

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

الأستاذ: قط سليم

الرتبة: أستاذ مساعد صنف - أ -

التخصص: إقتصاد مالي و نقدي

مؤسسة الإلحاق: جامعة عباس لغرور - خنشلة

الأستاذ الدكتور: مفتاح صالح

الرتبة: أستاذ دكتور

التخصص: إقتصاد مالي و نقدي

مؤسسة الإلحاق: جامعة محمد خيضر - بسكرة

الملخص:

شهدت أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم عولمة مالية كبيرة ، و من مميزات هذه العولمة المالية درجة الترابط الكبير بين معظم أسواق الأوراق المالية ، إذ أصبحت كل الأسواق و كأنها سوق واحدة عالمية مفتوحة لكل المتعاملين، كما شهدت أسواق الأوراق المالية تطورات في الصناعة المالية و إبتكرات من خلال الهندسة المالية ، لكن هذه الإبتكرات كانت لها إيجابيات و سلبيات، إذ كانت في غالب الأحيان السبب المباشر أو غير المباشر في الكثير من الأزمات المالية المعاصرة، مما فتح الباب أمام ظهور المعاملات المالية الإسلامية التي أثبتت متانتها و قوتها في معالجة الأزمات و إيجاد حلول تمويلية و إستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، و خير دليل على ذلك هو تبنيها من طرف كثير من الدول غير الإسلامية، إلا أن الصناعة المالية الإسلامية أمام تحدي التطور و الإبتكار في ظل القيود الشرعية أو ما يمكن أن نسميه الهندسة المالية الإسلامية التي تسمح بتوفير الحلول التمويلية و الإستثمارية وفق القيود الشرعية ، وهذا ماسوف نعالجه من خلال هذه الورقة البحثية.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية ، الهندسة المالية، المعاملات المالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية

Abstract:

The securities markets all over the world have witnessed a significant financial globalization. The financial globalization is characterized by a great degree of connection between most of the securities markets. All such markets have turned to be as one open world market for all traders. The securities markets as well have witnessed several developments in the financial industry and innovations through the financial engineering. However, these innovations have had pros and cons and in most cases they were the direct or indirect cause of various contemporary financial crises. Thereby the door has been broadly open for emergence of Islamic financial transactions that have demonstrated durability and strength in addressing the crises and finding financing and investment solutions in conformity with the Islamic Sharia Regulations. The best evidence is their being adopted by many non-Islamic countries. However, the Islamic financial industry is face to face with the challenging developments and innovations under the Sharia restrictions or what may be called the Islamic

Financial Engineering that paves to way for provision of financing and investment solutions pursuant to the Sharia restrictions which will be addressed through this paper.

Key words: securities markets, financial engineering, Islamic financial transactions, Islamic financial engineering.

المقدمة

تحتل سوق الأوراق المالية مكانة مهمة في المجال الإقتصادي اليوم نظرا لما يمكن أن توفره هذه الأسواق من فرص نجاح لتمويل التنمية الإقتصادية، وزيادة أهميتها مع التطورات التكنولوجية خاصة في مجال تكنولوجيات الإعلام والإتصال، هذه الأخيرة ساهمت بشكل كبير في زيادة نطاق العولمة بكل أشكالها، إضافة إلى مسبق التطور الكبير في معظم المؤسسات المالية و الإقتصادية على حد سواء عمل على رفع المستوى المنافسة بين المؤسسات و محاولة كل منها الإستفادة أكثر من الفرص الإستثمارية و التمويلية التي قد توفرها أسواق الأوراق المالية على المستوى العلمي، مما وضع أسواق الأوراق المالية العالمية أمام تحدي مواكبة التغيرات العالمية الإقتصادية و تحدي توفير فرص إستثمار و تمويل لكل المتعاملين في الأسواق سواء المستثمرين الصغار أو الكبار.

هذا ما دفع بالمنتجين الماليين في كل الأسواق إلى السعي لتطوير المنتجات المالية و تنويعها بما يتوافق مع متطلبات تطوير أسواق الأوراق المالية ، الأمر الذي أدى إلى زيادة مساهمة أسواق الأوراق المالية في عمليات التنمية الإقتصادية من خلال رفع معدلات التمويل و توفير السيولة ، ألا أن هذه المميزات لم تكن من دون تكاليف بل كانت مرتفعة في غالب الأحيان و المتمثلة في الأزمات المالية العالمية على غرار الأزمة المالية العالمية 2008 و تداعياتها على الكثير من الإقتصاديات العالمية نظرا لدرجة الترابط الكبير بين أسواق الأوراق المالية .

ومنه فإن التطورات المالية التي مست المنتجات المالية كانت لها نتائج سلبية و ان كانت لها بعض الإيجابيات ، هذا ما ساهم في ظهور المعاملات الإقتصادية و المالية الإسلامية نظرا لطبيعة المعاملات المالية في الأسواق الوضعية و ما يكتنفها من مظاهر الغش و التلاعب و القمار و البيوع الصورية أو المظهرية و بيع الدين بالدين ، كلها من المعاملات المحرمة شرعا و سببا مباشرا أو غير مباشر في حدوث الأزمات المالية و الإقتصادية ، و الملاحظ أن كثير من إقتصاديات الدول الإسلامية و غير الإسلامية أدركت مدى صحت و متانة المعاملات المالية و الإقتصادية الإسلامية ، مما أدى بها إلى تبني بعض هذه المعاملات على غرار بريطانيا التي فتحت الباب أمام المعاملات المصرفية الإسلامية ، كما أصبحت ماليزيا النموذج المثالي و الرائد في الكثير من المعاملات المالية الإسلامية و أنشأت سوق الأوراق المالية الإسلامية ، بالإضافة إلى البحرين التي قطعت شوطا كبيرا في هذا المجال.

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

ويتداول في هذه الأسواق الإسلامية أوراق مالية إسلامية متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية ، إلا أن أسواق الأوراق المالية الإسلامية أمام تحدي تطوير منتجاتها المالية و هذا بواسطة الهندسة المالية الإسلامية التي يجب ان توفر أدوات إستثمارية تضمن حلولاً تمويلية و إستثمارية مع عدم مخالفتها للاحكام الشرعية من أجل تعبئة المدخرات و إستغلالها في إحداث التنمية الإقتصادية.

مما سبق فإننا في هذه الورقة البحثية نحاول الإجابة على الإشكالية التالية : ماهية الهندسة المالية الإسلامية ،

و ما هي المشتقات المالية الإسلامية البديل للمشتقات الوضعية ؟

و للإجابة على هذا التساؤل سوف نتطرق لهذا الموضوع من خلال مايلي:

- مقومات الشرعية لقيام سوق لأوراق المالية الإسلامية

- المشتقات المالية الوضعية

- الهندسة المالية الإسلامية و المشتقات المالية الإسلامية

المبحث الأول: مقومات الشرعية لقيام سوق لأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية المعاصرة من بين الموضوعات الإقتصادية الحديثة في تاريخ الإقتصاد، و سوق الأوراق المالية الإسلامية على غرار السوق المعاصرة أو الوضعية فهي كذلك من الموضوعات الجديدة حيث ظهرت البوادر الأولى لإنشائها أو تكوينها في القرن العشرين، لذلك لم يعرف الإقتصاد الإسلامي هذا النوع من الأسواق في بداية الإسلام، و منه جاء دور الاجتهاد المعاصر للاهتمام و التقصي بخصوص هذه السوق و سوف نحاول في هذا المبحث تحديد تعريف اصطلاحي و شرعي لسوق الأوراق المالية الإسلامية و تطورها التاريخي و الحاجة إلى قيامها .

أولاً : تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية.

يمكننا في هذا السياق ذكر بعض التعريفات لسوق الأوراق المالية الإسلامية و التي هي قليلة في الحقيقة و

منها: (1)

- أنها سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة و حقوق للمتعاملين و أساليب

إجراء الصفقات و المعاملات دون التقيد بوجود مكان معين .

- وقد عرفها الدكتور احمد محي الدين احمد بأنها سوق منظمة تتعقد في مكان معين و في أوقات دورية

للتعامل الشرعي بيعا و شراء لمختلف الأوراق المالية ، و تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية و توجيهها

نحو المشروعات المنتجة .

ويقصد بالسوق المنظمة أنها تخضع لقوانين و لوائح تنظم إدارتها و تحكم عملياتها، و يقصد بالتعامل

الشرعي أن يجري التداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا و بصيغ مشروعة ، و أن تنقيد كافة عملياتها

بالإطار الشرعي للمعاملات ، كما اظهر هذا التعريف دور سوق لأوراق المالية الإسلامية في المساهمة في أحداث تنمية اقتصادية وذلك من خلال تجميع المدخرات وتمويل المشروعات الناجحة .

ثانيا : ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية الإسلامية

نظرا لطبيعة المعاملات المالية التي تقع في سوق أوراق المالية المعاصرة أو الوضعية و عدم توافقها مع الضوابط الشرعية جاءت الحاجة إلى إيجاد إطار للمعاملات على الأوراق المالية في إطار الضوابط الشرعية .

- الممارسات غير الأخلاقية المنهي عنها شرعا في الأسواق التقليدية

من أهم صور الأضرار الموجودة في سوق الأوراق المالية التقليدية البيوع الصورية، و الضرر و الغش، و اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية والإحتكار و الربا، و سوف نوجزها في ما يلي:

✓ الربا

يظهر الربا في سوق القطع (العملات و المعادن النفيسة) حيث يعتمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف، فهم سيشترون العملة المطلوب تسليمها أجلا، و يودعونها في المصرف في هذا الأجل نظير ربا، لهذا نجد الفرق بين سعر الصرف الأجل و سعر الصرف العاجل (الحاضر) يتوقف على فرق الربا(سعر الفائدة) حيث يلاحظ أن سعر الصرف الأجل دوما ذو علاقة عكسية مع سعر الفائدة، و يظهر أثر الربا في سوق الأوراق المالية حينما ترفع الدولة سعر الفائدة بمعدل اكبر من العائد على الأوراق المالية، فمعلوم أن مكونات السوق هي الأسهم و السندات فإذا انخفضت قيمة السندات ارتفع سعر الفائدة، و قد أشار كينز إلى العلاقة العكسية بين السعر السوقي للسندات و سعر الفائدة السوقي، و اعتبرها كينز أنها (هذه العلاقة العكسية) هي السبب نحو التوجه نحو المضاربة على السندات و أنها سبب تحويل الأموال من الاستثمار الحقيقي إلى الاستثمار المالي و المضاربة على القيمة السوقية للسندات.

و قد حرم الإسلام الربا و كل ما يوصل إليه في قوله تعالى: ﴿يأيتها الذين امنوا اتقوا الله و ذروا ما بقي من الربوا إن كنتم مؤمنين (278)﴾ فان لم تفعلوا فآذنوا بحرب من الله و رسوله و إن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون و تظلمون ﴿ (2).

و عن جابر (رضي الله عنه) قال: لعن رسول الله (صلى الله عليه وسلم) أكل الربا و موكله و كاتبه و شاهده و قال: ((هم سواء)). (3)

✓ البيوع الصورية أو المظهرية.

أي هي خلق معاملات نشطة على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي على هذا السهم، و ذلك كأن يقوم شخص ببيع أوراق مالية لشخص آخر على أن يتفق معه على إعادة شرائها في نفس اليوم بنفس السعر أو بسعر أعلى أو اقل حسب الاتفاق، و الهدف من ذلك هو إيهاام المتعاملين بحدوث تغييرات سعرية حقيقية على الورقة المالية و أن التعامل على هذه الورقة نشط و هذا خداع للمتعاملين في سوق أوراق المالية

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

بهدف تحقيق أرباح للمستثمرين المخادعين، و قد نهى الشرع الحكيم عن مثل هذه المعاملات و التصرفات المخادعة التي لا تلتزم بأي أخلاق حميدة ، و تفسد المقصد و الوظيفة التعبدية المراد تحقيقها لعباد الله، و هي الاستخلاف و إعمار الأرض (4).

✓ الاحتكار

يظهر الاحتكار عند سعي المضاربون لجمع نوع واحد من الأوراق المالية في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، و استغلال حاجة المتعاملين بالسوق، و ذلك بفرض سعر معين عليهم، أو الانفراد بالصناعة القرار في المنشأة المصدر لها، كما أن الأسعار التي يفرضها المحتكرون تمثل أسعارا غير عادلة، و تقتقر إلى قوى العرض و الطلب، و تضر بالسوق و بالمتعاملين به، لذا حارب الإسلام الاحتكار و جعله محرما و جريمة تستوجب الطرد من رحمة الله ، فعن ابن عمر (رضي الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم ﴿الجالب مرزوق ، و المحتكر ملعون﴾.

✓ اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق:

و تستهدف هذه الاتفاقيات إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، بحيث تقوم مجموعة من الأشخاص بترويج إشاعات عن سوء حالة المنشأة المعينة بالأوراق المالية محل الإتفاق و وفقا لهذه المعلومات يقوم العملاء بتخلص من هذا النوع من لأوراق المالية بسرعة من أجل تقليل مقدار الخسارة مما يزيد من عرضها و تنخفض أسعارها بشكل كبير و سريع ، فيقوم الملاحون أو المتآمرون بشراء تلك الأوراق المالية بعد أن تصل أسعارها إلى أدنى حد، بعد ذلك ينشرون معلومات عن تحسن ظروف المؤسسة و تحقيق أرباح سنوية جيدة بهدف التأثير على أسعار أوراقها المالية التي هي بحوزتهم بغرض بيعها و تحقيق أرباح غير عادية و غير متوقعة (5)

ثالثا : الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية : نظرا لطبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية التقليدية و ما يشوبها من الحرام و الشبهات في أحيان أخرى، جاءت سوق الأوراق المالية الإسلامية بضوابط و قواعد تستمد من أحكام الشريعة الإسلامية التي ضببت المعاملات بأحكام و قواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين و للاقتصاد عامة.

أما المقصود بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية، هي الأحكام و القواعد و الأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية، و التي تحكم المعاملات في هذه الأسواق و غيرها، أما المقصود بمصادر الشريعة الإسلامية هي القرآن الكريم و السنة النبوية الشريفة و رأي جمهور الفقهاء و اجتهادهم في المسائل الحديثة في العصر و عموما يمكن ذكر بعض الضوابط الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية الإسلامية كما يلي:

- تجنب التعامل بالربا التي نهى عنها سبحانه و تعالى و حذر منها اشد تحذير في كتابه العظيم، و كذلك نهى عنها النبي (صلى الله عليه وسلم) و جاءت حرمة الربا نظرا لما فيها من الظلم و الاستغلال، و لما ينتج عنها من مضر اقتصادية و اجتماعية عديدة
- عدم التعامل في الأوراق المالية غير الإسلامية كالسندات، و صكوك التمويل، و ما في حكمها، أو الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم كالتعامل بالربا، أو إنتاج المحرمات، أو المتاجرة بها (6).
- الصدق في التعامل و تقديم البيانات الصحيحة لان الصدق فضيلة وخلق إسلامي أمر به كافة المسلمين، و قد وضح النبي (صلى الله عليه وسلم) جزاء الصدق و الصادقين فقال في ذلك (07): ﴿البيعان بالخبار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما و إن كذبا و كتما محقق بركة بيعهما﴾ (08).
- تجنب بيع النجش و هو أن يزيد الرجل في ثمن السلعة بدون أن يرغب في إشتراءها و إنما ليضل المشتري الحقيقي عن سعرها الحقيقي و هذا غش و خداع في المعاملات (09).
- الوفاء بالعهود و العقود إذ انه من مقتضيات حسن التعامل، عرفا و شرعا، الوفاء بالعهود و العقود و المواعيد و الوفاء بالديون في موعدها المنفق عليه و عدم المماطلة في السداد و ذلك لقوله تعالى ﴿يا أيها الذين امنوا أوفوا بالعقود﴾ (10).
- إن الغاية لا تبرر الوسيلة، فالإسلام لا يقبل الوصول إلى المعاملات الطيبة بالوسائل الخبيثة، و لهذا فالإسلام يرفض جمع المال عن طريق حرام و إن تم إنفاقه في الخيرات و الطاعات و الرسول (صلى الله عليه وسلم) يقول (و لا يقبل الله إلا الطيب).
- كما أن من أهم المبادئ أو الضوابط الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية الإسلامية أو غيرها، هو مبدأ الإباحة الأصلية، فالشريعة قررت في قواعدها و ضوابطها الفقهية لقاعدة الشرعية التي نصت على أن "الأصل في البيوع الإباحة" المنبثقة من الأصل العام "الأصل في الأشياء الإباحة" حتى يثبت النهي، و هذا في كل شيء، و كذلك الأمر بالنسبة للمسائل و العقود المستجدة في عصرنا فهي مقبولة شرعا ما لم تتعارض مع دليل شرعي من المصادر الأصلية أو لم يتطرق لها فقهاء الأمة من قبل و كان مما اقتضيته مصالح الناس عامة و لم يشمل على مفسدة راجحة. (11)
- بعد التطرق إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية و هو مجال عمل الهندسة المالية الإسلامية و مجال تداول المنتجات المالية الإسلامية و خاصة المشتقات المالية الإسلامية ، لابد ان تعرج بشكل مختصر على المشتقات المالية الوضعية في اسواق الأوراق المالية المعاصرة و هي مكاييلي:

المبحث الثاني : المشتقات المالية الوضعية : Financial Dervatives

ظهرت المشتقات المالية منذ السبعينات من القرن العشرين، وأسهم التقدم التكنولوجي والتغيرات التي صاحبت المؤشرات المالية الرئيسية مثل معدلات الفائدة، أسعار الصرف، مؤشرات البورصة وغيرها، ساهمت في ظهور هذه المبتكرات المالية، هذا فضلا عن المخاطر المالية التي لحقت بالمؤسسات المالية والشركات الصناعية (12) لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، سواء من ناحية حجم التعامل والذي جاوز نحو 600 تريليون في نهاية 2007 طبقا لمفوض الرقابة المصرفية للاتحاد الأوروبي "تشارلي ماكريفي" أو من ناحية نوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لأنواع الأوراق المالية. وتمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشرء أو بيع أصل مالي وتشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية، قد تكون أسهم أو سندات.

كما في معظم المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية *off - Balane -Sheet Instruments* ، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا أنها إما لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي، ولذا يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية. *Zero- instruments*، ومن الأمثلة على هذه المشتقات، عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة، والمقايضات أو المبادلات، وفي ما يلي تفصيل لكل نوع من هذه الأدوات.

المطلب الأول : الخيارات (Options)

الفرع الأول : ماهية الخيارات المالية

أولا: نشأتها .

تعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر فائض الإنتاج وتدهور أسعار تلك المنتجات، لذلك يشترون هذه الحقوق (حق الخيار) ليتمكنوا من بيع منتجاتهم بسعر وفي تاريخ محددين مقابل علاوة الخيار، أما تداولها في سوق الأوراق المالية كان أول مرة عام 1973م، ولقد انتشرت في ما بعد على نطاق واسع عبر العالم (13).

وبالنسبة لعقود الخيارات المالية فإن أصل موضوع التعامل فيها يتم على الأسهم، السندات أو العملات، حيث تعتبر هذه العقود بديلا عن المتاجرة المباشرة عن الأسهم أو السندات، بحيث بدلا من شراء الأسهم أو السندات يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق تسليم استلام أصل معين (14) في تاريخ معين وبسعر محدد متفق عليه.

ثانيا: تعريف عقود الخيار.

يعرف عقد الخيار على انه، يمثل ورقة مالية ذات سمعة خاصة، يعطى هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع أوراق مالية (أصل التعاقد) خلال فترة محددة (في أي وقت من هذه الفترة) ويطلق عليه هذا الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ

محدد (يسمى تاريخ تنفيذ العقد) ويطلق عليه في هذه الحالة الخيار الأوروبي، بسعر محدد ومتفق عليه سلفا. ويمكننا أن نورد التعريف التالي لعقد الخيار، بحيث يعرف على أنه عقد يعطي لحامله حق وليس إلزام بشراء أو بيع أوراق مالية معينة بسعر معين، محدد مسبقا يطلق عليه سعر التعاقد Contract Price أو سعر الممارسة أو التنفيذ Exercice Price ، ولفظ اختيار يعني أن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذ أو عدم التنفيذ، وهذا الحق يحصل عليه مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافئة أو التعويض، كعلاوة Permium للطرف الآخر، وهذا الطرف يطلق عليه محرر الخيار (15)

الفرع الثاني : أنواع عقود الخيار.

يمكن التمييز بين عدة أنواع من عقود الخيار لكن أساسا هناك نوعان من عقود الخيار بحسب الحق الذي يحصل عليه حامل الخيار ونقسمها كما يل :

اولا : خيار الشراء Call option .

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي للمشتري الحق بأن يشتري (أو ينفذ) من الطرف الثاني محرر الخيار أصلا معينة بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع، ووفقا لما سبق فإن بائع خيار الشراء يكون ملزما ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها العقد وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

ثانيا : خيار البيع Put option .

هو عقد يسمح للمستثمر ببيع عدد من الأوراق المالية بسعر وتاريخ محددين نظير مبلغ (علاوة) يدفعها مشتري خيار البيع لمحرر خيار البيع (البائع)، والغرض من هذا الخيار أو الحق هو الحماية من مخاطر فقدان الاستثمارات لقيمتها السوقية (16)

المطلب الثاني: العقود المالية المستقبلية و العقود الأجلة.

سوف نتطرق في هذا الجزء إلى العقود المستقبلية من حيث نشأتها وتعريفها العقود الأجلة .

الفرع الأول : العقود المستقبلية Futures contracts .

أولا: نشأتها.

تعود نشأة وتطور أسواق المستقبليات إلى عقد السبعينيات من القرن الماضي تحديدا علم 1971 عندما بدأت بورصة شيكاغو بتنفيذ عقود مستقبلية على العملات الأجنبية (صادفت سنة 1971. إعلان الو.م.أ. عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وبداية العمل بأسعار الصرف المعمومة بأنواعها)، وفي عام 1975 نفذ أول عقد مستقبلي

على أسعار الفائدة للشهادات التي تصدرها الجمعية الوطنية الحكومية للرهن (GNMA) في شيكاغو للتجارة، وفي عام 1976 سمح السوق النقدي الدولي (IMM) بتنفيذ مستقبلات على الأوراق المالية الحكومية وعلى الأوراق المالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة)، ومن ثم في عام 1977 بدأت سوق شيكاغو بالتعامل بمستقبلات سندات الخزينة الأمريكية والتي أصبحت لاحقا من أنشط أدوات سوق المستقبلات تداولاً. وشهد عام 1980 اهتمام المستثمرين بالعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم والتي لاقت قبولا عاما علما أن أول عقد نفذ في سوق شيكاغو المنتظمة على مؤشر الأسهم كان عام 1982 ومنذ عام 2001 بدأ المستثمرون يتعاملون بمؤشر داوجونز الصناعي

ثانيا: تعريف العقود المستقبلية.

العقد المستقبلي هو: "اتفاق بين طرفين، الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير Short Position، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل Long Position، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي أو أصل ورقي مثل الأسهم والسندات في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرف العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه، مبلغا نقديا أو أوراق مالية حكومية، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليه الهامش المبدئي " Initial margin " (17)

الفرع الثاني: العقود الآجلة Forword contract.

- تعريفها

يمكن تعريفها: "وهي عبارة عن اتفاقية بين طرفين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ Exercise Price ، ويتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري".

والعقود المستقبلية "هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا، ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم Delivery Price الذي هو السعر السائد Spot Price ، ولآخر بالسعر الآجل يتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابتا والسعر الثاني يكون قابلا للتعديل".

المطلب الثالث: عقود المبادلة Swaps contracts.

عقود المبادلات Swaps contracts مثلها من العقود المستقبلية والعقود الآجلة تستخدم في الغالب من أجل تغطية المخاطر المستقبلية لتقلبات قيم الأصول المالية المستثمر فيها. وغالبا ما تستخدم هذه العقود في مبادلة أسعار الفائدة.

الفرع الأول: تعريف عقود المبادلة .

تعرف عقود مبادلة أسعار الفائدة بأنها "عبارة عن اتفاقية بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه، المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد، والمبالغ التي تتبادل بين طرفين في العقد في معظم عقود المبادلات من صافي مدفوعات الفائدة وليس قيمة العقد، والطرف الذي يقبل على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على مدار فترة العقد. يسمى دافع لمعدل الفائدة الثابت Fixed-Rate Payer، والطرف الآخر يسمى دافع لمعدل فائدة متغير Floating-Rate Payer

عقود المبادلة Swaps contracts عبارة عن "عقود بين طرفين، لتبادل تدفق نقدي، مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد التسليم للتدفقات وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة". و يعرف عقد المبادلة بأنه "اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل التزامات أو حقوق. ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على الالتزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي اتجاه الطرف الثالث غير مشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول" من التعاريف السابقة الذكر لعقد المبادلة نجد أنها عقود تمتاز بكونها غير نمطية مثل العقود المستقبلية، كذلك هي عقود تنفذ لاحقا من العقود الآجلة، يتوجب قيامها وجود طرفين على الأقل وفي بعض الحالات طرف ثالث كوسيط، تقوم أساسا على أصول أو التزامات نقدية تسدد أو تدفع على فترات دورية منتظمة، لا يتم تصفيتهما أو تسويتها كاملة (كامل قيمة العقد) وإنما من خلال دفع الفارق بين الالتزامات الناتجة عن هذا العقد من طرف لآخر.

المبحث الثالث : الهندسة المالية الإسلامية و المشتقات المالية الإسلامية

تلعب الهندسة المالية الإسلامية دورا هاما في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، باعتبارها وسيلة للإبداع والتطوير، ولذلك فإن تطبيقها في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية سوف يسمح بإيجاد أدوات مالية إسلامية بديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توفر القدرة على إيجاد المنتجات البديلة للتقليدية، وضرورة توفير بيئة تتنوع فيها محفزات الإبداع، بما يساهم في تعدد مبادرات المبدعين في ظل ثقافة مؤسساتية مالية إسلامية تسعى لتحفيز المبدعين للإنتاج من خلال الاهتمام بالبحوث والدراسات التي تسعى إلى التطوير المستمر حتى تتمكن من تحسين منتجاتها المالية وتأصيلها.

المطلب الأول: الهندسة المالية الإسلامية، تعريفها، خصائصها.

أولا- تعريف الهندسة المالية الإسلامية.

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن التصميم التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي(18).

• الملاحظ من هذا التعريف انه مطابق للتعريف الهندسة المالية التقليدية المشار إليه سابقا غير انه يتميز (الهندسة المالية الإسلامية) بأخذ بعين الاعتبار ضرورة توافق نشاط الهندسة المالية الإسلامية و منتجاتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، بالتالي فإن تعاريف الهندسة المالية الإسلامية تتضمن ثلاثة عناصر هي: (19)

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف العمليات المالية
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تتلائم مع الظروف المحيطة بالمشروع.
- أن تكون الابتكارات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، و هذا مايميز الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية ، فوجود الضوابط و القواعد الشرعية يحدد المجال الشرعي لعمل الهندسة المالية الإسلامية.

ثانيا - التطور التاريخي للهندسة المالية الإسلامية

أما تاريخ ظهور الهندسة المالية في الإسلام، فإنها ظهرت مع ظهور الشريعة الإسلامية بأحكامها الجليلة، و قد يكون توجيه النبي (صلى الله عليه وسلم) لبلال المازني (رضي الله عنه) عندما أراد أن يبادل (التمر الجيد بالتمر الرديء ، فقال له (صلى الله عليه وسلم): "لا تفعل، بع الجمع بالدرهم و اشترى بالدرهم جنيبا" إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية(20)

لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول و إنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، و هذا يتفق مع القول بان الأصل في المعاملات الحل إلا ما يعارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا، و منه فان الشريعة الإسلامية أبقت على مجال الابتكار و التجديد في المجال الحلال مفتوحا، و حددت المجال الحرام في إطار محدد و تشير الدراسات العديدة إلى استخدام الهندسة المالية في المعاملات الإسلامية و من أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن حسين الشيباني حين سئل عن مخرج للحالة التالية، إذ قال شخص لأخر اشتر هذا العقار -مثلا- و أن اشتره هناك و أربحك فيه، و خشي أن اشتره أن لا يشتريه منه من طلب الشراء، فقال الإمام: للمخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فان لم يشتري منه العقار فسح العقد و رد المبيع (21)، فقيل للإمام الشيباني: رأيت أن رغب صاحبه، من طلب الشراء، في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟ فأجاب الإمام: للمخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة اكبر من مدة خيار صاحبه، فإن

فسخ صاحبه العقد في مدة الخيار استطاع هو، الأخر أن يفسخ العقد في ما تبقى من المدة الزائدة في خيار صاحبه (22)

إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الأمام الشيباني، رحمه الله هي الهندسة المالية بالمعنى الحديث للمصطلح، و هي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل و تستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا. (23)

ثالثا - خصائص الهندسة المالية الإسلامية.

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بخصائص تميزها عن الهندسة المالية التقليدية سواء من حيث أدائها أو من حيث معانيها و مقاصدها الحقيقية غير الصورية و من هذه الخصائص:

- الابتكار الحقيقي إذ تعير منتجات الهندسة المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا و ليس صوريا كما هو الحال في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية و خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر أو الضمانات أو التسعير، و ذلك انطلاقا من كون الهندسة المالية الإسلامية تعمل على تلبية مصالح حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق و ليس مجرد عقد صوري. (24)

- تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى إدارة السيولة من خلال استخدام الأموال في عمليات التمويل بدلا من الاستثمار لان هذه العملية اقل مخاطرة، بينما هدف الهندسة المالية التقليدية هو إدارة المخاطرة من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة تؤدي إلى الربح السريع و اقل مخاطرة كالتوريق، التحوط المضاربة، و الاستثمار... الخ. (25)

- تختص الهندسة المالية الإسلامية بالمصادقية الشرعية، و معنى ذلك أن تكون المنتجات المالية، الإسلامية متوافقة مع أحكام الشرعية الإسلامية و بعيدة قدر الإمكان عن الخلاف الفقهي ، و الهدف من الهندسة المالية الإسلامية هو التوصل إلى حلول مبتكرة محل اتفاق قدر الإمكان، و تعمل الصناعة المالية الإسلامية في هذا المجال إلى تكوين نموذج للاقتصاد الإسلامي يعبر بحق عن مبادئ الاقتصاد الإسلامي. (26)

- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، إذن يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية من خلال مشاركة في المخاطر و تخفيض التكاليف في المعاملات، و تكاليف الحصول على معلومات و عمولات الوساطة و السمسرة. (27)

المطلب الثاني: ضرورة وجود الهندسة المالية الإسلامية:

تمتاز اليوم أسواق الأوراق المالية بالتداخل و التعقيد الشديد خاصة مع تطور المعاملات المالية و اتساع نطاقها و مجالها الدولي، و مع ظهور سوق للأوراق المالية الإسلامية و محاولة إيجاد مكانة قوية و دائمة في الاقتصاد المحلي و العالمي للدول للإسلامية، فان من الضروري وجود هندسة مالية إسلامية داعمة للسوق الإسلامية، و ذلك للأسباب التالية: (28)

- الانضباط بقواعد الشريعة الإسلامية و بالتالي ضرورة إيجاد صيغ و حلول تلبي احتياجات الناس بكل كفاءة اقتصادية في ظل قواعد الشريعة الإسلامية، و هنا تأتي الهندسة المالية الإسلامية لتجمع بين الكفاءة الاقتصادية و الضوابط الشرعية للمستثمرين المسلمين.

- تطور المعاملات المالية في الوقت الحاضر و اختلافها في كثير من الأحوال كما كانت عليه منذ أربعة عشر قرن أو في صدر الإسلام، و ديننا الحنيف لم يهمل المعاملات المالية و القواعد الإسلامية تجمع بين الثبات و التطور أو المرونة، إذ تطور المعاملات المالية اليوم و تزايد عوامل المخاطر و عدم اليقين، و تطور الأنظمة التمويلية و التبادلية الاقتصادية، كل ما سبق يظهر ضرورة وجود هندسة مالية إسلامية لتضبط المعاملات في دائرة الحلال و تقديم الحلول الملائمة.

- و الجانب الثالث هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية و نموها إلى درجة كبيرة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها الاقتصاد الإسلامي لا تكفي أن تكون عملية فحسب بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا تكافئ تلك التي تقدمها الحلول الاقتصادية الرأسمالية، و هنا يظهر التحدي أمام الاقتصاد الإسلامي من خلال ضرورة مواكبة التطور و النمو و منافسة المؤسسات المالية التقليدية، و لا يكون ذلك إلا من خلال تفعيل دور الهندسة المالية الإسلامية في تطور المؤسسات المالية الإسلامية. (29)

المطلب الثالث: تحديات الهندسة المالية الإسلامية و مناهج تطويرها.

تعرف الهندية المالية الإسلامية في الوقت الحالي جملة من التحديات المفروضة عليها لتطوير العمل بها، كما هو مفروض عليها في السوق العالمية بسبب التطورات العلمية و العملية في هذه الأسواق الدولية، لذلك يجب عليها إتباع مناهج خاصة بها لتطوير الهندسة المالية الإسلامية.

أولاً- التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية.

في هذا السياق يمكن أن نذكر جملة من التحديات كما يلي: (30)

- الافتقار إلى الكفاءات و الإطارات المؤهلة التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي، و يجب أن تكون هذه الكفاءات متوفرة و ذات قدرات عملية اقتصادية و شرعية لتجنب الوقوع في المحذور، و العمل على تحسين المنتجات، و ترجع ضرورة وجود هذا النوع من الكفاءات إلى خصوصية الهندسة المالية الإسلامية، و ذلك بهدف تجنب تحمل مخاطر تشغيلية في المؤسسات المالية.

- غياب الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية في بعض المؤسسات المالية الإسلامية حيث تعاني من ضعف الإبداع و التطوير، فقد أثبت بعض التقارير السنوية لأكثر اثني عشرة مؤسسة إسلامية في الخليج العربي غياب شبه تام للمخصصات المالية الخاصة بالبحث و تطوير المنتجات المالية الإسلامية، في الوقت الذي أنفقت فيه تسعة بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات التطوير و البحث.

- عدم ضمان حقوق الملكية لصاحب فكرة المنتج المالي المطور، بعد تحمل المؤسسة تكاليف تطوير المنتجات و المخاطرة في تطبيقها للتأكد من سلامتها و كفاءتها، بعد ذلك إذا نجحت هذه المؤسسة في هذه الأداة، تقوم بعض المؤسسات الإسلامية باعتماد هذه الأداة دون أي مقابل مادي لصاحب الفكرة الأصلية.

- ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية ، إذ يعتبر الاختلاف في الفتوى المتعلقة بالمعاملات المالية بين الدول الإسلامية و في بعض الحالات في الدولة الواحدة، من طرف هيئات الفتوى الشرعية، أمرا يصعب اتساع مجال العمل بالمنتجات المالية الإسلامية، لذلك لا بد من توحيد الرؤى الشرعية كمحاولة للعمل على تقارب الفتوى الشرعية، لتجنب الشك و عدم اليقين من طرف المتعاملين الماليين المسلمين.

- المنافسة و تسويق المنتجات إذ يلاحظ أن المؤسسات المالية التقليدية و أسواق المال التقليدية أكثر تطورا و اتساعا على المستوى، الدولي و ذلك راجع إلى تراكم سنوات الخبرة و التطوير، لذلك على الأسواق المالية الإسلامية و المؤسسات المالية، الإسلامية العمل على كسب مكانة أكبر في سوق العالمية من أجل ضمان تسويق منتجاتها المالية و تطور أسواقها.

- الموارد البشرية، و هي واحدة من أكثر المسائل الإدارية المزعجة لمنتجات المالية الإسلامية، بسبب فقدان الخبرات المدربة و المؤهلة من حيث المعرفة الضرورية بالصرافة، الإسلامية و التوافق مع الشريعة حيث يبلغ عدد هذه الخبرات حوالي 250 ألف موظف نصفهم في الشرق الأوسط، و 85% منهم لهم خلفية مصرفية تقليدية، هذا ما أعاق تطوير الهندسة المالية الإسلامية، حيث أن ضعف اليد العاملة و عدم تأهيلها يفرض تهديدا على الهندسة المالية الإسلامية و خاصة المخاطر التشغيلية.

ثانيا - منهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية.

يمكن أن تعمل المؤسسات المالية الإسلامية على تطوير منتجاتها المالية و بالتالي الهندسة المالية الإسلامية، بعدد من المناهج، لكن في الإجمال يتم الاعتماد على منهجين اثنتين أساسيين هما منح المحاكاة و منهج الأصالة و الابتكار. (31)

❖ منهج المحاكاة

وفق هذا المنهج يتم مقدا تحديد الهدف أو النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية، و هي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي، و بغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تشير الكثير من الجدل، فإنها تتبع المنهجية القائمة على المحاكاة و التقليد للمنتجات المالية، التقليدية، و أن كان من أبرز مزاياها، السهولة و السرعة في تطور المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الوقت و الجهد في البحث و التطوير ، فان سلبياتها عديدة منها:

- عدم الالتزام بالضوابط الشرعية أو عدم جوازها كليا، و هذا ما يجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة.

- إن المنتجات المالية التقليدية تناسب الصناعة المالية التقليدية، و تحاول معالجة مشكلاتها و أزمتها، فان محاكاة مثل هذه الأدوات تستلزم التعرض لنفس المشكلات، و هذا قد يؤدي بانصهار الصناعة المالية الإسلامية في التقليدية و الحكم عليها بأحكام الصناعة المالية التقليدية الفاشلة و المتسببة للازمات الاقتصادية.

- منتجات الهندسة المالية التقليدية جزء من منظومة متكاملة من الأدوات و المنتجات القائمة عن فلسفة و رؤى موحدة، و محاولة تقليد إحدى الأدوات يجري الصناعة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر الأدوات في هذه المنظومة و مكوناتها، و هو ما يفقد الهندسة المالية الإسلامية شخصيتها و مميزاتها.

❖ منهج الأصالة و الابتكار:

هو المنهج الثاني في تطوير الهندسة المالية الإسلامية و يهدف هذا المنهج بالأساس إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال البحث في الاحتياجات الفعلية للعملاء و العمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ و أحكام الشرعية الإسلامية، أي إيجاد هندسة مالية إسلامية، و هذا من خلال الدراسة المستمرة لاحتياجات العملاء و العمل على تطوير الأساليب التقنية و الفنية اللازمة لها، و ذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة الهندسة المالية الإسلامية تكون مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية ، و هذا المنهج هو الأكثر كلفة من التقليد و المحاكاة، لكن الكلفة العالية تكون في بداية التطوير و العمل بالمنتج ثم تخفض فيما بعد في المقابل هو الأكثر جدوى و فعالية و إنتاجية و من جهة ثانية فان هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها من الاستفادة من المنتجات المالية التقليدية مادامت تتوافق مع الشرع الإسلامي

المطلب الرابع : المشتقات المالية الإسلامية

عرفت أسواق الأوراق المالية الإسلامية تطورا ملحوظا من حيث نطاق التعاملات المالية أو من حيث حجم الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية ، كما كانت نتائج مؤشرات أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الغالب إيجابية ، و لتطوير أسواق الأوراق المالية يجب أن توفر الأسواق أدوات استثمار تتيح فرص استثمارية لجميع التعاملين كبار أو صغار ، مع أكبر عوائد و بأقل مخاطر ، و هذا لن يكون إلا بتطوير المنتجات المالية بواسطة الهندسة المالية الإسلامية.

فيما يلي سنتناول المشتقات المالية التقليدية و حكمها الفقهي و التكيف الشرعي الإسلامي لها في إطار

الهندسة المالية الإسلامية: (32)

أ- عقود الخيارات: "هي عقود تعطي لمالكها الحق و ليس الالتزام بالبيع أو الشراء و هي محددة بتاريخ مسبق و من أهم أنواع الخيارات: خيار الطلب أو الشراء، خيار العرض أو البيع". و تعتبر عقود الخيار محرمة شرعا لما يلي:

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

- حق الاختيار مالا و لا حقا متعلقا بمال فلم يجوز بيعه.
 - ما يتضمنه بيع عقد الاختيار من أكل المال بالباطل، فيما إذا لم يتهيأ لمشتريه استعماله بسبب عدم تغير الأسعار في صالحه.
 - التعامل في عقود الاختيار قائم على الغرر.
 - التعامل في عقود الاختيار قائم على القمار و الميسر بالنسبة لمشتري عقد الاختيار و بئنه على السواء، في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين.
 - عقد الاختيار يدخل في بيع الإنسان ما لا يملك إذا كان محرر الاختيار.
- من خلال الاستقراء و التأمل يمكن أن يندرج عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية في الوقت الحاضر (بعد إضافة الضوابط الشرعية و تغيير العقود المنظمة لهذه العقود) تحت عدد من العقود و التكييفات الفقهية التالية:

- عقد الخيار هو حق معنوي.
- عقد الخيار هو بيع عربون.
- محل عقد الخيار هو ضمان أو كفالة.

و سوف نكتفي بالتناول التكييف الأبعد عن الخلاف الفقهي و هو: عقد الشراء هو بيع عربون، و عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة.

1- عقد خيار الشراء هو بيع العربون: خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون و بيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، و مثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار فيدفع من ثمنها جزءا (عشرة دنانير مثلا) و يقول للبائع إذا لم أشتري منك غدا فالدنانير العشرة لك ، و يعد هذا العقد ملزما في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها.

ودون الخوض في الخلاف الفقهي في بيع العربون، فإننا نرى بأخذ رأي المجيزين خاصة و أن أدلتهم هي الأقوى، بالإضافة إلى أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر و الحرج و المشقة ففي تحريم العربون تضيق على الناس و مصالحهم و السماح بإيقاع الضرر، و المتمثل في تقويت الفرص على البائع أو المؤجر أو تعريض الأعيان و الخدمات لتقلبات الأسعار و تدهورها.

و قياسا على حكم بيع العربون يمكن القول بجواز عقود الخيار للشراء إذا سلمت من المخالفات الشرعية و التي تمس الأصل المتعاقد عليه و مدى توافقها مع أحكام الشريعة.

2- **عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة:** الأرجح من أراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة لقوة الأدلة ، و يتحقق من خلالها مصالح و مكاسب لطرفي المعاملة أو بما لا يخالف المقاصد الشرعية.

و قياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار البيع إذ خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق في البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته(من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول.

و كنتيجة لما سبق نصل إلى التكيف التالي: **إمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون و حكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو الضمان،** و هذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية، المتمثلة في دفع الضرر و الحرج و المشقة.

ب- **العقود الآجلة:** هي "عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا و بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ". و تعتبر المعاملات الآجلة محرمة شرعا و ذلك لما يلي:

- لما فيها من اشتراط تأجيل تسليم البيع المعين و هو هنا الأسهم و هو محرم شرعا.
- ما فيها من تأجيل الثمن و المثمن وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- إن غالب التعاملات في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف و هو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده.

من أوجه التكيف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة طيبة مباحة و كانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فإن العقود الآجلة و المستقبلات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا.

هنالك تشابه كبير بين عقد السلم و العقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يأجيل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة و صفا مضبوطا إلى أجل معلوم، و مع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:

- أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه.
- رأس المال في العقود الآجلة و المستقبلات لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين فيه مؤجلان.

- انه لا غرض للبائع و المشتري بالسلعة و إنما غرضها تحقيق الربح.

ج- **العقود المستقبلية:** العقود المستقبلية "هي عقود يتم فيها الاتفاق على الشيء المبيع و سعره و كميته عند إبرام العقد، على أن يتم التسليم و دفع الثمن في المستقبل، فالعقد المستقبلي عقد على شيء معين أو

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

- موصوف في الذمة مؤجل بئمن مؤجل". و تتقسم العقود المستقبلية إلى العقود المستقبلية على السلع و على الأوراق المالية و على المؤشرات و فيما يلي الحكم الفقهي لكل منها:
- العقود المستقبلية للسلع: لا يجوز إبرامها و ذلك لما يأتي:
 - ما في هذه العقود من تأجيل الثمن و المئمن و هذا لا يجوز.
 - ما في العقود من الربا المجمع على تحريمه و هو ربا النسئة و ذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب و الفضة.
 - العقود المستقبلية على الأوراق المالية: وفيها العقود المستقبلية على الأسهم و العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت و كلاهما محرم للأدلة التالية:
- العقود المستقبلية على الأسهم: لايجوز إبرام العقود المستقبلية على الأسهم و ذلك للأدلة التالية:
- ما في العقود المستقبلية من تأجيل تسليم الأسهم و في ذلك تأجيل المبيع المعين و هو غير جائز شرعا.
 - في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن و المئمن و هو لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
 - لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوكا لغيره.
- العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: و تعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة و حكمها الفقهي هو التحريم و ذلك لما يلي:
- ما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بئمن مؤجل، و هو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهي عليه.
 - الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود و إذا بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه فكان حراما.
 - العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: و حكمه التحريم و ذلك لما يأتي:
 - ما في هذه العقود من وقوع العقد، ما ليس بمال و لا يؤول إلى المال و ذلك لا يجوز لأن مؤشرات الأسهم أرقام مجردة يقع العقد عليها، و ليس على الأسهم المتمثلة في تلك المؤشرات.
 - ما في هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين، لأن حقيقتها هي المرهنة من حيث بلوغها رقما معيناً أو عدمه، على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المرهن عليه المسمى بسعر التنفيذ و بين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلا في الأجل المضروب.
 - العقود المستقبلية على العملات: هي محرمة شرعا لما يأتي:
 - فيها يتم تأجيل تسليم الثمن و المئمن و هذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

- ما في هذه العقود من ربا و هو ربا النسيئة.
- ما في هذه العقود من قمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية و المحاسبة على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم و التسلم منويا للمتعاقدين.
- من أوجه التكييف لعقود المستقبلات اعتبارها في إطار عقد الاستصناع، حيث يعرف هذا الأخير بأنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، كالاتفاق مع نجار على صناعة مكتب أو مقاعد أو غرفة مفروشات أو مع صانع أحذية على صناعة حذاء، و تكون العين المصنوعة و مادتها الأولية من الصانع و يكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط لأن الاستصناع طلب الصنع و هو العمل، فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب و الجلود من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إيجارة لا إستصناعا.
- و هذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع، لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم و هي السماح بتأخير تسليم الثمن نقدا، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا "ستبقى دوما في كل عصر بعض السلع لا يتيسر أبدا أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتري معين ملتزم بشرائها، ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعا أن يتولى هو تمويل البائع"
- و قد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابع عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع، و نظرا للخلاف الفقهي حول السلم و الاستصناع فقد اقترح البعض بدائل شرعية متمثلة في صكوك المقارضة.

النتائج و التوصيات

- من خلال هذه الورقة البحثية يمكن أن نصل إلى بعض النتائج و التوصيات :
- الممارسات غير الأخلاقية المنهي عنها شرعا في الأسواق التقليدية هي الدافع الأساسي لإيجاد سوق للأوراق المالية الإسلامية و من هذه المخالفات الشرعية : البيوع الصورية الإحتكار إتفاقيات التلاعب بالأسعار ، بيع النجش و غيرها من المعاملات المحرمة و التي تؤدي إلى أكل الناس بالباطل .
- الهندسة المالية الإسلامية لا تختلف عن الهندسة المالية التقليدية إلا في مسألة الضابط الشرعي.
- من أجل تطوير المنتجات المالية الإسلامية على مستوى أسواق الأوراق المالية الإسلامية خاصة أو على مستوى التمويل الإسلامي عموما يجب العمل على ما يلي:
- ✓ العمل على تطوير الكفاءات و الإطارات المؤهلة التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي
- ✓ أدرج تخصص الإقتصاد الإسلامي في معظم الجامعات و معاهد البحث في مجالات الإقتصاد على غرار ما فعلته الدول غير الإسلامية.

المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

- ✓ الإستفادة قدر الإمكان من المختصين الماليين العاملين في المؤسسات المالية التقليدية و إدراجهم للعمل في المؤسسات المالية الإسلامية و ذلك بالتنسيق مع الفقهاء المختصين في المعاملات المالية الإسلامية.
- ✓ أستقطاب أكبر قدر من رؤوس الأموال العربية و الإسلامية من خلال تطوير المنتجات المالية الإسلامية للإفادة منها في تطوير أسواق المال الإسلامية و تحسين مستوى التنمية الإقتصادية في الدول الإسلامية.
- ✓ الإعتماد على منهج المحاكات و الأصالة لتطوير المنتجات المالية الإسلامية و ذلك في حدود الضوابط الشرعية المسموح بها
- ✓ تخصيص مكافآت و تحفيزات للمنتجين للأدوات المالية الجديدة المتوافقة مع أحكام الفقه الإسلامية.

قائمة المراجع

- 1- محمد أمين ولدعالي، التنظيم الفقهي و التنظيم القانون السوق المالية الإسلامية ، دار ابن حزم، بيروت، 2011، ص120
- 2- سورة البقرة، الآية [278-279].
- 3- النووي، صحيح مسلم بشرح النووي، ص.82
- 4- حسين شحاته، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الاوراق المالية، مكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ط1، ص60
- 5- بن ضيف محمد عدنان، أساسيات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان ، الأردن، 2013، ص.69
- 6- عصام أبو نصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص. 11
- 7- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006، ص.27
- 8- الحديث أخرجه البخاري في كتاب البيوع، باب ما يحق الكذب و الكتمان في البيع (صحيح البخاري مع فتح الباري، المجلد4، الحديث. 2082
- 9- محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص.25

- 10- سورة المائدة، الآية رقم 1.
- 11- عبد السلام مخلوفي، الصناعة المالية الإسلامية في ظل الهندسة المالية الإسلامية، مداخلة للملتقى الدولي لمعهد العلوم الاقتصادية و التسيير و التجارة، الاقتصاد الإسلامي، الواقع و الرهانات، المركز الجامعي غرداية، 23-24، فيفري 2011.
- 12- Bertrend Jaquilat , Bruno Solnik , **Marchés financiers Gestion de Portefeuille et de risques**. Dunod, Paris, 1997,P 253.
- 13- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 559.
- 14- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة) ، الدار الجامعية، مصر 2005. ص 53.
- 15- موسى مطر الشقيري، نورى موسى، وآخرون، المالية الدولية ، دار الصفاء، عمان، ص 111
- 16- منير إبراهيم الهندي ، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية الجزء الأول، الفكر الحديث في إدارة الاستثمار، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1999، ص 585.
- 17- أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سابق، ص 388.
- 18- منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال ، نرجع سابق، ص- ص 511-512.
- Frank. K.Reily , **Investment** , The Dryden Precs, Florida, 3rd Ed, 1999,P 494.
- 19-
- 20- خنيوة محمد أمين، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع و التحديات و مناهج التطوير، مداخلة في الملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، معهد العلوم الاقتصادية، 23-24 فيفري 2011، ص 3.
- 21- عمر ياسين محمد خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية و المالية المعاصرة، مداخلة في الملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و الرهانات المستقبلية ، المركز الجامعي غرداية، معهد الاقتصاد، 23-24-فيفري، 2011، ص 14.
- 22- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد2، 2007، ص 20.
- 23- وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة الإدارة المخاطر لصكوك الإسلامية، مداخلة للملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل المركز الجامعي غرداية، معهد الاقتصاد، 23-24-فيفري، 2011، ص 2.

- 24- احمد بن علي السالوس، مخاطر التمويل الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أن القرى، مكة المملكة العربية السعودية، 2005، ص.11
- 25- عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص.21
- 26- خنيوة محمد الأمين، حنان على موسى، مرجع سابق، ص.3
- 27- فريد خميلي، دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، مداخلة في الملتقى الدولي المالية الاقتصادية العلمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، عمان، الأردن، ديسمبر 201، ص. 14
- 28- عمر ياسين محمد خضرات، مرجع سابق، ص.14
- 29- هناء محمد ظلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، مداخلة في الملتقى الدولي، الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان الأردن، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، ديسمبر 2010، ص.8
- 30- عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص.26
- 31 - مداني احمد، قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية و استراتيجيات تطوير المنتجات المالي الإسلامية، متداولة للملتقى الدولي، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية النموذج المصرفي في الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، عي الدفلة، 2010، ص.13
- 32- خنيوة محمد الأمين، حنان على موسى، مرجع سابق، ص، 11