = (-600) دولار، خسارة.

- إذا لم يتم العقد فإنه يخسر العلاوة (100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار، خسارة.

فإنه في هذه الحالة سيحاول أن يختار أدنى الخسارتين، وهي عدم تنفيذ العقد وخسران العلاوة المقدرة بـ 100 دولار.

الحالة الثانية: أن يكون السعر في 8/31 أكبر من 21 دولار¹ وليكن سعره 24 دولاراً، فإن

1- وهو سعر السهم + سعر العلاوة (20 دولار + 1 دولار).
204

صاحب حق شراء الخيار مخير بين:

أ- الشراء وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى العلاوة (100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار

فتكون تكلفة الشراء = 2100 دولار

ب- عدم الشراء وذلك يكلفه التنازل على العلاوة فقط بسعر: (100 سهم x 1 دولار) =

100 دولار

وذلك مقابل أنه يساوي في السوق (100 دولار x 24 دولار) = 2400 دولار

الأمر الذي يستدعي أنه:

إذا تم العقد فإنه سيربح الفارق بين السعر السوقي وسعر الصفقة

2400 دولار – 2100 = 300 دولار ربح.

فإنه في هذه الحالة سيقوم بتنفيذ العقد وشراء الأسهم بعد حساب تكلفة العلاوة ب

2100 دولار.

الحالة الثالثة: أن يكون السعر في 8/31 في المجال {20، 21} وليكن مثلاً 20، 5 فإن

صاحب حق خيار الشراء مخير بين:

أ- الشراء وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى العلاوة (100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار

فتكون تكلفة الشراء = 2100 دولار

ب- عدم الشراء وذلك بكلفة تنازله عن العلاوة المقدرة ب:

(100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار

وذلك مقابل أنه يساوي في السوق (100 سهم x 20,5 دولار) = 2050 دولار

الأمر الذي يستدعي أنه:

- إذا تم العقد فإنه سيدفع مبلغ 2100 دولار في مقابل السعر السوقي 2050 دولار يؤدي

ذلك إلى خسارة تقدر ب: $2100 - 2050 = 50$ دولار

- وإذا لم يتم العقد فإنه مجبر على دفع العلاوة المقدرة ب 100 دولار

- فإنه في هذه الحالة سيقوم بتنفيذ العقد بتكلفة 2100 دولار مقابل السعر السوقي

2050 دولار بخسارة تقدر ب 50 دولار، على أنه إذا لم ينفذ يخسر العلاوة المقدرة ب

100 دولار.¹

2- عقد اختيار البيع:

أ- تعريف عقد اختيار البيع.

ويسمى اختيار الدفع، وهو: "عقد بين طرفين يمنح فيه محرر العقد (البائع) للطرف

الثاني (المشتري) الحق في الاختيار لبيع عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد، خلال

فترة محددة، أو عدم البيع، نظير مكافأة (علاوة) يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار".²

ب- متى يستخدم عقد اختيار البيع؟

يجري استخدام اختيار البيع في حالات أهمها ما يلي:

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2/ص: 1016، بتصرف يسير.
2 - سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. عطية فياض ص: 369؛ المشتقات ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان ص: 165.

- إذا كان هناك توقع من قبل المجازفين بانخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد، فيقومون بإجراء عقود اختيارات بيع مستقبلية؛ ليحصلوا من جرائها على أرباح مجزية- إذا صدقت توقعاتهم-.

- يلجأ بعض المستثمرين لاستخدام عقود اختيار البيع كأداة للتحوط أو التأمين ضد المخاطر، فالتاجر الذي يشتري ورقة مالية وهو يأمل أن يرتفع سعرها فيما بعد ليبيعها ويحصل على الفرق بين سعري البيع والشراء، قد يتحوط في ذات الوقت ضد أي هبوط في السعر، حينما لا تصدق توقعاته؛ فلذلك يقوم بشراء عقد اختيار بيع لتغطية عملية الشراء، وسيتمكن بعقد البيع من تعويض أي خسارة تلحق به إذا انخفضت الأسعار، فيقوم ببيع الورقة بنفس سعر شرائها، أما لو ارتفع السعر فلن يكون في حاجة إلى استخدام عقد اختيار البيع، وسيخسر في هذه الحالة ثمن شراء هذا العقد، ويربح الفرق بين سعر التعاقد وسعر البيع.

- تستخدم اختيارات البيع كبديل عن عمليات البيع على المكشوف، وبيان ذلك: أنه إذا كان أمام المجازف-الذي يتوقع انخفاض الأسعار- أن يبيع على المكشوف أو يشتري اختيار البيع، فإنه قد يفضل اختيار البيع على سابقه؛ لأنه يتوقع انه سيكون بمقدوره أن يشتري الأسهم بسعر التعاقد محققا الفرق بين سعرين.¹

ج- آلية عمل خيار البيع:

لتوضيح آلية عمل خيار البيع نقدم المثال التالي:

1 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير عبد الحميد رضوان ص: 166.

مثال: نفترض أن خيار بيع يتضمن (100 سهم) من أسهم شركة معينة بسعر 20 دولار للسهم، وذلك في تاريخ استحقاق هو: 8/31، حيث تم العقد في تاريخ 8/1 من السنة نفسها، حيث كان سعر السهم 18 دولاراً، وكانت علاوة الخيار (خيار البيع) تقدر بـ 1 دولار يدفعها حامل الخيار للمحرر باع أم لم يبيع.

إن هذا الخيار يعطي لصاحبه حق بيع 100 سهم من أسهم الشركة بسعر 20 دولار في تاريخ 8/31.

لكن يعتبر سعر تلك الأسهم في تاريخ 8/31 مجهولاً إلا أنه يحتمل أن يكون سعره يتراوح في مجالات سعرية محددة ولذلك سنتبع الخطوات التي سيقوم بها صاحب خيار البيع في الحالات التالية:

الحالة الأولى: أن يكون السعر في 8/31 أقل من 19 دولار، وليكن سعره 15 دولاراً؛ فإن صاحب خيار البيع مخير بين أمرين:

أ- البيع وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى العلاوة (100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار

فيكون سعر البيع الحقيقي = 1900 دولار

ب- عدم البيع وذلك يُكَلِّفه خسارة العلاوة أو المكافأة المتمثلة في (100 سهم x

1 دولار) = 100 دولار

مع العلم أن سعر هذه الأسهم في السوق هو 15 دولار للسهم أي (100 سهم x

15 دولار) = 1500 دولار

فإنه في هذه الحالة سيقوم بتنفيذ العقد الذي يُربحه الفرق بين سعر السوق وسعر العقد المتمثل في:

$$(1900 \text{ دولار} - 1500 \text{ دولار}) = 400 \text{ دولار، ربح.}$$

الحالة الثانية: أن يكون السعر في 8/31 أكبر من 20 دولار، وليكن 22 دولاراً؛ فإن صاحب خيار البيع مخيّر بين:

$$\text{أ- البيع وذلك بسعر } (100 \text{ سهم} \times 20 \text{ دولار}) = 2000 \text{ دولار}$$

$$\text{بالإضافة إلى العلاوة } (100 \text{ سهم} \times 1 \text{ دولار}) = 100 \text{ دولار}$$

$$\text{فيكون سعر البيع الحقيقي} = 1900 \text{ دولار}$$

$$\text{ب- عدم البيع وذلك يكلفه خسارة العلاوة المقدرة بـ } (100 \text{ سهم} \times 1 \text{ دولار}) = 100 \text{ دولار،}$$

$$\text{وذلك مقابل أنه يساوي في السوق } (100 \text{ سهم} \times 22 \text{ دولار}) = 2200 \text{ دولار}$$

الأمر الذي يستدعي أنه إذا تم العقد فإنه يخسر الفرق بين قيمة بيعه وقيمة سعر هذه

$$\text{الأسهم في السوق وهي } (1900 \text{ دولار} - 2200 \text{ دولار}) = (-300) \text{ دولار، خسارة.}$$

$$\text{أو يخسر العلاوة المقدرة بـ } (-100) \text{ دولار}$$

فإنه في هذه الحالة سيختار أدنى الخسارتين المقدرة بـ 100 دولار، وهي العلاوة المدفوعة.

الحالة الثالثة: أن يكون السعر في 8/31 في المجال بين {19،20} وليكن مثلاً 19,5 دولار.

فإن صاحب خيار البيع مخير بين أمرين:

$$\text{أ- البيع وذلك بسعر } (100 \text{ سهم} \times 20 \text{ دولار}) = 2000 \text{ دولار}$$

بالإضافة إلى العلاوة (100 سهم x 1 دولار) = 100 دولار

فيكون سعر البيع الحقيقي = 1900 دولار

ب- عدم البيع وذلك يُكَلِّفه خسارة العلاوة أو المكافأة المتمثلة في (100 سهم x

1 دولار) = 100 دولار

وذلك مقابل أنه يساوي في السوق (100 سهم x 19,5 دولار) = 1950 دولار

فإذا تم التنفيذ فإنه يتحمل الفرق بين سعر التنفيذ (البيع) والسعر الموجود في السوق:

(1900 دولار - 1950 دولار) = (-50) دولار، خسارة.

وإذا لم ينفذ العقد فإنه سيخسر العلاوة المتمثلة في (100) دولار.¹

وفي هذه الحالة سيتحمل الخسارة ولكن أدنى الخسارتين المتمثلة في (50 دولار).

3- مقارنة ما بين خيار الشراء وخيار البيع.

يمكن إجراء مقارنة ما بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب كالآتي:²

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2/ص: 1016، بتصرف يسير.

2 - الأسواق المالية: د. محمد محمود الداغر، ص: 127.

أنواع العقد		محرر العقد (البائع)		مشتري العقد (المالك)	
		الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء call option		بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد الصلاحية أو قبل انتهائها.	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علاوة لمحذر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد الصلاحية أو قبل انتهائها.
خيار البيع put option		شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق (إذا قرر التنفيذ) وبسعر التنفيذ	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علاوة لمحذر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.

الفرع الثاني: العقود الاختيارية المركبة:

وهي العقود المركبة من اختارين أو أكثر من نوعي الاختيار السابقين (اختيار البيع واختيار الشراء)، وبمقتضى ذلك يصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً أو أن يكون بائعاً حسب ما تقتضيه مصلحته،¹ وهي على أنواع:

1- عقد الاختيار المزدوج (البسيط).

أ- تعريف عقد الاختيار المزدوج البسيط:

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2/ص: 1030.

وهو: " عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهين بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشترياً، وإذا انخفضت كان بائعاً".¹

ب- متى يستخدم عقد الاختيار المزدوج؟

يلجأ المستثمر إلى هذا النوع من الاختيارات، في حال ما إذا كان يغلب على ظن المستثمر بأن سعر ورقة مالية معينة سيتحرك فعليا، ولكن لا يعرف في أي اتجاه سيكون توجه الأسعار، هل للصعود أم للهبوط؟

2- عقد الاختيار المزدوج المركب:

وينقسم إلى:

أ- خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع المسمى سترادل Straddle:

وذلك بأن يجمع الشخص بين نوعي الاختيار السابقين، وذلك بأن يشتري خيار شراء صادر عن أسهم شركة معينة بسعر وتاريخ تنفيذ معين، كما يشتري خيار بيع صادر عن أسهم ذات الشركة بسعر وتاريخ التنفيذ نفسه، بحيث ينفذ خيار الشراء في حال ارتفاع الأسعار وينفذ خيار البيع في حال انخفاضها، وهو بذلك يشبه الاختيار المزدوج في صورته الباعث إليه، إلا أنه يختلف عنه لأحقية المشتري هنا تنفيذ كلا العقدين إذا أتيح له ذلك، وذلك بأن ينفذ عقد خيار الشراء، إذا ارتفعت الأسعار، ثم إذا انخفضت

1 - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 168.

الأسعار بعد ذلك في مدة سريان الخيار نفذ عقد خيار البيع، وبذلك يستفيد من حركة السوق في كلا الاتجاهين.¹

ب- خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع المسمى سبريد Spread؛

وهو شبيه بآلية الخيار السابق، إلا أن نقطة الخلاف بينهما تكمن في اختلاف سعر البيع عن سعر الشراء، حيث يكون سعر الشراء غالباً أعلى من سعر البيع.²

ج- عقد الخيار المسمى ستراب Strap؛

وهو العقد الذي يجمع فيه الشخص بين ثلاثة عقود خيار على أسهم شركة معينة، منها خياران شراء وخيار بيع وهو يكلف ثلاثة أضعاف ثمن عقد الخيار الواحد، ويلجأ إليه إذا توقع ارتفاع الأسعار، فإذا ارتفعت الأسعار نفذ خيار الشراء، أما إذا خابت توقعاته فإنه ينفذ خيار البيع.³

د - عقد الخيار المسمى ستريب Strip؛

وهو شبيه بعقد الخيار المسمى ستراب Strap إلا أنه في هذه الحالة يكون خياران للبيع وواحد للشراء، وتكون توقعاته هي انخفاض الأسعار.⁴

هـ- آلية عمل الخيار المزدوج؛

لِتَتَّبِعْ آلية عمل هذا النوع من الاختيارات، نقدم المثال التالي على أساس الخيار المزدوج البسيط (المقدم في النوع الأول).

1 - المال والاستثمار في الأسواق المالية: د. فهد الحويمان، ص: 387.

2 - المال والاستثمار في الأسواق المالية: د. فهد الحويمان، ص: 387.

3 - الأدوات المالية التقليدية: د. محمد جراية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع: 6/ج: 2/ص: 1559.

4 - المشتقات المالية: سمير عبد الحميد رضوان، ص: 177.

مثال:

نفترض أن شخصاً يملك خياراً مزدوجاً ل (100) سهم من أسهم شركة معينة بسعر تنفيذ 20 دولار للسهم في تاريخ استحقاق هو: 8/31، وتم العقد في تاريخ 8/1 من السنة نفسها، حيث كان سعر السهم هو 16 دولاراً، وكانت علاوة هذا الخيار تقدر ب 1,5 دولار يدفعها مالك الخيار لمحرره.

ولهذا فإن في تاريخ 8/31 يملك صاحب الخيار المزدوج الحق في البيع ب 20 دولار أو شراء ب 20 دولار أو عدم البيع والشراء بعلاوة 1,5 دولار للسهم الواحد. وبما أن السعر في 8/31 مجهول فإنه يحتمل أن يكون أقل أو أكبر من السعر المتفق عليه، وعلى هذا الأساس سنحاول أن ندرس ربح وخسارة حامل الخيار مقابل تغير السعر السوقي صعوداً ونزولاً.

الحالة الأولى: نفرض أن سعر السوق في 8/31 هو في المجال $[21,5, +\infty]$ وليكن 25 دولار

فإن للشخص صاحب الخيار المزدوج مجموعة من الاختيارات هي:

أن يبيع وذلك بسعر (100 سهم $\times$ 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى دفع العلاوة (100 سهم $\times$ 1,5 دولار) = 150 دولاراً

فتكون قيمة البيع الحقيقية = 1850 دولاراً

أن يشتري وذلك بسعر (100 سهم $\times$ 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى دفع العلاوة (100 سهم $\times$ 1,5 دولار) = 150 دولاراً

فتكون تكلفة الشراء = 2150 دولاراً

وبما أن السعر السوقي في 8/31 كان ب 25 دولار، فإنه يفضل أن يشتري بسعر 2150 دولار، فيكون ربحه هو الفرق بين السعر السوقي (100 سهم x 25 دولار=2500 دولار) وسعر التنفيذ (الشراء) المقدّر ب 2150 دولار، وتكون النتيجة في النهاية {2500-2150=350 دولار} ربح.

الحالة الثانية: نفرض أن سعر السوق في 8/31 هو في المجال [1، 18,5] وليكن 14 دولاراً.

فإن للشخص صاحب الخيار المزدوج مجموعة من الاختيارات، هي:

- أن يبيع وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار)=2000 دولار

- بالإضافة إلى دفع العلاوة (100 سهم x 1,5 دولار)=150 دولاراً

فتكون قيمة البيع الحقيقية = 1850 دولاراً

- أن يشتري وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار)=2000 دولار

- بالإضافة إلى دفع العلاوة (100 سهم x 1,5 دولار)=150 دولاراً

فتكون تكلفة الشراء = 2150 دولاراً.

وبما أن السعر السوقي في 8/31 كان 14 دولاراً، فإنه يفضل أن يبيع بسعر 1850 دولار،

فيكون ربحه هو الفرق بين السعر السوقي المقدّر ب (100 سهم x 14 دولار)=1400

دولار، وسعر التنفيذ (الشراء) المقدّر ب 1850 دولار، وتكون النتيجة في النهاية :

(1400-1850=450 دولار)، ربح.

الحالة الثالثة: إذا كان السعر السوقي محدداً في المجال [18,5، 21,5] وليكن مثلاً 20,5

دولار.

فإن للشخص صاحب الخيار المزدوج مجموعة من الاختيارات هي:

أن يبيع وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى دفع العلاوة (100 سهم x 1,5 دولار) = 150 دولاراً

فتكون قيمة البيع الحقيقية = 1850 دولاراً.

أن يشتري وذلك بسعر (100 سهم x 20 دولار) = 2000 دولار

بالإضافة إلى دفع العلاوة (100 سهم x 1,5 دولار) = 150 دولاراً

فتكون تكلفة الشراء = 2150 دولاراً

وبما أن السعر السوقي في 8/31 كان 20,5 دولار، فإن في هذه الحالة يفضل أن يختار

أحد الخيارين التالية:

- خسارة قيمة العلاوة المحددة (100 سهم x 1,5 دولار) = 150 دولاراً.

- في حالة ما إذا باع فإنه يبيع بـ 1850 دولار، في حين أنه يباع في السوق بـ 2050 دولار،

فإنه يخسر الفرق بينهما المقدّر بـ: 2050 - 1850 = 200 دولار.

- في حالة ما إذا اشترى، فإنه يشتري بـ 2150 دولار، في حين أنه لو اشتراه من السوق في

ذلك التاريخ لاشتراه بـ 2050 دولار، فإنه يخسر الفرق بينهما المقدّر بـ 100 دولار.

- إنه في هذه الحالة يحاول أن يختار أدنى خسارة والمتمثلة في الشراء، والتي تكلفه خسارة

تقدر بـ 100 دولار.

- إنه في هذه الحالة إذا كان التغيير خارج المجال [18.5 , 21.5] يكون صاحب الخيار

رابحاً بأي سعر، أما إذا كان التغير في وسط المجال فإنه يخسر، وبذلك يحاول أن يختار في هذه الحالة أدنى خسارة ناتجة.¹

الفرع الثالث: عقد امتياز بمضاعفة الكمية:

يُخَوَّل هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه خلال فترة العقد، ونظراً لتعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الامتياز، فإنه يتقاضى ضعف ثمن الامتياز العادي "امتياز البيع أو امتياز الشراء"، وينقسم هذا العقد إلى نوعين:

1- امتياز بشراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Call-of-more option

ويخول هذا الامتياز لحامله الحق في شراء ضعف الكمية المسماة في العقد إذا ما رغب في ذلك.

2- امتياز ببيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Put – of – more option

ويخول هذا الامتياز لحامله أن يبيع لبائع الامتياز الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها إذا ما رغب في ذلك.²

الفرع الرابع: عقد خيار الشراء المشروط:

وهو العقد الذي يشتري فيه المضارب فيه خيار شراء أسهم شركة معينة، بسعر تنفيذ

1 - الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية): د. يوسف الشبيلي، ج:2/ ص: 309-310، بتصرف يسير، دار ابن الجوزي، ط:1، الدمام، المملكة العربية السعودية، 1425هـ.

2 -أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 355.

معين، يُنقذ خلال مدة معينة، كثلاثة أشهر مثلاً، على أن يحدد لكل شهر سعراً معيناً خلال مدة الخيار، بحيث إذا هبط سعر السهم في السوق -في أي شهر- إلى أقل من السعر المحدد لهذا الشهر قبل أن ينفذ المشتري العقد، فإن حقه في الخيار يبطل.¹

مثال ذلك:

اشترى شخص في أول شهر يناير خيار شراء أسهم شركة معينة بسعر تنفيذ قدره 50 دولاراً، يمتد إلى شهر مارس، ودفع ثمناً للخيار 3 دولارات عن السهم الواحد، وحدد السعر في الشهر الأول بـ 45 دولاراً، وفي الشهر الثاني بـ 46 دولاراً، وفي الشهر الثالث بـ 47 دولاراً، فلو ارتفع سعر السهم إلى 55 دولاراً -مثلاً-، فإن مشتري الخيار إما أن ينفذ العقد فيشتري الأسهم المنصوص عليها في العقد بسعر التنفيذ، وإما أن يبيع الخيار في السوق، أما لو لم يفعل ذلك، انتظاراً لارتفاع أكثر في الأسعار، ولكن اتجاه السوق خالف توقعه، وهبط سعر السهم في الشهر الأول إلى أقل من 45 دولاراً، فإن حقه في الخيار يسقط، ويخسر بذلك المبلغ الذي دفعه ثمناً للخيار، أما لو ظلت الأسعار في الشهر الأول فوق مستوى السعر المحدد، فإن حقه في الخيار يظل سارياً، فإذا دخل الشهر الثاني وهبطت الأسعار إلى أقل من 46 دولاراً، فإن حقه في الخيار يسقط، وهكذا.²

1 -أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2/ ص:1033.
2 -الاستثمار في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم: د. عبد الكريم قاسم حمامي، ص: 50-52، مطابع الفرزدق التجارية، الرياض.



المصطلح الثاني: أنواع الخيارات باعتبار نوع الأصل

محل الخيار



يراد بمحل الخيار: الشيء الذي يقع عليه الخيار سواء كان الخيار خيار بيع أو شراء أو

مركب منهما، وينقسم بهذا الاعتبار إلى عدة أقسام، أبرزها:

أ- خيار محله الأوراق المالية.

ب- خيار محله السلع.

ج- خيار محله المؤشرات.

د- خيار محله العملات.

هـ- خيار محله أسعار الفائدة.¹

1 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 244.
219



المحلب الثالث: أنواع عقود الخيارات - باعتبار

ملكية الأصل



الخيارات بهذا الاعتبار نوعان:

الفرع الأول: الخيار المغصّر Covered Options

يوصف الخيار بأنه مغطى Covered عندما يكون لدى البائع (seller or writer) رصيد من الأصل محل التعاقد (underlying asset) يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد - إن كان العقد شراء call option - أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد، وكان العقد خيار بيع put option.

وبيع حقوق الشراء المغطاة هي استراتيجية شائعة الاستخدام من جانب مديري محافظ الأوراق المالية لزيادة العائد على المحفظة خاصة في الفترات التي يُتوقع فيها انخفاض العوائد الرأسمالية أو النقدية التي تجنيها.¹

1 - المشتقات المالية: سمير عبد الحميد رضوان، ص: 191.
220

الفرع الثاني: الخيار غير المغصّر Uncovered Options

يُعرف عقد الخيار غير المغطى بأنه العقد الذي "عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار (Writer) رصيد من الأصل محل التعاقد يسمح له بتغطية التزاماته إذا ما طالب الطرف الآخر بتنفيذ العقد واستلام الأصل (إذا كان العقد خيار شراء) ، أو لم تكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته (إذا ما كان العقد خيار بيع)".¹



المصطلح الرابع: أنواع عقود الخيارات باعتبار

تاريخ التنفيذ



وتصنف الاختيارات حسب الفترة الزمنية المتفق عليها إلى صنفين:

الفرع الأول: الاختيارات الأمريكية:

وهي التي تعطي لحامل الاختيار حق تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من بداية الاتفاق إلى التاريخ المحدد لانتهائه.

ويتم التعامل بهذه الاختيارات في أغلب البورصات العالمية.

1 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 242.
221

الفرع الثاني: الاختيارات الأوربية:

وهي التي لا تعطي لحامل الاختيار حق تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهاه (Expiry date) ، من الساعة الثامنة صباحا إلى الساعة الثالثة بعد الظهر بتوقيت جرينيتش. وأسعار هذه الاختيارات أرخص من الاختيارات الأمريكية، لأنها لا تعطي لمشتري الاختيار فترة زمنية مرنة كالاختيارات الأمريكية.¹

1 - بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: شعبان البرواري، ص: 229؛ الأسواق العالمية المالية وأدواتها المشتقة: د. محمد محمود حبش، ص: 180؛ الأسواق المالية: د. محمود محمد الداغر، ص: 126.



المصطلح الخامس: كسق وأساليب تنفيذ العمليات في

سوق الاختيارات



ثمة اختلاف بين أساليب تنفيذ هذه العمليات في سوق الاختيارات وأساليب تنفيذ العمليات في أسواق العمليات العاجلة أو الآجلة، فالسمة الرئيسية لهذه البيوع أن كافة عقودها في البورصات العالمية تحررها جهة واحدة وهي المعروفة بال "OCC"، أي غرفة مقاصة الاختيارات Options Clearing Corporation، فإذا ما اتفق شخصان على بيع أو شراء عقد امتياز، فإن بائع الامتياز لا يحرر العقد مباشرة إلى مشتري الامتياز، وإنما يحرر هذا العقد إلى تلك الجهة "OCC" والتي تقوم من جانبها بتحرير عقد طبق الأصل للعقد السابق، لذلك كانت هذه الجهة هي الطرف الآخر في كل عقد امتياز، بمعنى أنها تقوم بدور الوساطة وكغرفة للمقاصة لعقود الامتيازات.

ولما كانت هذه الجهة تستخدم اسمها في كل عقد امتياز، فإنها بالضرورة هي البائع في كل عقد امتياز شراء، والمشتري في كل عقد امتياز بيع، وهي أيضا الضامنة لكافة العقود. وإذا ما رغب حامل امتياز الشراء The holder of the call option في تنفيذ العقد، وممارسة حقه في الشراء فإنه يقوم بتقديم ثمن الأوراق المالية المتعاقد عليها نقداً إلى

غرفة المقاصة، والتي تقوم من جانبها بتسليمه الأوراق المتعاقد عليها. ونختتم هذا المبحث بالتساؤل الذي يفرض نفسه على الموضوع وهو طالما أن حامل عقد الامتياز له حق المطالبة بتنفيذ العقد، فإلى أي مدى يجري تنفيذ هذه العقود؟ والإجابة على ذلك أن كافة المراجع الأجنبية تشير إلى أن المستثمرين في هذا النوع من الأدوات المالية إنما يبيعون هذه العقود لا بقصد تنفيذها ولكن بقصد التبرج من ورائها. وأن أحد البدائل المتاحة لتنفيذ العقد هو بيع الحق الذي يخوله له العقد إلى آخر رغبة منه في الحصول على الفرق بين ثمن شراء الامتياز وثمان بيعه إلى الآخرين هذا بالنسبة للمشتري أما بالنسبة لبائع الامتياز فحسبه حصيلة بيع هذه الامتيازات.¹



الفصل الثاني

الحكم الشرعي لعقوبة الاختيارات

وفيه مبحثان؛

- المبحث الأول: المانعون لهذه العقوبة وأهلقتهم
- المبحث الثاني: المميزون لهذه العقوبة وأهلقتهم

المبحث الأول: المانعون لهذا العقود والملتهم

تباينت آراء الفقهاء المعاصرين في حكم عقود الخيارات، ما بين من يرى حرمتها، وهم الأغلبية، وما بين من يرى جوازها، ولكل أدلته التي بنى عليها اجتهاده، وسنعرض هنا لآراء كل طرف، وما قدّم من أدلة:



المصلب الأول: المانعون لهذا العقود



ذهب إلى منع هذه العقود مجموعة من العلماء، نذكر منهم: الدكتور علي محيي الدين القره داغي¹، والدكتور عبد العزيز خليفة قصار²، والدكتور سمير عبد الحميد رضوان³، والدكتور محمد عبد الغفار شريف⁴، والدكتور خورشيد محمد إقبال⁵، والشيخ محمد

1 - الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. علي محي الدين القره داغي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع:7/ج:1/ص:180.
2 - الاختيارات في أسواق الأوراق المالية: د. عبد العزيز خليفة قصار، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية بالكويت، العدد:53، ربيع الثاني 1424هـ/يونيو 2003م، ص:271-273.
3 - أسواق الأوراق المالية: سمير عبد الحميد رضوان، ص:363.
4 - أحكام السوق المالية: د. محمد عبد الغفار شريف، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع:6/ج:2/ص:1311.
5 - سوق الأوراق المالية: د. خورشيد محمد إقبال، ص:466.



المصـلب الثاني: أـمـلـة المـانـعـين لـهـذه العـقـود



استدل المانعون لهذه العقود على ما ذهبوا إليه من عدم جواز العقود الخيارية شرعاً
بعـدة أدلة، نذكر منها:

الفرع الأول: الدليل الأول:

-اشتمال هذه العمليات على الظلم المنهي عنه شرعاً.

إن هذه العمليات تتعارض مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات، حيث تنطوي على
ظلم لأحد المتعاقدين؛ وذلك لأنها تعطي أحد المتعاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً
على حساب المتعاقد الآخر، فبعد أن يكون قد عرف مستوى الأسعار القائمة في السوق،
وقارن بينها وبين أسعار التعاقد، فإنه يختار هل ينفذ العقد أم يفسخه –وذلك في
العمليات الخيارية البسيطة-، وهل يستزيد من البيع أو الشراء أو يكتفي بالكمية
المتعاقد عليها- وذلك في العمليات الخيارية المضاعفة- أو يختار وضع البائع أو المشتري-

1 -الاختيارات: الشيخ محمد مختار السلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع:7/ج:1/ص: 240.

2 -أحكام الأسواق المالية: د. محمد صبري هارون، ص: 275، دار النفائس، عمان، الأردن، 1419هـ.

وذلك في العمليات الخيارية المركبة أو الخيارية المزدوجة-، فكل هذه العمليات تنطوي على ظلم و جور،¹ والأصل في جميع المعاملات أو العقود هو العدل الذي بعثت من أجله سائر الرسل، وبه أنزلت كافة الكتب.

يقول الإمام ابن القيم رحمه الله:- "والأصل في العقود كلها إنما هو العدل الذي بعثت به الرسل، وأنزلت الكتب".²

الفرع الثاني: الحليل الثاني:

- اشتمال هذه العمليات على شروط فاسدة.

وبيان ذلك في ما يلي:

1- أن العمليات الخيارية جميعها تتضمن منفعة لأحد العاقلين لا يقتضيها العقد، فالمال المبذول الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه لحق الخيار، وبذل الطرف الآخر لهذا المال مقابل تخويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة له إذا ما استبان له أن الأسعار في السوق تتجه لغير مصلحته، هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده، وذلك للأسباب الآتية:

أ- أن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد له ذكر.

ب- أنه يحول دون ترتيب الآثار الذي رتبها الشارع، وهي تمليك المبيع للمشتري والتمن للبايع.

1 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 361-362.

2 - إعلام الموقعين عن رب العالمين: ابن القيم، ج: 1/ص: 292، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، 1991م.

ج- أن الثمن المبذول مقابل حق الخيار إنما جرى بذله من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار، أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، وهذا ما ينافي مقصود العقد والذي هو مقصود الشارع¹، وكل شرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده فهو باطل،² ولذلك حكم الفقهاء ببطالان جميع العقود التي يناقض فيها العاقد قصد الشارع منها.³

يقول الإمام الشاطبي⁴ -رحمه الله-: "قصد الشارع من المكلف أن يكون قصده في العمل موافقاً لقصده في التشريع، والدليل على ذلك ظاهر من وضع الشريعة، إذ أنها موضوعة لمصالح العباد على العموم والإطلاق، والمطلوب من المكلف أن يجري على ذلك في أفعاله، وأن لا يقصد خلاف ما قصد الشارع، لأن المكلف خُلِقَ لعبادة الله، وذلك راجع إلى العمل على وفق القصد من وضع الشريعة،...ومن ابتغى في تكاليف الشريعة غير ما شرعت له فقد ناقض الشريعة، وكل من ناقضها فعمله في المناقضة باطل".⁵

2- أن حصول أحد المتعاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة فيها شبهة الربا واضحة، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة

1 -أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 369، وفي نفس المعنى، سوق الأوراق المالية: د. خورشيد محمد إقبال، : ص: 466.

2 -مجموع فتاوى ابن تيمية، ج: 29/ص: 128.

3 - القتاوى الهندية في مذهب الإمام الأعظم أبي حنيفة النعمان، للشيخ النظام وجماعة من علماء الهند، ج: 4/ص: 272، طبعة: دار إحياء التراث العربي؛ المدخل لدراسة الفقه الإسلامي: د. حسين حامد حسان، ص: 411، طبعة: شركة الطوبجي للطباعة والنشر، سنة 1981م.

4 - هو أبو إسحاق إبراهيم بن موسى بن محمد اللخمي الغرناطي الشاطبي، أصولي، وفقهه، ومفسر، ومحدث، كان من أئمة المالكية، أخذ عن علماء كثر منهم: ابن الفخار، وأبو عبد الله البنسني، وابن لب، من كتبه: "الموافقات"، و "الاعتصام"، و "المقاصد الشافعية في شرح خلاصة الكافية"، توفي رحمه الله في شعبان سنة 790 هـ، ينظر : "شجرة النور الزكية" لمحمد مخلوف، ج: 1/ص: 332، و "الأعلام" للزركلي، ج: 1/ص: 75.

5 - الموافقات: أبو إسحاق الشاطبي، ج: 3/ص: 23، طبعة دار ابن القيم بالرياض، ودار ابن عفان بالقاهرة، 1424هـ/2003م.

مال بـمال. ومن يحصل على ثمن بيع حق الخيار، إنما يفعل ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق، أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر الذي يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها، وفقاً لمركزه، وما يحقق مصلحته كبائع أو مشتري، فإذا ما اتجهت الأسعار في غير مصلحته فحسبه تكبد المال المبذول مقابل حق الخيار باعتباره أخف الضررين وأهون الشرين، حيث يصبح تنفيذ العقد من جانبه شراً يدرؤه عن نفسه بالفسخ وتكبد ثمن حق الخيار، فهذا النوع من العقود تتعارض فيه مصلحة المتعاقدين تعارضاً بيناً، فما كان مظنة منفعة لأحد الأطراف يمثل مضرة للطرف الآخر، وإلحاق الضرر بالغير أم محرم في شرعنا الإسلامي الحنيف،¹ للنهي عنه الصريح في حديث رسول الله - ﷺ -: "لا ضرر

ولا ضرر"²،³ والذي يعتبر من مبادئ الشريعة الهامة وقواعدها العامة.

الفرع الثالث: الدليل الثالث:

- عدم حصول تسليم ولا تسلم لأي من البديلين في هذه العقود.

- 1 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 369.
- 2 - يقول الإمام النووي معنى: قوله ﷺ " لا ضرر"، أي لا يضر أحدكم أحداً بغير حق ولا جناية سابقة، وقوله ﷺ "ولا ضرار" أي لا تضر من ضررك، وإذا سبك أحد فلا تسبه، وإن ضربك فلا تضربه، بل أطلب حقه منه عند الحاكم من غير مساباة، وإذا تساب رجالان أو تقاذفا لم يحصل التقاص، بل كل واحد يأخذ حقه بالحاكم". ينظر الأربعين النووية، للإمام يحيى بن شرف النووي أبو زكريا، ص: 50، طبعة: دار نهر النيل- القاهرة.
- 3 - أخرجه: الدارقطني في سننه: في كتاب الأفضية والأحكام وغير ذلك، ج 3/ ص: 470، والبيهقي في سننه الكبرى في كتاب إحياء الموات، ج 6/ ص: 157، وقال: "تفرد به عثمان بن محمد الدراوردي"، والحاكم في المستدرک، 2/ ص: 369، في كتاب البيوع، وقال: "صحيح الإسناد على شرط مسلم ولم يخرجاه". وأورده المناوي في فيض القدير، 432/6، وقال: "والحديث حسنه النووي في الأربعين، قال: رواه مالك مرسلاً، وله طرق يقوي بعضها بعضاً، وقال العلاني: للحديث شواهد ينتهي مجموعها إلى درجة الصحة أو الحسن المحتج به"، ينظر: "فيض القدير"، لعبد الرؤوف المناوي، طبعة: المكتبة التجارية، مصر، الطبعة الأولى، سنة 1356هـ.

إن هذه العمليات الخيارية لم يتم العقد فيها من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم التسليم والتسلم لأي من البديلين، لا الثمن ولا المثل، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معاً، وهذا لا يجوز؛ لأنه يعتبر من باب بيع الدَّين بالدَّين، وهو غير جائز شرعاً باتفاق جميع الفقهاء،¹ وسبب ذلك لا يعود إلى خيار الشرط،² لأنه جائز شرعاً، وإنما إلى عدم تحقق أركان العقد.³

الفرع الرابع: الدليل الرابع:

- صورية هذه العمليات.

إن أغلب العمليات الاختيارية صورية، ولا يجري تنفيذها، ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك، فلا المشتري يملك المبيع، ولا البائع يملك الثمن، وعقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك، فإذا كانت غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى، ومن ثم فإنها تكون باطلة.⁴

الفرع الخامس: الدليل الخامس:

- بيع الإنسان ما ليس عنده في هذه العقود.

1 - الإجماع: ابن المنذر، ص: 132
2 - خيار الشرط: هو خيار التروي للاختبار والمشورة، ويجوز أن يشترطه البائع أو المشتري أو كلاهما، ثم لمن اشترطه أن يُمضي البيع أو يردّه، ما لم تنقض مدة الخيار أو يظهر منه ما يدل على الرضى إذا اشترطاه معاً. ينظر: "القوانين الفقهية: لابن جزي الغرناطي، ص: 294.
3 - الاختيارات في أسواق الأوراق المالية: د. عبد العزيز خليفة القصار، ص: 254-255؛ أحكام الأسواق المالية: د. محمد صبري هارون، ص: 281؛ سوق الأوراق المالية: د. خورشيد محمد إقبال، ص: 466-467.
4 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 364.

إن العمليات الخيارية تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده،¹ -وهذا منهي عنه شرعاً،

لما صح عن رسول الله - ﷺ - أنه قال لحكيم بن حزام **ﷺ**: "لا تبع ما ليس

عندك"²، فبوسع المستثمر بعد أن يفتح حساباً لدى أحد بيوت السمسرة أن يطلب

من سمساره أن يبيع له امتياز شراء لأوراق شركة ما، ولن يكون في حاجة إلى امتلاك

هذه الأسهم، التي تباع للغير حق شرائها.³

الفرع السادس: الدليل السادس:

- اشتغال العمليات الخيارية البسيطة على بيع العربون.

إن العمليات الخيارية البسيطة إن كان الخيار فيها للمشتري، فهي أشبه ما تكون ببيع

العربون؛ وجمهور الفقهاء يرون عدم صحته أو جوازه شرعاً،⁴ وذلك لما رُوِيَ أن النبي -

1 - يقول ابن القيم -رحمه الله- بأن: "بيع ما ليس عنده، ... يتضمن نوعاً من الغرر، فإذا باع شيئاً معيناً ليس في ملكه، ثم يمضي ليشتريه ويسلمه كان متردداً بين الحصول وعدمه، فكان غرراً يشبه القمار فنهى عنه". ويقول أيضاً في موضع آخر: "...فبائع ما ليس عنده من جنس بائع الغرر وقد لا يحصل، وهو من جنس الميسر والقمار...، لأنه قصد أن يربح على هذا لما باع ما ليس عنده".

ينظر: زاد المعاد في هدي خير العباد، للإمام أبي عبد الله محمد بن أبي بكر الزرعي الدمشقي الحنبلي الشهير بابن قيم الجوزية، 262/4، 518/5، طبعة: مؤسسة الرسالة، بيروت -لبنان، مكتبة المنار الإسلامية، الكويت، الطبعة السادسة والعشرون، سنة 1412 هـ - 1992 م.

2 - سبق تخريجه في الصفحة 152.

3 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 364.

4 - قال ابن رشد -رحمه الله-: "ومن هذا الباب: بيع العربان، فجمهور علماء الأمصار على أنه غير جائز، وحكي عن قوم من التابعين أنهم أجازوه، ومنهم مجاهد، وابن سيرين، ونافع بن الحارث، وزيد بن أسلم، وصورته: أن يشتري الرجل شيئاً، فيدفع إلى المبتاع من ثمن ذلك المبيع شيئاً على أنه إن نفذ البيع بينهما كان ذلك المدفوع من ثمن السلعة، وإن لم ينفذ ترك المشتري بذلك الجزء من الثمن عند البائع، ولم يطالبه به، وإنما صار الجمهور إلى منعه، لأنه من باب الغرر والمخاطرة وأكل المال بغير عوض، وكان زيد يقول: أجازته رسول الله ﷺ، وقال أهل الحديث: ذلك غير معروف عن رسول الله ﷺ.

ينظر: بداية المجتهد، ابن رشد الحفيد، ص: 588.

ﷺ - "نهى عن بيع العُربان،¹ ولما فيه من الغرر والضرر والمخاطرة، وأكل أموال

الناس بالباطل، لأن المشتري شرط للبائع شيئاً بغير عوض، فلم يصح كما لو شرطه لأجنبي.²

وإذا كان الخيار فيها للبائع بأنه إن لم يرغب في البيع دفع مبلغاً من المال للمشتري، فهو أشبه ما يكون باشتراط عقد هبة في عقد البيع، لأن المشتري لا حق له في مبلغ المال إلا إذا كان على وجه الهبة، واشتراط عقد في عقد آخر لا يصح، ويكون البيع باطلاً،³ لنهي

النبي ﷺ - عن ذلك، حيث روى أبو هريرة رضي الله عنه أن النبي ﷺ "نهى عن بيعتين في بيعة".⁴

الفرع السابع: الحليل السابع:

- انطواء العمليات الاختيارية المركبة على الغرر الفاحش.

إن العمليات الاختيارية المركبة تحتوي أو تنطوي على غرر فاحش؛ إذ لا غرر أكثر من ألا يدري المتعاقد حين التعاقد، أهو بائع أم مشتري؟ كما أن عدم تحديد السعر في هذه العملية يخرجها عن الشرعية، حيث اتفق الفقهاء على اشتراط معرفة الثمن في عقد

1 - أخرجه البيهقي في السنن الكبرى في كتاب: البيوع، باب: النهي عن بيع العربان، ج: 5/ ص: 342، وأبو داود في سننه في كتاب: البيوع والإجازات، باب: في العُربان، ج: 3/ ص: 494، وابن ماجه في سننه في كتاب: التجارات، باب: بيع العربان، ج: 3/ ص: 311، قال ابن حجر: وفيه راوٍ لم يُسم. وسُمي في رواية لابن ماجه ضعيفة: عبد الله بن عامر الأسلمي، وقيل: هو ابن لهيعة وهما ضعيفان، التلخيص الحبير، ج: 3/ ص: 39.

2 - أحكام السوق المالية: د. محمد عبد الغفار الشريف، ص: 237.

3 - أحكام السوق المالية: د. محمد عبد الغفار الشريف، ص: 237.

4 - أخرجه الترمذي في سننه: في كتاب البيوع، باب ما جاء في النهي عن بيعتين في بيعة، ج: 2/ ص: 513، وقال: "حديث حسن صحيح" والنسائي في سننه (المجتبى): في كتاب: البيوع، باب: بيعتين في بيعة، ج: 6/ ص: 67، والبيهقي في سننه: في كتاب: البيوع، باب: بيعتين في بيعة، ج: 5/ ص: 343.

البيع حال العقد أو قبله¹، فلا يجوز البيع بثمن مجهول، ولا بد من بيان جنسه، وقدره، وصفته.²

الفرع الثامن: الدليل الثامن:

- انطواء العمليات الاختيارية المضاعفة على بيعتين في بيعه.

إن العمليات المضاعفة -أو البيع مع خيار الزيادة- تتضمن في ظاهرها بيعاً متضمناً بوعده، بل تتضمن بيعاً آخر؛ فتكون داخلة في النهي عن بيعتين في بيعه واحدة، وكذلك العمليات المركبة -أو الخيارية المزدوجة- تحتوي أو تشتمل على بيعتين في بيعه، وهذا منهي عنه كما سبق.³

الفرع التاسع: الدليل التاسع:

- انطواء العمليات الاختيارية المضاعفة على الجهل بمقدار المحل.

إن العمليات المضاعفة -أو البيع مع خيار الزيادة- تنطوي على جهل بمقدار المحل -أي محل البيع-، حيث لا يعلم كل من البائع والمشتري مقدار المباع أو المشتري، ومعلوم أن من شروط المعقود عليه في عقد البيع أن يكون معلوماً قدرأً، وصفة،⁴ منعاً للجهالة

1 - الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع: شمس الدين الشربيني، ج: 2/ ص: 68، طبعة المعاهد الأزهرية، القاهرة، 1403 هـ/ 1983م؛ وسراج السالك شرح أسهل المسالك: السيد عثمان بن حسين بري الجعلي المالكي، ج: 2/ ص: 123، شركة مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي وأولاده بمصر.

2 - سوق الأوراق المالية: د. خورشيد محمد إقبال، ص: 469.

3 - أحكام الأسواق المالية: د. محمد صبري هارون، ص: 283-287.

4 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد، ص: 367؛ سوق الأوراق المالية: د. خورشيد محمد إقبال، ص: 476.

وقطعاً للمنازعة.¹

يقول الإمام الكاساني²: "وأما شرائط الصحة فأنواع: ...ومنها: أن يكون المبيع معلوماً وثمنه معلوماً علماً يمنع المنازعة، فإن كان أحدهما مجهولاً فسد البيع؛ لأن الجهالة إن كانت مفضية إلى المنازعة كانت مانعة من التسليم والتسلم فلا يحصل مقصود البيع...، ولأن الرضا شرط البيع، والرضا لا يتعلق إلا بمعلوم".³

وجاء في سراج السالك: "ويشترط لصحة البيع، أن يكون البائع عالماً بما يدفعه للمشتري في نظير العوض قدرًا وصفة، كان مما يُوزن أو يُكال أو يُعد، ويكون المشتري عالماً بما يدفعه للبائع في نظير السلعة، فالجهل بهما أو بأحدهما مفسد للبيع".⁴

الفرع العاشر: الكليل العاشر:

- انطواء هذه العقود على بيع ما لا يقبل حكم العقد شرعاً.

إن بيع حق الخيار وتداوله من مشترٍ لآخر إنما هو بيع لما لا يقبل حكم العقد شرعاً، حيث اشترط الفقهاء فيما يكون محلاً للعقد أن يكون قابلاً لحكم العقد شرعاً، فلا ينعقد البيع ما لم يكن المبيع مالاً متقوِّماً مملوكاً، فغير المال، والمال غير المتقوِّم والمال

1 - الاختيار لتعليل المختار: الإمام عبد الله بن محمود أبي الفضل مجد الدين الموصلي، ج:2/ص:3، طبعة المعاهد الأزهرية، القاهرة، 1415هـ/1994م؛ القوانين الفقهية: ابن جزي الغرناطي، ص: 281؛ الإقناع: الخطيب الشربيني، ج:2/ص:68.

2 - هو أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني، علاء الدين: فقيه حنفي، من أهل حلب، له: "بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع"، و"السلطان المبين في أصول الدين"، توفي رحمه الله سنة 587هـ بحلب. ينظر: "الأعلام للزركلي، ج:2/ص:70.

3 - بدائع الصنائع: الكاساني، ج:6/ص:592، تحقيق: الشيخ علي محمد معوض والشيخ عادل أحمد عبد الموجود، دار الكتب العلمية، ط:2، بيروت، 1424هـ.

4 - سراج السالك: السيد الجعلي المالكي، ج:2/ص:123.

المتقوّم غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعاقد عليه، وكل عقد يرد عليه يكون باطلا.¹
فالشئ لا يكون مالا عند الفقهاء إلا إذا توفر فيه أمران: إمكان حيازته، وإمكان الانتفاع به على وجه معتاد، فما ليس في الإمكان حيازته فلا يعدّ مالا- وإن انتفع به- كضوء الشمس وحرارتها، وكذلك مالا يمكن الانتفاع به على وجه معتاد لا يعد مالا- وإن أُحرز فعلا. وإذا كان الأحناف يرون أن المال لا يكون إلا مادة حتى يتأتى إحرازه وحيازته فقد ذهب الشافعية والمالكية والحنابلة إلى أن المنافع أموال إذ ليس من الواجب عندهم إحرازه بنفسه بل يكفي أن يمكن حيازته بحيازة أصله ومصدره.²

ولما كان من الثابت أن حق الخيار يجرى تداوله في أسواق الأوراق المالية وينتقل بالبيع والشراء من متعاقد إلى آخر، فالحق الذي يباع ليس مما يقتنى أو تجرى حيازته فيكون فاسدا عند الأحناف وتداوله من متعاقد لآخر لا تتحقق من خلاله حيازته بحيازة أصله ومصدره فيكون باطلا عند المالكية والشافعية والحنابلة وسائر الفقهاء.³

المبحث الثاني: المميزون لهذه العقود وأملتهم

1 - مصادر الحق في الفقه الإسلامي: د. عبد الرزاق السنهوري، ج: 2/ص: 92، دار النهضة، القاهرة.
2 - مختصر أحكام المعاملات الشرعية: علي الخفيف، ص: 3، مطبعة السنة المحمدية، القاهرة.
3 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 372.



المصـلب الأول: المـميزون لهـذه العـقود



لم أجد من قال بجواز هذه العقود في ما اطلعت عليه إلا باحثان هما:

- الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه الموسوم بـ: "رأي التشريع في مسائل البورصة"،

والمدرج في المجلد الخامس من الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية¹.

- والدكتور محمد علي القرني في بحثه المعنون بـ: "نحو سوق مالية إسلامية"، والموجود في

المجلد الأول من العدد الأول من مجلة "دراسات اقتصادية إسلامية"².



المصـلب الثاني: أـمـلة المـميزين لهـذه العـقود



استدل أصحاب هذا الرأي على ما ذهبوا إليه من جواز العمليات الخيارية شرعاً بما يلي:

1- رأي التشريع في مسائل البورصة: د. أحمد يوسف سليمان، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ج:5/ص: 425-424.

2- نحو سوق مالية إسلامية: د. محمد علي القرني، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 1، العدد:1، ص: 24، جدة، المملكة العربية السعودية، 1993م.

الفرع الأول: الحليل الأول:

أن الشرط الذي اتفق عليه العاقدان في العمليات الخيارية البسيطة شرط صحيح، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري فهو حق له، فلا يُرد إلى دافعه، قال الله تعالى: "يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ" ¹، وقال رسول الله ﷺ -: "المسلمون على شروطهم، إلا شرباً أحل حراماً، أو حرم حلالاً" ²، ولما كان للطرف الآخر أيضاً نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن يبيع حقه هذا، ولا ريب في أن مدة الخيار معلومة، وهي الفترة ما بين وقت العقد إلى أقرب تصفية له، كما يجوز أن يكون أحد الطرفين قد تبرع بالمال للآخر نظير عدم استعمال حقه هو الآخر في الخيار. وكذلك تجوز العمليات الخيارية المركبة لنفس الأسباب، والعمليات المضاعفة أيضاً، وذلك إذا كانت الكمية المضاعفة -أي التي يرغب في زيادتها- معلومة، فإن هذا شرط لا يحل حراماً، ولا يحرم حلالاً، والمسلمون على شروطهم. ³

وَيُنَاقَشُ هذا: بما يلي:

أنه يتضح من هذا الدليل أن أصحاب هذا الرأي القائل بجواز هذه العمليات يلحقونها

1 - سورة المائدة: الآية رقم 1.

2 - أخرجه: الترمذي في سننه: في كتاب الأحكام، باب ما ذكر عن رسول الله ﷺ في الصلح بين الناس، ج:3/ص:27، وقال: "هذا حديث حسن صحيح".

3 - رأي التشريع الإسلامي في البورصة: د. أحمد يوسف سليمان، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ج:5/ص: 224-225.

في الجواز بخيار الشرط الذي أجمع على جوازه جمهور الفقهاء¹، خلافاً للظاهرية²، وإن اختلفوا في تحديد مدته: حيث حددها الإمام أبو حنيفة، وزُفر³، والشافعية، والإمام زيد بن علي⁴، بثلاثة أيام لا أزيد- ولذلك قالوا: إن خيار الشرط هو أن يشترط أحد المتعاقدين الخيار ثلاثة أيام أو أقل⁵، استناداً إلى ما روي عن النبي -ﷺ- أنه قال لحَبَّان بن منقذ⁶ عندما ذكر -أو اشتكى- له أنه يُغبنُ⁷ أو يُخدعُ في البيوع: "إِذَا بَايَعْتَ

1 - الاختيار: عبد الله الموصلي، ج:2/ ص: 5؛ القوانين الفقهية: ابن جزي، ص:294.

2 - المحلى: ابن حزم، ج:8/ ص:420.

3 - هو زُفر بن الهذيل بن قيس العنبري، من تميم، فقيه كبير، من أصحاب الإمام أبي حنيفة. أصله من أصبهان، أقام بالبصرة و وُلِّي قضاءها وتوفي بها، جمع بين العلم والعبادة، وكانت وفاته رحمه الله سنة 158هـ، ينظر: "الأثمار الجنية في أسماء الحنفية" للقاري، ج:1/ ص:432، و"الأعلام" للزركلي، ج:3/ ص:45.

4 - زيد بن علي بن الحسين بن علي بن أبي طالب: وُلِدَ سنة 79هـ، عدّه الجاحظ من خطباء بني هاشم، وقال أبو حنيفة: ما رأيت في زمانه أفعه منه ولا أسرع جواباً ولا أبين قولاً، كانت إقامته بالكوفة، بايعه سنة 120 هـ أربعون ألفاً على الدعوة إلى الكتاب والسنة، والدفع عن المستضعفين، ورد المظالم، فقاتله الحكم بن الصلت، ونشبت معارك بينهما، انتهت بمقتل زيد بن علي سنة 120 هـ.

5 - الاختيار: عبد الله الموصلي، ج:2/ ص:50؛ رد المحتار: لابن عابدين، ج:7/ ص:106.

6 - حَبَّان بن منقذ بن عمرو الأنصاري المازني، من بني مازن ابن النجار، له صُحبة، شهد أخذاً وما بعدها، تزوّج أروى الصغرى بنت ربيعة ابن الحارث بن عبد المطلب، وهي الهاشمية التي ذكر مالك في الموطأ، فَوَلَدَتْ له يحيى بن حَبَّان، وواسع بن حَبَّان . ولحَبَّان بن منقذ قصة مشهورة؛ إذ أنّه قد أصابته شَجّة في الرأس تصل إلى أم الدماغ، ففُتِلَ بذلك نطقه، وقلَّ إدراكه، وكان لا يَدْعُ على ذلك التجارة، فكان يُغبنُ، فأتى إلى النبي ﷺ فذكر له ذلك، فقال له النبي ﷺ: "إذا بايعت فقل لا خلافة، ولي الخيار ثلاثة أيام"، ومات حَبَّان في خلافة عثمان، وله ولأبيه منقذ صُحبة. ينظر: "الاستيعاب" ابن عبد البر، ج:1/ ص:318، و"سير أعلام النبلاء" للذهبي، ج:5/ ص:186.

7 - الغبن: في اللغة: هو الخديعة والنقص في الثمن، وبابه ضرب، يقال: غبنه يغبنه غبناً: أي خدعه، وغبنه في البيع: خدعه، وغبنه في البيع: غلبه ونقصه، وغلبه في البيع والشراء غبناً: أي نقصه، وغبن فهو مغبون، أي منقوص في الثمن أو غيره.

وفي الاصطلاح: "بيع السلعة بأكثر مما جرت العادة أن الناس لا يتغابنون بمثله أو اشتراها كذلك".

وعرفه الشيخ "محمد أبو زهرة" فقال هو: "أن يكون أحد العوضين مقابلاً بأقل مما يساويه في الأسواق".

وعرفه الدكتور "عبد المجيد مطلوب" بأنه: "عدم التكافؤ في العقود ذات الالتزامات المتبادلة كالبيع والإيجار وما أشبه ذلك"، وعرفه الدكتور "عبد الحميد البعلي" فقال هو: "عدم التماثل بين العوضين في القيمة ولا يعلمه المغبون أثناء التعاقد". ينظر المصباح المنير: للفيومي، ج:2/ ص:46؛ منح الجليل شرح مختصر خليل: لمحمد بن أحمد بن عlish، ج:4/ ص:468، طبعة: دار الفكر، بيروت؛ نظرية العقد: للشيخ محمد أبو زهرة، ص: 393؛ ضوابط العقود، دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي وموازنة بالقانون الوضعي وفقهه: د. عبد الحميد محمود البعلي، ص: 275، مكتبة وهبة، القاهرة؛ النظريات العامة في الفقه الإسلامي-المال، والملك، والعقد-، د. عبد المجيد محمود مطلوب، ص: 90، دار النهضة العربية بالقاهرة، 1415هـ/1995م.

فقل لا خلافة¹، ثم أنت بالخيار في كل ساعة ابتعتها ثلاث ليال، فإن رضيت فأمسك، وإن سخطت فأرسلها على صاحبها"، وفي

رواية أخرى: "إنما بايعت فقل لا خلافة، ولي الخيار ثلاثة أيام"²، وبالتالي فإنه

يجب التقيد بالمدة التي حددها النبي -ﷺ-، فلا يجوز الزيادة عليها، ومن ثم فإنه يجوز

اشتراط الخيار لمدة ثلاثة أيام فأقل، أما أكثر من ذلك فلا يجوز³، لأن حبان كان أحوج

إلى الزيادة في الخيار لمكانه من ضعف الإدراك وحاجته إلى استدراك الخديعة، فلما لم

يزد رسول الله ﷺ بالشرط على الثلاث دل على أنه ﷺ حده بالثلاث- أي جعل غاية

حده الثلاث-، والحد يفيد المنع، إما من المجاوزة أو من النقصان، فلما جاز النقصان

من الثلاث، علم أنه حد للمنع من مجاوزة الثلاث⁴، وما روي عن عمر بن الخطاب رضي الله عنه

1 - الخلافة: هي الخديعة برقيق الحديث، أو هي الخداع بالقول اللطيف، ومعنى قوله ﷺ "لا خلافة" أي لا خديعة؛ أي لا تحل لك خديعتي، لأن الدين النصيحة. وقيل: الخلافة: بكسر المعجمة وبالموحدة، الغين والخديعة. وأصل الخلافة من خلب، من باب قتل، وضرب، وكتب، يقال: خلبه يخلبه، إذا خدعه، والاسم الخلافة بالكسر، والفاعل خلوب: أي كثير الخداع.

ينظر: المصباح المنير: للفيومي، ج: 1/ص: 88؛ الإقناع: للخطيب الشربيني، ج: 2/ص: 79؛ شرح سنن ابن ماجه: للإمام عبد الرحمن بن أبي بكر أبو عبد الرحمن السيوطي، ج: 1/ص: 170، مطبعة: مكتبة المطبوعات-حلب، الطبعة الثانية، سنة 1406هـ-1986م؛ شرح سنن النسائي: لجلال الدين عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي، ج: 7/ص: 249، طبعة: مكتب المطبوعات-حلب، سنة 1406هـ-1986م.

2 - أخرجه: البخاري في صحيحه بلفظ: "...إذا بايعت فقل لا خلافة": في كتاب البيوع، باب ما يكره من الخداع في البيع، ج: 3/ص: 19؛ ومسلم في صحيحه: في كتاب البيوع، باب من يخدع في البيع، المجلد الثاني، ص: 714، وأخرج الحديث بلفظه كاملاً ابن ماجه في سننه: في كتاب الأحكام، باب الحجر على من يفسد ماله، ج: 3/ص: 440.

3 - المبسوط: للسرخسي، ج: 13/ص: 41، دار المعرفة، بيروت-لبنان، 1409هـ/1989م.

4 - الحاوي الكبير في فقه مذهب الإمام الشافعي: الإمام القاضي أبي الحسن علي بن محمد الماوردي، ج: 5/ص: 66، دار الكتب العملية، بيروت، لبنان، 1420هـ/1990م.

أنه قال: "ما أجدر لكم أوسع مما جعل رسول الله ﷺ لعبان، جعل له الخيار

ثلاث أيام إن رضي أخد، وإن سخط ترك"¹، ولأن شرط الخيار ينافي بمقتضى

العقد، وهو اللزوم، أو لأنه يمنع المملك واللزوم وإطلاق التصرف، وقد جوزناه بخلاف

القياس لما روينا من النص، وذلك للحاجة إلى التروي ليندفع الغبن، فيقتصر على المدة

المذكورة فيه-أي النص- وتنتفي الزيادة، لأن الحاجة إلى التروي لدفع الغبن لا تدعو إلى

أكثر من الثلاث غالباً، إذ أن هذه المدة كافية للتروي لدفع الغبن²، ولأن الخيار غرر

والعقد يمنع من كثير الغرر ولا يمنع من قليله كعقد الرؤية لما كان غرراً جُوز في توابع

البيع ولم يُجوز في جميعه³، ولأن خيار الشرط-كما قلنا- إنما جاز لموضع الحاجة، فجاز

القليل منه، وآخر حد القلة ثلاثة أيام، وما زاد عليها في حد الكثرة بدليل قوله تعالى في

قصة ثمود: "فَيَا حُذَّكُمْ عَذَابٌ قَرِيبٌ"⁴، ثم بين القريب فقال تعالى: "تَمَتَّعُوا فِي

دَارِكُمْ ثَلَاثَةَ أَيَّامٍ"⁵، فثبت أن الثلاث في حد القلة، فجاز اشتراط الخيار بها في

العقد لقلة غررها، ولم يجز فيما زاد عليها لكثرة غررها.⁶

بينما أجاز الحنابلة، والزيدية، والإمامية، والإباضية، وأبو يوسف ومحمد من الحنفية، أن

1 - أخرجه: الدارقطني في سننه: في كتاب البيوع، ج:2/ص:652، والبيهقي في سننه الكبرى: في كتاب البيوع، باب الدليل على أن لا يجوز شرط الخيار في البيع أكثر من ثلاثة أيام، ج:5/ص:273، وهذا الحديث لا يُروى عن عمر إلا بهذا الإسناد، وتفرد به ابن لهيعة. ينظر نصب الراية: للزبيعي، ج:4/ص:433.

2 -الاختيار: عبد الله الموصلي، ج:2/ص:14؛ الحاوي: للماوردي، ج:5/ص:65؛ الشرح الكبير: لابن قدامة، ج:5/ص:304، طبعة دار الحديث، القاهرة، 1425هـ.

3- الحاوي: للماوردي، ج:5/ص:67.

4 -سورة هود: الآية رقم 64.

5 -سورة هود: الآية رقم 65.

6 -الحاوي الكبير: للماوردي، ج:5/ص:65؛ الاختيار لتعليل المختار: عبد الله الموصلي، ج:2/ص:14.

تكون مدة خيار الشرط أكثر من ثلاثة أيام، وذلك حسب ما يتفق عليه طرفا العقد من المدة المعلومة قلَّت المدة أو كُثرت، أي يجوز أن تزيد مدة خيار الشرط على ثلاثة أيام ما دامت المدة معلومة¹، وذلك استناداً إلى حديث: "المسلمون على شروطهم، إلا شرباً أحل حراماً، أو حرم حلالاً"²، الذي أفاد الوفاء بالشروط التي لا تحل حراماً أو تحرم حلالاً، ويدخل في ذلك شرط الخيار سواء كانت المدة طويلة أو قصيرة، ما دام رأى طرفا العقد أن الحاجة للتروي تستلزمها، ولأن ما زاد عن الثلاث في معنى الثلاث، لأن حاجة العاقد إلى التروي لدفع الغبن قد تقتضي الزيادة على الثلاثة أيام كما صح فيها، أو لأن الحاجة إلى التروي ليندفع الغبن قد تمس إلى الأكثر فصار كالتأجيل في الثمن فيرجع إلى المتعاقدين في تقدير مدة الخيار قياساً على الرجوع إليهما في تقدير الثمن، كما أن الخيار شرع للمتعاقدين للاحتراز عن الغبن والظلم، وقد لا يحصل ذلك في ثلاثة أيام، فيكون تحديد مدته مفوضاً إلى رأيهما، لأنه حق يعتمد على الشرط فرجع في تقديره إلى مشروطه كالأجل³.

أما المالكية، فقد أطلقوا تحديد مدة خيار الشرط تبعاً لنوع المبيع، وما تدعوا إليه

1 - الاختيار لتعليل المختار: عبد الله الموصلي، ج:2/ص:14؛ المبسوط: للسرخسي، ج:13/ص:41؛ الحاوي الكبير: للماوردي، ج:5/ص:65؛ الشرح الكبير: لابن قدامة، ج:5/ص:303؛ البحر الزخار الجامع لمذاهب علماء الأمصار: للإمام أحمد بن يحيى بن المرتضى، ج:3/ص:349، الناشر: دار الكتاب الإسلامي بالقاهرة.

2 - سبق تخريجه في الصفحة 238.

3 - الاختيار لتعليل المختار: عبد الله الموصلي، ج:2/ص:14؛ المبسوط: للسرخسي، ج:13/ص:41؛ المعونة على مذهب عالم المدينة: القاضي عبد الوهاب البغدادي، ج:2/ص:1045، تحقيق ودراسة عبد الحق حميش، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1419هـ/1999م.

الحاجة والضرورة في اختباره وتعرفُ أحواله¹، حيث قالوا بأن مدة خيار الشرط غير محددة بوقت معين، وإنما يجوز أن تزيد على ثلاثة أيام إذا احتيج إلى ذلك في اختبار المبيع وتعرفُ أحواله، فما أمكن تعرفُ حاله في يوم، لم يجز أن يشترط فيه ثلاثاً، وما لم يمكن تعرفُ حاله إلا في شهر، جاز أن يشترط فيه شهراً وهكذا²، وذلك لأن الخيار موضوع لتأمل المبيع واختباره والمبيعات مختلفة في ذلك، وفي قصرها على مدة محصورة إبطال لفائده، ولأنها مدة يحتاج إليها في اختبار المبيع كالثلاثة، ولذلك كانت المدة متعلقة بما يمكن اختبار المشتري المبيع في مثله، ولأنها مدة ملحقة بالعقد فجاز أن تزيد على ثلاثة أيام³، ولأن الخيار ضربان: خيار مجلس، وخيار شرط، فلما جاز أن يمتد خيار المجلس فوق ثلاث، جاز أن يكون خيار الشرط فوق ثلاث⁴.

وبعد عرض آراء المذاهب الفقهية في خيار الشرط يتبين أن:

إلحاق هذه العمليات الخيارية بخيار الشرط-كما يرى المجيزون لهذه العمليات- لا يجوز، وذلك لأن شرط الخيار الذي يعطي لأحد المتعاقدين في البيوع إنما يُعطى لهم مدة محددة، ولأنه ينافي مقتضى العقد- وهو اللزوم⁵ -، كما أنه يعطى لهم من دون مقابل،

1 - يقول ابن جزي: "الخيار المشروط... وفيه خمس مسائل:... المسألة الثانية: في مدته، وأولها عند العقد وآخرها مختلف باختلاف المبيعات، ففي الديار والأرض الشهر ونحوه فما دونه، وقال ابن الماجشون: الشهر والشهران، وفي الرقيق جمعة فما دونها، روى ابن وهب شهراً وفي الدواب والثياب ثلاثة أيام فما دونها، وفي الفواكه ساعة...".

ينظر القوانين الفقهية، ص: 295.

2 - القوانين الفقهية: ابن جزي، ص: 294-295؛ المعونة على مذهب عالم المدينة: القاضي عبد الوهاب، ج: 2/ص: 1044-1045؛ الحاوي الكبير: للماوردي، ج: 5/ص: 65.

3 - الإشراف على نكت مسائل الخلاف: القاضي عبد الوهاب، ج: 2/ص: 524، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، ط: 1، بيروت-لبنان، 1420هـ/1999م.

4 - الحاوي الكبير: للماوردي، ج: 5/ص: 65.

5 - لأن الأصل في العقود أنه متى تم العقد مستوفياً أركانه وشروطه أن يكون لازماً نافذاً لا خيار لأحد المتعاقدين

وفي هذه العمليات الخيار يستخدمه صاحبه في مقابل دفع مبلغ على سبيل التعويض، وهذا المبلغ يُدفع مقدماً ولا يُردُّ للمضارب، فهو ليس مقابل ضرر وقع على أحدهما، بل هو في مقابل اشتراط الشرط، حتى أنه لو نفذ الصفقة ما استحق المبلغ الذي دفعه.¹

فالخيار الذي هو طلب خير الأمرين من إمضاء العقد أو فسخه ليس مالا ولا يصلح أن يكون عوضاً، وإنما أذن فيه رسول الله ﷺ لكي يكون وسيلة إلى كمال الرضا، ودفع الغبن والتغريب، والأمن من الخداع لمن يخدع في البياعات، وليس له دراية بأمور البيع والشراء، وعقد الصفقات في الأسواق، وما أذن رسول الله ﷺ في أن يكون عوضاً في البياعات أو وسيلة إلى المراهنة والقمار، كما يحدث في هذه العمليات الخيرية.²

الفرع الثاني: الحليل الثاني:

اشتمال هذه العمليات الخيرية على شرط الخيار الذي يخول للمضارب الحق في فسخ العقد في موعد التصفية أو قبله، وذلك مقابل التعويض الذي يدفع مقدماً ولا يرد له-

فيه، ضماناً لاستقرار العقود أو المعاملات بين الناس، وحسماً للخلافات والمنازعات فيها، إلا أن إعمال هذا الأصل على إطلاقه قد يوقع العاقد في ضرر أو يلحق به ضيقاً وحرماً، وذلك حين يجد المعقود عليه معيباً، أو يلمس في تصرفه الغبن والخديعة، فشرع الخيار رفقاً للناس للتأكد والاستثبات من رغبة ورضا العاقد في إمضاء العقد، والتأكد من سلامة المعقود عليه من العيوب، واستشارة العاقد أهل الخبرة فيما أبرمه وأجراه من عقود حين يكون قليل الخبرة في التعامل، أو الرجوع إلى مشاورة نفسه مرة أخرى بطمأنينة وتروٍّ، للتعرف على ما قد يعود عليه من النفع من جراء العقد وذلك حين يكون قد تسرع في إبرامه، حتى لا يلزم بعقد هو عليه نادم لغبن فيه أو خديعة، أو ما شابه ذلك، واستبقاء للمودة بين الناس ودفعاً للضغائن والأحقاد من نفوسهم، لأن الخيار شرع لدفع الضرر عن أحد العاقدين، أو هما معاً للاحتراز عما يكون بالمعقود عليه من العيوب أو ما انطوى عليه العقد من الغبن والغش والخداع. ينظر: "القوانين الفقهية" لابن جزي: ص: 281؛ و "الملكية ونظرية العقد" لأبي زهرة: ص: 363؛ و "المدخل للفقه الإسلامي-تاريخه، مصادره، وقواعده الكلية-" للشيخ عيسوي أحمد عيسوي، ص: 568، مطبعة دار التأليف، الناشر: مكتبة سيد عبد الله وهبة، ط: 1، 1966م؛ و "ما لا يعذر فيه بالجهل في الفقه الإسلامي المالكي" للدكتور طاهر معتمد خليفة السيسي، ص: 52، مكتب الصفا للطباعة والنشر، ط: 1، 2004م.

1 - مدى مشروعية أحكام البورصة، ص: 1437.

2 - أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 369.

كما هو في العمليات البسيطة-، أو في أن يكون بائعاً أو مشترياً، أو أن يفسخ العقد على النحو الذي يرى فيه مصلحته حسبما يتراءى له من تقلبات الأسعار عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر من التعويض الذي يدفع في العمليات البسيطة- كما هو في العمليات المركبة-، أو في أن يكون له أو للعائد الآخر مضاعفة أو زيادة الكمية التي باعها أو اشتراها بسعر يوم التعاقد عند حلول موعد التصفية، مقابل تعويض- تختلف قيمته بحسب كمية الزيادة- يدفعه الراغب في المضاعفة عند اتضاح الأسعار ولا يرد إليه- كما هو في العمليات المضاعفة-، أساسه- أي هذا الشرط- التراضي بين المتعاقدين، ولا ينطوي هذا الشرط على محذور شرعي، فليس فيه أكل مال بالباطل، لأن المال الذي يدفعه نظير حق تقرر له يستخدمه بما يحقق مصلحته.¹

ويمكن أن يُناقش هذا بوجوه:

الأول: أن الشرط الذي تنطوي عليه هذه العمليات هو شرط غير جائز شرعاً؛ لأنه حتى وإن أُلْحِقَ بخيار الشرط في الفقه الإسلامي -كما سبق-، فإن الراجح عند الفقهاء- كما تبين- أن خيار الشرط لا يجوز أن تزيد مدته على أيام محددة وإلا كان هو والعقد غير صحيحين، وهذا الشرط تزيد مدته على هذه المدة فيكون هذا الشرط والعقد غير صحيحين.

الثاني: أنه على فرض التسليم بأن هذا الشرط تم بالتراضي بين المتعاقدين، فلا يسلم

1 - رأي التشريع في البورصة: د. أحمد يوسف سليمان، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، 425/5؛ سوق الأوراق المالية: د. خورشيد محمد إقبال، ص: 468.

أنه ليس فيه أكل مال بالباطل، لأن المال الذي يدفعه صاحب الشرط للمتعاقد الآخر، إنما يدفعه له بغير عوض ويدخل في ذمته، وهذا غير جائز شرعاً.

الثالث: أن هذا الشرط على فرض التسليم بجوازه، فهو في الحقيقة يجعل هذه العمليات أشبه بموائد القمار، لأن الهدف الأساسي منه هو المقامرة، لأن كل واحد من العاقدين يضارب على الصعود أو الهبوط، أي يقامر، والخيار لم يشرع على خلاف مقتضى الأصل في العقود إلا ليكون وسيلة إلى تحقيق كمال الرضا بين المتعاقدين والتأكد من سلامتها، لا أن يكون وسيلة للمراهنة والمقامرة في نطاقها.

الرابع: أن هذا الشرط يجعل هذه العمليات منطوية على بيعتين في بيعة، وهذا منهي عنه شرعاً -كما سبق-، فتكون هذه العمليات كذلك منهي عنها أو غير جائزة شرعاً.

الرأي الرابع:

بعد هذا العرض لآراء الفقهاء المعاصرين وأدلتهم في بيان حكم العمليات الخيارية، يظهر لي -والله أعلم- أن ما ذهب إليه أصحاب الرأي الأول -وهو رأي أغلب الفقهاء المعاصرين- من عدم جواز هذه العمليات شرعاً هو الراجح؛ وذلك لقوة أدلتهم، ولأن هذه العمليات لا تخلو من شبهة عدم تحقق أركان العقد الشرعي، كما أنها تنطوي على كثير من المنهيات الشرعية، كالقمار، وشبهة الربا، وأكل المال بالباطل، وبيعتين في بيعة، إلى غير ذلك من الأمور غير الجائزة شرعاً.



المصلب الثالث: بدائل شرعية مقترحة لعقود

الاختيارات



يرى بعض الباحثين عدم وجود حاجة إلى هذه العقود؛ لكونها عديمة الفائدة حتى من الناحية الاقتصادية، كما أنها ليست وسيلة موصلة إلى مصلحة معتبرة عامة أو خاصة حتى نبحث لها عن وسيلة أخرى شرعية توصل إلى تلك المصلحة، ومن ثم فلا حاجة إلى تصحيحها وتقويمها لتكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولو فرض وجود وسيلة شرعية فما الفائدة منها إذا كانت غير قابلة للتطبيق في أسواقها، وممن اختار ذلك الشيخ محمد المختار السلامي¹، والدكتور الصديق الضرير².

وفي المقابل حاول بعض الباحثين إيجاد بدائل شرعية للاختيارات وتصحيحها حتى تكون سالمة من المخالفات الشرعية، وممن اختار ذلك الدكتور وهبة الزحيلي، والدكتور عبد

1 - الاختيارات: الشيخ محمد المختار السلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، عدد: 7، ج: 1/ ص: 241.

2 - الاختيارات: د. الصديق الضرير، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، عدد: 7، ج: 1/ ص: 271.

الوهاب أبو سليمان، والدكتور عبد الستار أبو غدة والدكتور علي القره داغي.

فأما الدكتور وهبة الزحيلي فيرى أن طريقة تصحيحه أو تعديله: أن يبيع الشخص شيئاً تملكه، حازه أو لم يحزه، وإنما باعه بالوصف على الخيار (أي خيار الرؤية)، فإذا تملك الشخص شيئاً، جاز له بيعه لشخص آخر، ولم يكن عمله مجرد القيام بإصدار وعود، حتى ولو كانت ملزمة.¹

وأما الدكتور عبد الوهاب أبو سليمان فيرى: أن السبيل إلى تصحيح هذا العقد من هذه الجهة: أن يكون القصد المهم والأساس في إنشائه، الرغبة في شراء السلعة الموصوفة... وأنه من أجل تفادي ما هو واقع بالفعل في الاختيارات من بيع الدَّين بالدَّين يجب تفعيل أحد الإجراءين التاليين:

أولاً: تعجيل الثمن والسلعة إن أمكن.

ثانياً: تعجيل أحدهما، وتأجيل الآخر وفق الشروط الشرعية الخاصة بكل واحد منهما، لدى الموافقة على تأجيله من الطرفين.²

ويرى الدكتور عبد الستار أبو غدة وجوب التفريق بين ما إذا كان الغرض من الاختيارات المجازفة والحصول على فروق الأسعار بما يشبه المقامرة، فهذا لا سبيل إلى إيجاد بديل شرعي له؛ لأنه مما يجب اجتنابه...، أو يكون الغرض منها التملك الفعلي للاسترباح مع تحمل الضمان، فهذا يتحقق بالبيوع المعروفة من البيع الحال، وبيع الأجل، وبيع السلم،

1 - عقود الاختيارات: د. وهبة الزحيلي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، عدد: 7، ج: 1/ ص: 258.
2 - الاختيارات، دراسة فقهية تحليلية مقارنة: د. عبد الوهاب أبو سليمان، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، عدد: 7، ج: 1/ ص: 310.

مع إمكانية الاستفادة من بيع العربون وخيار الشرط لتوفير ما يحصل بالاختيار، من فرصٍ للتروي والاحتياط للصفقات الأخرى الفعلية.¹

ويقترح الدكتور علي القره داغي أربعة بدائل عن الاختيارات، هي:

1- إجراء العقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود المعقود عليه ونحوه) ولا مانع من تمديد مدة خيار الشرط حسب العرف.

2- عقد الاستصناع حيث يحل لنا مشكلة وجود المعقود عليه، وجهالة العمل، فيمكن أن ترتب عقود، وصكوك وشهادات خاصة بالاستصناع في المستقبل.

3- عقد الجعالة أيضاً يمكن أن يعالج لنا كثيراً من القضايا المستقبلية.

4- عقد السلم، وبيع الأجل (بالتقسيط أو بدونه) يحلان مشكلة عدم وجود المسلم فيه في الأول، وتأجيله المشروط وعدم وجود (الثلث) وتأجيله في الثاني.²

وعلى كل حال، إذا عرفنا أن نشأة هذا العقد في البلاد الرأسمالية، والتي يعتبر التعامل بالربا والميسر أساساً من أساسات تعاملاتها، فإن تصحيح هذا العقد حتى يكون متوافقاً مع التعاملات الشرعية لن يتم إلا بشيء من التعسف؛ إذ لا بد من إسقاط بعض القيود والإجراءات الأساسية والتي لا يمكن قيام هذا العقد إلا بها، ومن ثم فلا يكون إطلاق الاختيارات عليها صحيحاً، وعلى هذا فإن مجال البحث هنا لا ينبغي أن يكون مُنصباً لتصحيح هذا العقد وإيجاد مماثل له متوافق مع الشريعة، وإنما الذي ينبغي هو ابتكار

1 - الاختيارات: د. عبد الستار أبو غدة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، عدد: 7، ج: 1/ ص: 338-339.
2 - الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. علي القره داغي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، عدد: 7، ج: 1/ ص: 188.

طرق للتداول أقل مخاطرة، وخالية من المحاذير الشرعية؛ مع الاستفادة من خيار الشرط وبيع العربون والسلم والاستصناع، وليس من شرط أن تكون بديلة للاختيارات إذا كانت متوافقة مع الأحكام الشرعية، مع مراعاة أن تكون الأدوات المبتكرة يتوفر فيها أمران:

الأول: السلامة الشرعية، بحيث تكون مقبولة لدى جمهور المسلمين الذين يرغبون في التعامل الشرعي.

الثاني: الكفاءة الاقتصادية، بحيث تكون سهلة التنفيذ بعيدة عن التعقيد ومحقة لأغراض المتعاملين.¹

1 - صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي: د. سامي السويلم، موقع الربح الحلال، <http://www.halal2.com/research.asp> بتاريخ 1431/8/11هـ.

الباب الثالث

عقود المبادلات في الأسواق المالية
وأحكامها الفقهية

وفيه فصولان:

- الفصل الأول: عقود المبادلات في الأسواق المالية
- الفصل الثاني: أنواع عقود المبادلات وأحكامها الفقهية

الفصل الأول

عقود المبادلات في الأسواق

المالية

وفيه مبحثان:

- المبحث الأول: عقود المبادلات في الأسواق المالية: مفهومها وأركانها،
وأسباب التعامل بها

- المبحث الثاني: خصائص عقود المبادلات، وأهم المظاهر المرتبطة بها.

المبحث الأول: عقود المبادلات في الأسواق المالية: مفهومها وأركانها، وأسباب التعامل بها



المصطلح الأول: التعريف بعقود المبادلات



المبادلات ترجمة للكلمة الإنجليزية swaps (سواب)، وهي تطلق على احد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية التي سبق التعريف بها، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولذا فهي لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة، بل يمكن لكل من طرفي العقد إملاء الشروط التي تلائمه.

وإليك تعريفاً بالمبادلات من حيث اللغة، ومن حيث اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية، وذلك فيما يأتي:

الفرع الأول: تعريف المبادلات في اللغة:

المبادلات جمع مبادلة، (والمبادلة: التبادل). والأصل في التبديل تغيير الشيء عن حاله، والأصل في الإبدال جعل شيء مكان شيء آخر، كإبدالك من الواو تاءً في تالله، والعرب تقول للذي يبيع كل شيء من المأكولات بدال. قال تعالى: "يَوْمَ تُبَدَّلُ الْأَرْضُ غَيْرَ الْأَرْضِ وَالسَّمَوَاتُ"¹. قال الزجاج: تبديلها، والله أعلم، تسيير جبالها وتفجير بحارها وكونها مستوية لا ترى فيها عوجاً ولا أمتاً، وتبديل السماوات انتشار كواكبها وانفطارها وانشقاقها وتكوير شمسها وخسوف قمرها.² وهي (مفاعلة من بدلت)، يقال: بادل الرجل مبادلة وبدالاً: أعطاه مثل ما أخذ منه.³ وبدل الشيء، وبدلته، وبديله: الخلف منه، والجمع أبدال.⁴ قال ابن فارس: (الباء والبدال واللام أصل واحد، وهو قيام الشيء مقام الشيء الذاهب)⁵. وعقود المبادلات فيها هذا المعنى، فإن فيها أخذ شيء وإعطاء شيء مثله، كما سيتبين من خلال التعريف بالمبادلات في الاصطلاح.

1 - سورة إبراهيم: الآية: 48.

2 - لسان العرب: لابن منظور، مادة: ب د ل.

3- القاموس المحيط، الفيروزآبادي؛ لسان العرب، لابن منظور، مادة: ب د ل.

4 - القاموس المحيط، الفيروزآبادي، مادة: ب د ل.

5 - معجم مقاييس اللغة: ابن فارس، مادة: ب د ل.

الفرع الثاني: تعريف عقد المبادلة في الأصل:

عُرف عقد المبادلة بعدة تعريفات، أُورد منها الآتي:

أ- "اتفاق تعاقدى، يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول".¹

ب- "اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر، يتم بموجبه تبادل الدفعات، أو المقبوضات المترتبة على كل منهما، من جرّاء التزامات أو أصول يتم تحديدها لهذه الغاية، وذلك خلال حياة المبادلة، وبنفس عملة الالتزام أو الأصل، ودون إجراء أي تبادل في طبيعة الالتزام أو الأصل".²

ج- "التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد".³

د- "التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من الأصول المالية مقابل أصل آخر بالسعر الحالي، وبموجب شروط يُتَّفَق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل

1 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 282.

2 - المبادلات (المقايضات)، رياض أسعد، ضمن ملف بعنوان المشتقات المالية، إعداد مجموعة دلة البركة، ص: 95.

3 - مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، ص: 107، دار وائل، عمان-الأردن، ط: 1، 1998م.

محل التعاقد في تاريخ لاحق".¹

هـ- "عملية المبادلة عبارة عن عقد بين طرفين، يتفقان على تبادل مجموعة من

المدفوعات، على مدار فترة متفق عليها قد تمتد لعدة سنوات".²

و- "عقود مشتقة، تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري

لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر)، وذلك لفترة محددة، وبالاعتماد على مبلغ أساس

غالباً ما يتخيله الطرفان".³

ز- "هو 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 (شهرية، فصلية، نصف سنوية..)".⁴

ح- "اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل نمطين مختلفتين من التدفقات النقدية، ويقدم

عقد المبادلة شأنه في ذلك شأن الأنواع الأخرى من عقود المشتقات، خدمة لمنشآت

الأعمال التي تسعى إلى مواجهة المخاطر المالية التي تتعرض لها".⁵

ط- "عقد أو التزام بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية وغير نقدية (حق ملكية، أسهم

عادية، سلع، عقارات...) في مدة محددة يتفق الطرفان عليها، وبطريقة يستفيد منها

1 - اقتصاديات الأسواق وإدارة المحافظ المالية: د. سيد عبد الفضيل، ص: 169.

2 - مبادلة العملات، برايان كويل، ص: 7، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق، ط: 1، القاهرة- مصر، 2005م.

3 - الاستثمارات والأسواق المالية: د. هوشيار معروف، ص: 167، دار صفا للنشر والتوزيع، ط: 1، عمان- الأردن، 1420م.

4 - الأسواق المالية: د. محمود محمد الداغر، ص: 137.

5 - أساسيات عقود المشتقات: العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار والمبادلة: د. منير إبراهيم هندي، ص: 322، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2015م.

جميع أطراف العقد".¹

هذه أبرز تعريفات عقود المبادلة، ورغم أنها جاءت في سياق التعريف بها بشكل عام، إلا أنه يؤخذ على التعريف الأول والثاني أنهما قاصران، أي غير جامعين؛ لعدم تناولهما جميع أنواع المبادلات، حيث اقتصرنا على مبادلة المدفوعات والمقبوضات.

كما يؤخذ على التعريف الأول الإلباس والتناقض، حيث يفهم من قوله:

(اتفاق تعاقدي...لتبادل الالتزامات أو الحقوق) أن المبادلة تجري في الالتزامات والأصول نفسها، في حين أنه أردف ذلك بما يفيد أن المبادلة إنما تجري في الدفعات والمقبوضات المترتبة على تلك الالتزامات والأصول، وأكد ذلك بالتنبيه على أن التبادل لا يخل بالتزام كل منهما أو أحدهما في الأصول المملوكة لهما، بمعنى أن التبادل لا يجري في تلك الالتزامات أو الأصول.

أما التعريف الثالث، فرغم أنه أضاف إلى ذلك تبادل الأصول نفسها، بحيث يدخل في ذلك مبادلة العملات، ومبادلة السلع، إلا أنه غير واضح في الكشف عن حقيقة عقد المبادلة.

وعلى كل فقد أفاد مجموع هذه التعريفات أن المبادلة تجري في الدفعات المترتبة على الالتزامات الصادرة من كل منهما، وفي المقبوضات المترتبة على ما لكل منهما من حقوق أو أصول، وفي الحقوق أو الأصول نفسها، ولتوضيح ذلك يحسن التعريف بهذه المصطلحات.

1 - إدارة المشتقات المالية: د. جليل كاظم العارضي، ص: 50.
257

فأما الالتزامات فيراد بها: الديون التي على كل من طرفي العقد، كالديون التي تنشأ عن إصدار السندات.¹

وأما الحقوق ومثلها الأصول، فيراد بها: الأشياء التي يملكها كل من الطرفين، سواء كانت أوراقا نقدية (العملات)، أو أوراقا مالية، كالأسهم، والسندات، أو أشياء عينية، كالعقارات ونحوها.²

وأما الدفعات، فيراد بها: الفوائد التي يدفعها كل من الطرفين في مقابل ما عليهما من التزامات.

وأما المقبوضات، ومثلها التدفق النقدي، فيراد بها: عوائد الأصول المملوكة لكل من الطرفين، كفوائد السندات، وأرباح الأسهم، وغلات العقارات، ونحوها.

وأما التدفق النقدي المذكور في التعريف الثالث فهو يشمل المدفوعات، والمقبوضات. ونظرا لتنوع عقود المبادلة، وتباين صورها، فإنه يصعب وضع تعريف جامع مانع للمبادلة، بحيث يتناول جميع أنواعها، حيث ظهرت صعوبة ذلك من خلال التعريفات السابقة، وما ورد عليها من نقد.

غير أن هذا لا يمنعني من أن أقترح تعريفاً شخصياً لعقود المبادلات، فأقول: "هي عقود مشتقة تتضمن اتفاقاً مبرماً بين طرفين أو أكثر بواسطة وسيط، وتُمارسُ في أسواق غير منظمة، لتبادل نوعٍ معيّنٍ من المدفوعات أو المقبوضات أو الأصول، مقابل مدفوعات أو

1 - قاموس التعبيرات الاقتصادية والمالية، إيف برنار وجان كلود كولي، ص: 85، ترجمة لجنة تحت إشراف كمال الخولي، ط: 1، 1990م.

2 - قاموس التعبيرات الاقتصادية والمالية، برنار وكولي، ص: 59.
258

مقبوضات أو أصول أخرى، بموجب شروط يُتَّفَقُ عليها عند التعاقد".

ويتضح مفهوم عقد المبادلة أكثر من خلال الحديث عن كل نوع على حدة، وهو ما سيتم في قادم الورقات، غير أنه يمكن إيراد المثال الآتي؛ ليوضح صورة من صور عقد المبادلة: فلو كان لدى مؤسسة (أ) مجموعة من السندات بالأورو، وتتقاضى عنها فوائد في تواريخ معينة بالأورو أيضاً، ولدى مؤسسة (ب) مجموعة من السندات بالدولار الأمريكي، وتتقاضى عنها فوائد في تواريخ معينة بالدولار الأمريكي أيضاً، فإنه قد يجري الاتفاق بينهما على تبادل هذه الفوائد في تلك التواريخ، بحيث تدفع المؤسسة (أ) للمؤسسة (ب) الفوائد التي تقبضها بالأورو، في مقابل أن تقبض منها الفوائد التي تتقاضىها بالدولار الأمريكي.¹



المصـلب الثاني: أركان عقود المبادلات



يتبين من خلال التعريفات السابقة أن عقود المبادلات تقوم على العناصر الآتية:

- 1- طرفا العقد.
- 2- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة.
- 3- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة.

1 - مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي: د. زياد رمضان، ص: 107.
259

- 4- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- 5- السعر الآجل لمبادلة العملة المتفق عليه.
- 6- مدة سريان العقد.
- 7- سعر الفائدة الثابت.
- 8- تاجر المبادلات أي الوسيط، ويستفيد من تحقيق الربح بين سعر الطلب والعرض.¹



المصـلب الثالث: فوائد عقود المبادلات



للمبادلات عدة فوائد حيث تستخدم للوقاية من المخاطر السعرية في فترات متعددة، ولتخفيض تكلفة التمويل أو الدخول في أسواق جديدة، هذا فضلاً عن تحقيق مزايا ملموسة لبعض الشركات في حالة الحصول على التمويل اللازم بمعدلات فائدة ثابتة في الظروف التي يستحيل معها التعامل في أسواق السندات مباشرة؛ نتيجة لبعض القيود المالية أو نتيجة لانخفاض التصنيف الائتماني لهذه الشركات.

وتمثل التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى، وبالنسبة لمبادلات أسعار العملات، عادة ما تقوم الأطراف الأخرى بتبادل دفع العملات بسعر ثابت وبسعر عائم وبعملة واحدة، دون تبادل أصل المبلغ؛ أما مبادلات العملات، فيتم بموجبها تبادل

1 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 283؛ المشتقات المالية، دراسة فقهية: د. خالد بن عبد الرحمن المهنا، ص: 143، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، 1433هـ - 1434هـ/ 2013م.

العمولات بسعر ثابت مع أصل المبلغ وذلك بعملات مختلفة.

وكانت عمليات المبادلات في البداية مقتصرة على المصارف المركزية في الستينات ثم أصبحت المصارف التجارية تعتمد على هذا الأسلوب لتغطية المخاطر قصيرة الأجل.¹



المحلب الرابع: أسباب التعامل بعقود المبادلات



هناك دوافع كثيرة للمتعاملين بعقود المبادلات يمكن إرجاعها إلى الأسباب الآتية:

1. المضاربة، وتحقيق الربح فضلاً عن تحقيق إدارة أفضل للموجودات.
2. التحوط وإدارة المخاطر: ويقصد به التحوط من مخاطر تقلب سعر الصرف للعملات، والتحوط ضد مخاطر ارتفاع أو انخفاض معدلات الفائدة، وهذان السببان هما أغلب ما يكون من الأسباب وراء التعامل بالمشتقات المالية - كما سبق -.
3. المرونة وانخفاض التكلفة: يلجأ البعض إلى عقود المبادلات؛ نظراً لكونها أكثر مرونة وأقل تكلفة، فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار، فهذه المنشآت

1 - اقتصاديات الأسواق وإدارة المحافظ المالية: د. سيد عبد الفضيل، ص: 169.

تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة مُعَوَّم¹، إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعياً، وإذا ما استشعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

4. مواجهة التزامات المصارف المختلفة خاصة المستقبلية.

5. توفير السيولة المحلية المؤقتة للجهاز المصرفي: فيمكن أن تستعمل عقود المبادلة من قبل السلطات النقدية والمالية في ظروف معينة لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة.

6. قيام المنشآت بصياغة وإدارة مخاطر سعر الفائدة، وسعر الصرف الكامنة في أعمالهم. وهذا الدافع يختص بعقود المبادلات عن باقي المشتقات المالية.

7. الحصول على التمويل عن طريق عمليات المبادلة وإصدار السندات، فيمكن أن يقوم المصرف الذي أصدر السندات بعملة معينة، بالمبادلة بعملة أخرى؛ والاستفادة من عائدات تلك العملة.

8. الحماية من مخاطر العملة، فقد تلجأ المصارف إلى المبادلة كإحدى السبل للحماية من مخاطر تعاملات العملة طويلة الأجل، وتغير سعر صرفها، وهو ما ينتج عنه خسائر على المصارف.

9. تغيير عملة عائد الاستثمار، وهذا قد يحقق للمصارف عوائد استثمارية بسبب فروق الأسعار بين العملات، أو الفوائد الربويّة عليها المتغيرة بمقابل الفوائد الثابتة.

1 - يقصد بسعر الفائدة المعوّم أو العائم: غير المحدد من قبل الدولة وإنما يتحدد وفقاً لعرض وطلب العملة موضع موضع التعويم، وفي الغالب في هذه الحالة يكون السعر محدداً أقل مما يجب. (موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، د. عبد العزيز هيكل، 327).

10. كما يلجأ إليها بعض المتعاملين لأغراض استثمارية، وذلك بإبرام عقد مبادلة لمدة سنة، يقوم فيه بشراء عملة ذات فائدة مرتفعة بعملة ذات فائدة أقل، حيث يقوم بإيداع العملة المشتراة في أحد المصارف بفائدة تغطي تكلفة إعادة الشراء الذي يتضمنه عقد المبادلة.¹



المصـلب الخامس: شروط عقود المبادلات



إن هناك شروطاً عديدة تسهم في بناء عقود المبادلات وضمان تحقيقها لأهدافها الرئيسية في التحوط من المخاطر وبلوغ الأرباح لكافة أطرافها، ومن هذه الشروط ما يلي:²

1- الفترة الملائمة للسداد:

وتتباين فترات السداد بين قصيرة تبلغ بضعة أسابيع وطويلة تصل ثلاثين عاماً، وهنا كلما طالت هذه الفترات كلما ازدادت المخاطر؛ وبالتالي فإن العقود قصيرة الأجل هي

1 - العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل النظرية والتطبيق، مروان عوض، ص: 155-156، معهد الدراسات المصرفية، عمان-الأردن، 1988م؛ المشتقات المالية، د. طارق عبد العال ص: 207؛ الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش ص: 285؛ المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، د. سمير رضوان ص: 239؛ التبادل المالي بين المصارف الإسلامية والمصارف الأخرى، دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية: د. فهد بن صالح الحمود، ص: 299، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، ط: 1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1432هـ/2011م؛ الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، ص: 338.

2 - الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. هوشيار معروف، ص: 167، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009م.

المطلوبة أكثر لدى المستثمرين و أصحاب المصالح الأخرى.

2- ايجابية دور السماسرة والمتاجرين:

يجمع السماسرة والمتاجرين طرفي العقد وكثيرا ما يساهمون بفعالية في ضمان استمرارية تدفقات النقود المتعلقة بالمبادلة حتى عند فشل أحد الطرفين. وبذلك يمثل هؤلاء أحيانا دور صمام الأمان لتنفيذ العقود المعنية بنجاح.

3- توافق المراكز الائتمانية للأطراف المتعاقدة:

إن المستثمرين في الأدوات الثابتة يكونون أكثر حساسية للمرتبة الائتمانية من المستثمرين في الأدوات المُعوَّمة. وهنا في ظل نفس الظروف الاستثمارية، يحتاج الطرف الأقل مرتبة في الائتمان إلى هامش أكبر في سوق سعر الفائدة الثابت كما هو في سوق سعر الفائدة المُعوَّم، فإن طرف العائد الثابت في المبادلة يعد مشاركا متفوقا، حيث يتميز بمرتبة أعلى.

بالنتيجة يمكن للشركات أن تقلل تكاليف الاستثمار باستخدام مبادلات مناسبة لمستوياتها الائتمانية.

4- توفر المزايا النسبية:

إن للميزة النسبية لكل مستثمر وحسب مرتبته الائتمانية وخبرته الاستثمارية ومحيط عمله دورا كبيرا في تحديد موقعه فيما إذ يكون في طرف العائد الثابت أو يكون في طرف العائد المعوم.

ولا يختلف الأمر في هذا الشأن في الاستثمار في عقود المبادلات عن التبادل في العلاقات الدولية. ومن الضروري الإشارة إلى ما يستنتجه البعض فكرياً في أن المقاصة المتاحة أمام قيود تدفقات رأس المال قد تزيل أي ميزة نسبية في عقود المبادلات ضمن أسواقها وبالتالي قد ينهي ذلك الاتجاه نحو بناء المزيد من هذه القيود بمرور الزمن، مما يهدد العقود المعنية كأداة مالية بالزوال، غير أن هذا الاستدلال المنطقي لم يتحقق في عالم الواقع فقد استمرت عقود المبادلات وبمستويات متزايدة حتى الآن.

5- نطاق المعلومات المتاحة؛

إن الاطلاع المنفرد لأي طرف كان وبشكل استثنائي على المعلومات المتعلقة بالأداة الاستثمارية، وبظروف السوق وباتجاه الاقتصاد القومي، كل ذلك يجعل ذلك الطرف بمأمن من مخاطر الائتمان ومن ثم المبادلة، فيمكن له أن يأخذ موقع المعدل الثابت حينما يعلم بتصاعد اتجاهات السعر، أو أن يأخذ الموقع المعاكس عندما تتوفر لديه معلومات بشأن هبوط السعر.

ولا شك بأن تكافؤ المعلومات عند الطرفين يخلق نوعاً من العدالة في تحديد الموقع في عقود المبادلات، وذلك في ظل شفافية السوق، ومن هنا فإن النتائج النهائية من هذه العقود تتوقف على الخبرات الشخصية والقدرات التحليلية.

المبحث الثاني: خصائص عقود المبادلات، وأهم المخاطر المتعلقة بها



المطلب الأول: خصائص وسمات عقود المبادلات



من أهم خصائص وسمات عقود المبادلات، نذكر:

- 1- أنها اتفاقيات ثنائية تتم مباشرة، وبالتالي فلا يحتاج إجراؤها إلى السوق الرسمي "المنظم" بل تجري في الأسواق غير الرسمية غالباً.
- 2- أنها كنتيجة للخاصية السابقة فهي غير منمطة في غالبيتها، بخلاف الخيارات والمستقبليات، وبالتالي فهي خاضعة لرغبة طرفي العقد حتى في التفاصيل التي تعتبر محددة في سوق الخيارات والمستقبليات مثل يوم التسليم والكمية، وتبرز النمطية في عقود المبادلات لأسعار الفائدة (Interest Rate Swaps)، ومبادلة

العملات (Currency Swaps) ؛ ذلك أن هذين النوعين تجري عليهما الصفقات يومياً من خلال أغلب صنّاع السوق؛ لما لهما من أهمية عند التجار، وكلما كثر التعامل بشيء برزت الحاجة إلى تقنينه عبر أنظمة السوق الرسمي وتنميته لتسهيل تداوله.

- 3- أن الشروط بين الطرفين يمكن أن تضاف للعقد بحسب رغبة الطرفين.
- 4- تستعمل المبادلات لمثل أسباب التعامل في المشتقات عموماً وهي: أنها أداة للتحوط وإدارة المخاطر، فإنها تتميز بأنها منخفضة التكاليف في التعاقد بها، وذات مرونة عالية، ومن أهم أسباب التعامل بها ما يعرف ب (Quality Spread) أي الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المَعَوَّمة-التي لا ترتبط فيها قيمة العملة بشيء ثابت-وبين الأسواق الثابتة.
- 5- المبيع في عقود المبادلات تدفقات نقدية في الغالب: أي أن أغلب عقود المبادلات يكون المبيع فيها تدفقات نقدية (أي مبادلة نقد بنقد) وفي قليل منها يكون المبيع بعض الأصول كالأوراق المالية.
- 6- يتضمن عقد المبادلات تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي.
- 7- تكون المبادلات مصاغة بشكل خاص لإشباع احتياجات الزبون، وعليه فإن اتفاقية المبادلة تكون هي الأكثر أرجحية في إشباع الاحتياجات المحددة للمشاركين في الأسواق الموازية من المشتقات الأخرى، كالمستقبليات والخيارات المتداولة في البورصة.

8- إن الغالبية العظمى من اتفاقية المستقبلات والعقود الآجلة ذات استحقاق

قصير، في حين أن اتفاقية المبادلة يمكن استنباطها بسهولة إلى حدٍ أطول قد

يصل إلى خمسة عشر سنة أحياناً وبقيمة تتجاوز مائة مليون دولار للمعاملة

الواحدة.

9- المبادلات تكون من الناحية الإدارية أقل كلفة لأنها تتطلب إشراف ومراقبة أقل

من قبل الحكومة.

10- تتراوح مدة المبادلة بين سنتين وخمسة عشر سنة بالنسبة للأجل الطويلة، وهي

تخص عقود مبادلة العملات الصعبة طويلة الأجل. أما التي يقل أجلها عن / أو

يساوي سنتين، فهي مبادلات الخزينة.

11- تاريخ أو تواريخ تسوية الفوائد قد تكون على أساس سنوي أو نصف سنوي.¹



المصطلح الثاني: مصطلحات عقود المبادلات



أما محدّدات عقود المبادلة فهي:

1 - المشتقات المالية-دراسة فقهية: د. خالد بن عبد الرحمن المهنا، ص: 144-145؛ أدوات التحوط في المعاملات المالية: د. حسين منازع، ص: 41؛ الهندسة المالية وأدواتها المشتقة: د. جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبود الجبوري، ص: 56؛ الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير: د. السيد متولي عبد القادر، ص: 297.

1. لغرض إنجاز معاملة المبادلة، يتوجب على الفرد إيجاد الطرف الآخر الذي يكون راغباً في أخذ الجانب المخالف من المعاملة. فإن الشركات التي ترغب في مبادلة لقاء تدفقات نقدية مهيكلية بشكل خاص قد تجد من الصعب جداً إن لم يكن مستحيلاً إيجاد الطرف الآخر.
2. المبادلة هي عقد بين طرفين، ولا يمكن تعديلها أو إلغاؤها مبكراً من دون موافقة الطرف الآخر.
3. مخاطرة التعثر (عدم القدرة على السداد) تكون أكبر من تلك الموجودة في عقد المستقبلات التي يتم التعامل بها في البورصة، ونتيجة لذلك يجب على الأطراف في المبادلة أن يكونوا متأكدين من الجدارة الائتمانية لأطرافهم (شركائهم).
4. تشتمل المبادلات على مخاطرة مستترة، لا يمكن الإدراك بها بسهولة فيما يتعلق باتجاهات أسعار الفائدة والمركز الائتماني للأطراف المتناظرة.¹



المصطلح الثالث: أهم المظاهر المرتبطة بعقود

المبادلات



1 - الهندسة المالية وأدواتها المشتقة: د. جليل كاظم العارضي، وعلي العبودي الجبوري، ص: 56-57.

1- مخاطرة الائتمان Credit Risk: إن نمو سوق المبادلات الموازية OTC كان أحد العوامل

الرئيسية التي حفزت لوضع شروط رأس المال على أساس المخاطرة في عام 1993.

والخوف كان من عقود المبادلات طويلة الأجل في السوق الموازية OTC قد يجعل أحد طرفي العقد خارج نطاق الربح، وهذا قد يحفزه إلى عدم الوفاء ليحول دون الخسائر الحالية والمستقبلية، وبالنسبة فإن شروطاً فرضت لتحديد نسبة رأس مال محددة للشركات المودعة مقابل امتلاكها كلاً من مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملات الأجنبية.

2- مخاطر الأساس Basis Risk: وهي مخاطر عدم الحصول على العملة التي يرغب بها طرف

عقد المبادلة؛ وبالتالي فهو يبدلها بعملة مرتبطة بها، وعلى سبيل المثال:

نفترض أن شركة أمريكية لديها تدفقات بالدولار الكندي لكنها لا تجد من تدخل معه في عقد مبادلة دولار كندي، فهي تدخل في عقد مبادلة مع عملة أخرى لها حركة متشابهة مع الدولار الكندي في الارتفاع والانخفاض، ولكن تحدث مخاطر الأساس عندما لا يكون هناك ثبات في سعر الصرف بين الدولار الكندي والعملة الأخرى.

3- المخاطر السياسية Political Risk: المؤسسات والمنظمات في كل بلد معرضة للخطر من

النشاطات غير المتوقعة للحكومات أو للأنظمة والقوانين الحكومية، فالمخاطر السياسية ليست مقتصرة على الاستثمار الخارجي.

والمخاطر السياسية هي أي فعل حكومي ممكن أن يؤثر على ربحية الشركة سلباً، أو يؤثر على قيمتها سلباً في الأمد الطويل أو القصير.

وبعض البلدان تُصنف حسب مخاطرها السياسية من قبل مؤسسات تهتم بجانب المخاطر السياسية، وأهم المعايير المتبعة في تصنيف البلدان حسب مخاطرها السياسية:

- أ- التأميم ونزع الملكية.
- ب- الخطر الكلي - والخطر الجزئي.
- ج- الخطر حسب النشاط.
- د- الصراع والعنف المحلي.
- هـ- مصادرة الممتلكات.
- و- التغييرات السياسية.
- ز- الاختطاف والابتزاز¹.



المصلب الرابع: تصور حجم المعاملات في عقود المبادلات



رغم تأخر ظهور عقود المبادلات مقارنة مع باقي عقود التحوط التقليدية الأخرى؛ إلا أن حجم التعامل بها قد طغى، خلال السنوات الأخيرة، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

1 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 305-306.

جدول يبين حجم التعامل في عقود المبادلات خلال فترة دجنبر (2009-2013).

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	دجنبر 2009		دجنبر 2010	دجنبر 2011	دجنبر 2012	يونيو 2013	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة	المبلغ
سعر الفائدة	349288	94,63	364377	402611	369999	425569	93,76
سعر الصرف	16509	4,47	19271	22791	25420	24654	5,43
مؤشرات رأس المال	1652	0,4	1828	1738	2045	2321	0,51
السلع	1675	0,45	1781	1745	1363	1327	0,29
المجموع	369124	100	387257	428885	398827	453871	100

المصدر: BIS Quarterly Review, December 2013, P133

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن حجم التعامل بعقود المبادلات يشهد ارتفاعا مستمرا خلال الفترة (2009-2013)، إذ قُدِّر إجمالي التعامل بهذه العقود ب 369124 بليون دولار في نهاية 2009، أما في يونيو 2013 فبلغ حجم تداولها 453871 بليون دولار. كما

نلاحظ أيضا أن عقود المبادلات الموجهة لإدارة مخاطر سعر الفائدة لسنة 2009 قد بلغ حجم تداولها 349288 بليون دولار وهو ما يعادل 94,63 % ليبلغ في نهاية 2013 ما قيمته 425569 بليون دولار، وهو ما يوافق 93,7 % من إجمالي التعامل بعقود المبادلات؛ وبالتالي فإن سعر الفائدة يحتل الصدارة دائما من حيث حجم التعاملات. أما فيما يخص استعمال هذه العقود في إدارة مخاطر سعر الصرف فقد بلغ حجم التداول نهاية 2009 مبلغ 16509 بليون دولار، وهو ما يوافق 4,47 % من حجم التعامل الكلي، ليعرف في يونيو 2013 مبلغ التداول قيمة 24654 بليون دولار، وهو ما يمثل نسبة 5,4 % ، وفيما يخص عقود المبادلات الموجهة لإدارة مخاطر مؤشرات رأس المال وعقود السلع فقد بلغ حجم تداولهما على الترتيب 1652، 1675 بليون دولار سنة 2009، وهو ما يعادل 0,45 % في كلتا الحالتين ليصل في يونيو 2013 حجم تداول عقود المبادلات لإدارة مخاطر مؤشرات رأس المال وعقود السلع قيمة 2321، 1327 بليون دولار على التوالي.

ويمثل الجدول الموالي حجم التعامل في كل من عقود الخيار، وعقود المبادلة والعقود الآجلة المتداولة على مستوى السوق غير المنظم.

جدول يقارن بين حجم تعاملات العقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلة

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	دجنبر 2009		دجنبر 2010	دجنبر 2011	دجنبر 2012	يونيو 2013	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
العقود الآجلة	76560	15,06	81848	82840	105116	123076	19,08
عقود الخيار	62636	12,32	63194	65187	62778	67943	10,54
عقود المبادلة	369124	72,62	387257	428885	398827	453871	70,38
المجموع	508320	100	532299	576912	566721	644890	100

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن متوسط حجم تداول العقود الآجلة للفترة (2009-2013) قدر بـ 80416 بليون دولار وهو ما يعادل 14,91 % من حجم التعامل الكلي؛ بينما بلغ متوسط حجم تداول عقود الخيارات حوالي 63672,33 بليون دولار، وهو ما يوافق 11,81 % وهي نسبة منخفضة إذا ما قارناها بالعقود الآجلة وضعيفة إذا ما قارناها بعقود المبادلات، والتي بلغ متوسط حجم التداول فيها خلال نفس الفترة حوالي 395088,66 بليون دولار ما يوافق 73,28%.



المصـلب الخامس: مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبليات والمبادلات والخيارات



من خلال التعرف على مختلف عقود التحوط التقليدية، يمكن التمييز بينها من خلال النقاط الآتية وفق الجدول التالي¹:

الخصائص	العقود الآجلة Forward	المستقبليات Futures	المبادلات Swaps	الخيارات Options
1- طبيعة العقد	غير نمطي وملزم للطرفين	نمطي وملزم للطرفين	غير نمطي وملزم للطرفين	نمطي وملزم لمُصَدِّر الخيار/البائع فقط
2- مدة العقد	عقود قصيرة الأجل تنحصر	عقود قصيرة الأجل تنحصر بين	عقود قصيرة وطويلة الأجل	عقود قصيرة الأجل أقل من سنة عادة

1 - الاستثمار والأسواق المالية: د. هوشيار معروف، ص: 177؛ المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر: د. سمير رضوان، ص: 320؛ الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: د. محمد الحناوي وآخرون، ص: 374؛ إدارة المشتقات المالية: د. جليل العارضي، ص: 62-63.

	بين (2-1) سنة	(2-1) سنة	(20-1) سنة	
3-طبيعة الأسواق	غير نظامية	نظامية في البورصة	غير نظامية	نظامية في البورصة
4-المخاطر	كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة	محدودة أو معدومة لوجود دور المقاصة	كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة	يتمتع بتركيبة توافقية من (العائد/المخاطرة)
5-الإلزام	ملزم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم لمُصدِّره فقط
6-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
7-تسوية العقد	تتم التسوية في نهاية العقد في تاريخ التسليم أو الاستحقاق فقط	تتم التسوية يومياً 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)
8-متطلبات العقد	دفع علاوة محدودة، ولا وجود للهامش	إيداع هامش مبدئي لدى السمسار	لا وجود للهامش، تدفع علاوة أحياناً	لا وجود للهامش، دفع علاوة محددة.

الفصل الثاني

أنواع عقود المبادلات، وأحكامها

الفقهية

وفيه مبحثان:

- المبحث الأول: أنواع عقود المبادلات في الأسواق المالية
- المبحث الثاني: الأحكام الفقهية لعقود المبادلات

المبحث الأول: أنواع عقود المبادلات في الأسواق المالية

تتنوع عقود المبادلات إلى عدة أنواع، إلا أن أهمها أو ما يمكن التعبير عنه بأنواعها

الرئيسية هي:

- 1- عقود مبادلة العملات. Currency swaps.
- 2- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest rate swaps.
- 3- عقود مبادلة السلع Commodity swaps.
- 4- عقود مبادلة عوائد الأسهم¹ Equity swaps.



المصطلح الأول: مبادلة العملات



الفرع الأول: تعريف مبادلة العملات:

1 - الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، د. منير هندي، ص: 485-486، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998م. إدارة العملات الأجنبية، د. إسماعيل إبراهيم الطراد، ص: 211-226، مطبعة الروزنا، ط: 1، إربد-الأردن، 2001م. إدارة المشتقات المالية، د. شقيري نوري موسى، ص: 292.

- يمكن لمعرفة حقيقة هذه العقود: إيراد جملة من تعريفات ذوي الاختصاص، فمنها:
- 1- "مبادلة أصل قرض، ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما، بأصل قرض ومدفوعات ثابتة، على قرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى".¹
 - 2- "مبادلة العملة عبارة عن: تبادل التزامات بدفع فائدة، وبسداد مبلغ أصل القرض بإحدى العملات، في مقابل استلام فائدة، ومبلغ أصل القرض بعملة أخرى".²
 - 3- "مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد (الحالي) (Spot) مقابل سعر الصرف الآجل (Forward) (أي في وقت لاحق يحدد مسبقا)."³
 - 4- "اتفاق بين طرفين، لشراء مبالغ محددة من العملات الأجنبية، من بعضهما البعض، حسب الأسعار الآنية، وبيع نفس المبالغ لكل منهما في وقت محدد في المستقبل".⁴
 - 5- "شراء وبيع عملة على أساس التسليم الآني بالسعر الآني، وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل، بسعر تسليم آجل يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين".⁵
 - 6- "اتفاق بين طرفين، يتضمن عمليتين: عملية شراء/بيع عملة معينة، مقابل عملة أخرى، على أساس التسليم الآني، بسعر الصرف الآني بين العملتين، وعملية بيع/شراء

1 - المشتقات المالية، طارق حماد، ص: 246.
2 - مبادلة العملات، برايان كويل، ص: 12 ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق، ط: 1، القاهرة، 2006م.
3 - الاستثمارات والأسواق المالية، أ.د هوسيار معروف كاكامولا، ص: 170.
4 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد حبش، ص: 282.
5 - العملات الأجنبية، مروان عوض، ص: 154؛ المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، ص: 356.

في تاريخ لاحق، على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين".¹

7- "شراء أو بيع عملة على أساس التسليم الآني، بالسعر الآني، وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل، بسعر تسليم آجل، يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين".²

من هذه التعريفات يتبين أن عقد مبادلة العملات عقد مركب من عقدين: أحدهما لبيع عملة، كالدرهم، بعملة أخرى، كالدولار، بيعاً حالياً، والثاني لشراء العملة المباعة في العقد الأول (أي الدرهم) بالعملة الأخرى نفسها (أي الدولار)، على أن يتم التسليم والتسليم في وقت لاحق.

وتذكر هذه التعريفات -بعضها صراحة، وبعضها إشارة- أن سعر العقد الآجل، يختلف عن سعر العقد الحال، وهذا إن كان هو الغالب -فيما يبدو- إلا أنه ليس دائماً؛ إذ قد يكون السعر في العقدين واحداً، لكن في هذه الحالة، يدفع كلٌّ من الطرفين للآخر فائدة على العملة التي قبضها.³

وهذا يعني أن مبادلة العملات على نوعين: نوع يختلف فيه السعر في أحد العقدين عنه في العقد الآخر، ونوع يكون فيه سعر الصرف في العقدين واحداً.

والنوع الثاني يشبه القرض من الجانبين، إن لم يكن هو، أي: كأن أحدهما أقرض الآخر دراهم مثلاً، مدّة معيّنة، في مقابل أن يقرضه الآخر دولارات مثلاً، المدّة نفسها، ولهذا

1 - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المشتقات، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد 4، سنة 1994-1995، ص: 102-103.

2 - العملات الأجنبية: الاستثمار والتمويل، النظرية والتطبيق: د. مروان عوض، ص: 154.

3 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: د. محمد محمود حيش، ص: 283.

يدفع كل منهما للآخر فائدة على المبلغ المقترض بعملة القرض.¹

من خلال ما سبق، يمكن تعريف عقد مبادلة العملات تعريفاً شاملاً للنوعين، فنقول: "عقد يتم بين طرفين، على أساس بيع عملة بعملة أخرى بيعاً حالياً، ثم إعادة شرائها بالعملة الأخرى نفسها، ويكون تسليم العملتين في وقت لاحق، بسعر صرف متفق عليه وقت العقد، سواء كان هذا السعر مماثلاً لسعر الصرف في العقد الأول، أو مختلف عنه".

الفرع الثاني: عناصر عقد مبادلة العملة:

هناك العديد من العناصر المهمة، التي يجب أن يتفق عليها كلا الطرفين، في عقد مبادلة العملة، وهذه العناصر كما يلي:

أ- مدة الاتفاق: عمليات المبادلة عبارة عن اتفاقات متوسطة إلى طويلة الأجل، فعادة ما تستمر لمدة تتراوح من سنتين إلى عشر سنوات، يجري في نهايتها تبادل أصل القرض. والاتفاق الأكثر شيوعاً هو الذي يستمر لمدة خمس سنوات.

ب- العملتان اللتان يجري فيهما التبادل: مما يذكر هنا أن أغلب عقود مبادلة العملة تشمل الدولار بجانب إحدى العملات الرئيسة الأخرى (اليورو، أو الجنيه الإسترليني، أو الين الياباني، أو الفرنك السويسري، أو الدولار الكندي، أو الدولار الأسترالي).

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2، ص: 1107.

- ج- مقدار أصل القرض في كل عملة، وسعر الصرف: عادة ما يتراوح قدر العملة في عقد المبادلة بين 7 ملايين دولار، و 150 مليون دولار. ولهذا تعتبر عقود المبادلات أكثر مناسبة للمؤسسات الكبيرة.
- د- أساس تبادل مدفوعات سعر الفائدة: والمراد بذلك هل سيكون تبادل سعر الفائدة على أساس ثابت أو متغير؟ أو أن أحدهما ثابت، والآخر متغير. وكذلك مما يجري تحديده: عدد مرات تبادل الفائدة.
- هـ- ما إذا كان سيجري تبادل مبلغ أصل القرض في تاريخ الاستحقاق القريب أم لا. ويراد بتاريخ الاستحقاق القريب: أي موعد بداية المبادلة، في حين يراد بتاريخ الاستحقاق البعيد: موعد استحقاق المبادلة.¹

الفرع الثالث: مثال لعملية عقود المبادلات:

لنفترض أن هناك شركة مغربية قامت بإصدار سندات بمبلغ 20 مليون (درهم مغربي) بسعر فائدة 7,5 %، ولكنها في الحقيقة في حاجة إلى مبلغ 2 مليون أورو € لشراء مواد نصف مُصَنَّعة، فإذا اقترضت من السوق بالأورو € فإنها ستدفع فائدة تقدر ب 11%.

وفي المقابل فإن هناك شركة فرنسية قامت بإصدار سندات بمبلغ 2 مليون أورو € بسعر فائدة 10 %، ولكنها في الحقيقة في حاجة إلى مبلغ 20 مليون درهم مغربي لشراء بعض الخدمات من المغرب، فإذا اقترضت من السوق ب الدرهم المغربي فإنها ستدفع

1 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: محمد حبش، ص: 282؛ مبادلة العملات: برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ص: 11، 13، 14، 16.

فائدة تقدر ب 8,5 %.

وكان السعر الآني بين الأورو والدرهم المغربي هو: $1\text{€} = 10$ درهم مغربي.

فليس أمام المؤسستين سوى التوجه إلى تاجر المبادلات.

فعندما تتحصل الشركة المغربية على المبلغ تقوم بتقديمه إلى تاجر المبادلات الذي يقوم بتحويله إلى الشركة الفرنسية.

وبإجراء مماثل وفي الجهة المقابلة تحصل الشركة الفرنسية على المبلغ وتقوم بدفعه إلى تاجر المبادلات الذي يقوم أيضاً بتحويله إلى الشركة المغربية.

فالنتيجة الأولى لهذه العملية هي حصول كل من الشركتين على المبلغ الذي كانت بحاجة بالعملة المطلوبة.

وكمرحلة ثانية تقوم كل شركة بدفع فوائد السندات للدولة الأخرى، فتدفع الشركة (أ) المغربية 10 % من 2 مليون €، أي 200 ألف €، وتدفع الشركة (ب) الفرنسية 7,5 % من 20 مليون درهم مغربي أي 1,5 مليون درهم مغربي.

وكمرحلة أخيرة تقوم الشركة المغربية بدفع مبلغ 2 مليون € إلى تاجر المبادلات الذي سيحولها إلى الشركة الفرنسية التي تسدد به قيمة السندات، وفي الصورة المعاكسة تقوم الشركة الفرنسية بدفع مبلغ 20 مليون درهم مغربي إلى تاجر المبادلات الذي يحولها إلى الشركة المغربية التي تسدد بها قيمة السندات.

وسنحاول أن نلخص تلك العملية في الجدول التالي بافتراض أن تاجر المبادلات لا يأخذ عمولة وأن مدة القرض ثلاث سنوات.

جدول يبين التسلسل الزمني لعملية مبادلة العملات¹

السنة	الشركة المغربية	الشركة الفرنسية
السنة (0) صفر	تقترض بسعر فائدة 7,5 % ثم تدفع 20 مليون د.م إلى الشركة الفرنسية	تقترض بسعر فائدة 10%، ثم تدفع 2 مليون € إلى الشركة المغربية
السنة (1) الأولى	دفع قيمة الفائدة إلى الشركة الفرنسية 2 مليون € x 10 % 1,5 مليون →	200 ألف € دفع قيمة الفائدة إلى الشركة المغربية 20 x 7,5% مليون د.م
السنة (2) الثانية	بالكيفية نفسها في السنة الأولى	
السنة (3) الثالثة	تقوم برد المبلغ إلى الشركة الفرنسية → 20 مليون	2 مليون € تقوم برد المبلغ إلى الشركة المغربية

الفرع الرابع: أنواع عقود مبادلة العملات:

تنقسم عقود مبادلة العملات بحسب تصنيفها إلى:

أولاً: حسب أسلوب عملية المبادلة:

تنقسم عقود مبادلات العملة حسب هذا التصنيف إلى:

أ. عمليات التبديل التامة Pure swap Transactions : وفق هذا النوع تتم عملية التبديل بإغلاق الشراء والبيع مع نفس الجهة المتعامل معها إذ يتم بعد المفاوضة على السعر والاتفاق عليه لتحديد سعر التبادل اللازمين (السعر الآني، والسعر الآجل) ومن ثم إجراء عملية التبديل كاملة مع نفس الجهة.

ب. عمليات التبديل الموجهة Engineered swap transactions: يتكون هذا النوع من عمليتين منفصلتين تغلق كل منهما مع جهة مختلفة، فقد يقوم المتعامل بمفاوضة أحد الأطراف بشراء عملة معينة على أساس التسليم الآجل وبعدها بمدة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف آخر لبيع نفس العملة على أساس التسليم الآني، وليس بالضرورة أن يتساوى المبلغان تماماً عند استعمال عمليات التبديل لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل آخر.¹

ثانياً: حسب مدة عقد مبادلة العملات:

وتنقسم حسب هذا التصنيف إلى:

أ. عقود مبادلة متوسطة أو طويلة الأجل:

وتحدث هذه العقود في أسواق رأس المال، ويطلق عليها مصطلح مبادلات رأسمالية، ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة، وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.

ب. عقود المبادلة قصيرة الأجل:

وهذه تحدث عادة في أسواق النقد، ويتعامل فيها المجازفون لأغراض تحقيق الأرباح إذا قلّت أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.¹

الفرع الخامس: مزايا التعامل بمبادلة العملات:

هناك العديد من المزايا في التعامل بعقود المبادلات للعملات أهمها:

1- يُسَمَح للأطراف بالحصول على متطلبات رأس المال الأجنبي بتقليل كلفة الاقتراض الدولي خلال الفترات الأساسية للاقتراض.

2- يُمَكِّن المقترضين من الدخول إلى مصادر جديدة للتمويل، ويساعد على تثبيت أرباح العملة من القروض المتوفرة.

3- يُسَمَح للأطراف بالاستفادة من مزايا الاختلاف في سعر الفائدة بين الأسواق.

4- يُسَمَح للأطراف بتحقيق أهدافها في تحويل المطلوبات من خلال عقد مبادلة عملة بفائدة مُتغيرة.

1 - إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر، ص: 285.

5- تُستعمل من قبل السلطات النقدية والمالية لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة، وتقوم البنوك المركزية بتوفير هذه السيولة عن طريق شراء عملة أجنبية/بيع عملة محلية آتياً، وبيع عملة أجنبية/شراء عملة محلية أجلاً في نفس الوقت.

6- يُمكن الأطراف من تجاوز سيطرة البورصات؛ إذ تتم عقود المبادلة حسب رغبة الأطراف واحتياجهم.

7- إدارة أفضل للموجودات، وبالتالي تحقيق الربح، وبشكل أساسي إذا كان الفرق بين سعري الفائدة للعملتين يختلف بالزيادة أو النقصان عن سعر الخصم بين العملتين (هامش المبادلة).¹

الفرع السادس: التحديات في التعامل بمبادلة العملات:

يواجه التعامل بمبادلة العملات مجموعة من التحديات أهمها:

- 1- صعوبة إيجاد مطابقة تامة بين طرفي العقد من وجهة نظر الوسيط.
- 2- من وجهة نظر الوسيط فإنه قد يتعرض لمخاطرة عدم إيفاء أحد الأطراف في التزامات التعاقد.
- 3- اختلاف موعد التسليم إذا كان الطرفان في منطقتين بعيدتين جداً، فيكون موعد الاستحقاق مختلفاً بيوم واحد.
- 4- هناك مخاطرة من أن دولة أحد الأطراف قد تضع قيوداً جديدة على التدفق النقدي

للعملات الأجنبية وهذا يُعقد عملية التسليم.

5- هي أخطر من التعامل بمبادلات أسعار الفائدة؛ لأنها تتضمن مخاطرة سعر الفائدة ومخاطرة سعر الصرف.

6- الفرق بين سعري الشراء والبيع أكبر من الفرق الموجود في مبادلات سعر الفائدة.

7- تُمارَسُ في سوق موازية غير خاضعة لسيطرة البورصات.¹

الفرع السابع: أغراض التعامل بعقود مبادلة العملات:

هناك أغراض متعددة للتعامل بمبادلة العملات، منها:

1- الحصول على التمويل عن طريق عمليات المبادلة وإصدار السندات، فيمكن أن

يقوم المصرف الذي أصدر السندات بعملة معيّنة، بالمبادلة بعملة أخرى؛ والاستفادة من عائدات تلك العملة.

2- الحماية من مخاطر العملة، فقد تلجأ المصارف إلى المبادلة كإحدى السبل

للحماية من مخاطر تعاملات العملة الطويلة الأجل، وتغير سعر صرفها، وهو ما ينتج عنه خسائر على المصارف.

3- تغيير عملة عائد الاستثمار، وهذا قد يحقق للمصارف عوائد استثمارية بسبب

فروق الأسعار بين العملات، أو الفوائد الربويّة عليها المتغيرة بمقابل الفوائد

الثابتة.²

1 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى ، ص: 301-302.
2 - مبادلات العملات: برايان كويل، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، ص: 75؛ العملات الأجنبية: مروان



المصطلح الثاني: عقود مبادلة أسعار الفائدة



الفرع الأول: تعريف عقود مبادلة أسعار الفائدة:

عُرفت مبادلة أسعار الفائدة بعدة تعريفات، نذكر منها:

1- "يعبر تبادل سعر الفائدة عن اتفاق بين طرفين متقابلين COUNTERPARTIES

يتعهدان بتبادل التزامات مدفوعات الفائدة بينهما؛ حيث يكون أحد الطرفين

يواجه التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دَينٍ تحمل سعر فائدة ثابت

FIXED- RATE DEBT، ويواجه الآخر التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة

دَينٍ تحمل سعر فائدة متغير (متحرك) FLOATING- RATE DEBT، ويسري

التبادل على امتداد الفترة المتفق عليها في العقد".¹

عوض، ص: 155؛ النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي: د. مدحت صادق، ص: 155، دار غريب للطباعة والنشر، ط: 1، القاهرة، 1997م؛ سوق الصرف الأجنبي: د. محمد كمال الحمزاوي، ص: 234، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004م.

1 - الأسواق المالية: البورصة: د. نضال الشعار، ص: 195، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، سوريا، 2002م.

2- "اتفاق بين طرفين أو أكثر، لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية (موجودات)، بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد".¹

3- "مبادلة سعر فائدة ثابت بسعر فائدة معوم، والذي يتحدد بمتوسط الأسعار بين البنوك".²

4- "عقد بين طرفين يوافق بموجبه كل طرف منهما على أداء سلسلة من مدفوعات الفائدة إلى الطرف الآخر في تواريخ مجدولة مستقبلية".³

5- "العمليات التي يتم بموجبها الاتفاق بين طرفين على مقايضة معدلات عائد متغيرة بمعدلات عائد ثابتة، على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك – بالضرورة- بتبادل هذا المبلغ".⁴

6- "مبادلة أسعار الفائدة: هي اتفاقية بين طرفين يوافقان بموجبها على تبادل مدفوعات الفائدة، وفقاً لصيغ معينة".⁵

من خلال ما سبق من تعريفات، يتضح لي أن مبادلة أسعار الفائدة تتطلب الاتفاق بين طرفين مقترضين، حيث إن أحدهما يدفع فائدة متغيرة، والآخر يدفع فائدة ثابتة، كما يمكن أن تكون بين طرفين مقرضين، أحدهما يقبض فائدة متغيرة، والآخر يقبض فائدة

1 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، محمد محمود حبش، ص: 276.
2 - أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي: د. عصام أبو النصر، ص: 95.
3 - المشتقات المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 249.
4 - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية: المشتقات، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد 4، 1994-1995، ص: 102.
5 - المشتقات المالية: د. سمير رضوان، ص: 248.

ثابتة، على أن يدفع المقترض الأول للمقترض الآخر، أو المقرض الأول للمقرض الآخر فائدة ثابتة عن مبلغٍ مماثل لمبلغ القرض، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تاريخ أو تواريخ لاحقة، لمدة محددة.

مثال:

اتفق مصرفان على أن يدفع أحدهما للآخر فائدة ثابتة قدرها 5% عن مبلغ قدره مليون درهم مثلاً، على أن يدفع المصرف الآخر للمصرف الأول الفائدة السائدة في السوق عن مثل هذا المبلغ كل ستة أشهر، وذلك لمدة خمس سنوات، فإذا كان معدل الفائدة السائد في نهاية الفترة الأولى هو 7 % ، فهذا يعني أن على المصرف الثاني أن يدفع للمصرف الأول الفرق بين المعدلين، ويمكن حساب ذلك على النحو الآتي:

سعر الفائدة الثابت x المقدار الافتراضي x في عدد الأيام

360 يوم

فبناءً على هذا يكون التزام المصرف الأول:

$$180 \times 1.000.000 \times 0,05$$

$$25000 \text{ درهم} = \frac{\quad}{360}$$

ويكون التزام المصرف الثاني:

$$180 \times 1.000.000 \times 0,07$$

$$35000 \text{ درهم} = \frac{\quad}{360}$$

ويكون الفرق بينهما 35000 - 25000 = 10000 درهم

أما لو كان معدل الفائدة السائد في نهاية الشهر أقل من 5%، كأن كان 4%، فإن الذي يدفع الفرق هو المصرف الأول.¹

الفرع الثاني: عناصر عقد مبادلة أسعار الفائدة:

تقوم عقود مبادلة أسعار الفائدة على العناصر والركائز الآتية:

- 1- المشتري: يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، ويطلق عليه: "دافع الفائدة الثابتة FIXED PAYER"، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان سعر الفائدة المتغيرة أعلى من سعر الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من البائع (المحرر).
- 2- البائع (المحرر): يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه: "دافع الفائدة المتغيرة Floating Payer"، يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، وعلى هذا الأساس، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة المتغيرة عن أسعار الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2، ص: 1095.

3- سعر الفائدة الثابتة: هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه

الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (البائع).

4- سعر الفائدة المتغيرة: قد يتفق طرفا العقد على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو

متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة. ويعتبر سعر الفائدة

المتغير المحسوب على أساس الليبور¹

(Libor) (London InterBank Offered Rate) أكثر أسعار الفائدة المتغيرة

استخداما في عقود المبادلة.

5- التسوية: تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (شهري، ربع

سنوي، نصف سنوي...)، وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا

لذلك يطلق على الأرباح والخسائر في عقد المبادلة: "أرباحا وخسائر ورقية"

(Paper Profits or Loses). كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس

سعر الفائدة المتغيرة في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بسعر

الفائدة الثابت، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و

15 شتنبر، فإن التسوية في 15 شتنبر تتم على أساس آخر سعر فائدة متغيرة

قبل يوم 15 شتنبر.

1 - الليبور: هو سعر الفائدة السائد في سوق لندن للقروض قصيرة الأجل بين البنوك، ويُستخدم كمؤشر لاتجاهات أسعار الفائدة، وهو يعبر عن سعر الفائدة الذي تستخدمه البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى، وأسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة في أسواق المبادلات غالبا ما تتحدد على أساس مساوٍ لسعر الليبور. ينظر "المشتقات المالية" د. طارق عبد العال حماد، ص: 208.

6- قيمة عقد المبادلة: هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.¹

الفرع الثالث: من الذي يستخدم عقود مبادلة الفائدة؟

تُستخدَم عقود مبادلة الفائدة من قِبَلِ المقترضين الذين يرغبون في تغيير شكل ونمط أسعار الفائدة والتدفقات النقدية إلى الشكل الذي يلائم احتياجاتهم التمويلية، وكذلك المقترضون بأسعار فائدة متغيرة، يستخدمون عقود مبادلة أسعار الفائدة عادة لحماية أنفسهم من ارتفاع أسعار الفوائد؛ بينما المقترضون بأسعار فائدة ثابتة يستخدمون عقود مبادلة الفائدة للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة في الوقت الذي يتوقع فيه انخفاض أسعار الفائدة، بالإضافة إلى ذلك، قد يلجأ المقترضون إلى استخدام عقود مبادلة الفائدة لتغيير هيكل الدفعات النقدية؛ فمثلاً دفعات الفائدة السنوية يمكن تغييرها إلى دفعات ربع سنوية، أو دفعات الفائدة ربع السنوية يمكن تغييرها إلى دفعات نصف سنوية، وهذا مفيد عندما يكون أساس التدفق النقدي متباين.²

الفرع الرابع: أنواع مبادلة أسعار الفائدة:

تتنوع عقود مبادلة أسعار الفائدة إلى نوعين:

النوع الأول: مبادلة الدفعات:

1 - الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: د. محمد صالح الحناوي/ د. جلال إبراهيم العبد/ د. نهال فريد مصطفى، ص: 375-377، الدار الجامعية، 2005م.
2 - الخيارات، المستقبلات، والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، ص: 348.

ويراد بها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما في مقابل ما عليه من التزامات (ديون)، بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضاً، ويريد الطرف الأول أن يتحول التزامه بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه، من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة، وبين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما.

ومعنى ذلك أنه لا يترتب على عقد المبادلة أن يحل كل من طرفي العقد محل الآخر في مواجهة الدائنين؛ كما لا يترتب عليه أن يصبح أحد الطرفين في عقد المبادلة هو المسؤول في مواجهة دائني الطرف الآخر عن دفع الفوائد المترتبة عليه، فعقد المبادلة في حقيقته عقد مواز، لا علاقة له بالالتزامات (الديون) التي نشأت بموجب العقد السابق، لكن لما كانت هذه الالتزامات مأخوذة في الاعتبار عند إنشاء عقد المبادلة، من حيث مقدار الدين، ونسبة الفائدة، صار كأن الفوائد المترتبة عليها هي محل المبادلة.¹

مثال ذلك:

اقتضت إحدى شركات النفط من سوق رأس مال مبلغاً قدره 10.000.000 درهم، بمعدل فائدة ثابت قدره % 6,75 تدفع كل ستة أشهر، وفي الوقت نفسه توجد شركة استثمار عليها ديون تدفع عنها فائدة متغيرة كل ستة أشهر، وقد رأت شركة النفط أن من مصلحتها تحويل التزامها بدفع الفائدة الثابتة إلى فائدة متغيرة، ورأت شركة

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2، ص: 1096.

الاستثمار عكس ذلك، فجرى الاتفاق بينهما على عقد مبادلة بينهما؛ لتبادل دفعات الفائدة الثابتة بالمتغيرة، وكان مضمون الاتفاق أن تدفع الشركة الاستثمارية لشركة النفط فائدة ثابتة قدرها 7,5% عن مبلغ 10.000.000 درهم، على أن تدفع شركة النفط للشركة الاستثمارية فائدة متغيرة على أساس (ليبور) عن نفس المبلغ كل ستة أشهر، وذلك لمدة خمس سنوات.

فإذا كان سعر (ليبور) في الفترة الأولى 6,5 % فإنه يمكن بيان التزام كل من الشركتين على النحو الآتي:

$$\text{التزام شركة النفط: } 180 \times 10.000.000 \times 0,065 = \underline{\hspace{2cm}} \\ \text{325000 درهم} \\ \text{360 يوم}$$

$$\text{التزام الشركة الاستثمارية: } 180 \times 10.000.000 \times 0,075 = \underline{\hspace{2cm}} \\ \text{375000 درهم} \\ \text{360 يوم}$$

وبناء على ذلك فإن على الشركة الاستثمارية أن تدفع لشركة النفط الفرق بين المبلغين وقدره 50,000 درهم.¹

النوع الثاني: مبادلة المقبوضات:

ويراد بها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يقبضها طرف ما في مقابل ما يملكه من أصول (سندات)، بأسعار فائدة متغيرة يقبضها طرف آخر في

1 - المبادلات (المقايضات): د. رياض أسعد، ص: 101، بحث ضمن ملف بعنوان المشتقات المالية، إعداد مجموعة دلة البركة.

مقابل ما يملكه من سندات أيضاً، ويريد كل منهما أن يغير نوع دخله، من فائدة ثابتة إلى فائدة متغيرة، والعكس؛ لما يراه كل منهما من مصلحة له في ذلك التغيير، دون أن يكون هناك مبادلة للأصول المملوكة لكل منهما.

ويعني ذلك أن مصدري هذه السندات يظلون أجنب عن عقد المبادلة، حيث لا يترتب على عقد المبادلة أن يحل كل من طرفي العقد محل الآخر في مواجهة مصدري السندات، لا من حيث أصل الدين، ولا من حيث الفوائد التي يدفعها مصدرو السندات لطرفي العقد؛ وذلك أن عقد المبادلة ليس فيه مبادلة بين هذه الفوائد نفسها، بحيث يترتب على ذلك أن يصبح لأحد الطرفين في عقد المبادلة الحق في مطالبة مصدري السندات التي يملكها الطرف الآخر بهذه الفوائد، وإنما هو عقد موازٍ، لا علاقة له بالسندات التي أصدرت بموجب العقد السابق، لكن لما كانت هذه السندات مأخوذة في الاعتبار عند إنشاء عقد المبادلة، من حيث مقدار الدين، ونسبة الفائدة، صار كأن الفوائد المترتبة عليها هي محل المبادلة.¹

مثال ذلك:

تملك شركة استثمارية سندات بقيمة 5.000.000 درهم، تدر عليها عائداً ثابتاً معدله 7 %، وهي تتوقع ارتفاعاً في معدل الفائدة في المستقبل، فأرادت أن تحصل على عائد متغير، بدلاً من هذا العائد الثابت؛ لكي تستفيد من التغير المتوقع في أسعار الفائدة، فأبرمت عقد مبادلة مع أحد المصارف الذي يحصل في الوقت الحاضر على عائد متغير

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2، ص: 1098.

على جزء من محفظته المالية، ويرغب في الحصول على عائد ثابت؛ إما لأسباب داخلية، أو لاعتقاده أن أسعار الفائدة ستنخفض في المستقبل، وكان مضمون الاتفاق أن تدفع الشركة للمصرف في نهاية كل ثلاثة أشهر فائدة ثابتة قدرها: 7,25 % في مقابل أن يدفع لها المصرف فائدة متغيرة، تحتسب على أساس (ليبور)، وذلك على مبلغ قدره 5.000.000 درهم، لمدة ثلاث سنوات.

فإذا كان سعر (ليبور) في نهاية الفترة الأولى 6,5 % مثلاً، فإنه يتم تسوية العقد على النحو الآتي:

أ- تدفع الشركة للمصرف 90.625 درهم

$$90 \times 5.000.000 \times 0,0725$$

$$90625 = \frac{\text{دريم}}{360 \text{ يوم}}$$

ب- يدفع المصرف للشركة: 81.250 درهم

$$90 \times 5000000 \times 0,065$$

$$81250 = \frac{\text{دريم}}{360 \text{ يوم}}$$

على أن الذي يتم فعلاً هو دفع الفرق بين المبلغين، فتدفع الشركة للمصرف

$$9375 = (81250 - 90625) \text{ درهماً}^1$$

الفرع الخامس: أغراض المتعاملين بعقود مبادلات أسعار الفائدة:

1 - المبادلات (المقايضات)، رياض أسعد، ضمن ملف بعنوان المشتقات المالية، إعداد مجموعة دلة البركة، ص: 103.

يذكر المتخصصون في الشؤون المالية أغراضاً عدة تدفع المتعاملين إلى إبرام هذه العقود منها:

1- تخفيض تكلفة التمويل؛

تتمتع بعض الجهات بملاءة مالية تمكنها من الحصول على الأموال اللازمة لها بشروط تمويلية أفضل من غيرها، حيث تحصل على القروض التي تحتاجها بسعر فائدة منخفض.

2- التحوط ضد تغيرات أسعار الفائدة؛

يقوم الاقتصاد الرأسمالي على الربا، حيث تعتبر الفائدة على الإقراض والاقتراض عموده الفقري، فوظيفة المصارف الأولى المتاجرة في النقود (تقترض بفائدة وتقرض بفائدة أعلى منها لتربح الفرق)، لذلك لا عجب أن يكون الخوف من التغير في اتجاه أسعار الفائدة في غير صالح المقرضين أو المقترضين هو المسيطر على هؤلاء يتوقعونه في كل حين ويقدرّون الاحتمالات ويرسمون الخطط ويتكرونها شتى الأساليب في محاولة للتخفيف من آثارها. وتأتي عقود المبادلات حلقة في سلسلة تلك الابتكارات التي تهدف إلى أخذ الحيلة والحذر لما قد يترتب على تغير سعر الفائدة بالانخفاض أو الارتفاع، ويتوقف إبرام عقود مبادلات أسعار الفائدة سواء عقود مبادلة الدفعات أو عقود مبادلة المقبوضات على اختلاف توقعات المتعاملين فيما يتعلق بمسار الفائدة في المستقبل، فالذي يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يسعى لاستبدال الفائدة الثابتة بالفائدة

المتغيرة التي يدفعها أو استبدال الفائدة المتغيرة بالفائدة الثابتة التي يقبضها، ومثل هذا الاختلاف في التوقعات يتيح فرصة لاتفاق طرفين مقرضين أو طرفين مقترضين على إبرام عقد المبادلة الذي يرى كل طرف أنه يتفق وتوقعاته في شأن اتجاه أسعار الفائدة.

3- المضاربة

المضاربة تعني الإقدام على إبرام العقد بقصد الاستفادة من فروق الأسعار، وهي أحد الأغراض التي تدفع بعض المتعاملين إلى إبرام عقود مبادلة أسعار الفائدة أي أن بعض أولئك ليسوا مقرضين سابقين ولا مقترضين، يدفعهم إلى هذا العقد الرغبة في الاحتياط، إنما الباعث لهم مجرد الأمل في أن تتحرك أسعار الفائدة في الاتجاه الذي يتوقعونه من انخفاض أو ارتفاع بحيث يربحون عند ذلك الفرق بين سعر الفائدة الثابت المتفق عليه وبين سعر الفائدة السائد في تاريخ التسوية.¹



المكسب الثالث: عقود مبادلة السلع



المبادلة السلعية واحدة من منتجات السوق غير الرسمية والتي يجري تفصيلها وفقا لمتطلبات من يقوم بعملية تحوط ضد المخاطر.

1 - الخيارات، المستقبلات، والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، ص: 348-349.

Tailored to the requirements of the individual hedger.

وقد شاع استخدام المبادلات السلعية خاصة في مجال الطاقة.

ويعزى نمو أسواق المبادلات السلعية إلى القيود المفروضة في السوق الرسمية على

المتحويين Hedgers والمضاربين speculators، والتي تنطوي على عملية تنميط غير مرن

للعقود التي يجري إنشاؤها في هذه الأسواق Rigid standardization.

وأغلب عقود المبادلات تتعلق بزيوت البترول؛ وعلى الرغم أن أغلب السلع يتم تسعيرها

بالدولار الأمريكي فإن المبادلات السلعية يمكن أن تتاح بعملات أخرى.¹

الفرع الأول: تعريف عقود مبادلات السلع:

يمكن تعريف عقد مبادلات السلع بـ:

"اتفاق يقوم الطرفان بموجبه بتبادل تدفقات نقدية تتحدد قيمتها على أساس سعر

السلعة، مثل زيت وقود الطائرات، ونوعيات أخرى من زيت الوقود والغاز الطبيعي،

فيقوم أحد الطرفين بدفع سعر ثابت لكمية أساسية من السلعة، في حين يدفع الطرف

الآخر سعراً متغيراً، والذي عادة ما يتم تحديده وفقاً لمتوسط سعر السلعة على مدار

فترة من الزمن".²

أو بعبارة أخرى: "هو أن يقوم أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة

من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فوراً، وبيعها له في نفس

1 - المشتقات المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، ص: 257.

2 - الاستثمار في الأوراق المالية: د. محمد الحناوي وآخرون، ص: 395؛ العملات الأجنبية: مروان عوض: ص: 397.

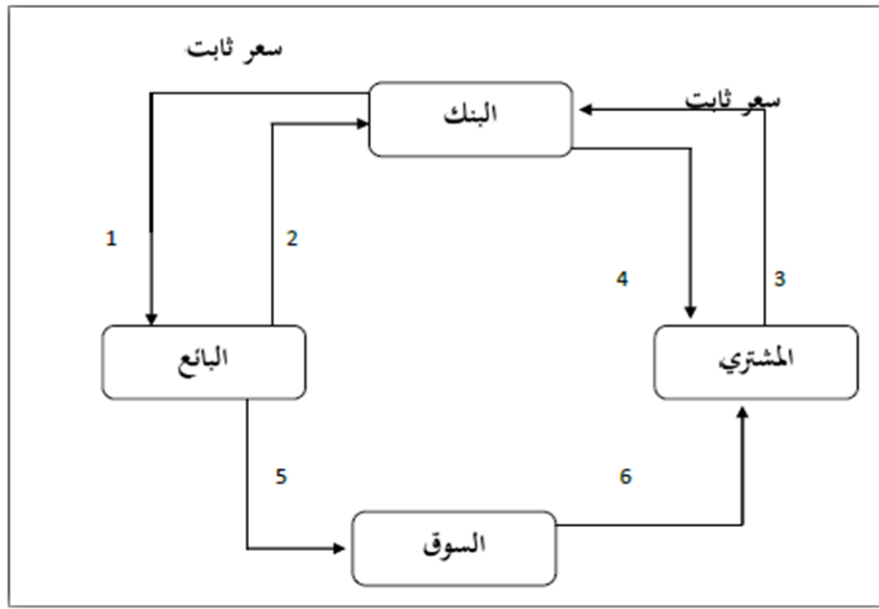
الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً".¹

ويمكن أن يتحدد سعر البيع الآجل، على أساس سعر الشراء، مضافاً إليه معدل التغيير في سعر السلعة في كل فترة من فترات السداد، كما يمكن أن يتحدد على أساس سعر الشراء، مضافاً إليه معدل العائد لعملة ما (كسعر الليبور على الدولار الأمريكي)، لنفس أجل العملية على مبلغ يعادل سعر الشراء.

ويلاحظ أن هذه العمليات، وإن كان يترتب عليها التزام من كل من الطرفين بدفع المبالغ المستحقة عليه، إلا أنها لا تتضمن تبادلاً فعلياً للسلع محل التعاقد.²

الفرع الثاني: آلية عمل عقود مبادلة السلع:

يُبين الشكل التالي كيفية التي تعمل خلالها عقود مبادلة السلع (البضائع):



1 - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية - المشتقات، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد: 35، العدد4، 1995/1994، ص، 103.

2 - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية - المشتقات، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد: 35، العدد4، 1995/1994، ص، 104.

ومراحل إنجاز عقود مبادلة السلع تكون غالباً بالكيفية التالية:

1. يرغب البائع أو المنتج في سعر محدد (ثابت) للمنتجات لذلك يقوم بالتعاقد مع أحد الأطراف التي ترتب له عقد المبادلة (عادة بنك) وفي هذه الحالة يقوم البنك بدفع السعر المحدد للبائع خلال المدة المتفق عليها.
2. بعد المدة المتفق عليها يقوم البائع بدفع متوسط أسعار السوق للمنتجات للبنك.
3. على الجانب الآخر يرغب المشتري في دفع سعر محدد (ثابت) للمنتجات؛ وبالتالي يقوم بالترتيب مع البنك لعقد مبادلة على أن يقوم المشتري بدفع السعر المتفق عليه والمسدد سابقاً للبنك وذلك بعد المدة المتفق عليها.
4. يقوم البنك بدفع متوسط أسعار البضاعة للمشتري وذلك بعد المدة المتفق عليها.
5. يقوم البائع ببيع البضاعة إلى السوق بالسعر الجاري.
6. يقوم المشتري بشراء البضاعة في السوق بالسعر الجاري.¹

مثال:

شركة منتجة للبترول بمقدار 250 ألف برميل شهرياً، ولأن تكاليف الإنتاج آخذة في الارتفاع وتخشى من نزول أسعار البترول، وهي بحاجة إلى ما يضمن لها عدم نزول سعر البرميل الواحد عن 18,5 دولاراً، في حين أن هناك شركة تستخدم كمتوسط شهري 250 ألف برميل في إنتاج وصناعة البتروكيماويات، ونتيجة لتقلب أسعار البترول وما يعتري

أسواقه من تقلبات بسبب وفرة المخزون، والمنافسة الشرسة بين الدول وشركاتها العالمية، وتخشى الشركة المستوردة للنفط أن يصل سعر البرميل فوق 19,5 دولاراً خلال ثلاث سنوات مقبلة، وحينها قد تضطر الشركة للتوقف، وفي ضوء ذلك من الممكن تلاقي الحاجتين وفق عقد مبادلة للسلعة، وذلك بأن يُجرى عقد مبادلة لسلعة النفط لمدة ثلاث سنوات مع تسوية شهرية بمقدار متفق عليه وهو 250 ألف برميل شهرياً، وحدد الطرفان قيمة المؤشر كتموسط لأسعار التسويات اليومية للعقود المستقبلية للنفط في بورصة نيويورك. حددت الشركة المنتجة للنفط سعر مبيعاتها بـ 19 دولاراً للبرميل، بينما حددت الشركة المستوردة والمصنعة لمنتجات النفط "البتروكيماويات" سعر شراء البرميل بـ 19,10 دولاراً.

وعليه فإن كان متوسط سعر التسوية المستقبلية في بورصة نيويورك - المحددة سلفاً - هو 20,15 دولاراً فستكون الشركة المنتجة مضطرة لدفع مبلغ لوسيط التبادل يعادل :

$$(20,15 - 19) \times 250.000 = 287.500 \text{ دولاراً}$$

وفي ضوء نفس التسوية تستحق الشركة المستوردة بقبض الفرق بين السعر الذي حددته وسعر التسوية لكل برميل لوسيط المبادلة ، وفق المعادلة الآتية:

$$(20,15 - 19,10) \times 250.000 = 500.262$$

ولو افترضنا أن سعر التسوية: 18,40 فتكون الشركة المنتجة في هذه الحالة هي من يقبض الفرق بين السعر الذي حددته وسعر التسوية وفق المعادلة الآتية:

$$(19 - 18,40) \times 250.000 = 150.000 \text{ دولاراً}$$

في حين سيكون على شركة استيراد النفط الخام "المنتجة للبتروكيماويات" دفع الفرق بين السعر الذي حددته وسعر التسوية وفق المعادلة الآتية:

$$(18,40-19,10) \times 250.000 = 175.000 \text{ دولاراً}$$

وهذا المبلغ خسارة تمثلها فوات الفرصة الضائعة لو تم تحصيل سعر البرميل بـ 18,40 دولاراً، ووفق هذا الافتراض وافترض ما لو نزل سعر التسوية بمقدار أقل، فإن النتيجة هي أن شركة استيراد النفط انتقلت إليها المخاطرة التي كانت تخشاها شركة الإنتاج من هبوط الأسعار، فانتقل الخطر من الشركة المنتجة إلى الشركة المستوردة، ومن الممكن أن تتعرض الشركة المنتجة التي كانت تخشى انخفاض الأسعار لنفس المخاطر التي تعرضت لها الشركة المستخدمة فيما لو ارتفع السعر لمبلغ يفوق 19 دولاراً.¹



المصـلب الرابع: عقود مبادلة عوائد الأسهم



عرّف صندوق النقد الدولي عقد مبادلة عوائد الأسهم² بكونها: "مبادلة يقايض من خلالها أحد الأطراف سعر عائد متصل بالاستثمار في سهم معين، بسعر عائد على

1 - المشتقات المالية دراسة فقهية: د. خالد بن عبد الرحمن المهنا، ص: 148-149.
2 - عوائد الأسهم: هي عبارة عن مدفوعات من الأرباح، ويتم دفعها على شكل أسهم إضافية بدلاً من الدفع النقدي للعملاء أو لحاملي أسهم شركة أو مؤسسة ما. مدونة كافيرو الاقتصادية الكويتية caveo.com.kw

الاستثمار في سهم آخر، كمقايضة أسعار العائد على مؤشرات أسهم مختلفة أو بسعر عائد في غير الاستثمار في الأسهم كسعر فائدة على أية أداة أخرى".¹

كما عُرِّفت بكونها: "مبادلة يتم من خلالها اتفاق طرفين على أن يؤدي كل منهما مدفوعات للطرف الآخر، على أن تكون مدفوعات أحد الطرفين على الأقل محتسبة طبقاً لأداء سهم أو مؤشر للأسهم، أما مدفوعات الطرف الآخر فيمكن احتسابها وفقاً لأية صيغة".²

وعُرفَت أيضاً بأنها: "اتفاقية بين طرفين على مبادلة دفعات نقدية بفتبرات منظمة خلال مدة من الزمن متفق عليها عندما تكون أحد الدفعات -على الأقل- تعتمد على قيمة سهم أو سلة من الأسهم أو مؤشر السهم، وهذه الاتفاقية تكون لمبادلة مقسوم الأرباح أو العوائد الرأسمالية المحررة من مؤشر حقوق الملكية إما بسعر فائدة ثابت أو متغير".³

وجاء في تعريف آخر: "الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد

على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم، أو أصل مالي آخر".⁴

وهذا يعني أن المبادلة لا تتم على نفس الأسهم، وإنما تتم بين معدل العائد لسهم ما، وبين معدل العائد لسهم آخر، أو لمجموعة من الأسهم، كالأسهم المتداولة في سوق ما، أو

1 - المشتقات المالية، د.سمير رضوان، ص: 262.

2 - المشتقات المالية، د.سمير رضوان، ص: 261.

3 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 304.

4 - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية-المشتقات- البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد:

35، 1994/1995، ص: 103

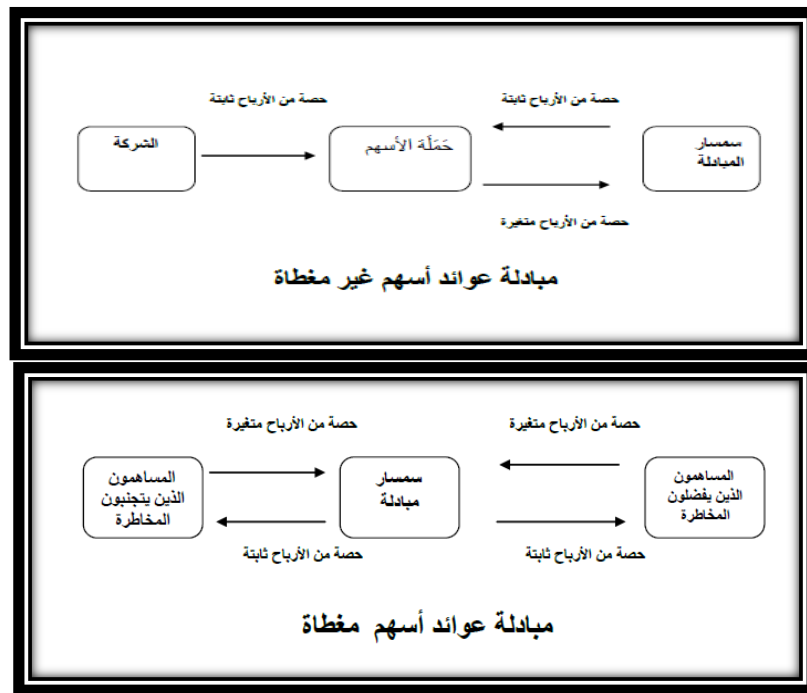
بين معدل العائد لأسهم ما، وبين سعر الفائدة السائدة في تاريخ محدد.¹

كما يمكن لمبادلة عوائد الأسهم أن تحلَّ محلَّ المتاجرة بالأسهم المفردة، أو محفظة الأسهم، أو مؤشرات الأسهم.

وعليه فإن مستلم الحصة من الأرباح الموزعة يدخل في عقد مبادلة مع سمسار المبادلات (swap dealer)، إذ يسلمه الحصة من الأرباح الموزعة المتغيرة، ويستلم منه الحصة من الأرباح الموزعة الثابتة، وهذا الحالة تسمى مبادلة عوائد أسهم غير مغطاة (Naked equity swap).

وفي بعض الحالات فإن سمسار المبادلة يحول مخاطرته إلى حَمَلَةِ الأسهم الذين يستفيدون من حصة من الأرباح موزعة عليهم، وعندها تُسمى مبادلة عوائد أسهم مغطاة.²

وهذا ما يبينه الشكلان التاليان:



1 - المرجع نفسه: ص: 103-104.

2 - إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، ص: 304-305.

مثال:

وذلك أن يتفق شخصان على أن يدفع أحدهما للآخر -بعد ثلاثة أشهر- معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، الذي يظهره مؤشر السوق، على مبلغ متفق عليه، مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

فإذا كان معدل الأسهم المتداولة في سوق الكويت، في التاريخ المتفق عليه، 5 %، وكان معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي 6,5 %، وكان المبلغ المتفق عليه الذي يخرج منه المعدل 5.000.000 ريال، فإنه تتم تسوية الصفقة بين الطرفين على النحو الآتي:

1-يدفع الطرف الأول للثاني: $5.000.000 \times 0,05 = 250.000$ ريال.

2-يدفع الطرف الثاني للأول: $5.000.000 \times 0,065 = 325.000$ ريال.

وهذا يعني أن على الطرف الثاني أن يدفع للأول الفرق، وقدره: 75.000 ريال (325.000 - 250.000).¹

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2، ص: 1126-1127.



المصلب الخامس: علاقة عقود المبادلة بالتحوط



تتضح علاقة عقود المبادلات بالتحوط في كون تلك العقود من أهم الأدوات للتحوط، وفي كون التحوط أحد أهم أغراض المتعاملين بتلك العقود¹، ويكثر استخدام عقود المبادلات في التحوط من مخاطر تذبذب أسعار الفائدة.²

وفي دراسة أجريت على مجموعة من المنشآت المالية تبين: أن 87% من تلك المنشآت تستخدم عقود مبادلة أسعار الفائدة، كما كشفت الدراسة أن 64% من تلك المنشآت تستخدم عقود مبادلة العملات.³

وتنشأ تلك المخاطر من عدة طرق، وهي:⁴

1 - الأسواق المالية: د. محمود محمد الداغر، ص: 138-142؛ الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، أ.د. محمد الحناوي وآخرون، ص: 295؛ الاستثمارات والأسواق المالية: أ.د. هوشيار معروف كاكّا مولا، ص: 168-169؛ الحماية من مخاطر العملة : برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ص: 115؛ المشتقات المالية الإسلامية وإدارة المخاطر التجارية: د. عبد الرحيم الساعاتي، حولية البركة، العدد السابع رمضان 1426، ص: 104-105.

2 - الأسواق المالية: د. محمود محمد الداغر، ص: 138-142.

3 - الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الثاني المشتقات: د. منير هندي، ص: 29.

4 - الحماية من مخاطر العملة: برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ص: 115-121، مبادلة العملات: برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ص: 91-102.

1- قروض العملة الأجنبية، وذلك إذا كانت شركة ما لديها التزام طويل الأجل بعملية أجنبية،

ولا يوجد لها عائد منتظم بتلك العملة، فحينئذ ستعرض لمخاطرة متمثلة في زيادة قيمة

هذه العملة، ما يعني أن الوفاء بالقرض سيكون أكثر كلفة.

2- استثمارات العملة الأجنبية، فإذا كانت شركة ما، لديها استثمار طويل الأجل بإحدى

العملات الأجنبية يحقق لها دخلاً منتظماً، فإنها معرضة لمخاطرة متمثلة في انخفاض قيمة

هذه العملة، وهذا يعني أنه ستقل قيمة كل من عائد الاستثمار، وقيمة رأس المال

الاستثمار بالعملية المحلية للمستثمر.

3- سداد مدفوعات، أو استلام عائد بعملية أجنبية في وقت ما على المدى الطويل، فإذا كانت

شركة ما تتوقع شيئاً من ذلك، فإنها ستكون مهددة بأن يحدث تغير في قيمة العملة في تلك

الفترة إلى أن يحين وقت الدفع أو التحصيل، فيمكن أن يؤدي ارتفاع قيمة العملة إلى زيادة

تكلفة المدفوعات، كما يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى تقليل قيمة ذلك

الإيرادات.

وفي كل من الحالات السابقة يمكن استخدام عقود المبادلات بغرض التحوط من مخاطر

التغير المفاجئ وغير المرغوب لأسعار العملات.

وبما أن عقود المبادلات من الأدوات طويلة الأجل، ولا سيما تلك التي تتراوح الفترة الزمنية

بها بين عامين، وحتى عشرة أعوام، وباعتبارها وسيلة من وسائل التحوط -كما سبق-

فإنها من الناحية الاقتصادية الأكثر ملاءمة للمخاطر طويلة الأجل.¹

1 - الحماية من مخاطر العملة: برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ص: 115.

المبحث الثاني: الأحكام الفقهية لعقود المبادلات



المطلب الأول: حكم عقود مبادلة العملات



تبين لنا مما سبق أن عقد مبادلة العملات يتطلب وجود طرفين، حيث يتم بيع عملة بأخرى بيعاً حالاً، ثم إعادة شرائها بالعملة الأخرى نفسها، بشرط تأجيل تسليم العملتين إلى وقت لاحق، بسعر صرف متفق عليه وقت العقد، مماثل لسعر الصرف في العقد الأول، أو مختلف عنه، وهذا العقد بهذه الصورة لا يصح إطلاق لفظ المبادلة عليه، إلا من حيث اللغة، وأما من حيث الاصطلاح؛ فإن المبادلة تطلق في عقود المعاوضات على غير النقود، وأما إن كان العقد على نقود فإنه يسمى صرفاً. جاء في الأشباه والنظائر: "إذا كان المبيع غير الذهب والفضة بواحد منهما فالنقد ثمن وغيره مثن، ويسمى هذا العقد: بيعاً، وإذا غير نقد سمي هذا العقد: معاوضة ومقايضة ومناقلة ومبادلة، وإن كان نقداً سمي: صرفاً ومصارفة، وإن كان الثمن مؤخراً سمي: نسيئة... (وإن كان) المبيع ديناً،

والثمن عيناً ممن هو عليه، سمي استبدالاً¹.

وبالنظر في عقد مبادلة العملات يتبين أنه يتكوّن من عقدين:

العقد الأول: بيع عملة بعملة أخرى بيعاً حالاً، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته، إذا توفرت

شروط الصرف فيه، وهي:

1- التماثل:

بأن تتساوى العملتان المتبادلتان عدداً.

والأصل فيه قوله عليه الصلاة والسلام: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبُرُّ بالبُرِّ والتمر بالتمر والملح بالملح والشعير بالشعير، مثلاً بمثل يداً بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد"².

وهذا الشرط في مبادلة العملة بعملة من جنسها كالدولار بالدولار أو الدرهم بالدرهم؛

أما إذا اختلف جنس العملتين، كما لو بيع الدولار بالدرهم فلا يشترط التماثل، للحدّيث السابق.

ولذا يمكن القول: إن التطورات النقدية الحديثة المتمثلة في التوحيد الداخلي للعملة

المتداولة في شكل الورق النقدي، قد أفقدت أي مبرر كان يمكن الاحتجاج به قديماً في

بيع الدينار بالدينارين أو الدرهم بالدرهمين، بدعوى اختلاف الجودة أو النوع أو الوزن

1 - الأشباه والنظائر: السيوطي، ص: 275.

2 - أخرجه مسلم في صحيحه في كتاب: المساقاة والمزارعة، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، ج: 2، ص: 744؛ وأخرجه أبو داود في سننه في كتاب: البيوع والإجازات باب في الصرف ج: 3، ص: 417؛ وأخرجه الترمذي في سننه في كتاب: البيوع، باب ما جاء في أن الحنطة بالحنطة مثلاً بمثل وكراهية التفاضل فيه، ج: 2، ص: 520، من حديث عبادة بن الصامت رضي الله عنه.

أو غير ذلك.

فربما الفضل المتصور في بيع النقد بجنسه مع التفاضل لم يعد متصوراً في مبادلة العملات في الأسواق المالية.¹

2- التقابض؛

وهذا الشرط في الحقيقة يتضمن شرطين:

الأول: الحلول، بأن يكون العوضان حاليين.

والثاني: القبض الحقيقي قبل التفرق.

ودليل ذلك، الحديث السابق، فقوله عليه الصلاة والسلام: "يداً بيد" يعني القبض

الحقيقي في مجلس العقد، وقوله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً

بمثل، ولا تُشَفِّوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل،

ولا تُشَفِّوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا منها غائباً بناجز".²

ووجه الاستدلال من الحديث قوله ﷺ في نهاية الحديث: ولا تبيعوا منها غائباً بناجز،

وما دام أن بدل الصرف غير مقبوض وقد حصل الافتراق على ذلك فهو غائب في الذمة،

فإذا كان الممنوع في الحديث بيع النقد وأحدهما غائب والآخر ناجز، فمنع بيع الغائبين

من باب أولى، لأنه عندئذ يكون من بيع الدين بالدين وهو محرّم اتفاقاً، والقبض يخرج

1 - تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية: د. سامي حسن أحمد حمود، مطبعة الشرق ومكتبتها، عمان، ط 2، 1402 هـ / 1982 م، ص: 244.

2 - حديث سبق تخريجه بالصفحة 162.

العقد عن بيع الدَّين بالدَّين.¹

قال ابن المنذر: "وأجمع العلماء على أن المتصاريفين إذا تفرقا قبل أن يتقابضا، أن الصرف فاسدٌ"،² وقال ابن رشد: "اتفق العلماء على أن من شرط الصرف أن يقع ناجزاً".³

والإخلال بهذا الشرط يؤدي إلى الوقوع في ربا النسيئة، وهو الربا الذي رتعت فيه النظم المصرفية الحديثة، فلم يعد الأمر قاصراً على عدم التقابض فحسب، بل أصبحت معظم عمليات تبادل النقود تتم بالسوق الآجلة، والتي تعتبر في نظر الاقتصاديين من أخطر الأسواق المالية في العالم نظراً للتقلبات الحادة والمفاجئة في أسعار العملات، مما تسبب في إفلاس وتصفية بنوك ومؤسسات مالية ضخمة، وهو ما يؤكد لنا حكمة التشريع الإلهي في المنع من ربا النسيئة.⁴

فالبنوك مهما جندت نفسها بكل مبتكرات العصر من أجهزة وآلات اتصال وقدرات بشرية ليست بمنأى عن المغامرة والمخاطرة بأموالها، بل إن التعامل في سوق العملات الآجلة يعتبر ميداناً خاصاً بالمصارف العالمية الكبرى المتمرسه ومع ذلك تقع الخسائر يومياً بالمليارات، وهذا ما يجعلنا نسلم بأن العقل وحده لا يصلح أن يقود سفينة الحياة إلى شاطئ الأمان، ما لم يكن مسترشداً بنور الهدى الإلهي في شرعه الخالد العظيم.⁵

1 - أحكام صرف النقود والعملات في الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة: د. عباس أحمد الباز، ص: 61، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع، ط: 2، عمان - الأردن، 1420 هـ/ 1999 م.
2 - الإجماع: ابن المنذر، ص: 133.
3 - بداية المجتهد ونهاية المقتصد: ابن رشد الحفيد، ص: 618.
4 - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: د. محمد محمود حبش، ص: 3.
5 - تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية: د. سامي حسن أحمد حمود، ص: 344.

3- أن يكون عقد الصرف خالياً عن خيار الشرط للمتصارفين أو لأحدهما؛

ذهب جمهور العلماء من المالكية، والحنفية، والشافعية إلى عدم ثبوت خيار الشرط في عقد الصرف، لأن الصرف لا يحتمل التأجيل، والخيار يقتضي التأجيل ويمنع الملك ولزوم العقد، فكان التأخير في الصرف كالتفرق قبل القبض¹، فإذا اقترن عقد الصرف بخيار شرط من العاقلين أو أحدهما، فإنه يفسد من أصله لامتناع حصول القبض مع وجود الخيار، فإن استحقاق القبض مبني على الملك والخيار يمنعه، كما أن الصرف مبني على المناجزة والنقد الفوري في المجلس، وخيار الشرط لا يكون إلا فيما يدخله التأخير، وليس كذلك الصرف.²

وقال أحمد وأبو ثور³: لا يبطل الصرف باشتراط الخيار فيه، وإنما حكمه كالعقد الصحيح إذا دخله شرط فاسد يصح العقد ويبطل الشرط إذا حصل القبض قبل التفرق.⁴

وقال أبو حنيفة والصاحبان إذا شُرط الخيار في عقد الصرف ثم أبطله المتعاقدان قبل التفرق صح الصرف استحساناً لزوال المانع، وعند زُفر لا يصح، ولا بدّ من تجديد

1 - حاشيتا القليوبي وعميرة على شرح جلال الدين المحلي على منهاج الطالبين للنووي، ج:2، ص: 168، مطابع بومباي، ط:1، الهند؛ ومغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج: الخطيب الشربيني، ج:2، ص: 47، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت.

2 - الكافي في فقه أهل المدينة المالكي: أبو عمر يوسف بن عبد البر، ص: 343، دار الكتب العلمية، ط:2، بيروت-لبنان، 1413هـ/1992م؛ الفتاوى الهندية: الشيخ نظام وجماعة من علماء الهند، ج:3، ص: 218، دار إحياء التراث العربي، ط: 3، بيروت، 1980 م.

3 - هو إبراهيم بن خالد بن أبي اليماني الكلبي البغدادي: الفقيه صاحب الإمام الشافعي. قال ابن جبان: كان أحد أئمة الدنيا فقهاً وعلماً وورعاً وفضلاً. مات ببغداد سنة 240هـ. ينظر: "الأعلام" للزركلي، ج:1، ص: 37.

4 - مطالب أولي النهى في شرح غاية المنتهى: الإمام مصطفى السيوطي الحريباني، ج:3، ص: 171، المكتب الإسلامي، ط:1، حلب-سوريا، 1961م؛ بداية المجتهد ونهاية المقتصد: ابن رشد الحفيد، ص: 618.

العقد.¹

والفرق بين رأي الإمام أحمد وقول الحنفية هذا، أن الإمام أحمد يصح العقد مع وجود شرط الخيار، ولكنه يعتبره لغواً سواء قالاً بإبطاله أم لا إذا حصل القبض قبل الافتراق؛ أما الحنفية غير زفر فإنهم يصححون العقد إذا أسقط الخيار قبل القبض والتفرق، والإسقاط لا يُكتفى فيه بالقول، بل لا بدّ من الفعل وهو نقد البدلين في المجلس ولا يلزم اجتماع القول مع الفعل.²

4- أن يكون عقد الصرف خالياً عن الآجل؛

فإذا وُجد الآجل أو شرطه المتعاقدان لهما أو لأحدهما فسد الصرف، لأن قبض البدلين مستحق قبل الافتراق، والآجل يمنع القبض المستحق بالعقد، فيفسد العقد للآجل الطارئ عليه، فإن أبطل صاحب الآجل أجله قبل الافتراق فنقد ما عليه ثم افترقا عن تقابض، كان ذلك إسقاطاً للآجل، وصحّ عند أبي حنيفة ومحمد استحساناً، وعند زفر لا بد من تجديد العقد، وعن أبي يوسف روايتان.³ فإذا دخل الآجل في الصرف ولو بغير زيادة على أصل المال كان محرماً، لأنه من قبيل ربا النساء المجمع على تحريمه.

وقد يعبر بعض العلماء عن الآجل بلفظ النساء أو النسيئة ومرادهم من ذلك الآجل، وهو حرام في الجنس الواحد من الثمنين كبيع الذهب بالذهب أو الفضة بالفضة، وفي

1 - حاشية رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار: ابن عابدين، ج:7، ص: 521؛ الفتاوى الهندية: الشيخ نظام وجماعة من علماء الهند، ج:3، ص: 218.

2 - أحكام صرف النقود والعملات في الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة: د. عباس أحمد الباز، ص: 74.

3 - تحفة الفقهاء: علاء الدين السمرقندي، ج:3، ص: 28، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت-لبنان، 1405هـ/1984م؛ الفتاوى الهندية: الشيخ النظام وعلماء آخرون، ج:3، ص: 217.

الجنسين كبيع الذهب بالفضة وقد نقل الإمام الغزالي الإجماع على تحريم الأجل في الصرف.¹

ومن أدلة ذلك، قول رسول الله ﷺ: "...ولا بأس ببيع الذهب بالفضة والفضة أكثرهما يداً بيد، وأما نسيئة فلا، ولا بأس ببيع البر بالشعير، والشعير أكثرهما يداً بيد، وأما نسيئة فلا".²

فقوله ﷺ: "وأما نسيئة فلا": أي فلا يجوز بيع الذهب والفضة إذا كان في البيع أجل، وإلا لما كان لقوله يداً بيد معنى.³

وهذا ما أكدته قرارات المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي حول بيع وشراء العملات، حيث جاء فيها:

أ- لا يجوز بيع الورق النقدي بفضة ببعض، أو بغيره من الأجناس النقدية الأخرى، من ذهب أو فضة، أو غيرهما، نسيئة مطلقاً، فلا يجوز مثلاً بيع ريال سعودي بعملة أخرى متفاضلاً نسيئة بدون تقابض.

ب- لا يجوز بيع الجنس الواحد من العملة الورقية بفضة ببعض متفاضلاً، سواء كان ذلك نسيئة أو يداً بيد، فلا يجوز مثلاً بيع عشرة ريالات سعودية ورقاً بأحد عشر ريالاً سعودية ورقاً، نسيئة أو يداً بيد.

1 - تكملة المجموع شرح المذهب: علي بن عبد الكافي السبكي، ج:10، ص: 64، مطبعة العاصمة، القاهرة.
2 - أخرجه أبو داود في سننه في كتاب: البيوع والإجازات، باب في الصرف، ج: 5، ص: 237، تحقيق وتعليق: شعيب الأرنؤوط، دار الرسالة العلمية، دمشق-سوريا، 1430هـ/2009م. قال المحدث شعيب الأرنؤوط في تعليقه على هذا الحديث: إسناده صحيح.

3 - أحكام صرف النقود والعملات في الفقه الإسلامي: د. عباس أحمد الباز، ص: 76.

ج- يجوز بيع بعضه ببعض من غير جنسه مطلقاً، إذا كان ذلك يداً بيد، فيجوز بيع الليرة السورية أو اللبنانية، بريال سعودي ورقاً كان أو فضةً، أو أقل من ذلك أو أكثر، وبيع الدولار الأمريكي بثلاثة ريالات سعودية، أو أقل من ذلك أو أكثر، إذا كان ذلك يداً بيد، ومثل ذلك في الجواز بيع الريال السعودي الفضي بثلاثة ريالات سعودية ورق، أو أقل من ذلك أو يداً بيد.¹

وجاء في قرارات الدورة الثالثة عشر ما يلي:

ثانياً: إذا تم عقد الصرف بشروطه الشرعية، وخاصة التقابض في مجلس العقد، فالعقد جائز شرعاً.

ثالثاً: إذا تم عقد الصرف، مع الاتفاق على تأجيل قبض البدلين أو أحدهما إلى تاريخ معلوم في المستقبل، بحيث يتم تبادل العملتين معاً في وقت واحد، في التاريخ المعلوم، فالعقد غير جائز، لأن التقابض شرط لصحة تمام العقد، ولم يحصل.²

العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعاً آجلاً، وهذا عقد محرم؛ لأنه صرف مستأخر تأجل فيه قبض العوضين، فدخله ربا النسيئة، وبيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

لكن يُلاحظ هنا أن العقد الثاني شرط في العقد الأول؛ لأنهما دخلا فيه على أن يشتري أحدهما من الآخر ما باعه في العقد الأول بيعاً آجلاً، وهو شرط محرم؛ لمخالفته كتاب

1 - قرارات المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، ص: 101، مطابع رابطة العالم الإسلامي، جدة.
2 - قرارات المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، ص: 101، مطابع رابطة العالم الإسلامي، جدة.
ص: 283.

الله؛ لما دخله من الربا وبيع الدَّين بالدَّين، وقد قال ﷺ: "أما بعد: فما بال رجال منكم يشتركون شروها ليست في كتاب الله: فأئماً شره ليس في كتاب الله فهو باطل، وإن كان مائة شره، ففضاء الله أحقر شره الله أوثو...".¹

ما تقدم هو حكم عقد مبادلة العملات إذا كان السعر في العقد الثاني مختلفاً عن السعر في العقد الأول، إما إذا كان السعر في العقدين واحداً، كأن اشترى ألف دولار بثلاثة آلاف درهم شراء حالاً، ثم باع من المشتري الألف دولار بثلاثة آلاف درهم بيعاً آجلاً، فهذا يشبه القرض من الجانبين؛ لأن كل واحد منهما يعود إليه ما دفعه للآخر، ويقوي احتمال القرض ما إذا اشترط كل واحد منهما على الآخر أن يدفع له فائدة على المبلغ الذي دفعه له.²

وعلى كل فإن الأمر لا يخلو من إحدى حالتين:

الحالة الأولى: أن يخرج ذلك مخرج البيع، والحكم في هذه الحالة ما تقدم.

الحالة الثانية: أن يخرج ذلك مخرج القرض، فإن كان بفائدة، فهو قرض محرم؛ لأنه ربا، وإن كان بغير فائدة، فالحكم في ذلك ينبنى على حكم تبادل القروض بالشرط، أو ما يعبر عن الملكية ب (أسلفني وأسلفك) وهو ما سأعرض لبيانها فيما يأتي:

1 - متفق عليه: أخرجه البخاري في صحيحه في كتاب: البيوع، باب: البيع والشراء مع النساء: ج: 3/ص: 27، ومسلم في صحيحه، في كتاب: العتق، باب: الولاء لمن أعتق، ج: 2، ص: 702.
2 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2، ص: 1111-1112.

حكم القروض المتباعدة بالشروط:

إذا أقرض إنسان آخر قرضاً وشرط عليه أن يقرضه في مقابل ذلك، فلا يظهر أن هناك خلافاً بين المتقدمين من أهل العلم في عدم جوازه؛ لأن ذلك قرض جرّ نفعاً، وهو محرم بإجماع أهل العلم، وقد جاء ذلك مصرحاً به عند فقهاء المذاهب الفقهية.

جاء في مواهب الجليل: (ولا خلاف في المنع من أن يسلف الإنسان شخصاً؛ ليسلفه بعد ذلك).¹

وجاء في حاشية الشرواني على تحفة المحتاج على قول صاحب التحفة وأصلها: (ولو شرط مكسراً عن صحيح، أو أن يقرضه) شيئاً آخر (غيره لغا الشرط) فيهما).

قال: (قول المتن: (أو أن يقرضه) أي أن يقرض المقرض المقرض شيئاً آخر... وليس المعنى أن يقرض المقرض المقرض؛ لأنه حينئذ يجر نفعاً للمقرض، فلا يصح).²

وجاء في المغني: (وإن شرط في القرض أن يؤجره داره، أو يبيعه شيئاً، أو أن يقرضه المقرض مرة أخرى لم يجز؛ لأن النبي ﷺ نهى عن بيع وسلف، ولأنه شرط عقداً في عقد فلم يجز، كما لو باعه داره بشرط أن يبيعه الآخر داره).³

وقد أثبتت هذه المسألة مجدداً؛ بسبب ما دعا إليه التعامل بين المصارف الإسلامية وبين مراسليها من المصارف الأجنبية، وقيام هذه المصارف باحتساب فوائد على المصارف

1 - مواهب الجليل لشرح مختصر خليل، للإمام الحطاب، ج: 6/ص: 273، تحقيق زكرياء عميرات، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1416 هـ/1995 م.

2 - تحفة المحتاج بشرح المنهاج: أحمد بن حجر الهيتمي، مطبوع مع حاشيته للشرواني وابن قاسم العبادي، تحقيق: محمد بن عبد العزيز الخالدي، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت-لبنان، 1416 هـ/1996 م.

3 - المغني، لابن قدامة ج: 6/ص: 334.

الإسلامية التي ينكشف حسابها لديها، فكان أن وجد القائمون على المصارف الإسلامية أسلوبين للتخلص من دفع الفوائد:

الأسلوب الأول: الاتفاق مع المصرف الأجنبي على أن يقوم المصرف الإسلامي بإقراض المصرف الأجنبي ما يحتاج إليه من العملة المحلية بدون فوائد، في مقابل أن يقرضه المصرف الأجنبي ما يحتاج إليه من العملة الأجنبية بدون فوائد.

الأسلوب الثاني: الاتفاق مع المصرف الأجنبي على أن لا يقوم المصرف الإسلامي بأخذ فائدة على ما يودعه لديه من أموال، في مقابل أن لا يتقاضى المصرف الأجنبي فوائد على المصرف الإسلامي إذا انكشف حسابه لديه.¹

وقد كان موقف الهيئات الشرعية والمستشارين الشرعيين لبعض المصارف الإسلامية هو الإفشاء بالجواز؛ نظراً لضرورة التعامل مع تلك المصارف، وحاجة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية للإيداع في تلك المصارف الأجنبية، والسحب منها على المكشوف، وما يقصد إليه في الأخذ بهذين الأسلوبين من تحاشي دفع الفائدة الربوية التي هي أكثر مفسدة من مفسدة النفع الذي يجره اشتراط القرض في مقابلة القرض.²

والذي يظهر أن الأسلوب الثاني غير داخل في مسألة القروض المتبادلة بالشرط؛ وذلك أن المصرف الإسلامي لا يجوز له ابتداء أن يقرض (يودع في) المصارف الربوية إلا إذا

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج: 2/ص: 1113.
2 - وممن أفتى بذلك ندوة البركة الثامنة والحادية عشرة للاقتصاد الإسلامي، والهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية، والمستشار الشرعي لبيت التمويل الكويتي، وهيئة الرقابة الشرعية لبنك فيصل الإسلامي السوداني، ينظر: فتاوى ندوات البركة، ص 142 و ص: 192، 1403 هـ-1417 هـ/1981م-1997م، جمع الدكتور عبد الستار أبو غدة، وعزالدين خوجة، منشورات مجموعات دلة البركة، ط: 5، قرارات الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار ج: 3/ص: 331-332، ط: 1، 1419 هـ/1998م، الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، ص 187، و ص: 603-606، إعداد بيت التمويل الكويتي.

اضطر لذلك، وهذا يعني أن المصرف الإسلامي حين يودع فإنه يودع من غير أن يشترط على المصرف الأجنبي أن يقرضه، كما أن المصرف الأجنبي يقرض المصرف الإسلامي وغيره من غير حاجة إلى شرط، لكنه لا يقرض إلا بفائدة، ومن هنا يأتي الاتفاق بين المصرف الإسلامي والمصرف الأجنبي بأن يقرض المصرف الأجنبي المصرف الإسلامي من غير فائدة ربوية، في مقابل أن المصرف الإسلامي لا يتقاضى فوائد ربوية عن ودائعه لدى المصرف الأجنبي.¹

ومن هنا فإنه لا يجوز أن يخرج هذا الاتفاق مخرج الشرط، بحيث يشترط المصرف الإسلامي أنه لن يودع في المصرف الأجنبي إلا إذا أقرضه، وإنما يكون الاتفاق منصّباً على الإجراءات التي تحول دون تقاضي المصرف الأجنبي فائدة على حساب المصرف الإسلامي لديه حين يتجاوز السحب منه الرصيد المودع.

أما الأسلوب الأول فهو داخل في مسألة القروض المتبادلة بالشرط، وقد سبق بيان حكمه، وهو عدم الجواز؛ فلا يجوز الاتفاق مع المصرف الأجنبي وفقاً لهذا الأسلوب، ولو كان القصد من ذلك تلافي دفع الفائدة؛ لعدم الحاجة إليه؛ لأن الأسلوب الثاني كاف في ذلك.²

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2/ص: 1114.
2 - المرجع السابق، ج:2/ص: 1115.



المهمل الثاني: حكم مبادلة أسعار الفائدة



عرفنا أن عقد مبادلة أسعار الفائدة يتمثل بالاتفاق بين طرفين مقترضين، أحدهما يدفع فائدة متغيرة، والآخر يدفع فائدة ثابتة، أو بين مقترضين، أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة، على أن يدفع المقترض الأول للآخر، أو المقترض الأول للمقرض الآخر فائدة ثابتة عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تاريخ أو تواريخ لاحقة، لمدة محددة.

وبتصور هذا العقد يتبين حرمة؛ لما يلي:

أ- أن هذا العقد قائم على تبادل النقود مع اشتراط التفاضل والنسأ، وهو بهذا يكون متضمناً للربا بنوعية الفضل والنسيئة في حال كون العقد تم على جنس واحد، أو على ربا النسيئة فقط في حال كون العقد تم على نوعين، وقد ذكرنا في ما سبق إجماع العلماء على وجوب اشتراط التقابض في الصرف وأدلة ذلك بما يغني عن إعادته هنا.

ب- أن هذا العقد يتضمن المخاطرة والمقامرة؛ لكون كل واحد من المتعاقدين يدخل في العقد وهو لا يعلم أنه سيكون غانماً أو غارماً، فكل منهما دخل في العقد على

أن يدفع لصاحبه الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل.¹

ج- أن في هذا العقد غرراً فاحشاً؛ للجهالة الحاصلة لأحد العوضين، وبيان ذلك: أنه إذا كان أحد العاقدين يلتزم بسداد الفائدة الثابتة على أصل القرض وهي زيادة معلومة علماً ينافي الجهالة، إلا أن العاقد الآخر يلتزم بسداد فائدة غير ثابتة بل معرضة للتغير صعوداً أو هبوطاً؛ فلذا كان أحد العوضين مجهولاً.

د- أن سعر الفائدة لا يصلح أن يكون محلاً للعقد؛ لكونه ليس بمال مُتَقَوِّمٍ يصح المعاوضة عليه.²



المكسب الثالث: حكم عقود مبادلة السلع



بالنظر في تعريف عقد مبادلة السلع يتبين انطباق هذا التعريف مع المسألة المعروفة عند الفقهاء ب(عكس مسألة العينة)، مع اختلاف الصياغة.

فعكس مسألة العينة هي: (أن يبيع شيئاً بنقدٍ حاضرٍ ثم يشتريه من مشتريه أو وكيله

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2/ص: 1104؛ المشتقات المالية: سمير رضوان، ص: 569.

2 - المشتقات المالية: سمير رضوان، ص: 565، 571-572.
323

بنقد أكثر من الأول من جنسه، نسيئة أو غير مقبوض).¹

وعقد مبادلة السلع كما تم تعريفه سابقاً هو: أن يبيع شخص ما سلعة بالسعر السائد، ويتم قبض الثمن فوراً، ثم يقوم بشرائها من المشتري نفسه بأكثر من الثمن الأول، على أن يتم سداده في فترات متفق عليها.

وإذا كان الأمر كذلك، فإن حكم عقد مبادلة السلع يعرف من الحكم في هذه المسألة، وهو ما اختلف فيه أهل العلم على قولين:

القول الأول: الجواز.

وإليه ذهب المالكية إذا لم يكن المتعاملون بها من أهل العينة،² وهو رواية عن الإمام أحمد رحمه الله، إذا لم تكن حيلة على الربا.³

ويمكن أن يستدل لهذا القول بأن الأصل في المعاملات الجَلُّ، حتى يقوم دليل المنع، ولم يوجد في هذه المسألة.

القول الثاني: عدم الجواز.

وهو المذهب عند الحنابلة، قالوا: (لأنه يشبه العينة في اتخاذه وسيلة إلى الربا).⁴

1 - شرح منتهى الإرادات: للبهوتي، ج:2/ص: 164.

2 - التفریع: عبيد الله بن الحسين بن الجلاب، ج:2/ص:164، تحقيق: د. حسين سالم الدهماني، دار الغرب الإسلامي، ط:1، بيروت-لبنان، 1408هـ/1987م. جاء في الشرح الكبير: للدردير، "أهل العينة قوم نصبوا أنفسهم لطلب شراء السلع منهم وليست عندهم، فيذهبون إلى التجار فيشترونها منهم؛ ليبيعوها لمن طلبها منهم، فهي بيع من طلبت منه سلعة قبل ملكه إياها لطلبها بعد شرائها، سميت بذلك لاستعانة البائع بالمشتري على تحصيل مقصده من دفع قليل ليأخذ عنه كثيراً" الشرح الكبير، للدردير، مع حاشية الدسوقي، ج:3/ص: 136، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، ط:1، بيروت-لبنان، 1425هـ-1426هـ/2005م.

3 - مسائل الإمام أحمد، رواية أبي داود سليمان بن الأشعث السجستاني، ص: 263، تحقيق: طارق بن عوض الله، مكتبة ابن تيمية، ط:1، 1420هـ/1999م.

4 - شرح منتهى الإرادات، للبهوتي، ج:2/ص:164.

وبالنظر في عقد مبادلة السلع يظهر فيه قصد التحايل على الربا، وأن المراد منه أخذ نقود في نقود أكثر منها، بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلاً.¹

وبذلك يتبين أن عقد مبادلة السلع-بالصورة المذكورة-غير جائز شرعاً، والله أعلم.



المصلب الرابع: حكم عقود مبادلة عوائد الأسهم



تبين لنا مما سبق أن عقد مبادلة عوائد الأسهم هو: العقد الذي يتم فيه الاتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل العائد لسهم آخر، أو لمجموعة من الأسهم، كالأسهم المتداولة في سوق ما، وهو في حقيقته الشرعية عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، وجهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها إلا في الوقت المحدد لإجراء المبادلة؛ بناء على ما يكون عليه معدل العائد على الأسهم في ذلك الوقت، وهذا العقد وفقاً لهذا الوصف يتضمن جميع الأصول المحرمة للمعاملات المالية، ووجه ذلك ما يلي:

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2/ص:1131.

أ- أن هذا العقد يتضمن الربا بنوعيه، فإذا كانت النقود المتبادلة من عملة واحدة فهو يتضمن ربا الفضل والنسيئة معاً، وإذا كانت من عملتين فهو يتضمن ربا النسيئة فقط.

ب- أن هذا العقد داخل في بيع الدَّين بالدَّين أو الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه -كما سبق-؛ لأنه عقد مؤجل فيه العوضان.

ج- أن هذا العقد يتضمن الغرر؛ لجهالة مقدار النقود عند التعاقد.

د- أن هذا العقد من عقود المخاطرة والقمار؛ فكل واحد من المتعاقدين قد دخل في هذا العقد وهو يراهن على أن يكسب من الآخر أو أن يخسر، وليس قصدهما التقابض.¹

وكل واحد من هذه المحاذير كافٍ لوحده في تحريم هذا النوع من العقود، فكيف بها مجتمعة؟



المصلب الخامس: بدائل شرعية مقترحة لعقود المبادلات



تتضمن عقود المبادلات مخالفات ومحاذير شرعية، وسيكون من التعسف العمل على تصحيح هذا النوع من العقود، خاصة وأنها مبنية على الربا بنوعيه، ولا مناص من إخضاع هذه العقود لقواعد الفقه الإسلامي حتى تصبح شرعية؛ وبما أن أهم المبادلات

1 - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، ج:2/ص:1127.

تكون على العملات، سأذكر هنا ما قرره مجمع الفقه الإسلامي بهذا الشأن، حيث نصّ في قراره رقم 63(7/1) على أن التعامل في سوق العملات العالمي يجري وفق إحدى أربع طرق:

1- الطريقة الأولى: أن يتضمن العقد حق تسليم المبيع وتسليم الثمن في الحال مع

وجود العملات أو إيصالات أو تحويلات ممثلة لها في ملك البائع وقبضه.

وهذا العقد جائز شرعاً حسب شروط البيع الشرعية وشروط الصرف المعروفة.

2- الطريقة الثانية: أن يتضمن العقد حق تسليم المبيع وتسليم الثمن في الحال مع

إمكانهما بضمنان هيئة السوق.

وهذا عقد جائز شرعاً حسب شروط الصرف المعروفة في الفقه الإسلامي.

3- الطريقة الثالثة: أن يكون العقد على تسليم عملة ما موصوفة في الذمة في موعد

آجل ودفع الثمن عند التسليم، وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي فعلاً

بالتسليم والتسلم.

وهذا العقد غير جائز للتأجيل الحاصل فيه، ولا يجوز التأجيل في عقود الصرف أو

التأخير إلى موعد موصوف.

4- الطريقة الرابعة: أن يكون العقد على تسليم عملة موصوفة في الذمة في موعد

آجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي أن ينتهي

بالتسليم والتسلم الفعليين بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا هو الأكثر

شيوعاً في أسواق السلع والعملات وهو غير جائز أصلاً.¹

وفي قراره بشأن حكم القبض للعملات والتطبيقات المعاصرة له، ذكر قرار المجمع رقم 35 (6/4) بشأن القبض، وفي الفقرة الثانية منه بالتحديد، وفي الفقرة (ج) منه: أنه في حالة تحويل أي عملة من حساب إلى حساب آخر بأمر العميل في أي مصرف إسلامي فإن هذا التحويل يخضع لقواعد عقد الصرف في الشريعة الإسلامية، كما أنه يُغْتَفَرُ تأخير القيد المصرفي بالصورة التي يتمكن المستفيد بها من التسلم الفعلي للمدد المتعارف عليها في أسواق التعامل العالمية.²

كما صدر عن المجمع أيضاً قراراً مهماً بشأن الاتجار بالعملات، وهو القرار رقم 102 (11/5) المتضمن: أحكام الاتجار بالعملات، وأكد فيه على ضرورة الأخذ بمضمون القرارين السابقين المتعلقين بأحكام القبض في الفقه الإسلامي قرار رقم 53 (6/4) وكذلك القرار رقم 63 (7/1) المتعلق بالأسواق العالمية وأحكام التعامل في أسواق السلع والعملات والمؤشرات، وقد فصل فيه بعض أحكام التعامل في أسواق العملات حيث ذكر في الفقرتين الثانية والثالثة: أنه لا يجوز بيع العملات في السوق الآجلة ولا تجوز المواعدة في الصرف فيها، كما ذكر أن الربا والاتجار في العملات والصرف دون الالتزام

1 - قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص: 216-218، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي للدورات (14-1)، القرارات (134-1)، (1406هـ-1423هـ/1985م/2003م)، مطابع الدوحة الحديثة المحدودة، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، تنسيق وتعليق: د. عبد الستار أبو غدة، ط: 4، الدوحة-قطر، 2003م.
2 - قرار رقم: 53 (6/4)، ص: 184، المصدر السابق.

بأحكام الشريعة هو أهم سبب للأزمات والتقلبات المالية العالمية، والتي عصفت باقتصاديات بعض الدول.¹

وقد اقترح الدكتور عباس أحمد الباز في كتابه المسمى: "أحكام صرف النقود والعملات في الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة"، أحد البدائل الشرعية للتعامل بالعملات في الأسواق المالية العالمية، ألا وهو عقد المراجعة، حيث قال: "نظراً لأن التجارة الخارجية تقوم على تبادل العملات بسعر صرفها، ولكن التسليم بعد فترة من تحديد سعر المبيع، ونظراً لاعتماد الدولار باعتباره أساساً لتحديد صرف معظم العملات، ونظراً لحركة التقلب المستمر في العملات، فإن المخرج الشرعي لمثل هذا النوع من التعامل هو: أن يتم الشراء بطريقة المراجعة، ويتم ذلك عن طريق توكيل المستورد للبنك بشراء السلعة بالعملة المحلية ثم يقوم البنك بعد ذلك ببيع السلعة للمستورد بالعملة المحلية بسعر صرف السوق يوم التسليم."²

وقد تطرق قرار المجمع بشأن الأسواق العالمية إلى مجموعة من البدائل، منها ضرورة تنظيم سوق إسلامية للسلع والعملات على أساس المعاملات الشرعية ومنها بيع السلم والصرف، والوعد بالبيع في وقت آجل والاستصناع وغيرها، مع إجراء دراسات وافية لشروط هذه البدائل وطرائق تطبيقها في سوق إسلامية منظمة.³

1 - قرار رقم: 102 (11/5)، ص: 352-353، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي.

2 - أحكام صرف النقود والعملات في الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة: د. عباس أحمد الباز، ص: 220-221

3 - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي للدورات (1-14)، القرارات (1-134)، (1406هـ-1423هـ/1985م-2003م)، ص: 219.

كما يرى المجمع ضرورة وجوب الرقابة الشرعية على الأسواق المالية وإلزامها بما ينظم أعمالها وفق أحكام الشريعة في العملات وغيرها.¹

الخلاصة

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وأشهد أن لا إله إلا الله، وحده لا شريك له، وأشهد أن محمداً عبده ورسوله، صلى الله عليه وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً،
أما بعد:

فلله الحمد أولاً وآخراً وما بين ذلك، على ما يسر في إنجاز هذا البحث، وهو المسؤول سبحانه أن يقبل ما كان فيه من صواب، ويتجاوز عن الخطأ والنسيان، وأن يجعل هذا البحث من العمل الصالح الذي ينفع العبد، بعد رحيله من هذه الدار، إلى دار القرار.

وفي ختام هذا البحث الموسوم بـ "عقود التحوط في الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية" أشير إلى أبرز النتائج التي توصلت إليها، ثم أذكر بعض التوصيات وآفاق البحث، التي هي جهد المقل.

فأما أبرز النتائج فهي كالتالي:

- يُعرَّفُ التحوط بأنه: مجموعة الإجراءات العقدية التي يقوم بها المستثمرون والمضاربون والتجار، أو غير العقدية مثل اتخاذ سياسات وقرارات حكومية، والتي تهدف إلى حماية المال من الخطر الذي قد يتعرض له نتيجة للتقلب غير المتوقع، والذي يمكن أن يحصل

في هيكل الأسعار، سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أو أسعار الأوراق المالية، أو أسعار صرف العملات، أو أسعار الفائدة، حماية تتمثل في محاولة تقليل حجم ذلك الخطر أو العمل على تلافيه.

- يُعتبر التحوط والتأمين من أهم وسائل التخلص من المخاطر، ونقلها من طرف لآخر، والحد من الخسائر؛ غير أن بينهما فروق، أهمها: اختلاف مجال المخاطر التي تغطيها كل وسيلة، إضافة إلى كون التحوط فيه تقليص للخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح.

- يمكن اعتبار الأسواق المالية بأنها: مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال؛ من الأفراد، والهيئات، والمؤسسات، وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر.

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب مدخرات الأفراد وتجميعها، والفوائد المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، وإتاحتها إلى الجهات التي تحتاج إليها.

- للسوق المالية عدّة إطلاقات عند الاقتصاديين، من أهمها: سوق الأوراق المالية، سوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال.

- البورصة هو ذلك المكان المعلوم والمحدّد مسبقا، الذي يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعا وشراء لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء أكان محل الصفقة حاضرا-وجود نموذج أو عيّنة منه- أم غائبا عن مكان العقد، أم حتى لا وجود له أثناء التعاقد (معدوم)، لكن يمكن أن يوجد.

- البورصة جزء من السوق المالية، وليست هي السوق المالية، فمحل التعامل بالأسواق المالية هو المال بصورته النقدية، أما البورصة فمحلها المال بصورته النقدية والسلعية.
- منشأ الحاجة إلى عقود التحوط تكمن في كونها أدوات لإدارة المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار، والتغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات.
- تعتمد أدوات التحوط التقليدية في الأسواق المالية على جملة من العقود يطلق عليها اسم المشتقات المالية Financial Derivatives، والتي يمكن تعريفها بأنها: "عقود بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق، ويعتمد أداؤها على أصول أو أدوات أخرى، وتستخدم بهدف التحوط من المخاطر، فهي أدوات تشتق عوائدها من أوراق مالية أخرى". وسميت المشتقات المالية بهذا الاسم؛ لأن قيمتها تشتق من قيمة شيء آخر.

- أبرز عقود المشتقات المالية هي:

1- العقود المستقبلية

2- العقود الآجلة.

3- عقود الاختيارات.

4- عقود المبادلات.

- يمكن تصنيف المتعاملين بالمشتقات المالية إلى ثلاث فئات:

• المتحوطون.

• المضاربون.

• المراجحون.

- يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها: "عقود نمطية تُبرم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يتم فيها بيع أصول مالية معينة (سلع، أسهم، سندات...)، ويكون التسليم في وقت لاحق على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، مع قيام الطرفين بإيداع مبلغ لدى السمسار لإثبات الجدّية وضماناً للوفاء بالعقد".

تنقسم أنواع العقود المستقبلية إلى:

- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة.
 - العقود المستقبلية على أسعار الصرف.
 - العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.
 - العقود المستقبلية على السلع.
- العقود الآجلة هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ.
- يمكن اعتبار العقود المستقبلية امتداداً وتطوراً طبيعياً للعقود الآجلة، وتتمتع بدرجة عالية من المعيارية والتنميط، وهذا لا يمنع من وجود فوارق جوهرية بينهما، من أهمها:
- أن العقود الآجلة تكون في أسواق مالية غير منظمة، عكس العقود المستقبلية التي تكون في أسواق منظمة ومفتوحة للمنافسة، كما أن العقود الآجلة لا يمكن تسويتها إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، عكس العقود المستقبلية التي يمكن تسويتها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.

- ذهب أكثر العلماء والباحثين المعاصرين، وأكثر الهيئات الشرعية؛ كمجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، و هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى تحريم العقود المستقبلية والآجلة لما تشتمل عليه من مخالفات ومحاذير شرعية.

- من البدائل الشرعية المقترحة للعقود المستقبلية والآجلة، نذكر: عقد السلم، وعقد الاستصناع في السلع المصنعة، وعقد المrabحة، وعقد الجعالة، والبيع بالأجل.

- يمكن تعريف عقود الاختيارات بأنها: "اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية معينة، خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي)، أو تاريخ محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما. والأداة المالية يمكن أن تكون سهما أو سندا أو سعر فائدة أو عملة أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق المالية العالمية".

- يمكن تقسيم عقود الاختيارات باعتبارات متعددة، أهمها:

- أنواع الاختيارات باعتبار محل العقد.
- أنواع الاختيارات باعتبار نوع الأصل.
- أنواع الاختيارات باعتبار ملكية الأصل.
- أنواع الاختيارات باعتبار تاريخ التنفيذ.

- ذهب أكثر العلماء إلى تحريم عقود الاختيارات، لما تشتمل عليه من مخالفات شرعية مفسدة للعقد.

- حاول بعض الباحثين إيجاد بدائل شرعية للاختيارات وتصحيحها حتى تكون سالمة من المخالفات الشرعية، فمنهم من اقترح من أجل تصحيح هذا العقد: أن يبيع الشخص شيئاً تملكه، حازه أو لم يحزه، وإنما باعه بالوصف على الخيار (أي خيار الرؤية)، فإذا تملك الشخص شيئاً، جاز له بيعه لشخص آخر، ولم يكن عمله مجرد القيام بإصدار وعود، حتى ولو كانت ملزمة.

كما اقترح بعضهم بعض البدائل لهذا النوع من العقود متمثلة في: إجراء العقود بخيار الشرط، بيع السلم، عقد الاستصناع، عقد الجعالة، وبيع الأجل.

- يُعرَّف عقد المبادلة بأنه: "اتفاق تعاقدى، يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي يترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول".

- تتنوع عقود المبادلات إلى عدّة أنواع، إلا أن أهمها أو ما يمكن التعبير عنه بأنواعها الرئيسية هي:

- عقود مبادلة العملات.
- عقود مبادلة أسعار الفائدة.
- عقود مبادلة السلع.
- عقود مبادلة عوائد الأسهم.

- أجمع العلماء على اختلاف مذاهبهم الفقهية على عدم جواز القروض المتبادلة بالشرط.
- عقود المبادلات كما تجرى حالياً غير جائزة شرعاً، لما يتخللها من مخالفات ومحاذير شرعية.

توصيات وأفلق البحث:

- إنشاء سوق مالية، يلتزم فيها بأحكام الشريعة الإسلامية، سواء من حيث الأدوات التي يتعامل بها، أو من حيث العقود التي تجري فيها.
- ضرورة طرح موضوع عقود التحوط والمشتقات المالية في اللقاءات والندوات العلمية، لكونه يلامس مجالات شتى في الاقتصاد عموماً، والأسواق المالية خصوصاً.
- ضرورة سن الأنظمة الصارمة لحماية المتعاملين في الأسواق المالية، وعدم التساهل مع المتلاعبين والمقامرين في السوق، مما سيكسب الأسواق المالية استقراراً وأماناً أكثر.
- ضرورة التوعية المتخصصة والعامة لأضرار المشتقات المالية وبيان حكمها، وإبراز القيم الإسلامية في المعاملات، وحث الناس على الالتزام بالشرع.
- أهمية تتابع الدراسات الفقهية والاقتصادية على هذه العقود؛ لأنها تمس جانباً مهماً في حياة الناس سواء الأفراد، أو الشركات أو الدول.
- ضرورة إتقان اللغة الإنجليزية، كون أغلب المواضيع المعاصرة التي تتناول جانب الأسواق المالية أو نحوها من المواضيع الاقتصادية قد كُتبت بها.

- ضرورة وضع ضوابط صارمة للمتعاملين في الأسواق المالية؛ لأن أكثر ما يفسد هذه الأسواق هم الدخلاء الذين غرضهم فقط المضاربة على فروق الأسعار.
- برمجة مواد في الكليات الشرعية لدراسة الموضوعات الاقتصادية المعاصرة، وتكون تحت إشراف علماء وأساتذة أكفاء.
- إصدار مجلات متخصصة محكمة لنشر البحوث والدراسات التي يكون موضوعها المسائل الاقتصادية المعاصرة.

هذا ما تيسر الوصول إليه من نتائج وتوصيات، وأسأل الله تعالى بأسمائه الحسنى وصفاته العلى أن يوفق الجميع للفقهِ في دينه، وأن يمنَّ علينا بالعلم النافع والعمل الصالح، وأن يجعل هذا البحث خالصاً لوجهه الكريم، وأن ينفع به كاتبه وقارئه، فما كان فيه من توفيق فمن الله وحده، وما كان فيه من خطأ وزلل فمن نفسي.

وصلّى الله وسلّم على عبده ورسوله سيدنا محمد و على آله وصحبه أجمعين.

الفهارس

وتشمل:

- 1- فهرس الآيات القرآنية.
- 2- فهرس الأحاديث والآثار.
- 3- فهرس المصطلحات العلمية.
- 4- فهرس الأعلام.
- 5- فهرس الجداول والمبيانات.
- 6- فهرس المصادر والمراجع.
- 7- فهرس الموضوعات.

فهرس الآيات القرآنية

الآية	السورة ورقم الآية	رقم الصفحة
"يَرْبِعَ اللَّهُ الَّذِينَ ءَامَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ ءُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ"	سورة المجادلة، الآية 11	3
"يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ"	سورة المائدة، الآية 1	18 و 21 و 59 و 238
"وَلَا تَعْزِمُوا عُقْدَةَ النِّكَاحِ"	سورة البقرة، الآية 235	18
۞ وَأَنْفِقُوا فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَلَا تُلْفُوا بِأَيْدِيكُمْ إِلَى التَّهْلُكَةِ وَأَحْسِنُوا إِنَّ اللَّهَ يُحِبُّ الْمُحْسِنِينَ ۞	سورة البقرة، الآية 195	26
{إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ	سورة الفرقان، الآية 20	40

		فِي الْأَسْوَاقِ {
55	سورة الأنعام، الآية 57	"إِنِ الْحُكْمُ إِلَّا لِلَّهِ"
55	سورة الشورى، الآية 10	" وَمَا اخْتَلَفْتُمْ فِيهِ مِنْ شَيْءٍ فَحُكْمُهُ إِلَى اللَّهِ "
56	سورة آل عمران، الآية 18	"شَهِدَ اللَّهُ أَنَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ"
56	سورة البقرة، الآية 255	" لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ الْحَيُّ الْقَيُّومُ "
56	سورة الزمر، الآية 62	"اللَّهُ خَلِقُ كُلِّ شَيْءٍ"
56	سورة الأعراف، الآية 11	"وَلَقَدْ خَلَقْنَاكُمْ ثُمَّ صَوَّرْنَاكُمْ "
56	سورة الزمر، الآية 6	"خَلَقَكُمْ مِنْ نَفْسٍ وَاحِدَةٍ"
57	سورة الكهف، الآية 47	"وَيَوْمَ نُسَيِّرُ الْجِبَالَ "
58	سورة الصافات، الآية 96	"وَاللَّهُ خَلَقَكُمْ وَمَا تَعْمَلُونَ ﴿١٦﴾"
58	سورة الروم، الآية 2	"وَهُمْ مِنْ بَعْدِ غَلَبِهِمْ سَيَغْلِبُونَ"
59	سورة البقرة، الآية 43	"وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ "
59	سورة الإسراء، الآية 32	"وَلَا تَقْرَبُوا الزِّنَى "

160	سورة البقرة، الآية 282	"يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ"
174	سورة يونس، الآية 15	"قُلْ مَا يَكُونُ لِي أَنْ أَبَدِّلَهُ مِنْ تَلَفَآءٍ نَفْسِيَّ"
175 و 254	سورة إبراهيم، الآية 48	"يَوْمَ تُبَدَّلُ الْأَرْضُ غَيْرَ الْأَرْضِ وَالسَّمَوَاتِ"
175	سورة الفرقان، الآية 70	:"قُلْ وَلَكُمْ يَوْمَ يُبَدَّلُ اللَّهُ سَيِّئَاتِهِمْ حَسَنَاتٍ"
177	سورة البقرة، الآية 104	"يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَقُولُوا رَاعِنَا وَقُولُوا نَنْظُرْنَا"
177	سورة البقرة، الآية 275	"وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا"
241	سورة هود، الآية 64	"فَيَاخُذْكُمْ عَذَابٌ قَرِيبٌ"
241	سورة هود، الآية 65	"تَمَتَّعُوا فِي دَارِكُمْ ثَلَاثَةَ أَيَّامٍ"

فهرس الأحاديث النبوية

رقم الصفحة	صرف الحديث أو الأثر
19	"الخيل معقود في نواصيها الخير إلى يوم القيامة"
27	" اتقوا النار ولو بشق تمره، فمن لم يجد فبكلمة صيبة"
27	"ألا من ولي يتيم له مال فليتجر فيه..."
152 و 155	قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيريد مني البيع ... "
152	"لا يعل سلف وبيع، ولا شرهان في بيع..."
154	أن رسول ﷺ نهى أن يبيع الرجل صعاماً حتى يستوفيه..."
154	﴿من ابتاع صعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه﴾
154	﴿من ابتاع صعاماً فلا يبعه حتى يقبضه﴾
155	﴿من اشترى صعاماً بكيل أو وزن فلا يبعه حتى يقبضه﴾
155	﴿نهى عن بيع الصعام حتى يبر فيه الصاعان...﴾
162 و 312	"لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل..."
165	أنه كان يسير على جمل له قد أعيا..."

166	أُتِرَاني ما كُستَ لآخِذَ جَمَلِ؟..."
178	مِنَ أَيْنَ لَها هَذا؟..."
178	"وَلَا تَقُولُوا السَّلَامَ عَلَى اللَّهِ، فَإِنَّ اللَّهَ هُوَ السَّلَامُ،..."
178	"لَا يَقُلْ أَحَدُكُمْ أَصْغَرَ بَلَدًا..."
179	"إِنْ أَصَابَ شَيْءٌ فَلَا تَقُلُوا أَنِّي فَعَلْتُ..."
230	"لَا ضَرَّ وَلَا ضَرَارَ"
233	"نَهَى عَنِ بَيْعِ الْعُرْبَانِ"
238 و 242	"الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوكِهِمْ، إِلَّا شُرَكَاءَ أَهْلِ حَرَامٍ، أَوْ حَرِّمٍ حَلَالًا"
240	"إِذَا بَايَعْتَ فَقُلْ لَا خِلَافَةَ"
241	"مَا أَجَدَ لَكُمْ أَوْسَعَ مِمَّا جَعَلَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ لِعَبْدَانِ..."
316	:"...وَلَا بِأَرْبَعِ الْخَبْزِ الْفَضَّةِ..."
318	"أَمَّا بَعْدُ: فَمَا بِالرِّجَالِ مِنْكُمْ يَشْتَرُونَ شُرُوكَها لَيْسَتْ فِي كِتَابِ اللَّهِ:..."

فهرس لأعم المصطلحات العلمية والاقتصادية

المصطلح	رقم الصفحة
إدارة المخاطر	87
أذونات الخزينة	106
الاستصناع	170
الأسهم	46
الإيصاء	148
البرني	178
بورصة	51
البوشل	99
البيع الآجل	64
التدفق النقدي	30
التصنيف الائتماني	80
التضخم	64

61	التعويم
183	الجُعالة
240	الخلاية
231	خيار الشرط
28	الدَّور
262	سعر الفائدة المعمَّ أو العائم
64	السَّلم
106	سندات الخزينة
46	السندات
123	شهادات الاستثمار
57	الضَّبْعُ
170	عقد التوريد
169	عقد المقاوله
304	عوائد الأسهم
239	الغبين

30	القيمة العادلة
292	الليبور
89	المبادلة الصفريّة
64	المحفظة الاستثمارية
184	المربحة
66	المضاربة
75	المؤشر
95	النمطية
75	الهندسة المالية
148	الوصية

فهرس الأعلام

الصفحة	العلم
175	إبراهيم بن السَّري، الزجاج
22	ابن جزي الكلبي
167	ابن حزم الظاهري
150	ابن رشد الحفيد
18	ابن فارس
176	ابن قِيم الجوزية
23	أحمد بن عبد الله القاري
229	أبو إسحاق الشاطبي
21	أبو السعود
58	أبو بردة
235	أبو بكر بن مسعود الكاساني
335	أبو ثور
177	أبو سعيد الخدري

153	أبو سليمان حمد بن محمد الخطابي
159	أبو عبد الله محمد بن عرفة
156	أبو يوسف
154	أحمد ابن حنبل
21	الآلوسي
177	بلال بن رباح المؤذن
166	جابر بن عبد الله الأنصاري
54	جرير بن عطية
239	حبّان بن منقذ
152	حكيم بن حزام
57	خزيمة بن ثابت الأوسي الأنصاري
22	الزركشي
239	زُفر، بن الهذيل
239	زيد بن علي

159	شمس الدين السخاوي
60	طاليس
152	عبد الله بن عمرو بن العاص
54	مجد الدين ابن الأثير
158	محمد بن ادريس الشافعي
167	محمد بن اسماعيل الصنعاني
154	محمد بن الحسن الشيباني
159	محمد بن يوسف المواق
158	نافع المدني
155	النعمان بن ثابت، أبو حنيفة
159	ابن المنذر
21	الواحدي، علي بن أحمد

فهرس الجداول والمبيلانات

رقم الصفحة	الجدول
84	القيمة الاسمية للمشتقات في الأسواق المفتوحة
120	حجم العقد على مؤشرات أسهم مختارة
137	جدول للمقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية
194	تلخيص الحالات المربحة والخاسرة بالنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ
211	إجراء مقارنة ما بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب
272	جدول يبين حجم التعامل في عقود المبادلات خلال فترة دجنبر (2009-2013).
273	جدول يقارن بين حجم تعاملات العقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلة
274	مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبليات والمبادلات والخيارات
283	جدول يبين التسلسل الزمني لعملية مبادلة العملات
301	جدول للكيفية التي تعمل خلالها عقود مبادلة السلع (البضائع)
306	جدول لمبادلة عوائد أسهم غير مغطاة
306	جدول لمبادلة عوائد أسهم مغطاة

لائحة المصالح والمراجع

مرتبة ترتيباً ألفبائياً

- القرآن الكريم برواية ورش عن نافع من طريق الأزرق.

أولاً: لائحة الكتب والمجلات والدوريات

أ

1. اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، د.نادية أبو فخرة مكاي، مكتبة النهضة العربية، ط: 1، 1990م.
2. أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي-دراسة حالة السوق المالي الفرنسي:- ابتسام سماري، رسالة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
3. الأثمار الجنية في أسماء الحنفية: علي بن سلطان محمد القاري، دراسة وتحقيق: د. عبد المحسن عبد الله أحمد، ديوان الوقف السني بالعراق، ط: 1، 1430هـ/2009م.
4. الإجماع: ابن المنذر، تحقيق: د.أبو حماد صغير مكتبة الفرقان بعجمان، ومكتبة مكة الثقافية برأس الخيمة، ط: 2، 1420هـ/1999م.
5. أحكام الأسواق المالية: د. محمد صبري هارون، دار النفائس، عمان، الأردن، 1419هـ.
6. أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: د. مبارك آل سليمان، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، ط: 1، الرياض، 1426هـ/2005م.
7. أحكام السوق المالية: د. محمد عبد الغفار شريف، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع: 6/ج: 2.

8. أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي: أحمد بن يوسف الدريوش، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع، ط: 1، الرياض، السعودية، 1989م
9. أحكام القرآن: أبو بكر ابن العربي، راجع أصوله وخرج أحاديثه وعلق عليه: محمد عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، ط: 3، بيروت، 1424هـ/2003م
10. أحكام القرآن: أبو بكر الجصاص، تحقيق: محمد الصادق قمحاوي، دار إحياء التراث العربي، ومؤسسة التاريخ العربي، بيروت، 1412هـ/1992م.
11. أحكام صرف النقود والعملات في الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة: د. عباس أحمد الباز، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع، ط: 2، عمان-الأردن، 1420هـ/1999م.
12. الاختيار لتعليل المختار: الإمام عبد الله بن محمود أبي الفضل مجد الدين الموصلي، طبعة المعاهد الأزهرية، القاهرة، 1415هـ/1994م.
13. الاختيارات في أسواق الأوراق المالية: د. عبد العزيز خليفة قصار، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية بالكويت، العدد: 53، ربيع الثاني 1424هـ/يونيو 2003م.
14. الاختيارات: الشيخ محمد مختار السلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع: 7/ج: 1.
15. الاختيارات: د. الصديق الضير، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد: 7، ج: 1.
16. الاختيارات: د. عبد الستار أبو غدة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد: 7، ج: 1.
17. الاختيارات، دراسة فقهية تحليلية مقارنة: د. عبد الوهاب أبو سليمان، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد: 7، ج: 1.
18. إدارة المشتقات المالية مدخل نظري وتطبيقي متكامل، د. جليل كاظم مدلول العارضي و أ. زيد العباسي و أ. علي عبودي الجبوري، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ط 1 - عمان-الأردن، 1437هـ/2016م.
19. إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية: محمد مطر، دار وائل للنشر: ط: 3، الأردن: 2004م.

20. إدارة الأسواق والمنشآت المالية : د. منير هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997م.
21. إدارة العملات الأجنبية: د. إسماعيل إبراهيم الطراد، مطبعة الروزنا، ط: 1، إربد-الأردن، 2001م.
22. إدارة المحافظ الاستثمارية: محمد مطر وفايز تيم، طبعة دار وائل، ط: 1، عمان، الأردن، 2005م.
23. إدارة المخاطر المالية، د. خالد الراوي ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط: 1، عمان، 1429هـ/2009م.
24. -إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق: د. منير إبراهيم هندي، المكتب العربي الحديث، ط: 3، الإسكندرية، مصر، 2011م.
25. إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية: طارق خان وحبیب أحمد، ترجمة من الإنجليزية إلى العربية: د. عثمان بابكر أحمد ، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط: 1، جدة، 1424هـ.
26. إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات: د. منير هندي، المكتب العربي الحديث، ط: 2، الإسكندرية، 2011.
27. إدارة المشتقات المالية: د. شقيري نوري موسى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط: 1، عمان، الأردن، 1436هـ/ 2015م.
28. إدارة المؤسسات والأسواق المالية: فواز حموي ومحمد رمضان إسماعيل، دار علاء الدين، ط: 1، دمشق، 2011.
29. أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية: د. حسين علي منازع، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام التي يعقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، خلال الفترة من : 26- 27 أبريل 2016م.

30. أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات)، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد 4، 1994م/1995م.
31. الأدوات المالية التقليدية: د. محمد جراية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد: 6، ج: 2، 1410هـ/1990.
32. الأربعين النووية، للإمام يحيى بن شرف النووي أبو زكريا، طبعة: دار نهر النيل- القاهرة.
33. إرشاد العقل السليم إلى مزايا القرآن الكريم: أبو السعود محمد بن محمد العمادي، دار إحياء التراث العربي، بيروت.
34. أساس البلاغة: لأبي القاسم جار الله محمود بن عمر بن أحمد الزمخشري، ت محمد باسل عيون السود، دار الكتب العلمية بيروت-لبنان، ط1، 1419هـ/1998م.
35. أساسيات الاستثمار وتحويل الأوراق المالية: د. منير إبراهيم هندي، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999م.
36. أساسيات عقود المشتقات: العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار والمبادلة: د. منير إبراهيم هندي، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2015م.
37. استثمار احتياطات التأمينات الاجتماعية مع التطبيق على المملكة العربية السعودية: د. السيد إبراهيم الدسوقي، جامعة الملك سعود، ط: 1، الرياض، 1408 هـ.
38. الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة: أرشد فؤاد التميمي، وأسامة عزمي سلامة، دار المسيرة، ط1، عمان، 2004م.
39. الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. محمد الحناوي و د. نهال فريد مصطفى، و د. السيدة عبد الفتاح إسماعيل، و د. السيد المصطفى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007م.
40. الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر: د. هوشيار معروف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009م.

41. الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: د. محمد صالح الحناوي / د. جلال إبراهيم العبد / د. نهال فريد مصطفى، الدار الجامعية، 2005م.
42. الاستثمار في الأوراق المالية: سعيد توفيق عبيد، مكتبة عين شمس، القاهرة.
43. الاستثمار في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم: د. عبد الكريم قاسم حماني، مطابع الفرزدق التجارية، الرياض.
44. الاستثمار، مفاهيم، تحليل، استراتيجية: د. خالد الراوي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط:1، عمان، 1999م.
45. الاستثمارات والأسواق المالية: معروف هوشيار، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط:1، 2003م.
46. الاستثمار- مفاهيم، تحليل، إستراتيجية-: خالد وهيب الراوي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط:1، عمان، 2005م.
47. استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية: د. بلعزوز بن علي ، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة سنوية تصدر عن جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2009م-2010م.
48. الاستيعاب في معرفة الأصحاب: ابن عبد البر، تحقيق: محمد علي البحاوي، طبعة دار الجيل، ط:1، بيروت، 1412هـ/1992م.
49. الأسهم، الاختيارات-المستقبلات أنواعه والمعاملات التي تجري فيها: د. محمد علي القرني بن عيد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع7/ج2.
50. أسواق الأوراق المالية (البورصة): د. عصام حسين، دار أسامة، عمان، 2008م.
51. أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. عصام أبو النصر، دار النشر للجامعات، ط 1، القاهرة، 2006م
52. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي: د. أحمد محي الدين، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، ط:1، 1415هـ.

53. أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط: 1، القاهرة، 1417هـ/1996م.
54. أسواق الأوراق المالية: د. محمد عبد الغفار الشريف، بحث ضمن مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد: 6/ج:2، 1440هـ/1990م.
55. الأسواق العالمية المالية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية): محمد محمود حبش، طباعة شركة الإقبال للطباعة والتغليف، ط:1، رام الله، يناير، 1998م.
56. الأسواق المالية النقدية: جمال جويدان الجمل، دار صفاء، الأردن، 1422هـ.
57. الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. محمد علي القرة داغي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع:7/ج:1/ص:154، 1412هـ/1992م.
58. الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصادي الإسلامي: د. نبيل نصيف، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس.
59. الأسواق المالية مؤسسات -أوراق- بورصات، د. محمود محمد الداغر، دار الشروق، عمان، 2005م.
60. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير: د السيد متولي عبد القادر، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط:1، عمان، 1431هـ/2010م.
61. الأسواق المالية: د. محمد القري بن عيد، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ع:6/ج:2، 1410هـ/1990م.
62. الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة: د. حسين بني هاني، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002م.
63. الأسواق المالية: البورصة: د. نضال الشعار، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، سوريا، 2002م.
64. أسواق المشتقات : د. روبرت مكدونالد. ترجمة : د. نادر الطرابلسي و د. أمينة الحمدوني، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، معهد الملك عبد الله للترجمة والتعريب، الرياض، 1436هـ.

65. الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال: مروان عpton، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993م.
66. الأسواق والمؤسسات المالية: د. منير صالح هندي، و د. رسمية قرياقص.
67. الأشباه والنظائر: السيوطي، مطبعة البابي الحلبي، 1378 هـ.
68. الإشراف على نكت مسائل الخلاف: القاضي عبد الوهاب، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، ط: 1، بيروت-لبنان، 1420هـ/1999م.
69. أصول الفقه الإسلامي: د. وهبة الزحيلي، دار الفكر، ط: 2، دمشق، 1424هـ/2004م.
70. إضاءات مالية ومصرفية، معهد الدراسات المصرفية في دولة الكويت، العدد الرابع، نونبر 2010م.
71. إعلام الموقعين عن رب العالمين: ابن القيم، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، 1991م.
72. الأعلام: خير الدين الزركلي، دار العلم للملايين، ط: 15، بيروت-لبنان، ماي 2002م.
73. الأعمال المصرفية والإسلام: مصطفى الهمشري، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، القاهرة، 1405هـ/1985م.
74. اقتصاديات الأسواق وإدارة المحافظ المالية: د. سيد عبد الفضيل، جامعة الجزيرة، دبي، 2011م.
75. الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع: شمس الدين الشربيني، طبعة المعاهد الأزهرية، القاهرة، 1403 هـ / 1983م.
76. آليات التحوط في العمليات المالية الإسلامية: د. محمد علي القري، بحث متقدم إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2008م.

77. آليات العمل في بورصة الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية، د. غزال العوسي، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، ط:1، القاهرة، 2010م.

78. الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي: د. محمد يوسف موسى، دار الفكر العربي، عام 1987م.

79. أنيس الفقهاء: قاسم بن عبد الله القونوي، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت، 1424هـ/2004م.



80. البحر الزخار الجامع لمذاهب علماء الأمصار: للإمام أحمد بن يحيى بن المرتضى، الناشر: دار الكتاب الإسلامي بالقاهرة.

81. بحوث في الربا: الإمام أبو زهرة، دار الفكر العربي، القاهرة.

82. بداية المجتهد ونهاية المقتصد: لابن رشد الحفيد، مؤسسة المعارف للطباعة والنشر، ط:1، بيروت، 1427هـ/2006م..

83. بدائع الصنائع: الكاساني، تحقيق: الشيخ علي محمد معوض والشيخ عادل أحمد عبد الموجود، دار الكتب العلمية، ط:2، بيروت، 1424هـ.

84. البرهان في علوم القرآن: لبدر الدين محمد بن بهادر بن عبد الله الزركشي، تحقيق: محمد أبو الفضل إبراهيم، دار المعرفة، طبعة 1391 هـ بيروت/لبنان،

85. البورصات "أسهم - سندات - صناديق الاستثمار": د. عبد الغفار حنفي، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006م.

86. بورصات الأوراق المالية: د. عبد الفضيل محمد أحمد، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، جمهورية مصر العربية، 1988م.

87. بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا- صلاح السيد جودة، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، ط: 1، الإسكندرية، 2000م.

88. بورصة الأوراق من منظور إسلامي: شعبان البرواري، دار الفكر، ط:1، دمشق، 1423هـ/2002م.

89. بيع الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي: د. نزيه حماد، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، ط:1، جدة، 1986م.

90. البيع على الصفة للعين الغائبة، وما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية: د. العياشي فداد، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط:1، 2000م.



91. تاج العروس من جواهر القاموس: السيد محمد مرتضى الزبيدي، تحقيق الدكتور عبد العزيز مطر، مطبعة حكومة الكويت، ط 2، 1414هـ/1994م.

92. التاج والإكليل لمختصر خليل: المواق، دار الفكر، ط:2، بيروت، 1398هـ.

93. التأمين الاجتماعي في ضوء الشريعة الإسلامية: د. عبد اللطيف آل محمود، دار النفائس، ط:1، بيروت، 1414هـ/1994م.

94. التأمين بين الحل والتحريم: د. عيسى عبده، دار الكتب، ط:1، القاهرة، 1398هـ/1978م.

95. التبادل المالي بين المصارف الإسلامية والمصارف الأخرى، دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية: د. فهد بن صالح الحمود، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، ط:1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1432هـ/2011م.

96. تبين الحقائق شرح كنز الدقايق: عثمان الزيلعي، المطبعة الكبرى الأميرية بولاق، ط:1، القاهرة، 1313هـ.

97. التعبير شرح التحرير في أصول الفقه: علاء الدين المرداوي، دراسة وتحقيق: د. عبد الرحمن بن عبد الله الجبرين، كتبة الرشد، ط:1، الرياض، 1421هـ/2000م.

98. تحفة الفقهاء: علاء الدين السمرقندي، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت-لبنان، 1405هـ/1984م.

99. تحفة المحتاج بشرح المنهاج: أحمد بن حجر الهيتمي، مطبوع مع حاشيته للشرواني وابن قاسم العبادي، تحقيق: محمد بن عبد العزيز الخالدي، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت-لبنان، 1416هـ/1996م.

100. التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، عبد العظيم أبو زيد، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 3، جدة، المملكة العربية السعودية، 1435هـ/2014م.

101. التحوط في التمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، ط: 1، جدة، المملكة العربية السعودية، 1428هـ.

102. التحوط في العمليات المالية: د. محمد علي القري، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في الرياض بالمملكة العربية السعودية في الفترة الممتدة ما بين 15 و 19 محرم 1435هـ والموافق ل 18 و 22 نونبر 2013م.

103. التحوط في المعاملات المالية: أحمد المبلغي، بحث مقدم للدورة الواحدة والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالرياض، 1435هـ/2013م.

104. التحوط في المعاملات المالية: د. عجيل جاسم النشمي، منظمة التعاون الإسلامي-الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي-، الرياض-المملكة العربية السعودية، 1435هـ/2013م.

105. التحوط في المعاملات المالية: د. التيجاني الطيب محمد، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.

106. التحوط في المعاملات المالية: د. عبد الله محمد العمراني ، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.
107. تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية، د. محمد وجيه حنيني، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط:1، الأردن، 1430هـ/2010م.
108. التسهيل لعلوم التنزيل: ابن جزي، ضبطه وخرّج أحاديثه: محمد سالم هاشم، طبعة دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1415هـ/1995م.
109. تسويات عمليات البورصة: د. أشرف الضبع، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007م.
110. تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية: د. سامي حسن أحمد حمود، مطبعة الشرق ومكتبتها ، عمان ، ط 2 ، 1402 هـ / 1982 م.
111. التفريع: عبيد الله بن الحسين بن الجلاب، تحقيق: د. حسين سالم الدهماني، دار الغرب الإسلامي، ط:1، بيروت-لبنان، 1408هـ/1987م.
112. تفسير ابن عرفة للإمام أبي عبد الله محمد ابن عرفة الورغمي التونسي المالكي، تحقيق: الدكتور حسن المناعي، مركز البحوث بالكلية الزيتونية، الطبعة الأولى: 1986م.
113. التفسير الكبير أو مفاتيح الغيب : فخر الدين محمد بن عمر التميمي الرازي الشافعي، دار الكتب العلمية، الطبعة الأولى: 1421هـ/2000م، بيروت، لبنان.
114. تقريب معجم مصطلحات الفقه المالكي: د. عبد الله مُعصر، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1428هـ/2007م.
115. تكملة المجموع شرح المذهب: علي بن عبد الكافي السبكي، مطبعة العاصمة، القاهرة.

116. التلخيص الحبير: ابن حجر، تحقيق: السيد عبد الله هاشم اليماني، دار الطباعة الفنية الحديثة، القاهرة، 1384هـ/1964م.

117. تهذيب ابن القيم على مختصر سنن أبي داود للمنذري، تحقيق: محمد حامد الفقي، مطبعة السنة المحمدية، مصر، 1368هـ.

﴿ ج ﴾

118. الجامع في أصول الربا: د. رفيق يونس المصري، دار القلم، ط:2، دمشق، 2001م.

119. الجامع لأحكام القرآن: أبو عبد الله القرطبي، مطبعة دار الكتب المصرية، القاهرة، 1936م.

﴿ ح ﴾

120. حاشية العدوي على كفاية الطالب الرباني، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 1424هـ/2003م.

121. حاشية العلامة البناني على شرح المحلي على متن جمع الجوامع وبهامشه تقرير شيخ الإسلام عبد الرحمان الشربيني، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت- لبنان، 1424هـ/2003م.

122. حاشية رد المختار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، محمد أمين ابن عابدين، دراسة وتحقيق وتعليق: الشيخ عادل أحمد عبد الموجود، والشيخ علي معوض، دار عالم الكتب للطباعة والنشر والتوزيع- الرياض، المملكة العربية السعودية، 1423هـ/2003م.

123. حاشيتا القليوبي وعميرة على شرح جلال الدين المحلي على منهاج الطالبين للنووي، مطابع بومباي، ط:1، الهند.

124. الحاوي الكبير في فقه مذهب الإمام الشافعي: الإمام القاضي أبي الحسن علي بن محمد الماوردي، دار الكتب العملية، بيروت، لبنان، 1420هـ/1990م.
125. حكم الإسلام في شهادات الاستثمار: عبد الرحمن زعيتر، دار الحسن للنشر والتوزيع، ط:1، عمان، 1992م.
126. حلية الفقهاء: ابن فارس، تحقيق: د عبد الله بن عبد المحسن التركي، طبعة الشركة المتحدة للتوزيع، ط: 1، بيروت، 1403هـ/1983م.
127. الحماية من مخاطر العملة: برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق، ط:1، القاهرة، 2006م.

﴿ خ ﴾

128. الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية): د. يوسف الشبيلي، دار ابن الجوزي، ط:1، الدمام، المملكة العربية السعودية، 1425هـ.
129. الخطر والتأمين، هل التأمين التجاري جائز شرعاً؟: د. رفيق يونس المصري، دار القلم، ط:1، دمشق، 1422هـ.
130. الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى: د. عبد الكريم قندوز، إصدارات إي-كتب E-kutub LTd، ط:1، لندن، شتنبر، 2017م.

﴿ ل ﴾

131. دائرة معارف القرن العشرين: محمد فريد وجدي، دار المعرفة، ط:3، بيروت.

﴿ م ﴾

132. الذيل على طبقات الحنابلة: الحافظ ابن رجب الحنبلي، مكتبة العبيكان-تحقيق: عبد الرحمن بن سليمان العثيمين، ط:1، 1425هـ/2005م.



133. رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية الإسلامية: أحمد يوسف سليمان، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، ط:1، 1982م.
134. روح المعاني في تفسير القرآن والسبع المثاني، محمود بن شكري الآلوسي، تحقيق: إدارة الطباعة المنيرية، طبعة دار إحياء التراث العربي، بيروت.
135. الروض المربع بشرح المستفتح: منصور البهوتي، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت، 1418هـ/1997م.

136. روضة الطالبين: يحيى بن شرف النووي، المكتب الإسلامي، ط:2، بيروت، 1405هـ.

137. روضة المحبين ونزهة المشتاقين: ابن قيم الجوزية، تحقيق: محمد عزيز شمس، طبعة الفقه الإسلامي، ط:1، جدة، 1431هـ.



138. زاد المعاد في هدي خير العباد، للإمام أبي عبد الله محمد بن أبي بكر الزرعي الدمشقي الحنبلي الشهير بابن قيم الجوزية، طبعة: مؤسسة الرسالة، بيروت - لبنان، مكتبة المنار الإسلامية، الكويت، الطبعة السادسة والعشرون، سنة 1412 هـ - 1992م.



139. سبل السلام شرح بلوغ المرام: الإمام الصنعاني، مكتبة الصفا، ط:1، القاهرة، 1425هـ/2005م.
140. سراج السالك شرح أسهل المسالك: السيد عثمان بن حسين بري الجعلي المالكي، شركة مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي وأولاده بمصر.
141. سنن ابن ماجه: الإمام الحافظ أبي عبد الله محمد بن يزيد بن ماجه القزويني، تحقيق: شعيب الأرنؤوط، عادل مرشد، محمد كامل قره بللي، عبد اللطيف حرز الله، دار الرسالة العالمية، ط:1، دمشق، 1430هـ/2009م.
142. سنن أبو داود: دار ابن حزم، ط: 1، بيروت، 1418هـ/1997م.
143. سنن الترمذي: طبعة دار الغرب الإسلامي، تحقيق: د.بشار عواد معروف، ط:1، بيروت، لبنان، 1996م.
144. سنن الدارقطني : الحافظ الكبير علي بن عمر الدارقطني، تحقيق: شعيب الأرنؤوط، حسن عبد المنعم شلبي، عبد اللطيف حرز الله، أحمد برهوم، مؤسسة الرسالة، ط:1، بيروت، لبنان، 1424هـ/2004م.
145. السنن الكبرى: أحمد بن الحسين بن علي بن موسى البيهقي أبو بكر، تحقيق: محمد عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، ط: 3، بيروت - لبنان، 1424هـ/2003م.
146. سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية: د. خورشيد أشرف إقبال، مكتبة الرشد، ط:1، الرياض، 1427هـ.
147. سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: د. عطية فياض ، دار النشر للجامعات، ط: 1، مصر، 1418هـ/1998م.
148. سوق الصرف الأجنبي: د. محمد كمال الحمزاوي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004م.
149. سوق المشتقات المالية - تقدير اقتصادي وشرعي: جعفر نورليامت سعيد، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007م.



150. "شجرة النور الزكية في طبقات المالكية" لمحمد مخلوف، تحقيق عبد المجيد خيالي، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت، لبنان، 1424هـ/2003م.
151. شذرات الذهب في أخبار من ذهب: ابن العماد الحنبلي، تحقيق: عبد القادر الأرناؤوط، ومحمود الأرناؤوط، دار ابن كثير، ط:1، دمشق- بيروت، 1413هـ/1992م.
152. شرح التلويح على التوضيح لمتن التنقيح في أصول الفقه: سعد الدين مسعود بن عمر التفتازاني، ضبطه وخرج أحاديثه الشيخ زكريا عميرات، دار الكتب العلمية: ط:1، بيروت-لبنان.
153. شرح السنة: البغوي، تحقيق سعيد اللحام، دار الفكر، بيروت، 1414هـ.
154. الشرح الكبير: لابن قدامة، طبعة دار الحديث، القاهرة، 1425هـ.
155. الشرح الكبير، للدردير، مع حاشية الدسوقي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، ط:1، بيروت- لبنان، 1425هـ-1426هـ/2005م.
156. شرح سنن ابن ماجه: للإمام عبد الرحمن بن أبي بكر أبو عبد الرحمن السيوطي، مطبعة: مكتبة المطبوعات-حلب، الطبعة الثانية، سنة 1406هـ-1986م.
157. شرح سنن النسائي: لجلال الدين عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي، طبعة: مكتب المطبوعات-حلب، سنة 1406هـ/1986م.
158. شرح عضد الدين الإيجي على مختصر المنتهى الأصولي لابن الحاجب، تحقيق: محمد حسن إسماعيل، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت، لبنان، 1424هـ/2004م.
159. شرح منتهى الإرادات: منصور بن يونس البهوتي، تحقيق: د. عبد الله بن المحسن التركي، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط:1، 1421هـ/2000م.

﴿ح﴾

160. الصحاح، تاج اللغة وصحاح العربية: إسماعيل بن حماد الجوهري، تحقيق: أحمد عبد الغفور عطار، دار العلم للملايين، الطبعة 4، بيروت-لبنان، 1990م.
161. صحيح البخاري: أبو عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، طبعة دار الفكر، بيروت-لبنان، 1401هـ/1981م.
162. صحيح مسلم: أبو حسين مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، طبعة دار طيبة، تحقيق: نظر بن محمد الفاريابي أبو قتيبة، ط: 1، الرياض-المملكة العربية السعودية، 1427هـ.
163. الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث: حمود بن سنجور، وآخرون، اتحاد المصارف العربية، 1995م.
164. صندوق النقد الدولي قوة عظمى في الساحة العالمية للكاتب بريتوريا أرنست فولف، ترجمة: د. عدنان عباس علي، نشر سلسلة عالم المعرفة، العدد 435، أبريل 2016م.

﴿خ﴾

165. ضوابط التحوط في المعاملات المالية: د. سامي إبراهيم السويلم، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.
166. ضوابط العقود، دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي وموازنة بالقانون الوضعي وفقهه: د. عبد الحميد محمود البعلي، مكتبة وهبة.

167. ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي: د. عبد الستار أبو غدة، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة- البحرين، 18- 19 ماي 2009م.



168. طبقات ابن سعد: تحقيق الدكتور علي محمد عمر، الناشر مكتبة الخانجي، ط:1، القاهرة، 1421هـ/2001م.
169. طبقات الحنابلة: القاضي أبو الحسين محمد بن أبي يعلى، مطبعة السنة المحمدية، القاهرة.
170. طبقات الشافعية: ابن قاضي شهبة الدمشقي، مطبعة دائرة المعارف العثمانية، اعتنى بتصحيحه وعلق عليه ورتب فهارسه الدكتور عبد العليم خان، ط:1، حيدر آباد الدين، الهند، 1399هـ/1979م.
171. طبقات الشافعية: أبو بكر بن هداية الله الحسيني، تحقيق: عادل نويهض ، منشورات دار الآفاق الجديدة، بيروت.
172. طبقات المفسرين: الحافظ شمس الدين محمد الداوودي، دار الكتب العلمية، ط:1، بيروت- لبنان، 1403هـ/1983م.
173. طرح التثريب في شرح التقریب: أبو الفضل عبد الرحيم بن الحسين العراقي، مطبعة جمعية النشر والتأليف، ط:1، مصر، 1353هـ.



174. عقود الاختيارات: د. وهبة الزحيلي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، عدد: 7، ج: 1، 1412هـ/1992م.
175. عقود التوريد والمناقصات: د. رفيق يونس المصري، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع: 12، ج: 2، 1421هـ/2000م.
176. عقود المستقبلات على السلع: محمد تقي العثماني، وهو بحث ضمن كتابه: "بحوث في قضايا فقهية معاصرة"، دار القلم، دمشق، 1434هـ/2013م.
177. عمل شركات الاستثمار الإسلامي في السوق العالمية: د. أحمد محي الدين، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط: 1، البحرين، 1407هـ/1986م.
178. العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل النظرية والتطبيق: مروان عوض، معهد الدراسات المصرفية، عمان-الأردن، 1988م.



179. الغر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي: د. الصديق الضير، مجموعة دلة البركة، ط: 2، جدة، 1416هـ/1995م.
180. غرض التحوط في المنتجات المالية: د. صالح بن حميد، ص: 4، بحث مقدم للدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد بالرياض في المملكة العربية السعودية، في الفترة الممتدة بين ما بين 15 و 19 محرم 1435 هجرية الموافق ل 18 و 22 نونبر 2013 ميلادية.



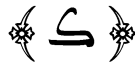
181. الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، إعداد بيت التمويل الكويتي.
182. الفتاوى الهندية: الشيخ نظام وجماعة من علماء الهند، دار إحياء التراث العربي، ط: 3، بيروت، 1980 م.

183. فتاوى ندوات البركة، 1403هـ-1417هـ/1981م-1997م، جمع الدكتور عبد الستار أبو غدة، وعزالدين خوجة، منشورات مجموعات دلة البركة، ط:5، قرارات الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، ط:1، 1419هـ/1998م.
184. فتح المغيت بشرح ألفية الحديث لشمس الدين أبي الخير محمد السخاوي، تحقيق: الدكتور عبد الكريم الخضير، والدكتور محمد عبد الله آل فهيد، مكتبة دار المنهاج، الطبعة الأولى: 1426هـ الرياض، السعودية.
185. الفروق: الإمام القرافي، تحقيق: عمر حسن القيام، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط:1، بيروت، 1414هـ/2003م.
186. الفكر الحديث في إدارة المخاطر المالي، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات: د. منير إبراهيم هندي، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015م.
187. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل: د. منير هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998م.
188. فيض القدير: عبد الرؤوف المناوي، طبعة: المكتبة التجارية، مصر، الطبعة الأولى، سنة 1356هـ.

﴿ ق ﴾

189. قاموس التعابير الاقتصادية والمالية، إيف برنار وجان كلود كولي، ترجمة لجنة تحت إشراف كمال الخولي، ط:1، 1990م.
190. القاموس المحيط: مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروزآبادي، تحقيق مكتب تحقيق التراث في مؤسسة الرسالة بإشراف الشيخ محمد نعيم العرقسوسي، طبعة مؤسسة الرسالة، ط 6، بيروت، 1998م.
191. قرارات المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مطابع رابطة العالم الإسلامي، جدة.

192. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي للدورات (1-14)، القرارات (1-134)، (1406هـ — 1423هـ/1985م/2003م)، مطابع الدوحة الحديثة المحدودة، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، تنسيق وتعليق: د. عبد الستار أبو غدة، ط:4، الدوحة-قطر، 2003م.
193. قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد: د. نزيه حماد، دار القلم، ط: 1، دمشق، 1421هـ/2001م.
194. -قضايا في الاقتصاد والتمويل الإسلامي: د. سامي السويلم، دار كنوز إشبيليا، ط:1، الرياض، 1430هـ.
195. القوانين الفقهية: ابن جزى الغرناطي، تحقيق: عبد الكريم الفضيلي، دار الرشد الحديثة، الدار البيضاء، 1427هـ/2006م.



196. الكافي في فقه أهل المدينة المالكي: أبو عمر يوسف بن عبد البر، دار الكتب العلمية، ط:2، بيروت-لبنان، 1413هـ/1992م.
197. كشف القناع عن متن الإقناع: منصور بن إدريس البهوتي، مطبعة السنة المحمدية، 1366هـ.
198. كيف تتعلم البورصة؟ : محسن الخضير، دار إيتراك، ط:1، القاهرة، 1996م.
199. كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات: مختار محمد بلول، المكتب المصري الحديث، ط:1، القاهرة، 1988م.
200. كيفية التعامل في البورصة والأوراق المالية: محمد عبده محمد مصطفى، سلسلة دليل صناع القرار رقم 05، مركز القرار الاستثماري، القاهرة، 1998م.



201. لسان العرب: الإمام ابن منظور، اعتنى بها: أمين محمد عبد الوهاب، ومحمد الصادق العبيدي، دار إحياء التراث العربي، ومؤسسة التاريخ العربي، ط 3 ، بيروت- لبنان، 1419 هـ / 1999م،



202. ما لا يعذر فيه بالجهل في الفقه الإسلامي المالكي: للدكتور طاهر معتمد خليفة السيسي، مكتب الصفا للطباعة والنشر، ط:1، 2004م.
203. ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات؟، د. جلال البنا، شركة الندى للطباعة، ط:1، طنطا، مصر، 2007م.
204. المال والاستثمار في الأسواق المالية: د. فهد الحويماني، مطابع الهلال للأوفست، ط: 2، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1427هـ.
205. المال وطرق استثماره في الإسلام: د. شوقي عبد الساهي، مكتبة النهضة المصرية، 2006م.
206. المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق: د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط:1، عمان- الأردن، 2004م.
207. المبادلات (المقايضات): د. رياض أسعد، بحث ضمن ملف بعنوان المشتقات المالية، إعداد مجموعة دلة البركة.
208. مبادلة العملات، برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق، ط:1، القاهرة-مصر، 2005م.
209. مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زياد رمضان، دار وائل، عمان-الأردن، ط:1، 1998م.

210. مبادئ الاقتصاد الجزئي: د. علي حافظ منصوري، و د. محمد عبد المنعم عفر، دار المجتمع العلمي، جدة، 1399هـ/1979م.
211. المبدع في شرح المقنع: ابن مفلح، المكتب الإسلامي، ط: 1، 1397هـ.
212. المبسوط: للسرخسي، دار المعرفة، بيروت-لبنان، 1409هـ/1989م.
213. المتاجرة في أسواق النفط المستقبلية، شمخي حويط فرج، مجلة دراسات اقتصادية - مجلة فصلية - تصدر عن قسم الدراسات الاقتصادية في بيت الحكمة، بغداد، العدد الثاني، السنة 1، صيف 1999م.
214. المجتبى: النسائي، طبعة دار المعرفة، تحقيق: مكتبة تحقيق التراث الإسلامي، ومعه شرح السيوطي، وحاشية السندي، دار المعرفة، بيروت.
215. مجلة الأحكام الشرعية على مذهب الإمام أحمد بن حنبل: أحمد بن عبد الله القاري، دراسة وتحقيق: د عبد الوهاب ابراهيم أبو سليمان، و د. محمد ابراهيم أحمد علي، مطبوعات تهامة، ط: 3، 1426هـ/2005م.
216. مجلة الأحكام العدلية: المطبعة الأدبية، بيروت، 1203هـ.
217. مجمع الأمثال، لأبي الفضل أحمد بن محمد بن حمد بن ابراهيم النيسابوري الميداني، تحقيق محمد محي الدين عبد الحميد، مطبعة السنة المحمدية، 1374هـ/ 1955م.
218. المجموع شرح المذهب: الإمام يحيى بن شرف النووي، مطبعة التضامن الأخوي، مصر، 1344هـ.
219. مجموع فتاوى ابن تيمية، جمع وترتيب عبد الرحمان بن قاسم، دار عالم الكتب، الرياض، 1412هـ.
220. المحلى: ابن حزم، تحقيق أحمد محمد شاكر، طبعة مكتبة دار التراث، القاهرة.
221. مختار الصحاح: الإمام محمد بن أبي بكر الرازي، مكتبة لبنان، 1989م.
222. مختصر أحكام المعاملات الشرعية: علي الخفيف، مطبعة السنة المحمدية، القاهرة.

223. المدخل لدراسة الفقه الإسلامي: د. حسين حامد حسان، طبعة: شركة الطوبجي للطباعة والنشر، سنة 1981م.
224. مدخل للدراسات الاقتصادية الإسلامية: د. خلاف عبد الجابر، مطابع الدراسات الإسلامية، القاهرة-مصر، 1993م.
225. المدخل للفقه الإسلامي-تاريخه، مصادره، وقواعده الكلية: للشيخ عيسوي أحمد عيسوي، مطبعة دار التأليف، الناشر: مكتبة سيد عبد الله وهبة، ط: 1، 1966م.
226. مدى حاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة بالقوائم المالية-دراسة تحليلية مقارنة:- د. مصطفى راشد العبادي، بحث مقدم إلى الندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية والتي نظمتها كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك سعود، 2010م.
227. مرشد الحيران إلى معرفة أحوال الإنسان في المعاملات الشرعية على مذهب الإمام النعمان، محمد قدرى باشا، المطبعة الكبرى الأميرية ببولاق، ط: 2، مصر، 1308هـ، .
228. مسائل الإمام أحمد، رواية أبي داود سليمان بن الأشعث السجستاني، تحقيق: طارق بن عوض الله، مكتبة ابن تيمية، ط: 1، 1420هـ/1999م.
229. المستدرك على الصحيحين: الإمام الحافظ أبي عبد الله الحاكم النيسابوري، وبذيله التلخيص للحافظ الذهبي، دار المعرفة، بيروت-لبنان.
230. مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة: د. عبد الرحيم الساعاتي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 1423هـ/2003م.
231. مسند الإمام أحمد: الإمام أحمد بن حنبل الشيباني، تحقيق الشيخ شعيب الأرناؤوط، مؤسسة الرسالة، ط: 1، بيروت، 1421هـ/2001م.

232. مشارق الأنوار على صحاح الآثار: القاضي عياض، المكتبة العتيقة بتونس،
ودار التراث بالقاهرة، 1978م.
233. مشاكل المراجعة في أسواق المال: د. أحمد صلاح عطية، الدار الجامعية
للطباعة والنشر والتوزيع، ط: 1، الإسكندرية، 2003.
234. المشتقات المالية الإسلامية وإدارة المخاطر التجارية: د. عبد الرحيم
الساعاتي، حولية البركة، العدد السابع، رمضان، 1426 هـ.
235. المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، د. عبد الحميد
محمود البعلي، الديوان الأميري، الكويت، 1991م.
236. المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في
صناعة أدواتها: د. سمير عبد الحميد رضوان، دار النشر للجامعات، ط: 1، مصر،
1426هـ/2005م.
237. المشتقات المالية: دراسة فقهية: د. خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا،
كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامي، الرياض، 1433هـ -
1434هـ/2013م.
238. المشتقات المالية: مفاهيمها، أنواعها، استخدامها في إدارة المخاطر
المحاسبة عنها: د. طارق عبد العال حماد، طبعة الدار الجامعية، ط: 1، الإسكندرية-
مصر، 2010م.
239. المشتقات المالية، ماهيتها، وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها، عماد شهاب،
بحث مقدم في دورة المشتقات المالية التي نظمها اتحاد المصارف العربية في تونس
من 23 إلى 27/10/1995م.
240. مشتقات أم قمار يا بنك الخليج؟: للدكتور محمد الفزيع، صحيفة الرؤية
الكويتية، الاثنين 3 نوفمبر 2008،
241. مصادر الحق في الفقه الإسلامي: د. عبد الرزاق السنهوري، دار النهضة،
القاهرة.

242. المصباح المنير في غريب الشرح الكبير للرافعي، أحمد بن محمد بن علي المقرئ الفيومي، ط1 ، مطبعة التقدم العلمية بدرب الدليل ، مصر، 1322 هـ.
243. مصطلح ومفهوم التغطية والتحوط HEDGING: د.محسن النجار،مجلة الطيران المدني، العدد الثامن، رجب 1415هـ.
244. مطالب أولي النهى في شرح غاية المنتهى: الإمام مصطفى السيوطي الحرياني، المكتب الإسلامي، ط:1، حلب-سوريا، 1961م.
245. معالم السنن للخطابي على مختصر سنن أبي داود للمنذري، تحقيق: محمد حامد الفقي، مطبعة السنة المحمدية، مصر، 1368هـ.
246. المعاملات المالية المعاصرة"، د. وهبة الزحيلي، دارالفكر، ط:7، دمشق، 1430هـ/2009م.
247. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 1435هـ/2014م.
248. معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية: الجوانب النظرية والعملية، محمد أو نصار، وجمعة حميدات ، الجامعة الأردنية، عمان، 2014م.
249. معجم التعريفات للعلامة علي بن محمد الجرجاني، تحقيق محمد صديق المنشاوي. ط دار الفضيلة-القاهرة-مصر.
250. معجم الفلاسفة لجورج طرابيشي، دار الطليعة، ط:3، بيروت، 2006م.
251. معجم المصطلحات المالية والاقتصادية: د. نزيه حماد، دار القلم، ط: 1، دمشق، 1429هـ/2008م.
252. معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية: د. محمود عبد الرحمن، دار الفضيلة، القاهرة.
253. المعجم الوجيز، المجمع اللغة العربية، وزارة التربية والتعليم – مصر، 1414هـ/ 1994م.

254. المعجم الوسيط: مجمع اللغة العربية، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، جمهورية مصر العربية، 1425هـ/2004م.
255. معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال: نبيه غطاس، مكتبة لبنان، ط:2، بيروت، 1989م.
256. معجم مقاييس اللغة، لأبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع ، 1399هـ/1979م.
257. المعونة على مذهب عالم المدينة: القاضي عبد الوهاب البغدادي، تحقيق ودراسة عبد الحق حميش، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1419هـ/1999م.
258. مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج: الخطيب الشربيني، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت.
259. المغني: ابن قدامة، تحقيق: د. عبد الله بن عبد المحسن التركي، و د. عبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتب للطباعة والنشر والتوزيع، ط:3، الرياض- المملكة العربية السعودية، 1417هـ/1997م.
260. المقدمات الممهدات: ابن رشد الجد، دار الغرب الإسلامي، تحقيق: سعيد أحمد أعراب، ط:1، بيروت، 1403هـ.
261. الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية: الإمام محمد أبو زهرة، دار الفكر العربي.
262. المنتقى شرح موطأ الإمام مالك: أبو الوليد الباجي، مطبعة السعادة، القاهرة، 1332هـ.
263. المنثور في القواعد: الإمام بدر الدين محمد الزركشي، تحقيق: د تيسير فائق أحمد محمود، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت، ط: 1، 1402هـ/1982م.
264. منح الجليل شرح مختصر خليل: لمحمد بن أحمد بن عليش، طبعة: دار الفكر، بيروت.

265. المذهب في أصول الفقه المقارن: عبد الكريم بن علي النملة، مكتبة الرشد، ط: 1، الرياض، 1420هـ/199م.
266. المذهب في فقه الإمام الشافعي: أبو إسحاق الشيرازي، دار المعرفة، ط: 2، بيروت، 1379هـ.
267. الموافقات: أبو إسحاق الشاطبي، طبعة دار ابن القيم بالرياض، ودار ابن عفان بالقاهرة، 1424هـ/2003م.
268. مواهب الجليل لشرح مختصر خليل، للإمام الخطاب، تحقيق زكرياء عميرات، دار الكتب العلمية، ط: 1، بيروت، لبنان، 1416هـ/1995م.
269. الموسوعة الاقتصادية: راشد البراوي، مكتبة دار النهضة المصرية، ط: 2، القاهرة، 1407هـ/1987م.
270. الموسوعة العربية العالمية: موسوعة أعمال الموسوعة للنشر والتوزيع، ط: 2، الرياض، 1419هـ/1999م.
271. الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1982م.
272. موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية: د. عبد العزيز هيكل، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1980م.
273. موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية: عبد العزيز فهمي هيكل، دار النهضة للطباعة والنشر، بيروت، 1980م.



274. نثر الورود شرح مراقي السعود: محمد الأمين الشنقيطي، تحقيق: علي بن محمد العمران، دار عالم الفوائد للنشر والتوزيع-مجمع الفقه الإسلامي- ط:1، جدة، 1426هـ.
275. نحو سوق مالية إسلامية: د. محمد علي القري، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 1، العدد:1، جدة، المملكة العربية السعودية، 1993م.
276. نحو سوق مالية إسلامية، د. أشرف محمد دوابة، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، ط:2، القاهرة، 1432هـ/2011م.
277. نظام التأمين: حقيقته والرأي الشرعي فيه: مصطفى أحمد الزرقا، مؤسسة الرسالة، ط:4، بيروت، 1415هـ/1994م.
278. النظريات العامة في الفقه الإسلامي-المال، والملك، والعقد-، د. عبد المجيد محمود مطلوب، دار النهضة العربية بالقاهرة، 1415هـ/1995م.
279. نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، عدنان عبد الله محمد عويضة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي- هرندين، فرجينيا-، ط:1، 1431هـ/2010م.
280. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: د. أحمد أبو الفتوح الناقه، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998م.
281. النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي: د. مدحت صادق، دار غريب للطباعة والنشر، ط:1، القاهرة، 1997م.
282. النقود والمصارف: د. ناظم محمد نوري الشمري، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق.
283. نهاية السؤل في شرح منهاج الأصول: جمال الدين الأسنوي، عالم الكتب. القاهرة، 1343هـ.
284. النهاية في غريب الحديث والأثر، تحقيق طاهر أحمد الزاوي ومحمود محمد الطناجي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان.

285. نيل الابتهاج بتطريز الديباج: أحمد بابا التنبكتي، منشورات دار الكاتب، ط:2، طرابلس - ليبيا، 2000م.

﴿ ه ﴾

286. هذا كازينو، وذاك كازينو: للدكتور محمد الفزيع، صحيفة الرؤية الكويتية، الأحد 9 نوفمبر 2008.
287. الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات: د. منير هندي، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015م.
288. الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مفاهيم نظرية وتطبيقية: جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبودي، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ط:1، عمان، 1437هـ/2016م.

﴿ و ﴾

289. الوجيز في تفسير الكتاب العزيز، علي بن أحمد الواحدي، تحقيق: صفوان عدنان داوودي، دار القلم، الدار الشامية، دمشق، ط:1، 1415هـ.
290. الوسيط في شرح القانون المدني الجديد: د. عبد الرزاق السنهوري، منشورات الحلبي الحقوقية، ط:3، بيروت، 1998م.
291. وفيات الأعيان وأنباء أبناء الزمان: ابن خلكان، تحقيق: إحسان عباس، دار صادر، بيروت، 1972م.

﴿ B ﴾

292. Bank for International Settlements. Report prepared by a wordking group established by the central banks of the group of ten countries. basle. February 1995.

ثانياً: فهرس الروابط الإلكترونية

293. البديل الإسلامي: المفهوم والغاية والتفعيل والضوابط: حسن عبد الحي، نقلا عن الموقع الالكتروني: الألوكة. aluka.net/culture/0/41262 مقالة مضافة إلى الموقع بتاريخ: 2012/05/24.

294. صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي: د. سامي السويلم، موقع الربح الحلال، <http://www.halal2.com/research.asp> بتاريخ 1431/8/11هـ.

295. مدونة كافيو الاقتصادية الكويتية caveo.com.kw

296. المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة، د. سامي السويلم، بحث منشور على الإنترنت في عدة مواقع منها الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي، <http://isegs.com/forum/index/php> بتاريخ 1427/06/08هـ، 2006/07/04م.

فهرس الموضوعات

المقدمة.....	3
فصل تمهيدي.....	16
المبحث الأول: التعريف بمفردات البحث.....	17
المطلب الأول: تعريف العقد.....	17
الفرع الأول: تعريف العقد لغة.....	17
الفرع الثاني: تعريف العقد اصطلاحاً.....	20
المطلب الثاني: تعريف التحوط.....	23
الفرع الأول: تعريف التحوط لغة.....	24
الفرع الثاني: تعريف التحوط اصطلاحاً.....	26
المطلب الثالث: الفرق بين التحوط والتأمين.....	34
الفرع الأول: تعريف التأمين :.....	34
الفرع الثاني: الفرق بين التحوط والتأمين :.....	37
المطلب الرابع: تعريف الأسواق المالية.....	40
الفرع الأول: تعريف السوق لغة واصطلاحاً.....	40
الفرع الثاني: معنى المال لغة واصطلاحاً.....	42
الفرع الثالث: تعريف الأسواق المالية:.....	45
المطلب الخامس: الفرق بين السوق المالية والبورصة.....	51
الفرع الأول: تعريف البورصة:.....	51
الفرع الثاني: الفرق بين السوق المالية والبورصة:.....	52
الفرع الثالث: الفرق بين السوق المالية وغيرها من الأسواق:.....	53
المطلب السادس: تعريف الحكم.....	53
الفرع الأول: الحكم لغة:.....	53

55.....	الفرع الثاني: الحكم في الشرع:
60.....	المبحث الثاني: تاريخ ظهور عقود التحوط.....
63.....	المبحث الثالث: أنواع التحوط.....
63.....	المطلب الأول: أنواع التحوط باعتبار طريقته.....
63.....	الفرع الأول: التحوط الاقتصادي :.....
65.....	الفرع الثاني: التحوط التعاوني:.....
66.....	الفرع الثالث: التحوط التعاقدي :.....
67.....	المطلب الثاني: أنواع التحوط باعتبار شموله.....
67.....	المطلب الثالث: أنواع التحوط باعتبار المخاطر التي يغطيها.....
67.....	الفرع الأول: التحوط الجزئي :.....
68.....	الفرع الثاني: التحوط الكلي :.....
68.....	المطلب الرابع: أنواع التحوط باعتبار محالّه.....
69.....	الفرع الأول: التحوط من تذبذب أسعار السلع.....
70.....	الفرع الثاني: التحوط من تذبذب أسعار العملات.....
70.....	الفرع الثالث: التحوط من مخاطر تذبذب أسعار الفائدة.....
71.....	المبحث الرابع: أسباب التعامل بعقود التحوط.....
74.....	المبحث الخامس: تعريف المشتقات المالية، وأنواعها، وأغراض المتعاملين بها.....
74.....	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية.....
80.....	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية.....
81.....	المطلب الثالث: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المالية العالمية.....
84.....	المطلب الرابع: المتعاملون في سوق المشتقات المالية.....
84.....	الفرع الأول: المتحوطون Hedgers.....
85.....	الفرع الثاني: المضاربون Speculators.....
85.....	الفرع الثالث: المراجحون Arbitrageurs.....

المطلب الخامس: أسواق المشتقات المالية.....	86
المطلب السادس: فوائد استخدام المشتقات المالية ومخاطرها عند الاقتصاديين.....	87
الفرع الأول: فوائد استخدام المشتقات المالية:.....	87
الفرع الثاني: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:.....	88
الباب الأول: العقود المستقبلية والآجلة في الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية.....	92
الفصل الأول: العقود المستقبلية والآجلة في الأسواق المالية.....	93
المبحث الأول: العقود المستقبلية في الأسواق المالية.....	94
المطلب الأول: تعريف العقود المستقبلية.....	94
المطلب الثاني: خصائص العقود المستقبلية.....	97
المطلب الثالث: عناصر العقد المستقبلي.....	101
المطلب الرابع: كيفية إبرام العقود المستقبلية.....	110
المبحث الثاني: أنواع العقود المستقبلية وأغراض المتعاملين بها.....	118
المطلب الأول: أنواع العقود المستقبلية.....	118
الفرع الأول: العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:.....	118
الفرع الثاني: العقود المستقبلية على أسعار الصرف.....	120
الفرع الثالث: العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:.....	123
الفرع الرابع: العقود المستقبلية على السلع:.....	124
المطلب الثاني: أغراض المتعاملين بالعقود المستقبلية.....	127
الفرع الأول: التحوط:.....	127
الفرع الثاني: المضاربة:.....	131
المبحث الثالث: العقود الآجلة في الأسواق المالية.....	133
المطلب الأول: تعريف العقود الآجلة.....	133
المطلب الثاني: أوجه الاتفاق والاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.....	135
الفرع الأول: أوجه الاتفاق:.....	136

137	الفرع الثاني: أوجه الاختلاف:
139	المطلب الثالث: أركان العقود الآجلة
140	المطلب الرابع: خصائص العقود الآجلة
141	المطلب الخامس: كيفية إجراء العقود الآجلة
145	الفصل الثاني: الحكم الفقهي للعقود المستقبلية والآجلة
146	المبحث الأول: المانعون لهذه العقود وأدلتهم
146	المطلب الأول: المانعون لهذه العقود
147	المطلب الثاني: أدلة المانعين
148	الفرع الأول: الدليل الأول:
151	الفرع الثاني: الدليل الثاني:
153	الفرع الثالث: الدليل الثالث:
158	الفرع الرابع: الدليل الرابع:
161	الفرع الخامس: الدليل الخامس:
163	الفرع السادس: الدليل السادس:
164	المبحث الثاني: المجيزون لهذه العقود وأدلتهم
164	المطلب الأول: المجيزون لهذه العقود
165	المطلب الثاني: أدلة المجيزين
165	الفرع الأول: الدليل الأول:
168	الفرع الثاني: الدليل الثاني:
169	الفرع الثالث: الدليل الثالث:
171	الفرع الرابع: الدليل الرابع:
174	المبحث الثالث: بدائل شرعية مقترحة
174	المطلب الأول: مفهوم البديل الشرعي
174	الفرع الأول: تعريف البديل لغة:

175	الفرع الثاني: تعريف البديل في الشرع:
180	المطلب الثاني: بدائل شرعية عن العقود المستقبلية والآجلة
186	الباب الثاني: عقود الاختيارات في الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية
187	الفصل الأول: عقود الاختيارات في الأسواق المالية
188	المبحث الأول: عقود الاختيارات: مفهومها، خصائصها، وعناصرها
188	المطلب الأول: تعريف عقود الاختيارات
192	المطلب الثاني: خصائص عقود الاختيارات
195	المطلب الثالث: عناصر عقود الاختيارات
197	المطلب الرابع: أوجه الشبه والاختلاف بين عقود الاختيارات والعقود المستقبلية
197	الفرع الأول: أوجه الشبه:
198	الفرع الثاني: أوجه الاختلاف:
200	المبحث الثاني: أنواع عقود الاختيارات في الأسواق المالية المعاصرة، وطرق تنفيذها
202	المطلب الأول: أنواع عقود الاختيارات باعتبار نوع الخيار (محل العقد) ²
202	الفرع الأول: العقود الاختيارية البسيطة:
211	الفرع الثاني: العقود الاختيارية المركبة:
217	الفرع الثالث: عقد امتياز بمضاعفة الكمية:
217	الفرع الرابع: عقد خيار الشراء المشروط:
219	المطلب الثاني: أنواع الخيارات باعتبار نوع الأصل (محل الخيار)
220	المطلب الثالث: أنواع عقود الخيارات – باعتبار ملكية الأصل
220	الفرع الأول: الخيار المغطى Covered Options
221	الفرع الثاني: الخيار غير المغطى Uncovered Options
221	المطلب الرابع: أنواع عقود الخيارات باعتبار تاريخ التنفيذ
221	الفرع الأول: الاختيارات الأمريكية:
222	الفرع الثاني: الاختيارات الأوروبية:

223	المطلب الخامس: طرق وأساليب تنفيذ العمليات في سوق الاختيارات
225	الفصل الثاني: الحكم الشرعي لعقود الاختيارات
226	المبحث الأول: المانعون لهذه العقود وأدلتهم
226	المطلب الأول: المانعون لهذه العقود
227	المطلب الثاني: أدلة المانعين لهذه العقود
227	الفرع الأول: الدليل الأول:
228	الفرع الثاني: الدليل الثاني:
230	الفرع الثالث: الدليل الثالث:
231	الفرع الرابع: الدليل الرابع:
231	الفرع الخامس: الدليل الخامس:
232	الفرع السادس: الدليل السادس:
233	الفرع السابع: الدليل السابع:
234	الفرع الثامن: الدليل الثامن:
234	الفرع التاسع: الدليل التاسع:
235	الفرع العاشر: الدليل العاشر:
236	المبحث الثاني: المجيزون لهذه العقود وأدلتهم
237	المطلب الأول: المجيزون لهذه العقود
237	المطلب الثاني: أدلة المجيزين لهذه العقود
238	الفرع الأول: الدليل الأول:
244	الفرع الثاني: الدليل الثاني:
247	المطلب الثالث: بدائل شرعية مقترحة لعقود الاختيارات
251	الباب الثالث: عقود المبادلات في الأسواق المالية، وأحكامها الفقهية
252	الفصل الأول: عقود المبادلات في الأسواق المالية
253	المبحث الأول: عقود المبادلات في الأسواق المالية: مفهومها وأركانها، وأسباب التعامل بها

253	المطلب الأول: التعريف بعقود المبادلات
254	الفرع الأول: تعريف المبادلات في اللغة:
255	الفرع الثاني: تعريف عقد المبادلة في الاصطلاح:
259	المطلب الثاني: أركان عقود المبادلات
260	المطلب الثالث: فوائد عقود المبادلات
261	المطلب الرابع: أسباب التعامل بعقود المبادلات
263	المطلب الخامس: شروط عقود المبادلات
266	المبحث الثاني: خصائص عقود المبادلات، وأهم المخاطر المتعلقة بها
266	المطلب الأول: خصائص وسمات عقود المبادلات
268	المطلب الثاني: محددات عقود المبادلات
269	المطلب الثالث: أهم المخاطر المرتبطة بعقود المبادلات
271	المطلب الرابع: تطور حجم المعاملات في عقود المبادلات
274	المطلب الخامس: مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبليات والمبادلات والخيارات
276	الفصل الثاني: أنواع عقود المبادلات في الأسواق المالية
277	المبحث الأول: أنواع عقود المبادلات في الأسواق المالية
277	المطلب الأول: مبادلة العملات
277	الفرع الأول: تعريف مبادلة العملات:
280	الفرع الثاني: عناصر عقد مبادلة العملة:
281	الفرع الثالث: مثال لعملية عقود المبادلات:
284	الفرع الرابع: أنواع عقود مبادلة العملات:
285	الفرع الخامس: مزايا التعامل بمبادلة العملات:
286	الفرع السادس: التحديات في التعامل بمبادلة العملات:
287	الفرع السابع: أغراض التعامل بعقود مبادلة العملات:
288	المطلب الثاني: عقود مبادلة أسعار الفائدة

288	الفرع الأول: تعريف عقود مبادلة أسعار الفائدة:
291	الفرع الثاني: عناصر عقد مبادلة أسعار الفائدة:
293	الفرع الثالث: من الذي يستخدم عقود مبادلة الفائدة؟
293	الفرع الرابع: أنواع مبادلة أسعار الفائدة:
297	الفرع الخامس: أغراض المتعاملين بعقود مبادلات أسعار الفائدة:
299	المطلب الثالث: عقود مبادلة السلع:
300	الفرع الأول: تعريف عقود مبادلات السلع:
301	الفرع الثاني: آلية عمل عقود مبادلة السلع:
304	المطلب الرابع: عقود مبادلة عوائد الأسهم:
308	المطلب الخامس: علاقة عقود المبادلة بالتحوط:
310	المبحث الثاني: الأحكام الفقهية لعقود المبادلات:
310	المطلب الأول: حكم عقود مبادلة العملات:
322	المطلب الثاني: حكم مبادلة أسعار الفائدة:
323	المطلب الثالث: حكم عقود مبادلة السلع:
325	المطلب الرابع: حكم عقود مبادلة عوائد الأسهم:
326	المطلب الخامس: بدائل شرعية مقترحة لعقود المبادلات:
331	الخاتمة:
339	الفهارس:
340	فهرس الآيات القرآنية:
343	فهرس الأحاديث النبوية:
345	فهرس لأهم المصطلحات العلمية والاقتصادية:
348	فهرس الأعلام:
351	فهرس الجداول والمبيانات:
352	لائحة المصادر والمراجع:

