

## 1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وأبعادها

أولاً – مفهوم الهندسة المالية الإسلامية :

### Concept of Islamic Financial Engineering

ظهر في السنوات الماضية مفهوم في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو ما يطلق عليه الهندسة المالية (Financial Engineering)، والذي يتيح إمكانية استعمال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية. فمثلاً أن تقسيم العقود الآجلة التي تشتري أو تباع في يوم واحد وتنويعها إلى صفقات متعددة يؤدي إلى توزيع المخاطر وزيادة العائد.

وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية وفقاً لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً، أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية، ودرء للمخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وهي في ذلك تعتبر من أدوات التحوط المالي Financial Hedging. وتتحدد مقاصد الهندسة المالية وفقاً للحالة التي تواجه المؤسسة المعنية (Elbashir, 2002:3).

لذا فالهندسة المالية تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة (Tufano, 1998:236).

وقدم العديد من منظري الهندسة المالية أمثال (Party, 1987:104)، (Tufano, 1996:17) وغيرهم، عدة مفاهيم بينت أن أساس الهندسة المالية هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار، التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر. فقد عرفها (Eales, 1995:5) (إيجاد الأبجدية الأولى للمنتج المالي لتوصيله بربح مالي معين إلى المستعمل النهائي في وقت معين، أو على شكل مجاميع من الأرباح الزمنية على مدى فترات متعاقبة من الزمن)، كما عرفها (Fabozzi, 1996:3) (أنها التحول النهائي للمنتج المالي (الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغير أوضاع السوق المالي). في حين يقصد بالهندسة المالية الإسلامية (مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف) (صالح، 2002: 1). ومن التعريف السابق، يتضح لدى الباحث بأن الهندسة المالية تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:

- 1 – تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.
- 2 – تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.
- 3 – تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي (ﷺ) حيث قال (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها واجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينتقص من أوزارهم شيئاً) (السويلم، 2000: 3).

والهندسة المالية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة.

ثانياً- أهمية الهندسة المالية الإسلامية :

### Importance of Islamic Financial Engineering

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية. وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد على منتج وحيد (مثل الفرق بين الفائدة المدينة والدائنة) يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملائمة المستجدات. (صالح، 2002: 3)

ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية. وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فإن ذلك يفرض ضغوطاً تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية. ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرًا من المرونة ونصيبيًا سوقيًا وافرًا يساعدها على الاستثمار بفعالية.

وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصاً في عالمنا المعاصر اليوم بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة. (نصار، 2005: 2)

إن هذا التصور لأهمية الهندسة المالية لهو أحوج للبنوك الإسلامية من البنوك الربوية، لأن البنوك الإسلامية تتعامل بالعديد من العقود الحساسة في إجراءاتها، وتتعامل أيضاً في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها وهو ما يجعلها أشد حاجة للهندسة المالية، ويزيد في أهمية الهندسة المالية بالنسبة للبنوك الإسلامية في أنها تتعامل ضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم آلية أعمالها التمويلية والاستثمارية، ولهذا يتوجب على المهندس المالي في البنوك الإسلامية مراعاة هذه الضوابط وعدم اللجوء إلى الحيل، لأن الأحكام والضوابط الشرعية جاءت لتحقيق مصلحة للفرد والمجتمع معاً.

ثالثاً – أبعاد الهندسة المالية للتمويل الإسلامي:

## Dimensions of Islamic Financial Engineering

أن ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد. وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم الحثيث للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتهاة وكذلك استلهاام المستجدات الأخرى التي قد يفرزها العصر. وكما أصبح معروفاً ومشاعاً بين الناس فإن هناك صيغاً إسلامية كثيرة متاحة للتمويل، وخاصة في المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم نسبياً. أما دور الهندسة المالية كما أشرنا إليها هو ابتكار وسائل تمويل جديدة في مستوى التمويل طويل الأجل وخاصة بالنسبة للحكومات الإسلامية أو حكومات الدول التي ربما ترى أن تمويل مشروعاتها يتوجب أن يكون من خلال الإطار الإسلامي. فمثلاً يمكن لصيغ التمويل الإسلامية مثلاً المشاركة والمضاربة والمرابحة... الخ من أن تتمكن لسد الحاجة للتمويل قصير المدى إذا ما وجهت الوجهة الصحيحة ووضعت لها الضوابط الشرعية ونظم المتابعة والرقابة (الجلي، 2005:2).

وفي الغالب فإن الحكومات لا تلتزم بالإطار الإسلامي للتمويل أي تلجأ للبدائل التقليدية لسد حاجاتها من الأموال ومقابلة العجز في موازنتها عن طريق الإصدارات النقدية الجديدة أو بإصدار وبيع أدوات اقتراض ربوية (Ribawi Debt Instruments). هذا وقد أصبح من المسلم به الآن جنوح الخيارات لخلق عدم الاستقرار النقدي وزيادة حدة التضخم (Ebrahim, 1994:27).

وفي المقابل يجد الباحث أن ما هو متاح للحكومات التي تريد أن تتخذ من القواعد الإسلامية موجهاً خياران في الأعم الأغلب هما :-

- 1- القروض ذات المخاطر (Risky Debts).
- 2- الأدوات والأوراق المالية ذات الحصص من الأرباح والخسائر (Sharing Instrument Profit)

ومن هذه القواعد تبين الفرق الواضح بين الموجهات الأساسية في الاقتصاديات الربوية والاقتصادية الإسلامية فأهم ما تتطوي عليه موجهات الاقتصاديات الربوية تقليل تكلفة المعاملات وتقليل أو أبعاد المخاطر لجهات أو أطراف أخرى في المعاملة. أما الموجه الأساسي في الاقتصاد الإسلامي لأوراق وأدوات الدين فهو مبدأ المشاركة في المخاطر (Risk Sharing) وليس بالضرورة إبعادها لجهة أو طرف آخر .

ففي تمويل المدى القصير يمكن للحكومة المراقبة لقواعد الشرع من استعمال مبدأ الهدية (Gifting) الذي أقره الكثيرون كمبدأ أصيل في الإسلام لحديث صاحب رسول الله ﷺ جابر الأنصاري  $\tau$  الذي قال فيه:- " كان لي على النبي ﷺ دين ففضاني وزادني " (مشكاة المصابيح: كتاب البيوع: 2925 . رواه أبو داود وتصنيف الألباني: الجزء الثاني) .

وقد رأى كثير من الفقهاء عدم جواز هذا النوع من الهدايا معتمدين على بعض الأحاديث النبوية الشريفة (وليس هنا مجال للتوسع في هذا الاختلاف) (عويس، -136) 129:1998.

أما في المدى المتوسط والطويل فيقدم مفهوم الهندسة المالية طرقاً للحكومات تمكنها من الاستدانة من غير الإخلال بقواعد التمويل الإسلامية. والمرتکز لهذه الطرق، ربما جميعها، هو مقاسمة الأرباح والخسائر الناتجة. فمثلاً إذا كانت هناك حكومة تريد أن تمويل مشروعاً معيناً أو أنها تتوقع إيرادات معينة من الضرائب فيمكن للحكومة في هذه الحالة استدانة أقل مبلغ ممكن، وعند تاريخ الاستحقاق يمكن دفع أصل الدين مع علاوة متغيرة أو عائمة (Variable Bonus). فهذا مثال لأداة مالية مبتكرة مبنية على مبدأ المشاركة في الأرباح وغير ذلك يمكن للحكومة استعمال أدوات الدين ذات المخاطر (Risky Debt) مثل سندات الدخل (In Came Bonds) أو الدين شبه المشارك في الملكية (Quasi Equity Participating Debt) وقد نشأت سندات الدخل أول ما نشأت من إجراءات الإفلاس إذ عن طريقها تتمكن المنشأة أو الجهة المصدرة من تجنب مخاطر الإفلاس حتى تجد دخلاً كافياً لمقابلة التزاماتها. (Eljelly,1994:96) أما أوراق الدين شبه المشارك في الملكية (Quasi- Equity Debt Instrument) فهي تقوم على مبدأ المشاركة في التدفقات النقدية، إذ يقاسم المقرض في الدخل ويستفيد المقرض من أنه يحافظ على ملكية منشأته ويستفيد من مزايا القروض كوسيلة من وسائل التمويل (Ebrahim,2003:105). وهذه الابتكارات في وسائل التمويل مبنية على المبادئ المالية الإسلامية في تقاسم الأرباح وتقاسم المخاطر.

وقد استعملت هذه الأدوات والأوراق المالية في كثير من البلدان الإسلامية فمثلاً استعملت الحكومة الماليزية أدوات خزينة مبنية على الضرائب المشاركة (Treasury Tax – Anticipated) لتمويل مشاريع طويلة الأجل. وكذلك استعملت وزارة الأوقاف الأردنية سندات الدخل (Income Bonds) لتمويل المشاريع طويلة الأجل. أما قطاع المؤسسات في باكستان فقد استعمل شهادات مشاركة (Participaing –Term Certificate) (Qureshi,1990:117). تؤهل حاملها للمشاركة في عوائد المشاريع. ولم يقتصر استعمال هذه الأدوات على الأقطار الإسلامية فقد استعملت بعض هذه الأدوات من قبل مشاريع بناء السكك الحديدية حيث استعملت سندات الدخل. أما حديثاً فقد استحدث مصرف سيتي (Citi Bank) ورقة مالية هي شهادة مؤشر الأسهم (Stock index Certificate) وهي تمثل أداة من أدوات تقاسم الأرباح تتحرك تبعاً لتحرك أحد مؤشرات سوق الأسهم. وأيضاً استحدثت في النمسا أوراق أطلق عليها أسم أدوات أنماء مؤشر الأسهم النمساوي (Index Growth Notes Austrian Stock) (وتختصر بـ(SINGS))، وهي مرتبطة بمؤشر الأسهم النمساوي هبوطاً وعلواً (الجلي، 2005:3).

يتضح مما تقدم أن كل هذه الأدوات الجديدة ما هي إلا ابتكارات ووسائل جديدة تصب في خانة ما يعرف بالهندسة المالية، وعلاوة على ذلك، وهو الأهم فإنها تشير إلى أن مبادئ التمويل الإسلامية المبنية على المشاركة في الأرباح والمخاطر قابلة للتطبيق باستنباط

وسائل علمية وعملية تجعل من الممكن استعمال أدوات الهندسة المالية قابلة للتطبيق في البلدان الإسلامية وفقاً لشرائعها السماوية، بالتالي لم تكن ذات حكر على الدول الغربية. أن هذا القول لا يلقي جزافاً بل أن كثيراً من الدراسات التجريبية المنشورة قد برهنت على أن هذه الأدوات والأوراق المالية المبنية على هذه المبادئ المتماشية مع روح التمويل الإسلامي لا تقل كفاءة ولا فعالية عن رديفتها الربوية، بل أنها قد فاقتها في كثير من الأحيان. وقد أصبح معروفاً لدى الكثير من كتاب الاقتصاد الغربي ما يعرف بـ (Equity Premium Puzzle) وهي ظاهرة أن شهادات الملكية أو القائمة على المشاركة في العوائد لها علاوة غير مبررة أو غير ظاهرة مقارنة بالأوراق الربوية.

رابعاً – نماذج الهندسة المالية الإسلامية:

### Models of Islamic Financial Engineering

يمكن الإشارة هنا إلى بعض النماذج التمويلية التي قام العلماء المعاصرون المتخصصون في الاقتصاد الإسلامي بتطويرها باستخدام أسلوب الهندسة المالية ومنها:

**1 – نموذج المراجعة (السويلم، 2000: 25):** يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المراجعة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي:

أ- يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى البنك الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشاركة.

ب- يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية.

ج- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق. وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، فهو أولاً يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المراجعة بالمقارنة مع البنوك التقليدية، ومن ثم يبتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة، ويكون أيضاً مكملاً لعمل التجار وليس منافساً لهم.

**2 – نموذج الوكالة بأجر (عطية، 2001: 75-76):** ويقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي، من علاقة المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني، وهي اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين المودعين ومواعيد بدء وتصفيه الاستثمارات التي استخدمت فيها أموال المودعين، وهو يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي ودیعة بعينها، ويقترح عطية أن تكون علاقة البنك بالمودعين قائمة على أساس الوكالة بأجر بدلاً من المضاربة، حيث يعتبر البنك وكياً عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء أجر ثابت أو نسبة من مبلغ الوديعة ذاتها، وهذا المقترح يجعل دخل البنك مستقلاً عن مواعيد ونتائج عمليات الاستثمار الفعلية.

**3 – نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة (قحف، 1990: 166):** سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية، وهي جمع بين السند كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، وأليتها أن تكون هناك الخدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلاً

بحيث يكون الوصف تفصيلاً ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب جامعي، تتوفر فيه شروط معينة ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمته ومدته ووصفه، بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي بإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلاً، ويمثل السند حصة ساعية واحدة، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للسند الذي يمثل ملكيته للمنفعة، إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفاء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفو وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية، كما أوضحناه آنفاً.

يتضح مما تقدم أن الهندسة المالية قادرة على إيجاد حلول وبدائل جادة وكفوءة تخدم جميع أطراف العلاقة في المعاملات المالية الإسلامية، وهذا ما نأمل الاهتمام به في الوقت الراهن من قبل المصارف الإسلامية.

خامساً - المهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية :

### **Special Skills A financial Engineering Requires**

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصاً واسع الإطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات الآتية (Eales,2000:11):

- 1- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد .
  - 2- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة والأمثلية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.
  - 3- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.
  - 4- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.
  - 5- معرفة واسعة ببرامجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.
  - 6- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل.
- وتقع على عاتق المهندس المالي مسؤوليات جسيمة من بينها(النجار،1999:226-227):

- 1- التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال).
- 2- إدارة هيكل الأصول (النقدية - محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).
- 3- إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).
- 4- إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

ومن أجل حل المسائل الرياضية المتعلقة بالهندسة المالية فلا بد من توظيف بعض المقاييس المالية والإحصائية التي تستعمل في خلق وإعادة التركيب للعائد الأعلى لذا فمن الضروري جداً أن نفهم كيفية التوصل إلى المقاييس ومحدداتها.

أن من أهم المحفزات والقوى التي تؤثر على المالية الحديثة هو إعادة تجميع خطورة الآلية المعتمدة مع العائد. وتؤكد نظرية المحفظة الحديثة على اختبار الترابط بين هذين المتغيرين وتحديد مجموعة الأدوات التي تدخل في عملية التركيب لتقليل خطورة المحفظة. وتوضح المعادلة (1) الصيغة التي تحسب خطورة المحفظة (كمتغير) وتلعب دوراً رئيسياً في عالم المالية الحديث (Fabozzi,1996:91):

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^K x_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i<j} x_i x_j \sigma_{ij} \quad \text{المعادلة (1) * .....}$$

حيث أن :

$\sigma_p^2$  = تمثل خطورة المحفظة لموجودات k المقاسة بالمتغير.

$\sigma_i^2$  = تمثل الخطورة المرتبطة بالموجودات النموذجية i المقاسة بالمتغير .

$\sigma_{ij}$  = تمثل معامل المتغير لموجودات i و j في المحفظة .

$X_i, X_j$  = الأوزان لموجودات i وموجودات j في المحفظة .

\* أن جمع الأوزان ضرورية حيث أنه ناتج من تقليل تركيبة خطورة المحفظة.

ويفترض أن يتمتع المشاركون في الأسواق المالية بشيء من العقلانية وتجنب المخاطر. وفي مثل هذا النظام (المخاطرة والعائد)، هناك طريقة واحدة لتجنب المستثمر للمخاطرة وهي كلفة العائد القليلة حيث في المعلوم إذا كان العائد كبير كانت المخاطرة كبيرة أيضاً وعلى العكس من ذلك فلو كان العائد قليلاً فالمخاطرة منخفضة. فمثلاً لو أن شخصاً اشترى أمس سهماً بسعر 500 واليوم يباع بسعر 510 فالفرق بين هذين السعيرين هو 10 سنوات الذي يمثل الربح الحقيقي. إلا أنه لا ينظر إلى هذا الربح كاستثمار كبير. ألا أنه إذا تم احتساب العائد وفق النسبة المئوية ولنقل (2%) فإنها تعد إستراتيجية جيدة وكما موضحة في المعادلة الآتية (Fabozzi,1996:92):

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} * 100 \quad \text{المعادلة (2) * .....}$$

حيث أن :

$R_t$  = تمثل النسبة المئوية للعائد.

$P_t$  = تمثل سعر السهم في الفترة الزمنية الحالية.

$P_{t-1}$  = تمثل سعر السهم في الفترة الزمنية السابقة.

**المبحث الثاني: عقود الخيارات من منظور إسلامي**

**أولاً – مفهوم عقود الخيارات المالية: Concept of Option Contracts**

الخيارات في اللغة جمع خيار، والخيار أسم مشتق من الاختيار، والاختيار هو الاصطفاء وخير بين الشئين أي فوض إليه الخيار (الرازي، 1981:194-195) وجاء في

لسان العرب عن ابن الأعرابي قوله "وأنت بالخيار وبالمختار سواء، أي أختار ما شئت" (الخطاط، 1994:155) فالخيار في اللغة يتلاءم كثيراً مع ما تناولته الأدبيات المالية، إذ يتفق معظم الباحثين على أن الخيار هو عقد Contract يعطي حامله حقاً لشراء أو بيع موجود معين Asset بسعر معين يطلق عليه سعر التنفيذ وذلك في أو قبل تاريخ محدد (Samuels, et. al 1995)، ويعرفه آخرون بأنه (اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه وبسعر محدد، ولكن إذا رغب المشتري في ذلك (only if the buyer wishes to do so) وهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة (الراوي، 1999: 309).

ويشير الباحث إلى إمكانية اعتبار الخيارات على أنها نوع فريد من التعاقد المالي لأنها تعطي المشتري الحق ولكن ليس بصورة الإلزام في عمل شيء ما. ويستخدم المشتري مدى الخيار إذا كان نافعاً لعمله أما إذا كان هذا الخيار ضاراً فسوف لا يستخدمه المشتري.

عليه يمكن أن يعرف الباحث الخيارات بأنها عبارة عن (اتفاقيات تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات في سعر محدد وفي أي وقت قبل أو في التاريخ المعطى).

ويتفق معظم الباحثون في قضايا المال والاستثمار، ويدرك المتعاملون والمتخصصون، أن الخيارات تعد من أفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن. وقد باتت، بما تنطوي عليه من تنوع وآليات، قادرة تماماً على أي تصور أو سيناريو تكون عليه أسواق المال والاستثمار، أو يريد المتعاملون مواجهته، ولكن بشرط هو أن يكون المتعامل مدركاً لما هو بصدده، مدركاً لما تعنيه هذه الخيارات، ومدركاً للكيفية التي يستطيع بها تحقيق أهدافه في أسواق الخيارات، وبدون ذلك فإن حجم المخاطر يكون كبير، وأحياناً أكبر مما يمكن للمتعامل أن يتحمله. ولهذا نجد أن القوانين النافذة في شأن التعامل بالخيارات تلزم الوسطاء والسماسرة بشرح وتوضيح ما تتضمنه هذه السوق من فرص ومخاطر لكل من يتقدم لها بطلب للتعامل فيها (أسعد، 1994:125).

والخيارات أدوات مالية جوهرية إذ يتوجب على مديري المحافظ الاستثمارية فهمها ومعرفة كيفية التعامل بها، ويتم تداولها على نطاق واسع في العديد من الأسواق المالية العربية والدولية (جركس، 2001:103)، وتشتمل عقود الخيارات الأسهم العادية والسندات ومؤشرات الأسهم والعملات الأجنبية والسلع الزراعية والمعادن النفيسة ومعدلات الفائدة في المستقبل (Bodie et.al, 1999:608).

وقد تعامل الناس بعقود الخيارات منذ قرون عديدة، وذلك من خلال مكاتب التجار وبيوت السماسرة، ومن خلال أسواق غير منظمة.

ويذكر (Huang & Randall 1987:629) أنه قبل إنشاء السوق المنظمة كانت السوق تشتمل على عدد محدود من التجار والسماسرة يتبعون اتحاد تجار خيار البيع والشراء Put and call dealers association، وكان التجار أو السماسرة يعلنون عبر الصحف المتخصصة عن استعدادهم لإبرام الصفقات ومساعدة الأطراف المختلفة على التفاوض والوصول إلى اتفاقات بشأن تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ ومقدار العمولة، وقد



استمر هذا الوضع على حاله إلى أن ظهرت أول سوق منظمة لعقود الخيارات عام 1973 في مدينة شيكاغو، أطلق عليها سوق بورصة شيكاغو Chicago Board Options Exchange (CBOE) حيث عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة وسرعة، مما يعني تحسين سيولة الخيار (هندي، 1994: 631).

وكانت بورصة شيكاغو قد بدأت بخيارات الأسهم لخمس وعشرين شركة فقط، ثم ما لبثت أن ازدادت إلى أكثر من خمسمائة شركة، ولتشتغل على أسواق الأسهم والأوراق المالية والعملات والمعادن الثمينة وبقية السلع الرئيسية.

وفي الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، يرى بعض المستثمرين أن الخيارات هي من أكثر الأدوات أو الأفكار الاستثمارية غموضاً، وبالتالي يناون بأنفسهم عن التعامل بها (أسعد، 2001، 71-73).

### ثانياً – أنواع عقود الخيارات المالية: Types of Option Contracts

تنقسم الخيارات إلى نوعين وفقاً لموعد التنفيذ وهما (Francis, 1991: 88):  
أ) **عقد الخيار الأمريكي:** هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله (المستثمر) الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدماً، حيث أنه بالإمكان تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه. وحتى قبل التاريخ المحدد لتنفيذه. أو هو بمثابة اتفاق يعطي لأحد الطرفين الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات أو العملات الأجنبية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً حيث يتم تنفيذه خلال الفترة التي تمتد بين إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه (الراوي، 1999 : 309).

علماً أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوروبية يتعامل بها في أمريكا. وإذا كان عقد الخيار نص بأنه قد أنشأ بموجب الأسلوب الأمريكي (حبش، 1998: 180)، فهذا يعني بأن مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال عمر الحق (خلال مدة استحقاقه). وإن هذه الميزة لهذا الخيار تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق بموجب الخيار الأمريكي نسبة إلى الخيار الأوروبي.

ب – **عقد الخيار الأوروبي:** وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ما عدا موعد التنفيذ فإنه غير مسموح به إلا في التاريخ المحدد سلفاً (خريوش وآخرون، 1996: 675) مما يعني استطاعة مشتري حق الخيار أن يمارس حقه في التنفيذ فقط في اليوم الأخير من استحقاق العقد. ولا يعني هذا الخيار بأنه مستعمل في أوروبا فقط فهو يمكن استعماله في أي بورصة مالية.

نستنتج مما تقدم بأن الخيار الأمريكي يمكن ممارسته في أي وقت قبل موعد تنفيذ التاريخ، أما الخيار الأوروبي فيختلف عن الخيار الأمريكي من حيث أنه يمكن ممارسته فقط في تاريخ التنفيذ.

ومن جهة أخرى يمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين هما (العبادي، 2005: 74):

**النوع الأول: خيار الشراء (Call Option):** تعد خيارات الشراء أكثر أنواع الخيارات شيوعاً. حيث يعطي خيار الشراء لماسكه الحق في شراء أي موجود وفي سعر محدد وخلال فترة معينة من الزمن (Ross, 2002: 613) ولا يوجد هناك أي تقييد على النوع الموجود ولكن أغلب الخيارات العامة تعامل على أنها تبادلات مرتبطة بالأسهم والسندات والصكوك. وفي خيار الشراء يوجد طرفان: مشتري الخيار Buyer Option وهو الطرف الذي يملك الحق في شراء عدد من أسهم منشأة ما من طرف آخر، في خلال فترة تنتهي في تاريخ معين، وبسعر محدد عند التعاقد. أما الطرف الآخر فهو محرر الخيار Option Writer الذي يبيع له هذا الحق. ولا يقر خيار الشراء أي شي ملموس لحاملة، طالما لم يتم تنفيذه، فليس لحاملة أي حق مباشر في أرباح المنشأة، بل وليس له أية علاقة بالمنشأة بالمرّة (هندي، 2002: 557).

ولابد من الإشارة إلى أن مشتري حق الخيار (Buyer or Holder) الحق في أن يشتري من الطرف الآخر أصلاً معيناً بسعر محدد (سعر التنفيذ) وخلال فترة محددة وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، وهو غير ملتزم بالتنفيذ وثمان هذا الحق الذي يحدده سعر السوق هو ما يسمى بالعلّوة والتي يدفعها المشتري إلى الطرف الآخر (البائع) (حبش، 1998: 181). كما أن مشتري حق الشراء هو شخص متفائل دائماً في الأسواق المالية ويتوقع ارتفاع الأسعار، ولكي يستفيد من هذا التوقع فهو يشتري حق خيار بعد أن يحدد الشروط التي يراها مناسبة لتوقعاته وتحقق له الأرباح وهذه الشروط هي: (العبادي، 2005: 74)

\* سعر التنفيذ للأصل .

\* مدة العقد .

\* قيمة العقد .

\* أسلوب العقد (أوربي أو أمريكي) .

ويعد سعر التنفيذ ومدة العقد من العوامل الرئيسية في العقد وتعني بالنسبة لمشتري حق الشراء بأن سعر السوق سوف يرتفع أكثر من سعر التنفيذ خلال فترة العقد لكي تتحقق الأرباح المتوقعة.

يتضح من خلال ذلك بأن أقصى ما يخسره مشتري الحق هو قيمة العلّوة Premium وهذا يعني أن خسائر ومخاطر مشتري الحق في حالة عدم تنفيذ حق الخيار هي محدودة ولا تتجاوز قيمة العلّوة في أي حال من الأحوال. وبسبب حصر مخاطر شراء الحقوق في العلّوة فإنه ينصح عادة أن يبدأ المتعاملون الجدد بالتعامل بأدوات الخيار في عمليات الشراء وليست عمليات البيع.

ومما ينبغي الإشارة إليه، بأن مشتري الخيارات يظل يراقب أسعار الموجودات لمنشأة معينة فإذا ما ارتفعت إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر

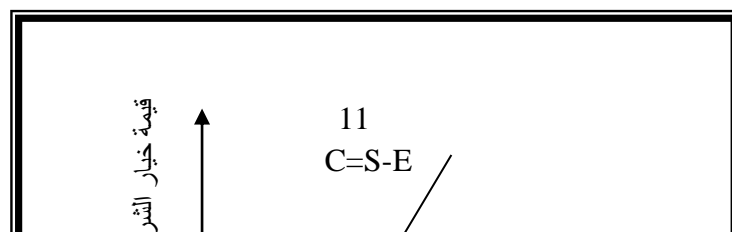
المتفق عليه، ينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شريطة أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أمريكياً، أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوربياً (رمضان، 1998:93) وبعد أن تعرفنا على خيار الشراء لابد لنا من أن نتطرق إلى ماهية قيمة عقد خيار الشراء في بورصة عامة في تاريخ الانتهاء؟ وأن الإجابة على هذا السؤال تعتمد على قيمة الأسهم الأساسية في تاريخ الانتهاء. ولتوضيح ذلك افترض الباحث أن سعر السهم الواحد هو \$130 في وقت التنفيذ، لذا فإن مشتري الخيار سوف يكون له الحق في شراء أي شيء بقيمة \$100 حتى وإذا كان قيمة هذا الشيء \$130 وهو أمر جيد. أن قيمة هذا الحق هو \$30 (100-130) في يوم التنفيذ. ويمكن أن يكون حق الشراء ذا قيمة حتى وإذا كان سعر السهم الواحد أعلى في يوم التنفيذ.

فمثلاً إذا كانت بورصة IBM تبيع السهم الواحد \$150 في تاريخ التنفيذ فإن الشراء سيصبح ذا قيمة بحوالي \$50 (100-150) في ذلك الوقت. وفي الحقيقة إن قيمة الشراء تزداد دولار واحد لكل دولار زيادة في سعر السهم (Ross, 2002:613). وإذا كان سعر السهم أعلى من سعر الممارسة سوف نقول أن عملية الشراء ذات منفعة وبالطبع من الممكن أيضاً أن قيمة السهم العام سوف تكون أقل من سعر الممارسة. وفي هذه الحالة سنقول بأن عملية الشراء غير مربحة. وسوف لن يمارس المالك في هذه الحالة. فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر السهم الواحد في تاريخ التنفيذ هو \$90 فليس هناك مستثمر رشيد سيقبل أن يمارس عملية الشراء. فمن يدفع \$100 لشراء سهم يساوي \$90؟ ولأن صاحب الخيار ليس ملزماً بممارسة هذا الشراء لذا فإنه يستطيع أن يتخلى عنه. وكنتيجة لذلك إذا كان سعر سهم IBM أقل من \$100 في تاريخ التنفيذ فإن قيمة خيار الشراء ستكون صفر (Zero). وفي هذه الحالة فإن قيمة خيار الشراء ليس الفرق بين سعر سهم IBM و\$100 لأن ذلك سيلزم المالك بممارسة عملية الشراء. ويمكن توضيح عملية الدفع في تاريخ التنفيذ بالتالي :

### الدفع في تاريخ التنفيذ

إذا سعر السهم أقل من \$100	إذا سعر السهم أكثر من \$100	قيمة خيار الشراء =
0	سعر السهم - \$100	

والشكل (1) يعكس قيمة الجدول في تاريخ الانتهاء ضد قيمة بورصة IBM ويشار إليها باسم مخطط العصا الهوكي لقيم خيار الشراء (Hockey – Stick Diagram of Option Values) فإذا كان سعر السهم أقل من \$100 فإن خيار الشراء لا يساوي شيئاً. إما إذا كان سعر السهم أكبر من \$100، فإن خيار الشراء يولد مردوداً جيداً وأن قيمته تزداد بزيادة سعر السهم. ومن الممكن ملاحظة أن خيار الشراء لا يمكن أن يكون ذا قيمة سالبة. وهو ما يعرف بأنه الاعتمادية المحدودة (Limited – Liability Instrument) مما يعني أن المالك يمكن أن يخسر كل ما دفعه من مبلغ أولي لشراء السهم.



### الشكل (1) قيمة خيار الشراء في تاريخ التنفيذ

Source: Ross, and Others “Corporate Finance” McGraw-Hill, Irwin, 2002, P: 614

ويمكن الوقوف على تنفيذ أو عدم تنفيذ الخيار (خيار الشراء) من خلال اعتماد المخطط في الشكل السابق :-

1- إذا كان سعر السهم عند الانتهاء (S) أكبر من سعر التنفيذ (E) للخيار فإن المستثمر يعتمد على تنفيذ الخيار والحصول على أرباح للسهم تساوي الفرق بين (S-E) (سعر السهم - سعر التنفيذ) ناقص العلاوة المدفوعة. وهنا يجب أن تتساوى قيمة الخيار مع الأرباح المتحققة وذلك عند سعر الانتهاء  $C = (S - E)$  (قيمة الخيار = سعر السهم - سعر التنفيذ).

2- أما إذا كان سعر السهم (S) يساوي أو أقل من سعر التنفيذ، فإن الخيار لا يحقق أية مزية ويكون خيار الشراء مساوياً للصفر  $C = 0$ .

أما عند المزج بين الاحتمالين السابقين فإن قيمة خيار الشراء عند الانتهاء تكون  $C = \text{Max}(0, S - E)$  أي أنها إما أن تكون مساوية للصفر أو أنها تحقق أرباحاً معينة.

ويستعمل خيار الشراء للأغراض الآتية (حبش, 1998: 182) :-

1- **أغراض المضاربة Speculative**: حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته وهي ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ.

2- **أغراض التحوط Hedging**: وهنا يكون المتعامل (Dealer) صاحب مركز مكشوف من العملة المنوي حق شرائها أو ملتزم بدفعات مستقبلية من هذه العملات مع خشية من ارتفاع الأسعار والتي قد ترتفع كثيراً هذا مع حقه في الاستفادة من فرصة انخفاض الأسعار في حالة حدوثها.

3- **أغراض استثمارية Investment**: يعد شراء حق الشراء أداة استثمارية بديلة عن حيازة الأصل بشكل مؤقت وذلك بانتظار توقع ارتفاع السعر في وقت استحقاق عقد الخيار وإمكانية الشراء والاستثمار بالسعر الأقل وهو سعر التنفيذ، لهذا فإن المتعامل المستثمر يمتلك السهولة اللازمة لتنفيذ شراء الأصل الفعلي، وسوف يكون تركيز الدراسة الحالية على الأغراض الاستثمارية أكثر من غيرها.

ومن الجدير بالذكر، بأن هناك عوامل تحدد قيم خيار الشراء والتي بالإمكان تقسيمها إلى مجموعتين، حيث تحتوي المجموعة الأولى: على خصائص عقد الخيار. وأن أهم خصائص العقد هي سعر الممارسة وتاريخ الانتهاء. أما المجموعة الثانية: فتشمل العوامل المؤثرة على سعر خيار الشراء فيما يخص بـمميزات البورصة والسوق.

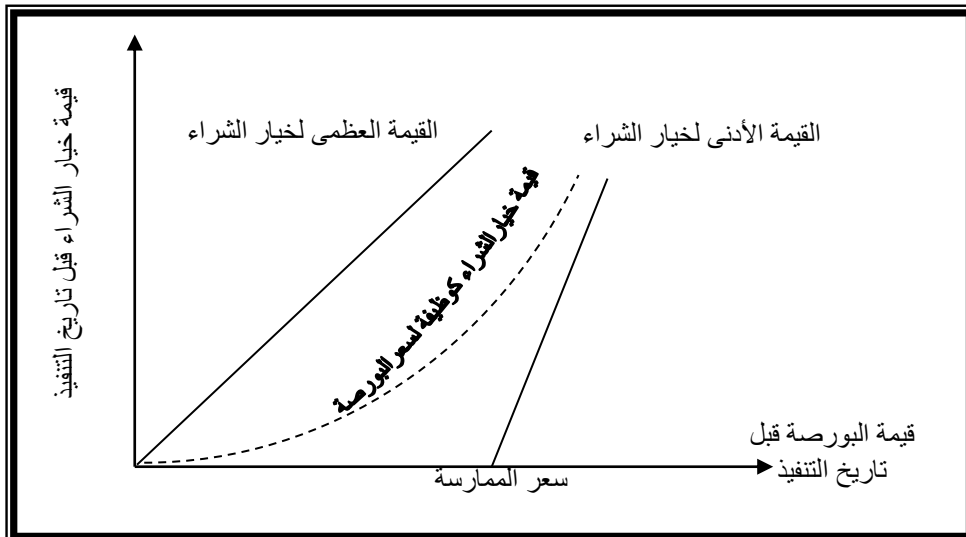
**المجموعة الأولى : خصائص العقد (Ross,2002:622)**

**1- سعر الممارسة Exercise Price :** أن أي زيادة في سعر الممارسة تقلل من قيم خيار الشراء. فمثلاً لو كان هناك خياران للشراء يباعان بسعر \$40 بالنسبة لخيار الشراء الأول وبسعر \$50 بالنسبة لخيار الثاني والذي لديه سعر ممارسة هو \$60 فسوف يقع الاختيار على الخيار ذو سعر ممارسة \$40 لأن هذا الخيار هو-\$60)20\$. وبمعنى آخر، أن خيار الشراء ذو سعر الممارسة \$40 يجب أن يباع بأكثر من خيار شراء مماثل ذي سعر ممارسة \$50.

**2- تاريخ الممارسة Expiration Date:** يتوجب أن تكون قيم خيار الشراء الأمريكي مشابهة لقيمة أي خيار آخر خلال وقت قصير إلى تاريخ الانتهاء. فإذا أخذنا خياران من النوع الأمريكي، الأول ينتهي بعد تسعة أشهر والثاني خلال ستة أشهر. فمن الواضح أن يتمتع خيار التسعة أشهر بنفس الحقوق التي يتمتع بها خيار الستة أشهر، ولديه ثلاثة أشهر إضافية يمكن خلالها ممارسة هذه الحقوق ويكون الخيار المفضل.

**3- سعر السهم Stock Price:** كلما كان سعر السهم مرتفعاً كلما كانت قيمة خيار الشراء مرتفعة فإذا كان سعر السهم \$80 فإن خيار الشراء ذو سعر الممارسة \$100 لا يستحق أكثر من ذلك. أما إذا بلغ سعر السهم \$120 فإن خيار البيع سيصبح أكثر قيمة ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل (2) الآتي والذي يبين العلاقة بين سعر خيار الشراء وسعر البورصة قبل وقت التنفيذ. ويشير المنحني إلى أن سعر خيار الشراء يزداد كلما ازداد سعر البورصة.

ويوضح الشكل كذلك العلاقة ممثلة بمنحني متعرج وليس بخط مستقيم. وهذا يعني بان الزيادة في سعر خيار الشراء لأي تغير حاصل في سعر البورصة يكون أكبر عندما يرتفع سعر البورصة كثيراً.



الشكل (2) قيمة خيار الشراء الأمريكي كوظيفة لسعر البورصة

Source: Ross, and Others "Corporate Finance" McGraw-Hill,  
Irwin,2002, P:623

يتضح من الشكل السابق بأن هناك نقطتين مهمتين في المنحنى الموجود هما:  
(1) **احتمالية أن يكون سعر البورصة غير ذي فائدة (قيمة):** يجب أن يكون خيار الشراء ذا قيمة فإذا كان سعر البورصة الضمني ليست له قيمة فأن الحق سوف لن يمارس. وهذا يعني، إذا كان سعر البورصة غير ذي قيمة، فإنه لا يستحق أن ندفع سعر الممارسة لكي نحصل على سعر البورصة.

(2) **سعر البورصة مرتفع جداً ومرتبب بسعر الممارسة:** ففي هذه الحالة، يعرف مالك خيار الشراء بأنه سيصل في النهاية إلى ممارسة خيار الشراء. ويرى نفسه الآن بأنه صاحب السهم باختلاف واحد وهو أنه يتوجب عليه دفع سعر الممارسة في تاريخ التنفيذ. وهكذا، فإن قيمة موقفه، أي قيمة خيار الشراء :-

$$\text{المعادلة} \quad \text{قيمة خيار الشراء} = \text{سعر البورصة} - \text{القيمة الحالية لسعر الممارسة} \quad \dots(3)$$

حيث يرتبط سعر خيار الشراء بصورة إيجابية بسعر البورصة. وكذلك فإن التغيير في سعر خيار الشراء لأي تغيير حاصل في سعر البورصة يكون كبيراً عندما يرتفع سعر البورصة. بالإضافة إلى ما ذكر فإنه توجد أربع علاقات لخيارات الشراء الأمريكية وهي (Ross, 2002: 625):-

- أ- لا يمكن أن يكون سعر خيار الشراء أكبر من سعر السهم (الحد الأعلى).
- ب- لا يمكن أن يكون سعر خيار الشراء أقل من الصفر أو الاختلاف ما بين سعر السهم وسعر الممارسة (الحد الأدنى).
- ج- يمكن أن يكون خيار الشراء صفراً إذا كان سعر البورصة يساوي صفراً.
- د- عندما يكون سعر البورصة أكبر من سعر الممارسة، يميل سعر خيار الشراء إلى الاختلاف ما بين سعر السهم والقيمة الحالية لسعر الممارسة.

**النوع الثاني: خيارات البيع (Put Option):** وهو عقد أو اتفاقية يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الموجودات أو الأوراق المالية بسعر محدد يتفق عليه بين مشتري خيار البيع ومحرره، أما في تاريخ أو يوم محدد عادة آخر يوم (الخيار الأوربي)، أو في أو قبل انقضاء تاريخ محدد في المستقبل (الخيار الأمريكي)، ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب مشتري خيار البيع ذلك واتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الأوراق المالية (جركس، 2001:104).

وتجدر الإشارة إلى أن مشتري خيار الشراء يحقق أرباحاً عندما يرتفع سعر الموجود في السوق عند تنفيذ العقد، بينما يخسر فقط قيمة التعويض عند انخفاض سعر ذلك الموجود لأنه لن ينفذ العقد. أما المشتري لخيار البيع فسوف يحقق أرباحاً عندما ينخفض سعر

الموجود في السوق عند تنفيذ العقد، ويخسر فقط قيمة التعويض أو المكافأة عند ارتفاع السعر لأنه ليس من مصلحته تنفيذ العقد وليس مجبراً على التنفيذ. ولا بد من التنويه إلى أنه في حالة انخفاض أسعار الموجودات الخاصة بالعقد في أي منشأة ما في السوق إلى مستوى أقل من السعر المحدد في عقد الخيار فإن حامل العقد يمارس حقه في البيع لمصدر الخيار بسعر التنفيذ المتفق عليه وعلى مصدر العقد أن يشتريه بذلك السعر. أما إذا ارتفعت أسعار الموجودات إلى أعلى من السعر المحدد فإن حامل العقد لن يمارس حقه وتكون خسارته عبارة عن ثمن شراء العقد فقط. وبالمقابل تكون ربح مصدر العقد مساوية للمبلغ نفسه الذي يحققه حامل العقد وهو مكسب له، وأن تلك الخسارة التي يتحملها حامل العقد تتمثل بالعلوة المحددة مسبقاً. أي أنه في عقد الخيارات دائماً ما يكون طرف رابح وآخر خاسر والأرباح تكون مساوية للخسائر سواء في حالة تنفيذ أو عدم التنفيذ (هندي، 1994: 191-194) ويتم حساب المكاسب التي يمكن أن يحققها حامل العقد في حالة تنفيذه من خلال الصيغة الآتية (رمضان، 1998: 94) :

$$\text{المعادلة (4)..} \quad \boxed{\text{المكاسب (الخسائر)} = \text{عدد الأسهم في العقد} \times [\text{سعر السهم} - \text{سعر التنفيذ}] - \text{ثمن شراء العقد}}$$

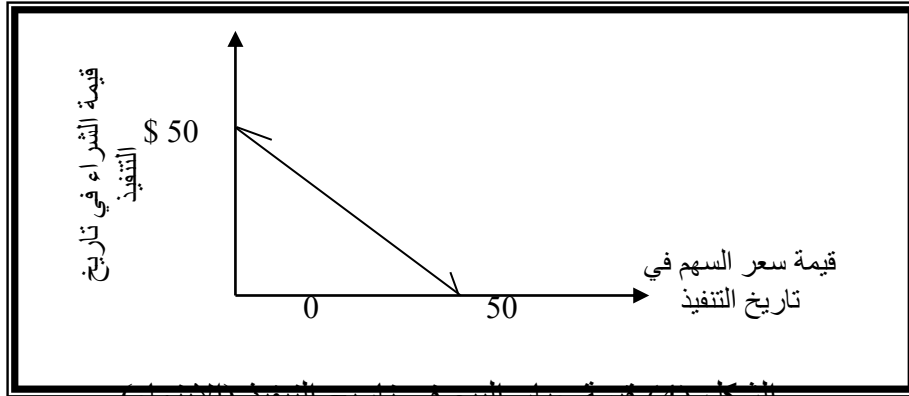
وكما هو الحال في بقية أدوات الهندسة المالية فإن مشتري الخيار يتخذ مركزاً طويلاً ومحرر الخيار يتخذ مركزاً قصيراً، ويقوم مشتري الخيار بدفع علاوة أو قسط لمحرر الخيار مقابل الحصول على حق البيع أو الشراء تتراوح بين 10-15% من قيمة الموجود محل التعاقد، أو من قيمة التدفقات النقدية الناتجة عن التعاقد، وما أن تتم عملية التعاقد فإنه ستكون هناك ثلاثة احتمالات أمام ماسك الخيار فهو إما أن يقوم ببيعه في السوق الثانوية أو يقوم بتنفيذه إذا ما تمكن من تحقيق الأرباح أو ينتظر حتى موعد استحقاقه الأخير ليقوم بتنفيذه أو عدم تنفيذه (Shastr&Tandon, 1986:378).

ويشير الباحث إلى إمكانية النظر إلى خيار البيع كعملية معاكسة لخيار الشراء، فكما يعطي خيار الشراء للمالك الحق في شراء السهم في سعر ثابت، فإن خيار البيع يعطي المالك الخيار نفسه لبيع السهم في سعر ممارسة ثابت.

وكما هو الشأن بالنسبة لخيار الشراء فإنه للحصول على خيار البيع لابد من دفع ثمن مناسب يقنع الطرف الآخر ببيع مثل هذا الحق أو الخيار. ومن الطبيعي أن نفترض أن الطرف الآخر سيقبل عقد صفقة في هذا الشأن إذا اعتقد بأن سعر السهم لن ينخفض عن ذلك السعر المحدد (أسعد، 1994: 136).

ومن الجدير بالذكر، بأن الظروف التي تحدد قيمة خيار البيع هي معاكسة لتلك الظروف المتعلقة بخيار الشراء، لأن خيار البيع يعطي المالك الحق في بيع الأسهم، فإذا افترضنا أن سعر الممارسة لخيار البيع هو \$50 وأن سعر البورصة في وقت التنفيذ هو \$40 فإن حامل هذا الخيار (أي خيار البيع) سيكون له الحق في بيع السهم بأكثر مما

يستحق من قيمة، وهو نوع مربح نوعاً ما (Ross,2002:614) كما موضح في الشكل (4) الآتي:-



الشكل (4) قيمة خيار البيع في تاريخ التنفيذ (الانتهاء)

Source: Ross, and Others "Corporate Finance" McGraw-Hill, Irwin, 2002, P: 615.

مما يعني إمكانية شراء السهم بسعر السوق (\$40) وفوراً يبيعه بسعر ممارسة (\$50) ويربح \$10. (\$50-\$40) وهكذا فإن كل دولار ينقص من سعر البورصة في تاريخ التنفيذ يرفع من قيمة خيار البيع بدولار واحد أيضاً، ولكن لنفترض أن سعر السهم في تاريخ التنفيذ يباع بـ\$60 أو أي سعر أعلى من سعر الممارسة \$50 لذلك سوف لن يمارس المالك حقه في خيار البيع هذا، لأنها خسارة كبيرة أن تباع السهم بـ\$50 بينما يباع في سوق مفتوح بسعر \$60. وبدلاً من ذلك يتخلى مالك خيار البيع عنه وهذا يعني أنه سوف يلغي الخيار.

استحقاق الدفع في تاريخ الانتهاء	
إذا كان سعر السهم أكبر من \$50	إذا كان سعر السهم أقل من \$50
0	قيمة خيار البيع = (سعر السهم - \$50)

ولابد من الإشارة إلى مشتري حق البيع هو شخص متشائم بالنسبة لأسعار السوق ويتوقع انخفاضها بعكس مشتري حق الشراء المذكور سابقاً (حبش، 1998:187) حيث يشابه شراء حق البيع ببوليصة تأمين يضمن بموجبها المشتري بأنه سوف يبيع موجوداته من الأصول المالية بسعر معين (سعر التنفيذ) وليس بسعر السوق المتوقع انخفاضه. وتستعمل عقود خيار البيع لأغراض المضاربة أو لأغراض التحوط وكما يأتي (حبش، 1998:187):-

**1- أغراض المضاربة Speculative:** حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق البيع إذا ما تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار في السوق بأعلى من سعر التنفيذ. وبالمقابل



في هذه الحالة لا يملك الأصول المالية التي سوف تباع إذا مارس حقه في البيع، وإنما هو يضارب على ارتفاع سعر حق الخيار أو الاستفادة من فرق سعر التنفيذ مع سعر السوق إذا ما تحققت توقعاته .

**2- أغراض التحوط Hedging:** يستعمل المتعامل هذه الأداة لضمان بيع موجوداته بسعر محدد (سعر التنفيذ) ولهذا فهو بموجب حق البيع يضمن بيع هذه الموجودات بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ خاصة إذا ما انخفضت الأسعار بأقل من هذا السعر في الأسواق المالية.

وكما هو الحال في خيارات الشراء، فإن هناك ثمة عوامل مؤثرة أيضاً في خيارات البيع والتي تتحدد بثلاثة عوامل يمكن الإشارة إليها كالآتي (Ross, 2002:624):

(1) تنخفض القيمة السوقية لخيار البيع كلما ازداد سعر السهم. لأن خيارات البيع ذات قيمة مالية عندما يكون سعر شراء الأسهم في البورصة أقل من سعر الممارسة.

(2) تكون قيمة خيار البيع ذا سعر الممارسة المرتفع نسبياً أكبر من قيمة خيار البيع ذي سعر ممارسة منخفض لنفس السبب الموضح سلفاً .

(3) يؤثر معدل الفائدة المرتفع بوضوح على قيمة خيار البيع. فالقدرة على بيع السهم بسعر ممارسة ثابت في المستقبل في بعض الأحيان يساوي أقل من قيمته الحالية لسعر الممارسة إذا طرح من معدل الفائدة المرتفع. أما تأثير العاملين الآخرين على خيارات البيع فهي مشابهة للعوامل المؤثرة على خيارات الشراء :

(4) تكون قيمة خيار البيع الأمريكي لأي تاريخ تنفيذ أكبر من خيار بيع مماثل ذي فترة تنفيذ مبكرة. مما يعني أن طول مدة الانتهاء تعطي مالك خيار البيع مرونة أكثر كما هو الحال في خيار الشراء.

(5) إن تقلب سعر السهم الضمني يزيد من قيمة خيار البيع.

ومن الجدير بالذكر أن بائع خيار البيع يفكر بطريقة معاكسة لمشتري هذا الخيار الذي يتوقع أن تنخفض الأسعار وبهذا يضمن البيع بسعر محدد. حيث يتوقع بائع خيار البيع أن ترتفع الأسعار ولهذا فإن حق الخيار لن يمارس وسوف يستفيد من قيمة العلاوة، وتفكير هذا المتعامل يتطابق مع تفكير مشتري خيار الشراء. ولهذا يمكن القول (حبش، 1998:197) :

**\* بائع خيار البيع + مشتري خيار الشراء: يتوقعوا ارتفاع الأسعار (كلاهما مشتري محتمل).**

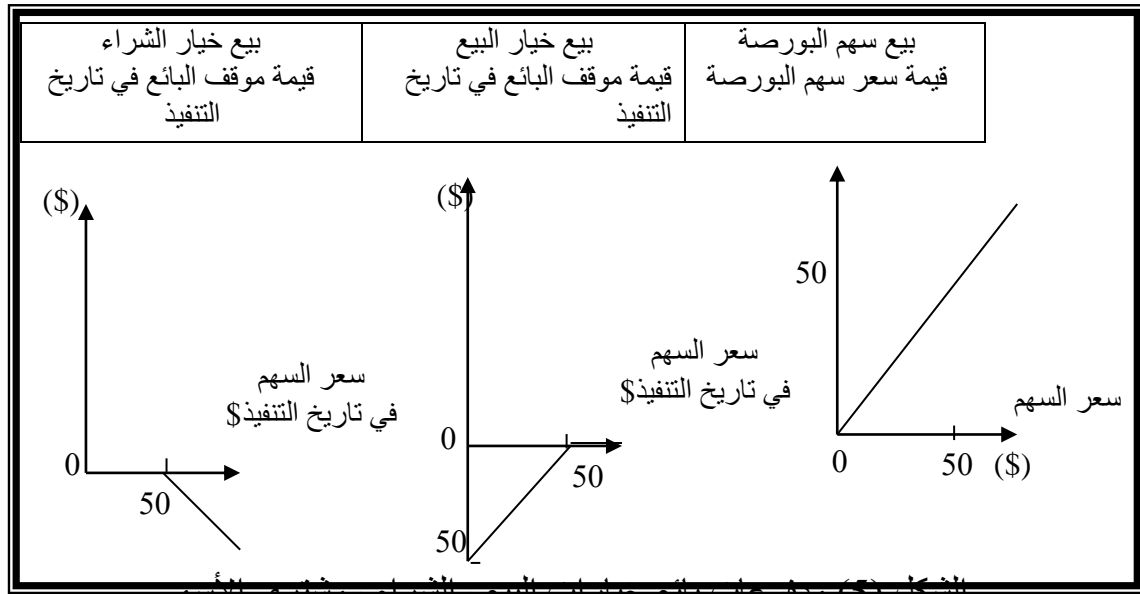
**\* بائع خيار الشراء + مشتري خيار البيع: يتوقعوا انخفاض الأسعار (كلاهما بائع محتمل).**

ومن أهم الاستعمالات الرئيسية لبيع خيار البيع هو أن البائع ينوي فعلاً الشراء للأصل ويحدد سعر الشراء (سعر التنفيذ) وهو على استعداد لعملية الشراء للأصل إذا ما اتجهت الأسعار إلى الانخفاض بعكس ما توقع، وفي هذه الحالة فهو يخسر فرصة الشراء بأسعار السوق المنخفضة حيث يكون سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق.

ويلتزم بائع خيار البيع بشراء السهم الأساسي عندما يقرر حامل الخيار تنفيذه، ويستلم مقابل هذا الالتزام علاوة تمثل مكافأة عن تحمله مخاطر الخسارة من انخفاض سعر السهم.

وعادة لا يتوقع بائع خيار البيع انخفاض سعر السهم، فإذا كانت توقعاته صحيحة فإنه يكسب مبلغ العلاوة مما يعزز من عائده (Gueravd&Vaught,1989:260).  
ولابد من الإشارة هنا، إلى **حقيقتين** يجب معرفتهما وعدم تجاهلهما **فالأولى**: أن المستثمر الذي يمتلك أسهماً ثم يقرر شراء خيار بيع أو بيع خيار شراء هو مستثمر محافظ. ذلك أنه يستهدف من الخيار في الأساس الحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، لو أن تغيرات غير مؤاتية قد طرأت على القيمة السوقية للسهم. أما **الحقيقة الثانية** فهي: أن العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الذاتية للخيار، هي علاقة طردية في حالة خيار الشراء، وعكسية في حالة خيار البيع.

ويمكن توضيح مواقف قيم (بيع خيار الشراء) و(بيع خيار البيع) في الشكل (5). حيث يبين الجانب الأيسر من الشكل بأن بائع خيار الشراء لا يخسر عندما ينخفض سعر السهم في تاريخ التنفيذ تحت \$50. ولكن سيخسر البائع دولاراً عن كل دولار عندما يرتفع سعر السهم فوق \$50. أما المخطط الذي يقع في منتصف الشكل فيوضح بأن بائع خيار البيع لا يخسر شيئاً عندما يرتفع سعر السهم في تاريخ التنفيذ فوق \$50. ولكن سيخسر البائع دولاراً عن كل دولار عندما ينخفض سعر السهم دون \$50.



الشكل (5) مدفوعات بائع خيارات البيع والشراء ومشتري الأسهم

Source: Ross, and Others “Corporate Finance” McGraw-Hill, Irwin, 2002, P: 617.

كما يوضح الشكل (5) قيمة التنفيذ للشراء البسيط في سعر السهم. حيث يمكن ملاحظة أن شراء السهم هو مشابه لخيار الشراء في بورصة ذات سعر ممارسة مساوياً للصفر. وهذا غير مفاجئ، فإذا كان سعر الممارسة هو صفر فإن مالك الشراء يستطيع أن يبيع السهم بدون أي مقابل.

ثالثاً - آراء العلماء في عقود الخيارات:

من الواضح أن هناك فروقاً جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي وعقود الخيارات المتداولة في الأسواق المالية، من أبرز هذه الفروق أن الخيار

الشرعي ليس له وجود مستقل دون عقد البيع, فهو جزء من عقد البيع, وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع. أما الخيار المالي فهو عقد مستقل ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد, وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان. ومع ذلك فإن للعلماء في عقود الخيارات آرايان: (حطاب، 2002: 5-7)

الرأي الأول: المحرّمون:

يرى معظم العلماء المعاصرين تحريم هذه العقود, فقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات, حيث جاء في القرار رقم (7/6/65) "بعد الإطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله, تقرر: أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات- كما تجري اليوم في الأسواق المالية- هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه غير جائز شرعاً وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها" ([www.fatawa.al-islam.com](http://www.fatawa.al-islam.com))

وقد بحث (محيي الدين، 1986: 266) هذا الموضوع تحت عنوان "رأي الفقه في البيوع الشرطية الأجلة" وقسمها إلى أربعة أشكال اعتبرها جميعاً محرمة وهي:

1- **البيع بشرط التعويض:** وذلك بأن يعطى الخيار للبائع أو المشتري بأن ينفذ العقد أو يفسخه مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقاً.

2- **البيع بشرط الزيادة:** ويعطى فيها الخيار للمشتري بأن يستزيد من الشراء في موعد التصفية.

3- **البيع بشرط الانتقاء:** ويعطى فيها الخيار للمتعاقد بأن يختار في موعد التصفية وضع البائع أو وضع المشتري بكمية محدودة من السلع وبسعر محدد مسبقاً.

4- **العمليات المركبة من العمليات السابقة.**

ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على التحريم ما يلي (محيي الدين، 1986: 268-278), (رضوان، 1996: 470-489), (كـمـال، 1996: 219-222), (هارون، 1999: 271-277), (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1990: 1273-1721) :

### 1- تعارض عقود الخيار الشرطية مع قصد الشارع لتحقيق العدل:

فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد... إن خيار الشرط لم يبيح من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتر, أو أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المباعة (في حالة البيوع المضاعفة).

فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر...

## 2- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة:

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد ... فيه شروط ليست من مقتضى العقد, أو تنافي مقتضى العقد, أو تشتمل على غرض يورث التنازع.

## 3- انطواء البيوع الآجلة الشريطية على بيع الإنسان ما ليس عنده:

فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم, وكل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار.

## 4- صورية أغلب البيوع الخيارية الشريطية:

أغلب البيوع الشريطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك فلا المشتري يملك المبيع, ولا البائع يملك الثمن, ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك, ولما كانت عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض كانت غير محققة لهذا المقتضى, وما خالف مقتضى العقد فهو باطل.

## 5- الغرر في عقود الخيارات:

فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية, وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب لآخرين.

الرأي الثاني: المجيزون

ذهبت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية (1982, 224/5) إلى جواز عقود الخيارات الشريطية, وإلى أن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه... ولما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن يبيعه حقه هذا, يدفعه من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق من مال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار هو حق للبائع لا يرد إلى دافعه, وتضيف الموسوعة " وكما جوزنا العمليات الشريطية البسيطة, فإننا نرى جواز العمليات الشريطية المركبة لنفس الأسباب" وكذلك أجازها (الزحيلي, 1990: 1331-1332).

## وقد استدلوها بعدد من الحجج والأدلة منها(حطاب، 2002: 7):

- قوله تعالى: { يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود } (المائدة: 1)
- قوله ﷺ: "والمسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً" (سنن أبي داود, 830, وقال الألباني في أرواء الغليل "صحيح" 142/5)
- تحقق مصلحة أكبر من المفسدة.
- ضرورة وجود سوق مالية إسلامية.

ومن خلال تأمل أدلة الفريقين, يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدلت بها الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية, وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال

الذي ذهبت إليه الموسوعة.

المبحث الثالث: التكييف الفقهي لعقود الخيارات:

من خلال الاستقراء والتأمل يمكن أن يندرج عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية في الوقت الحاضر - بعد إضافة الضوابط الشرعية وتغيير العقود المنظمة لهذه العقود- تحت

عدد من العقود والتكليفات الفقهية التالي:(حطاب،2002: 7)

**أولاً- عقد الخيار والحقوق المعنوية:** سبقت الإشارة إلى أن عقد الخيار هو حق معنوي، فما هو حكم الشريعة الإسلامية في الحقوق المعنوية، وهل كافة الحقوق المعنوية معتبرة شرعاً ويمكن الاعتياض عنها أو مبادلتها بمال؟

ويقسم الفقهاء الحقوق إلى قسمين (العثماني، 1988، 2358):

**أ- الحقوق الشرعية:** وهي التي ثبتت من قبل الشارع، ولا مدخل في ثبوتها للقياس، مثل حق الشفعة، وحق الولاء، وحق الوراثة، وحق النسب، وحق القصاص، وحق التمتع بالزوجة، وحق الطلاق، وحق الحضانة والولاية... الخ.

**ب- الحقوق العرفية:** وهي التي ثبتت لأصحابها بحكم العرف والعادة، مثل حق المرور في الطريق، وحق الشرب، وحق التعليق، وحق التسييل، وحق وضع الخشب على الجدار. وما يهمننا في هذه الدراسة هو النوع الثاني من الحقوق، فهل يجوز الاعتياض عن هذه الحقوق، وبمعنى آخر هل يجوز بيعها؟

اختلف الفقهاء في ذلك، وأصل الخلاف بين الفقهاء في هذه المسألة هو اختلافهم في معنى المال، فمن قال بأن هذه الحقوق أموالاً أجاز بيعها، ومن قال بأن المال يشمل الأعيان فقط منع بيع هذه الحقوق لأنها ليست أعياناً، وهذا هو رأي معظم فقهاء الحنفية، أما جمهور الفقهاء فهم مع الرأي الأول الذي يعتبر هذه الحقوق أموالاً، وبالتالي يجوز بيعها.

ويمكن ملاحظة أن معظم الأدلة التي يستدل بها لجواز بيع الحقوق العرفية هي أدلة عقلية، تستند إلى قاعدة المصالح المرسلة وتنسجم مع المقاصد الشرعية العامة التي تدعو إلى جلب المصالح ودرء المفاسد بشكل عام(حطاب،2002: 8).

ومن أبرز هذه الأدلة (شبير،1996: 65):

- 1- إن هذه الحقوق تمثل منافع دائمة لأصحابها، وبالتالي يمكنهم بيع بعض هذه المنافع.
  - 2- إن هذه الحقوق يمكن أن تكون ثمرة جهود ذهنية وعمل متواصل وبالتالي فإن أصحابها هم أحق بهذه الثمرة أو الغلة، ويمكن لهم بيع بعضها متى شاءوا ذلك.
  - 3- إن هذه الحقوق ثابتة لأصحابها، ويتحملون وحدهم تكاليفها ومسئولياتها في حالة الضرر، وفي المقابل فإن غلتها وثمرتها يجب أن تعود إليهم.
- ويمكن ملاحظة إن من أهم الأسباب التي يستند إليها الفقهاء في تحريم بيع الحقوق المعنوية الغرر أو الربا، وفي حالة عقد الخيار محل بحثنا هنا فليس هناك أدنى شك أنه متى ترافق عقد الخيار مع الربا أو الغرر الفاحش أو القمار فإنه يصبح عقداً باطلاً لا يصح التعامل به، ولذلك لا بد من إزالة الربا أو الغرر أو القمار في حالة وجوده حتى يكون هذا العقد مشروعاً.

ثانياً. عقد الخيار وبيع العربون: يرى (القري، 1993: 22) أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور. ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزءاً (عشرة دنانير مثلاً)، ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها. وفيما يلي آراء الفقهاء في بيع العربون والرأي الراجح (الصنعاني، 1960: 17)، (أبو رخية، 1986: 11-26):

\* ذهب جمهور الفقهاء إلى عدم جواز بيع العربون، بينما ذهب الحنابلة في المشهور عندهم إلى جوازه (ابن قدامة، 1972: 257/4) ومن أبرز ما استدلت به الحنابلة ما يلي:

1- ما رواه سفيان بن عيينة عن... نافع بن الحارث عامل عمر على مكة أنه اشترى من صفوان ابن أمية داراً لعمر بن الخطاب بأربعة آلاف درهم واشترط عليه نافع إن رضي عمر، فالبيع له، وإن لم يرض فلصفوان أربع مائة درهم (ابن القيم، 1973: 389/3).

2- ما روي عن ابن سيرين أنه قال عن بيع العربون لا بأس به، وقال سعيد بن المسيب وابن سيرين لا بأس إذا كره السلعة أن يردّها ويرد معها شيئاً، وقال أحمد هذا في معناه (أي في معنى بيع العربون).

3- ما أخرجه البخاري في باب ما يجوز من الاشتراط "قال الرجل لكريه أدخل ركابك (جهاز الدابة) فإن لم أرحل معك يوم كذا وكذا فلك مائة درهم فلم يخرج فقال شريح: من شرط على نفسه طائعاً غير مكره فهو عليه" (ابن حجر، 1379 هـ، 354/5).

#### واستدل الجمهور بالأدلة التالية (خطاب، 2002: 8):

1- قوله تعالى: {يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل} (النساء: 92).

2- نهى النبي ﷺ عن بيع الغرر. (مسلم بشرح النووي، 1349 هـ، 156/3) وبيع العربون من بيوع الغرر.

3- عن عمر بن شعيب عن أبيه عن جده أن رسول الله ﷺ نهى عن بيع العربون. قال الألباني في إرواء الغليل: ضعيف (1979، 63/5).

مناقشة أدلة المحرمين (خطاب، 2002: 8):

1- استدلالهم بالآية استدلال عام.

موضوع الغرر في بيع العربون ليس مؤكداً.

حديث عمرو بن شعيب ضعيف لا يصلح للاحتجاج به.

مناقشة أدلة المجيزين (خطاب، 2002: 9):

1- واقعة شراء دار صفوان بن أمية لعمر بن الخطاب عنه تشبه بيع العربون، والاستدلال بهذه الحادثة استدلال سليم.

2- ما أجازه ابن القيم وابن سيرين وسعيد بن المسيب يتشابه مع بيع العربون.

ومن خلال استعراض الأدلة السابقة ومناقشتها نتبين أن أدلة المجيزين هي الأقوى خاصة أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم، وسماح بايقاع الضرر، والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها.

ولابد من الإشارة هنا، إلى أن مضاعفة مقدار العربون ضرر وحرص ومشقة فيه، ولذلك ينبغي أن يلتزم العاقدان بما اتفقا عليه وهو مقدار العربون فقط. (أبو رخية، 1986: 27-28)

وقياساً على حكم بيع العربون، يمكن القول بجواز عقود خيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى، أما عقود خيار البيع، فيمكن الحكم عليها من خلال معرفة حكمك الالتزام أو الضمان أو الكفالة، أو حكم التأمين التجاري، وهو ما سيبحث في الفقرتين التاليتين.

**ثالثاً- عقد الخيار هو التزام أو ضمان أو كفالة:** وهذا يعني هل الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون ماد لعقود المعاوضات؟ وللإجابة على هذا السؤال للفقهاء في ذلك عدة آراء أشهرها قولان:

**القول الأول:** إن محض الالتزام فيه منفعة مقصودة ومصالحة مشروعة مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة والعارية والوكالة، ولذلك يصح أن يكون محلاً للعقد في الضمان والوديعة، كما جاز مبادلته بالمال في كثير من الفروع والمسائل والتطبيقات عند الفقهاء (حماد، 1997: 103) ومن هذه التطبيقات:

- 1- جواز أخذ الأجر على محض الالتزام بالحفظ في الوديعة، ولو لم يكن إلى جانبه عمل.
- 2- جواز أخذ العوض المالي على بعض الالتزامات الجائزة شرعاً، مثل أن تدفع المرأة لزوجها مقابل التزامه بعدم الزواج عليها، أو يدفع الرجل لزوجته مبلغاً مقابل التزامها بعدم الزواج بعد وفاته.
- 3- جواز دفع مبلغ من المال من الدائن للمدين إذا أحضر المدين ضامناً أو كفيلاً يكلفه في سداد دينه، فالالتزام في عقد الكفالة مما يصح بذل المال في مقابلته. (حماد، 1997: 105).

**ومن الأدلة أيضاً:** (حطاب: 2002: 9)

جواز اشتراط الأجر على الرقية بالقرآن، وجواز أخذ الأجر على الطاعات كتعليم القرآن والأذان والإمامة وغيرها (حماد، 1997: 109) فهذه قرب وطاعات، فإذا كان الضمان أو الكفالة قريبة وطاعة، فلا يمنع أخذ الأجرة عليها.

**القول الثاني:** يرى بعض الفقهاء أن الحقوق أو الالتزامات أو الضمان أو الكفالة وكل ما ليس له صفة مادية محسوسة لا يجوز بيعه أو شراؤه لأنه ليس بمال فهو شبيه بحق الشفعة وحق الحضانة والولاية، فتلك حقوق معنوية لم يجز الشرع بيعها أو التنازل عنها بعوض.

وأدلتهم على هذا المنع: أن أخذ مقابل بعض هذه الحقوق مثل الكفالة, معناه أخذ الرشوة (السرخسي, 1996: 20-32), والدخول في القمار والغرر, لأن المكفول قد يدفع وقد لا يدفع, فإذا دفع لكافله أصل المبلغ مع الجعل يكون رابحاً, وإلا سوف يكون خاسراً. والأرجح فيما تقدم من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة, لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن عقود التبرعات, ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة, وبما لا يخالف المقاصد الشرعية. وقياساً على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضمن هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول.

رابعاً- عقد الخيار هو شكل من أشكال التأمين التجاري: وذلك أن مشتري الخيار في (خيار العرض أو الدفع) يؤمن نفسه ضد التقلبات التي قد تحصل في أسعار الأسهم التي يمتلكها مقابل عمولة أو ثمن الخيار الذي يدفعه, وهذه العمولة تكون مبلغاً منخفضاً مقارنة بالقيمة الكاملة للأسهم أو الأوراق المالية التي يمتلكها.

فكأنه عقد حراسة لممتلكاته, أو ما يدفعه لأمان خطر الطريق, أو هو نوع من التضامن لدفع الضرر الذي قد يصيبه, وهذه الحجج هي نفس الحجج التي يوردونها المجيزون لعقد التأمين التجاري.

أما القمار في هذا العقد والذي يتحقق بخسارة العمولة إذا لم تنخفض قيمة الأسهم, فيمكن الرد عليه بأن ما يدفعه مشتري الخيار هو ثمن الأمان أو أجرة الحراسة وليس خسارة, ولو أنه لم يدفع هذا المبلغ فربما فقدت أسهمه قيمتها بالكامل, أما الطرف الآخر الملزم بالشراء إذا ما قرر الطرف الأول البيع, فينبغي أن يكون على شكل مؤسسة تأمين, تعمل وفقاً لأسس علمية اقتصادية, من أجل تلافي أشكال الضرر التي يمكن أن تلحق حملة الأسهم والأوراق المالية الأخرى.

أما الغرر في هذا العقد والذي يحدث نتيجة الجهالة في مقدار التقلبات في قيمة الأسهم, فقد ترتفع قيمتها وقد تنخفض, فيرد عليه كما في الرد الأول, وذلك أن ما يدفعه مشتري الخيار هو أشبه بأجرة الحراسة أو ثمن الأمان من التقلبات, فعندما يدفع مشتري الخيار مبلغاً محدداً يحفظ ممتلكاته من الأوراق المالية من التدهور فإنه في هذه الحالة يجنب نفسه الغرر الكبير الذي كان سيحدث لو أن قيمة ما يمتلكه من أوراق مالية قد فقدت قيمتها. وهذا الكلام يتطلب وجود أوراق مالية فعلاً بيد مشتري الخيار, وإلا فإن العملية يدخلها الغرر والجهالة, وتتحول إلى مقامرة.

#### المبحث الرابع : مقترح سوق مالية إسلامية

أولاً – مفهوم السوق المالية الإسلامية:



## Concept of Islamic Financial Markets

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساتهم وقطاعاتهم، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية. (الطراد، 1987: 43)

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها.. وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون السوق المالية إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية. وتتكون السوق المالية من عدة أسواق متداخلة مع بعضها البعض وهي:

**1- سوق النقد:** وهي السوق التي تتعامل بأدوات الائتمان قصيرة الأجل (لا تزيد عن سنة) مثل النقود المتداولة والشيكات الكمبيالات وغيرها من الأوراق التجارية المقبولة الدفع.

**2- سوق المال:** وهي السوق التي تتعامل بأدوات الائتمان متوسطة أو طويلة الأجل وتتداول فيها الأسهم والسندات، وغيرها من القروض التي تتراوح آجالها من (3-5 سنة).

**3- سوق الصرف:** ويتم التعامل فيها بطريقتين عاجلة وأجلة، أما سوق الصرف العاجلة فيتم التعامل فيها عن طريق التحويلات البرقية والبريدية والحوالات العاجلة إضافة إلى الشراء النقدي. بينما يتم التعامل في سوق الصرف الأجل بالحوالات الأجلة والعقود المؤجلة.

ولا توجد حدود فاصلة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال وأسواق الصرف، ويستند على هذه الأسواق بنوعية الأوراق والنقود المتداولة. فالاقتران أو الإيداع لدى مصرف لمدة أشهر معدودة يعتبر تعاملاً مع سوق النقد لأنه تعامل قصير الأجل، وإذا باع المصرف أسهماً لشركة ما كان بمثابة سوق لرأس المال لأنه تعامل طويل الأجل، وإذا كانت الأسهم لشركة أجنبية في الخارج، وقام المصرف بتحويل عملاء المساهمين إلى العملة الأجنبية التي تقبلها الشركة في الخارج كان بمثابة سوق الصرف (عيسى، 1984، 12-14).

**ثانياً – وظائف الأسواق المالية الإسلامية:**

## Function of Islamic Financial Markets

من خلال التعريف السابق للسوق المالية، يظهر لنا أنها تمثل البيئة أو الأوعية التي يتم من خلالها انسياب التدفقات المالية في المجتمع، فهي بمثابة الشرايين التي تغذي عروق

الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة لاستمرارية عمله بشكل سليم, وكلما كانت هذه الشرايين واسعة سليمة, كان الاقتصاد الوطني بعيداً عن الجلطات أو الأزمات الاقتصادية التي يمكن أن تلحق به, وتعيقه عن التقدم, بل إن السوق المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي, مما يزيد من جذب المدخرات, واستقطاب الاستثمارات الأجنبية, وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي, بما يزيد من تقدم البلد ورفاهية مواطنيه(حطاب،2002: 2).

وتؤدي سوق الأوراق المالية (البورصة) بشكل خاص وظائف هامة على مستوى الاقتصاد القومي والمؤسسات والأفراد, فبالنسبة للاقتصاد القومي تحقق سوق الأوراق المالية المزايا التالية (محيي الدين,1986: 147), (قحف, 1990: 1670):

- 1- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة.
- 2- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية.
- 3- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية.
- 4- تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية.
- 5- تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- 6- تعتبر مؤشراً هاماً على حقيقة الوضع الاقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار.

أما أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات فهي كما يأتي (محيي الدين,1986: 150), (القري,1990: 1582):

- 1- تسهيل عمليات الاستثمار للأجل القصيرة.
- 2- تساعد على سرعة تداول الأوراق المالية ومعرفة أسعارها وتحويلها إلى نقد سائل.
- 3- التعرف على المراكز المالية للشركات من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

إن عدد مؤسسات الأسهم المتخصصة, والمؤسسات التي تقوم بتقديم أسهم رأسمالية من خلال البورصة قليل جداً في الدول الإسلامية, وتوجه كثير من المؤسسات المالية في الدول الإسلامية جزءاً كبيراً من مواردها إلى الأسواق المالية في البلدان الصناعية... ونظراً لأهمية رأس المال في المدى الطويل لتحقيق النمو الاقتصادي فإن إنشاء مؤسسات توفر أسهمها (رأسمالية) يعتبر شرطاً أساسياً لنجاح التمويل الإسلامية.. إن على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية. ففي جميع أرجاء العالم يهجر آلاف المدخرين حسابات البنوك التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض, ونتيجة لذلك تشهد أسواق الأسهم معدلات مرتفعة من النمو.. إن التحدي الذي تمثله هذه التطورات للبنوك الإسلامية يقتضيها إعداد نفسها بسرعة للدخول في أسواق الأسهم التي يتزايد نشاطها وينمو بسرعة (إقبال,2001: 44-47).

ويقترح (حطاب،2002: 16) وظائف السوق المالية الإسلامية المقترحة وهي:

- 1- تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها، على شكل عقود نمطية، كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلاً بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (90 يوم مثلاً).
- 2- تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.
- 3- تقوم بإصدار عقود آجلة نمطية تمثل عدداً من السلع الهامة والأساسية.
- 4- تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الاقتصادات المعاصرة.. وقد تبدأ من الأثاث والمفروشات وتصل إلى عقود تصنيع الطائرات.
- 5- تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها، أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع.
- 6- تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين.
- 7- تمثل ملتقى للبائعين والمشتريين للعقود المؤجلة والمستقبلية والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة.

### ثالثاً – آلية عمل السوق: Market of Trading Mechanisms

تعتبر هذه السوق أشبه بشركة تأمين إسلامية للأسهم والأوراق المالية والخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية، ويتم تداول هذه العقود في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم والاستصناع، وذلك كما يلي: (حطاب، 2002: 15-16)

**1- عقود خيار الشراء:** تتلقى طلبات شراء عقود آجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء أسهم بتواريخ معينة وأسعار محددة، فتحصل على عمولات من طالبي الشراء أو الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم، ويكون الأمر كالتالي:

**أ- بالنسبة لطالب الشراء:** فإنه يحجز عدداً من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة، بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المحدد في بداية العقد، مقابل العمولة التي يدفعها، فتكون المؤسسة ملزمة بالبيع بالسعر المتفق عليه مهما بلغ السعر وقت التنفيذ، ويكون طالب الشراء بالخيار، فإذا ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء، لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي، أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط.

**ب- أما بالنسبة للمؤسسة:** فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع، أو أنها ستلتزم عميلاً كان قد التزم بنفسه بالبيع، وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة، لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي، ولكن لا ينبغي أن ننسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر أقل من السعر الحالي غالباً، وبالتالي فليس هناك خسارة. أما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع، فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضها خيارات الشراء والدفع وغيرها. ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون (كما أوضحنا سابقاً) فإذا رأى المستثمر أن من مصلحته أن يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمناً لعقد الخيار (العربون).

2- عقود خيار البيع (الدفع): يكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إذا شاء, مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة, وتكون المؤسسة ملزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم. وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها أو بإيجاد مشتريين مقابل أجر أو عمولة, فهي تتلقى طلبات الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات البيع, فإذا تقابلت في الأنواع والأسعار فلا مشكلة, وإذا لم تتقابل فلا بد أن تقوم المؤسسة بنفسها بالشراء أو البيع, وهي إما أن تكسب أو تخسر, فإذا كسبت فلا مشكلة, أما إذا خسرت فإنها تعوض خسائرها من عدة طرق:

1- العمليات الربحية.

2- العمولات.

3- يمكن أن تتقاضى رسوم إصدار لعقود خيار الشراء ذات النمط المحدد.

4- يمكن أن تتقاضى نسبة للتأمين التكافلي, للصفقات الكبيرة, من المشتريين والبائعين غير أن عدد الطالبين لشراء العقود يمكن أن يزيد عن عدد الطالبين للبيع, أو العكس وفي هذه الحالات فإن المؤسسة يمكن أن تحقق أرباحاً كبيرة, أو خسائر كبيرة, وبالتالي فهي بحاجة دائماً إلى مصادر تعويضية إضافية, مثل رسوم إصدار أو رسوم تأمين تكافلي, ولتلافي الخسائر الكبيرة يمكن للمؤسسة أن تضع بنداً في العقود, يعفيها من تحمل الخسارة إذا زادت عن حد معين.

المراجع والمصادر العربية

هاشم فوزي العبادي

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة