

## نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية

عبد الرحيم عبد الحميد الساعقي

أستاذ مشارك

قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد والإدارة

جامعة الملك عبد العزيز - جدة - المملكة العربية السعودية

**المستخلص:** يهدف هذا البحث إلى فتح حوار متعمق بين الاقتصاديين والفقهاء حول عقود التحوط، فيبدأ بالتعريف بأهمية إدارة المخاطر التجارية، التي تواجه المشروعات الإنتاجية والتمويلية، عن طريق التحوط (hedging risks) بأساليب متفقة مع الشريعة الإسلامية. ويقترح البحث أربعة أنواع من العقود مبنية على ما هو شائع الاستخدام في الأسواق المالية المعاصرة، مع إدخال تعديلات وشروط تجعل هذه العقود أقرب للقبول فقهاً دون تفويت وظيفتها الاقتصادية في التحوط، ومع المقارنة ببعض العقود المعروفة في الفقه الإسلامي. والأنواع الأربعة هي: عقد التحوط العادي (forwards)، وعقد التحوط النمطي (futures)، والتحوط باستخدام خيار الشرط (options)، والتحوط بالمقايضة المؤقتة (swaps).

### ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية

لقد كانت الابتكرات المالية القوية الدافعة والسبب الرئيسي لتحقيق هدف زيادة الكفاءة الاقتصادية للنظام المالي الدولي، حيث إن هذه الابتكرات المتمثلة في المشتقات المالية القابلة للتسويق يمكنها زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر (risk sharing) وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة. وقد كان أكبر التوفير هو في تكلفة المعاملات (transaction cost) حيث

بلغت نحو ١٠/١ إلى ٢٠/١ من تكاليف المعاملات النقدية لشراء نفس الأوراق المالية موضع التعامل. ويتوقع أن تنخفض هذه التكلفة أكثر في المستقبل نتيجة للتطور التقني في مجال الحاسبات الآلية، وبزيادة الخبرات والمعارف في تطبيق هذه المشتقات، وذلك بزيادة فهم وإدراك كل من المنتج والمستعمل لهذه المشتقات لطبيعتها وفوائدها وأخطارها. وبذلك يمكن القول إن المشتقات ليس ظاهرة عابرة بل أصبحت جزءاً دائماً وأساسياً من النظام المالي العالمي.

وتقدم المشتقات المالية أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة من تقلبات أسعار الفائدة وسعر صرف العملات وأسعار السلع وأسعار الأسهم. وباستخدام الهندسة المالية يمكن للمشتقات المالية ربط النظام المالي لدولة ما بالنظام الدولي لنقل وتداول مخاطر رؤوس الأموال، وهذا يسمح للشركات والحكومة في هذه الدولة باستقطاب رؤوس الأموال من سوق المال الدولي والحصول على احتياجاتها التمويلية. وتمكن المشتقات رؤوس الأموال من التخطي والالتفاف حول التنظيمات والقوانين والضوابط والممارسات المؤسسية في النظم المالية للدول المختلفة.

ويستطيع النظام المالي الإسلامي الاستفادة من الميزات والفوائد للمشتقات المالية والمتمثلة في توفير الكبير في تكاليف المعاملات، وفي إدارة المخاطر العامة والسيطرة عليها، وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادياتها.

ولكن تطوير المشتقات المالية الإسلامية يجب أن تتوافر فيه الشروط التالية:

- ١- يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- ٢- يجب أن تحقق الفوائد والمنافع للمشتقات المالية التقليدية.
- ٣- يجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

إن تحقيق المتطلبات السابقة يتطلب تفهماً عميقاً لأهمية إدارة المخاطر في ظل الظروف الاقتصادية المعاصرة والتي لا يمكن للمعاملات الإسلامية أن تكون في معزل عنها، وذلك من قبل الفقهاء المعاصرين والمؤسسات المالية الإسلامية وهي الجهة المقدمة للمشتقات المالية، ومن قبل المؤسسات والأفراد المستخدمين لهذه المشتقات، وكذلك من قبل السلطات المالية والنقدية في الدول الإسلامية.

ويجب على المؤسسات المالية الإسلامية والسلطات النقدية في الدول الإسلامية أن تؤسس وحدات للبحث والتطوير وذلك لتحقيق الأهداف التالية:

أ- استحداث مشتقات مالية تحقق المتطلبات السابقة.

ب- تطوير وسائل ومعايير فعالة لقياس المخاطر التي تخفض أو تنشأ باستخدام المشتقات المالية الإسلامية.

ج- تطوير طرق محاسبية جديدة لإظهار وتجسيد مخاطر التغير ومستوى التقلب في قيم أصول وخصوم المؤسسات المالية مثل تقلب أسعار السلع وتقلب أسعار الصرف للعملة الأجنبية وأسعار الأسهم وحصص المشاركات. وعلى المؤسسات المالية الإسلامية تبني هذه الطرق لتحقيق الشفافية ولتعكس الوضع الحقيقي لأصولها وخصومها وحجم المخاطر التي تتعرض لها.

د- سيؤدي استخدام المشتقات المالية الإسلامية إلى تغيرات حركية (ديناميكية) للقطاع المالي والنقدي مما يتطلب من السلطات المالية والنقدية أن تتبنى ضوابط وسياسات استقرار فعالة تتمشى مع المرونة المتزايدة للمؤسسات المالية ومقدرتها على الحركة عبر النظام المالي الدولي، ولكي تتمشى أيضاً مع التغير الديناميكي للمشتقات المالية.

#### مفهوم النحوظ hedging

يعرف النحوظ بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد، وهو يعرف أحياناً بالخطر المالي (financial risk). ونظراً للتغيرات الهيكلية التي حدثت في الاقتصاديات المعاصرة، من تغير وتحرر لأسعار صرف العملات وحرية انتقال رؤوس الأموال والبضائع والتطور الكبير في وسائل الاتصال والانتقال، والتطور الكبير في تقنية الحاسوب وانخفاض تكلفة استخدامه، فقد أصبحت التقلبات في الأسعار أحد الصفات المميزة والغالبة في الاقتصاديات المعاصرة. وأصبحت إدارة مخاطر هذه التقلبات أو النحوظ من آثارها من الضرورات المعاصرة للبقاء وعدم إفلاس النشاطات الاقتصادية سواء أكانت مؤسسات خاصة أو شركات صناعية أو زراعية أو خدمية أو مؤسسات مالية. وأصبح من أهم وظائف الإدارة العليا في هذه المنشآت وضع السياسات للسيطرة على هذه المخاطر بقياسها وتسعيرها (pricing risks) والنحوظ منها (hedging risks). وتقاس أخطار التقلبات في الأسعار في الأجل القصير بالانحراف المعياري (وهو الجذر التربيعي لمجموع مربع الفروق بين المتغير وقيمه الوسطية) (standard deviation).

### زيادة الحاجة إلى التحوط في المعاملات المعاصرة

شهد الاقتصاد العالمي في العقود الأخيرة تحولات هيكلية وتغيرات أساسية أدت إلى تغير وسائل وطرق إدارة الأعمال والنشاطات الاقتصادية. من هذه التغيرات:

أ- انهيار نظام الصرف الثابت المعروف بنظام بريتون وودز (Britton Woods)، وحيث استبدل به نظام أسعار الصرف العائمة، مما أدى إلى تقلبات شديدة في أسعار صرف العملات الرئيسية.

ب- تغير السياسات النقدية في الدول الكبرى خاصة الولايات المتحدة الأمريكية حيث تخلت عن الاستقرار في سعر الفائدة كهدف، إلى جعل استقرار معدل نمو عرض النقود هو هدف السياسة النقدية. وهذا أدى إلى تقلبات عريضة في أسعار الفائدة كما أثر أيضاً في معدلات أسعار صرف العملات.

ج- زيادة حجم التبادل الدولي وعودة التجارة أدى إلى زيادة تعرض المؤسسات التجارية إلى مخاطر عالية ومتنوعة.

د- أدى الهيكل المعقد والكبير للتنظيمات المالية والذي وضع في الثلاثينيات والأربعينيات من قبل الحكومات إلى تحفيز الابتكرات المالية والتي تهدف إلى الالتفاف حول هذه التنظيمات وتجنبها، كما في عقد المقايضة المؤقتة swap ، وسوق الدولار الأوربي euro dollar market ، والسندات ذات الكوبون الصفري zero coupon bonds .

هـ- أدت ثورة الاتصالات والمعلومات مع تطور تكنولوجيا الحاسبات الآلية إلى تطور وتحسن في سبل تسعير المشتقات والذي يعتبر متطلباً رئيسياً لإمكان تسويقها. وقد أدى ذلك إلى تسارع في تطور الابتكرات المالية بما فيها المشتقات المالية.

و- أدى الفكر الليبرالي مع تغير القيم الاجتماعية بعد الحرب العالمية الثانية إلى تغير شعور المجتمع والحكومات نحو مفهوم القمار والمضاربات المالية حيث اعتبرت من الأدوات المالية التي لها منافع اقتصادية ولم تعد تعتبر جريمة أو نشاطاً غير مجدٍ .

وقد أدت العوامل السابقة مجتمعة إلى تقلبات كبيرة في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية وفي أسعار الأسهم وأسعار السلع، وهذا أدى إلى نشوء صناعة إدارة المخاطر. والمثير في هذه التطورات هو عدم القدرة على التنبؤ بتلك التغيرات، مع آثارها الكبيرة وسرعة

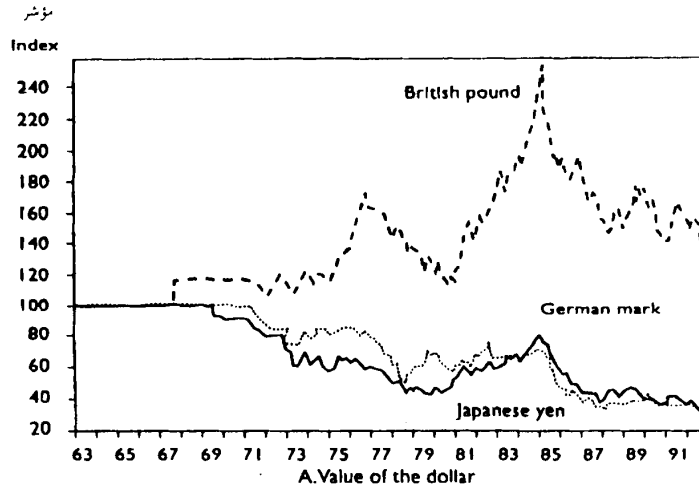
انتشار تلك الآثار على القطاعات الأخرى. وقد أدت تلك الأحداث إلى توليد تحديات كبيرة وفرص استثمار، وأكدت على الحاجة الملحة إلى التحوط والوقاية من المخاطر.

### أمثلة على التقلبات

ولإلقاء الضوء على القوى الكامنة خلف تلك المتغيرات ولقياس حجم المخاطر التي يواجهها مديرو الاستثمار ومديرو الشركات، استخدم الانحراف المعياري في الأمثلة التالية لقياس التقلبات في معدل صرف المارك الألماني بالنسبة للدولار الأمريكي، وفي أسعار الفائدة على السندات الأمريكية، والتقلبات في أسعار الأسهم الأمريكية، والتقلبات في أسعار النفط.

وقد استخدم لهذا الغرض الانحراف المعياري لتغير الأسعار معبراً عنها كنسبة مئوية لفترة ١٢ شهراً، باعتباره مقياساً للتقلبات قصيرة الأجل (short term volatility).

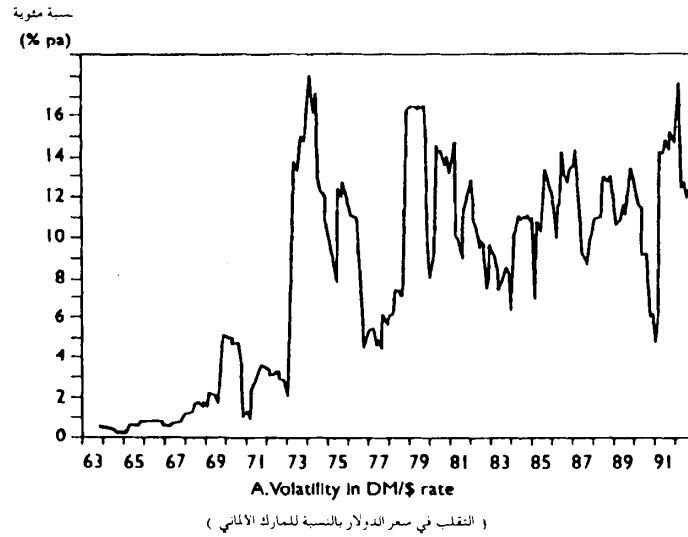
يظهر الشكل (١-أ) التغير في سعر الدولار مقابل العملات الرئيسية والشكل (١-ب) الانحراف المعياري للمتغيرات في سعر الدولار لفترة ١٢ شهراً بالنسبة للمارك كنسبة مئوية. ويلاحظ أن التغيرات العنيفة كانت بعد عام ١٩٧٣ حيث تخلت الولايات المتحدة الأمريكية عن قاعدة الذهب وقامت بتعويم الدولار. ومعدل التقلبات خلال الفترة كان بين ١٠-١٥٪ وهذه النسبة كافية للقضاء على معدلات الأرباح الاعتيادية للشركات التي تتعرض لمخاطر تقلب سعر الصرف.



(سعر قيمة الدولار بالعملات الأخرى)

شكل (١-أ)

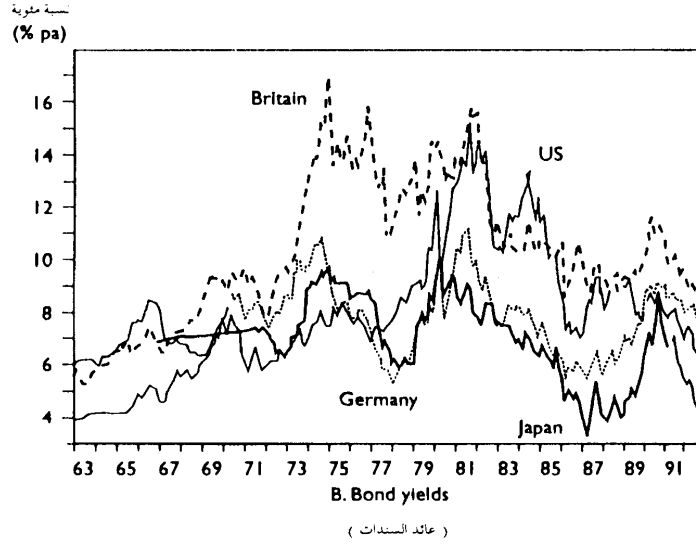
التغير في أسعار العملات الرئيسية



شكل (١-ب)

الانحراف المعياري للتقلب في سعر الدولار بالنسبة للمارك  
كنسبة من الدولار

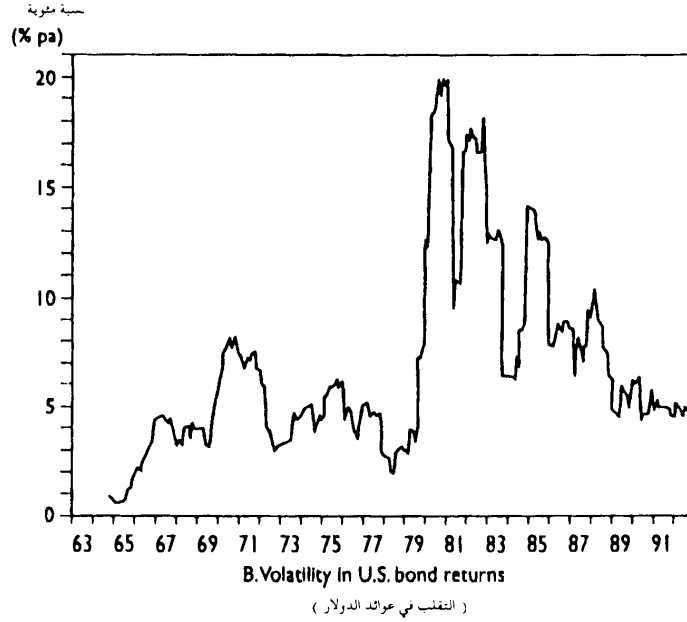
ويظهر الشكل (٢-أ) التغيرات في عوائد السندات الرئيسية بما فيها السندات الأمريكية، والشكل (٢-ب) الانحراف المعياري للتقلبات في عوائد السندات الأمريكية للفترة من ١٩٦٣-١٩٩١. ونلاحظ أن التقلب بلغ ٢٠٪ في بداية الثمانينيات وذلك لتغير سياسة البنك المركزي Federal Reserve Bank من المحافظة على استقرار سعر الفائدة إلى المحافظة على معدل عرض النقود. علمًا بأن تقلب ٥٪ في عوائد السندات يكفي عادة للقضاء على هذه العوائد بل قد يجعل العائد الحقيقي لها سالبًا.



شكل (٢-أ)

التغير في عوائد السندات الرئيسية

ويظهر الشكل (٣-أ) التغيرات في أسعار الأسهم الرئيسية والشكل (٣-ب) الانحراف المعياري للتقلبات في أسعار الأسهم الأمريكية تقلباً يتراوح في المتوسط بين ١٠-٢٠٪. وتعتبر المضاربات على الأسعار وخاصة بعد تطور المشتقات المالية في بداية السبعينات عاملاً أساسياً في التقلبات العنيفة. وقد ساعد ارتباط أسواق الأسهم العالمية بعضها مع بعض في انتقال الهزات والأزمات من سوق إلى آخر.



شكل (٢-ب)

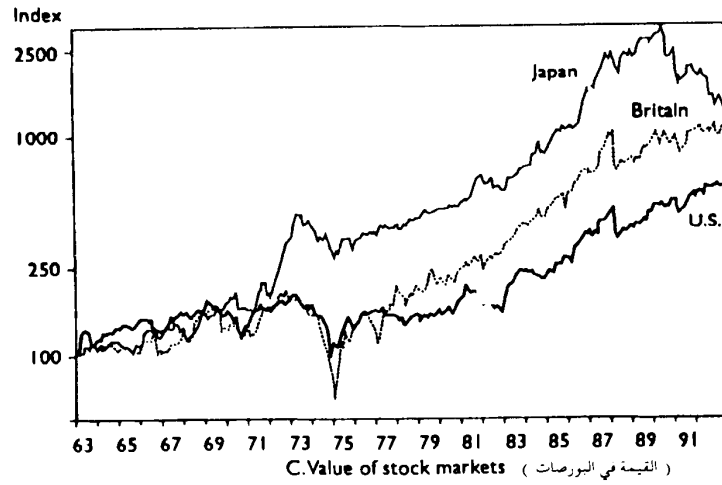
الانحراف المعياري للتقلب في عوائد السندات الأمريكية

ويلاحظ أن قمة هذه التقلبات حدثت في شهر أكتوبر لعام ١٩٧٤ حيث ارتفعت قيمة الأسهم بنسبة ٧١٪ بعد ثلاث انخفاضات متتالية فكان التغير في الانحراف المعياري بنحو ٣٠٪، وكذلك في عام ١٩٨٧ حيث حصلت أزمة الأسواق المالية وانخفضت فيه الأسهم بنسبة ٢٠٪.

كما يظهر الشكل (٤-أ) التغير في أسعار البترول الخام والشكل (٤-ب) الانحراف المعياري لتقلب أسعار النفط خلال الفترة ١٩٦٣-١٩٩١ (Jorian and Khoury, 1996).

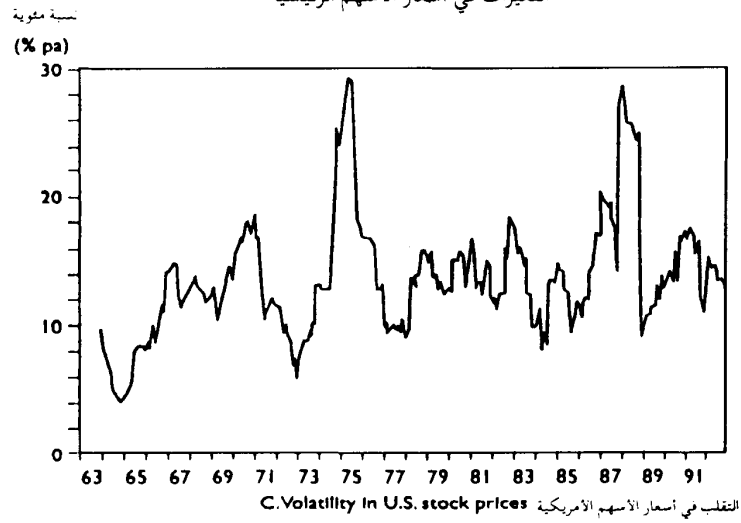
وتشخص الأشكال السابقة حقيقة أن التقلب في الأسعار قد أصبح السمة الغالبة للاقتصادات المعاصرة، وأن التحوط أصبح ضرورة، وأن إدارة المخاطر أصبحت من المتطلبات الأساسية لبقاء أي مشروع.





شكل ( ٣ - أ )

التغيرات في أسعار الأسهم الرئيسية

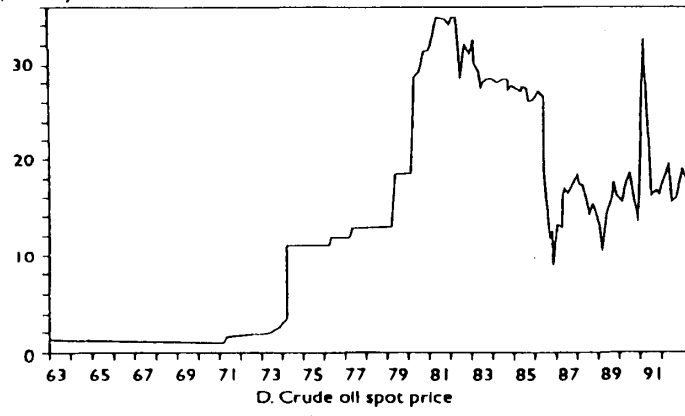


شكل ( ٣ - ب )

التغيرات في أسعار الأسهم الأمريكية

دولار للبرميل

(\$/barrel)

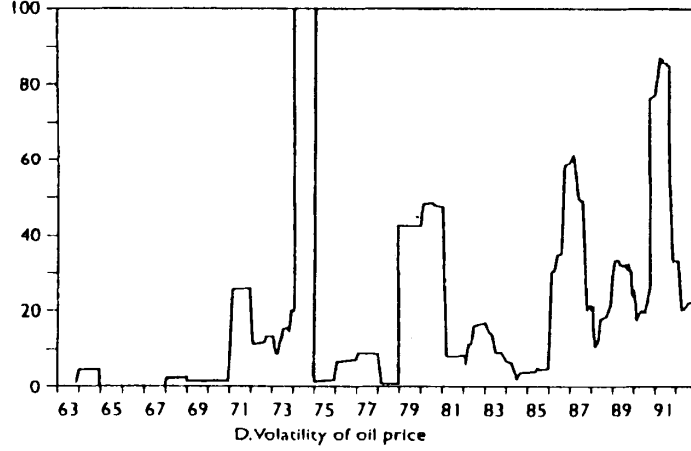


السعر السوقي للبترول

شكل (٤-أ)

التغيرات في أسعار البترول الخام

(% pa)



التقلب في أسعار البترول

شكل (٤-ب)

الانحراف المعياري للتقلبات في أسعار البترول الخام

## أمثلة للتحوط

يهدف التحوط إلى السيطرة على التقلبات غير المرغوبة في الأسعار. فالمزارع الذي قام بالحصول على تمويل لشراء احتياجاته من البذور والسماد والتقاوي والمعدات بضمنان مزرعته ملتزم برد التمويل وتكلفته من عوائد مبيعاته، فلو انخفضت الأسعار لسبب من الأسباب بشكل كبير فإن إيراداته قد لا تكفي لتسديد التمويل وبالتالي قد يفقد مزرعته. لذلك يرغب المزارع في التحوط وذلك ببيع منتجاته مسبقاً بسعر يتفق عليه ويكون مناسباً له بأن يحقق ربحاً معقولاً. وكذلك المخبز الملتزم بتوريد كمية معينة من الخبز بسعر ثابت خلال فترة معينة، فإن ارتفاع سعر القمح أو الدقيق سوف يؤدي إلى خسارته. لذلك يرغب في شراء احتياجاته المستقبلية بسعر ثابت يضمن له ربحاً معقولاً.

وتقوم الشركات والمؤسسات المختلفة بوضع خطط استراتيجية للسيطرة على المخاطر والتحوط لتحقيق الفوائد التالية :

أ- إن إدارة المخاطر والتحوط سوف يؤديان إلى استقرار التدفقات النقدية وعدم تقلبها، وهذا يعطي ميزة للشركة عن منافسيها إذ يجنبها مفاجآت تقلب العوائد ويقلل من احتمال إفلاسها وإخفاقها.

ب- التحوط يؤدي إلى قدرة الشركة على تجنب تأجيل استثماراتها المخطط لها حين تنخفض تدفقاتها النقدية، وتجنب تغير استراتيجياتها الاستثمارية وهذا سوف يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة وأسهمها في السوق.

ج- إن استقرار وعدم تقلب التدفقات النقدية للشركة بسبب سياسات التحوط يزيد من درجة الثقة في مقدراتها ويزيد من جدارتها الائتمانية.

د- إن مزايا التحوط تتجاوز الشركة إلى المتعاملين معها. فالدائنون سوف يزيد اطمئنانهم إلى إمكانية الشركة في سداد ديونها، والموظفون والعاملون بالشركة سوف تزيد تطلعاتهم للشركة وتتحسن أحوالهم الوظيفية، وعملاء الشركة سيستفيدون من استقرار أسعار منتجاتها. ومنذ عام ١٩٧٣م أصبحت إدارة المخاطر المالية أداة رئيسة وضرورية لبقاء المؤسسات التجارية بأنواعها والشركات والمؤسسات الصناعية والمؤسسات المصرفية وشركات إدارة الاستثمار. وفي مسح أجري من قبل ١٩٩٣م للمؤسسات الخاصة غير المصرفية Group of Thirty وجد أن ٨٢٪ منها

تستخدم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة (over the counter) وذلك للتحوط من المخاطر الناشئة من التمويلات المستحدثة، و ٣٣٪ منها تستخدمها للتحوط من مخاطر تحويل العملات الأجنبية، و ٦٩٪ منها للتحوط من مخاطر تقلب قيم موجوداتها من العملات الأجنبية، فيما ٧٨٪ منها تستخدم المشتقات المالية لتعديل وتحسين عوائدها والتزاماتها من موجوداتها ومطلوباتها من الأصول.

أما بالنسبة للمؤسسات المالية فقد وجد أن ٨٤٪ منها تستخدم المشتقات المالية للتحوط من المخاطر الناشئة من التمويلات الجديدة و ٤٦٪ منها للتحوط من مخاطر المعاملات للنقد الأجنبي، و ٣٩٪ منها للتحوط من تقلب موجوداتها الأجنبية.

مما سبق يتضح أن إدارة المخاطر والتحوط تستخدم من قبل الشركات والمؤسسات على نطاق واسع، وأن عدم وجود أدوات مالية إسلامية مخصصة للتحوط وبتكلفة مالية منخفضة يجعل المؤسسات والشركات التي تلتزم بالتعليمات الشرعية أقل كفاءة وأكثر تكلفة وبالتالي لا تستطيع منافسة المؤسسات غير الملتزمة. ومع دخول اتفاقية منظمة التجارة الدولية حيز التنفيذ ورفع الحواجز أمام تدفق السلع والخدمات بين دول العالم سوف تكون المنافسة كبيرة فتسيطر الشركات ذات الكفاءة العالية على الأسواق العالمية والمحلية وسوف تطرد الشركات الأقل كفاءة من السوق والتي تضطر إلى إعلان إفلاسها. لذلك على الشركات الملتزمة في معاملاتها بالضوابط الشرعية أن تتخذ الأسباب لرفع كفاءتها وخفض تكلفتها حتى يمكنها مقاومة منافسة الشركات غير الملتزمة. كما يجب على المؤسسات المالية الإسلامية والمنظرين في الاقتصاد الإسلامي والفقهاء تلبية احتياجات الشركات الإسلامية المعاصرة إلى أدوات مالية لإدارة المخاطر التي تتعرض لها بكفاءة أعلى وتكلفة منخفضة.

### حكم التحوط

مما سبق يمكن القول بأن التقلبات الشديدة في الأسعار، بما فيها سعر الصرف للعملات الأجنبية وأسعار السلع وعوائد الاستثمار في الأسهم والسندات، أصبحت أحد المسلمات في الاقتصادات المعاصرة وأصبحت إدارة المخاطر من الضروريات لأي نشاط اقتصادي حتى يأمن الإفلاس والخروج من السوق. وحيث إن حفظ المال هو أحد المقاصد الشرعية، فإن عدم القيام بحفظ المال وحمائته من مخاطر يغلب على الظن تحققها قد يعتبر مخالفة للرشد وللمقصد الشرعي في

حفظ المال، ويمكن أن يعتبر إسرافاً، وهذا منهي عنه بنص الآية الكريمة ﴿... وكلوا واشربوا ولا تسرفوا إنه لا يحب المسرفين﴾ الأعراف من الآية ٣١.

وحيث إن الخطر هو التقلب غير المرغوب وغير المتوقع في الأسعار، فإن الانخفاض الشديد لسعر السلع يؤدي إلى الإضرار بالبائع، وربما إلى إفلاسه. وكذلك الارتفاع الشديد لسعر السلعة يؤدي إلى الإضرار بالمشتري، ولربما إلى عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته إذا كان ملتزماً بتوريد سلعة معينة. لذلك كان لزاماً على كل من البائع والمشتري الأخذ بالأسباب والتحوط من هذه الأضرار. والخطر لا يمكن إزالته كلياً ولكن يمكن تخفيفه بإجراءات إدارة المخاطر وأدوات التحوط. لذا فإن مبدأ التحوط وتخفيف الآثار السلبية للتقلبات الكبيرة في الأسعار يتفق مع المقاصد الشرعية في حفظ المال ويجب الأخذ به.

وحيث إن التقلبات الشديدة في الأسعار ظاهرة جديدة ومشكلة معاصرة فلا يتوقع أن نجد في المدارس الفقهية من تكلم عنها، أو أن نجد في العقود المسماة في الفقه عقداً خاصاً بالتحوط من مخاطر التقلب. ولكن قد نجد في تلك العقود الفقهية عقوداً يمكن للمشتري استخدامها لتثبيت أسعار مشترواته التي يحتاجها مستقبلاً، أو يمكن للبائع تثبيت أسعار مبيعاته في المستقبل وبالتالي يتحوط من أي انخفاض فيها. ولكن المشكلة هي: ما تكلفة هذا التحوط؟ وحيث إن تلك العقود لم تكن أصلاً لغرض التحوط فلا يستغرب أن تكون التكلفة مرتفعة. وبالتالي قد لا يرغب البائع أو المشتري في استخدامها لارتفاع تكلفتها.

ففي المثال السابق يمكن للمزارع والخباز التحوط من تقلب الأسعار باستخدام بعض العقود المعروفة عند الفقهاء كما سنوضح الآن.

### التحوط باستخدام عقود مسماة في الفقه

#### أولاً: البيع الحال

وذلك بشراء جميع احتياجاته المستقبلية حالاً ودفع قيمتها نقداً واستلامها وتخزينها. إن هذه الطريقة قد لا تكون ممكنة أو تكون ممكنة بتكلفة مرتفعة وذلك لأنه:

أ- قد لا تتوفر جميع احتياجاته حالاً وخاصة في المنتجات الموسمية.

ب- قد لا تتوفر لديه السيولة لشراء جميع احتياجاته حالاً.

ج- هناك تكاليف إضافية يتحملها المشتري مثل تكلفة التخزين والسلع وتكلفة الفرصة البديلة لثمن السلع المخزنة التي سوف لا يحتاجها إلا في المستقبل.

#### ثانياً : الشراء بضمن مؤجل

وهنا يقوم المشتري بشراء جميع احتياجاته ويفيد منها حالاً ويقوم بدفع ثمنها آجلاً. إن هذه الطريقة يمكن بها تثبيت أسعار السلع المشتراة ولكن بتكلفه مرتفعة إذ يتحمل المشتري تكلفة التخزين وتكلفة التمويل.

#### ثالثاً : بيع السلم

وهنا يتم شراء احتياجاته المستقبلية ولكن بضمن حال. وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي، ولكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل لذلك سماه الفقهاء ببيع المحاويج، وبالتالي لا يمكن لهذا الأسلوب أن يستعمله من ليس لديه المقدرة على تمويل البائع، وهؤلاء هم الغالبية في المجتمعات المعاصرة حيث تفترض النظرية الاقتصادية أن قطاع الأعمال من الفئات ذات العجز التي يقوم القطاع المالي بتمويل احتياجاتها.

#### رابعاً : عقد الاستصناع

وهنا يقوم طرف بالتعاقد مع طرف آخر على تصنيع سلعة معينة حسب مواصفات متفق عليها بضمن متفق عليه، ولا يشترط للطرف الأول دفع الثمن أو جزء منه عند التعاقد وبالتالي يتم العقد بغياب السلعة وغياب ثمنها، وبذلك يستطيع الطرف الأول تثبيت ثمن السلعة وبالتالي حمايتها من الارتفاع، وكذلك الصانع يحمي نفسه من أي انخفاض في السعر. ولكن هذا العقد يقتصر استخدامه على السلع غير المثلية والتي تحتاج إلى تصنيع إذ يشترط على الصانع أن يساهم بجهد وبال مواد الخام لصناعة السلعة المتفق عليها.

### العقود المقترحة لإدارة المخاطر

بعد هذه المقدمات عن مفهوم التحوط وأمثله ودواعيه المستجدة، وبعض العقود المسماة في الفقه التي يمكن استخدامها لتحقيق قدر من التحوط، أقترح الآن أربعة أنواع من العقود مبنية على ما هو شائع الاستخدام للتحوط في الأسواق المالية المعاصرة. وأقدم إيضاحات وتعديلات وشروطاً يمكن أن تجعل هذه العقود أقرب للقبول فقهاً دون تفويت وظيفتها الاقتصادية المبتغاة وهي

التحوط. كما أقرنها بعقود معروفة في الفقه الإسلامي، أماً أن يكون هذا بداية لحوار متعمق حولها بين الفقهاء والاقتصاديين.

ومثل هذا الحوار هو منطلق لازم للتطوير الذي نرجوه لمشتقات مالية إسلامية تحظى بالقبول الفقهي والنجاعة الاقتصادية.

### أولاً : عقود التحوط العادية (forwards contracts)

هذه العقود تقوم على مواعدة ملزمة، يلتزم فيها البائع بيع سلع مثلية موصوفة في الذمة بكمية محددة وبسعر محدد وفي زمن مستقبل محدد، ويلتزم المشتري بالشراء بالسعر والمواصفات والزمن المتفق عليه. ولا يتم الاستلام والتسليم إلا في اليوم المحدد. وهذا النوع من العقود يعرف في الأسواق المالية بالعقود الآجلة (forwards contracts).

يستطيع المشتري خلال هذا العقد حماية نفسه من أي ارتفاع في الأسعار، كما يستطيع البائع أو المنتج حماية نفسه من أي انخفاض في الأسعار، فيتحقق التحوط لكلا الفريقين البائع والمشتري.

### شروط عقد التحوط

تحقيقاً لغرض وحكمة عقد التحوط المذكور، وتجنباً للشوائب التي تسبب فساد عقود البيع عند الفقهاء، فإنه يمكننا أن نشترط في عقد التحوط :

- ١- تأجيل تسليم البديلين إلى الموعد المتفق عليه لأن هذا يحقق الغرض من العقد، ويجوز تعجيل رأس المال لأن ذلك لا ينافي مقتضى العقد.
- ٢- يجوز أن يكون رأس المال منفعة معلومة وتقبض بقبض العين المولدة للمنفعة. وقد أجاز ذلك في السلم وهذا لا ينافي مقتضى العقد.
- ٣- يجوز أن يكون رأس المال ديناً يحين أجله في الموعد المتفق عليه للتقاضي.
- ٤- يجب أن يكون موعد التقاضي معلوماً ومحددًا.
- ٥- أن لا يكون المثلث في عقد التحوط سلعة بعينها أو إنتاج مصنع بعينه لأنه قد ينقطع فيصبح غير مقدور التسليم.
- ٦- يجب الاتفاق على صفات السلع موضع التبادل كالجنس والنوع والجودة وكل ما يؤثر في ثمن السلعة.
- ٧- يجب أن تكون السلعة معلومة القدر بمقياس معلوم ومتعارف ومتفق عليه.

٨- أن تكون السلعة عامة الوجود في محلها (أي وقت التسليم) ومقدور على تسليمها. ولا يلزم أن يكون بائع السلعة صانعاً أو منتجاً لها، بل يكفي أن تكون موجودة بالأسواق في موعد التسليم. وبهذا نستبعد بيوع الغرر الفاحش المجمع على تحريمه كالسمك في الماء والطيور في الهواء وقد اعتبرها ابن تيمية نوعاً من الميسر.

٩- يجب أن يحدد مكان التسليم وطريقة قبض الثمن.

١٠- لا يجمع بين البديلين إحدى علل الربا.

### عقد التحوط وعقد السلم

يعتبر عقد السلم من بين العقود المسماة أنسبها لتحقيق وظيفة التحوط حيث يستطيع البائع أو المزارع حماية قيمة محصوله من تقلبات غير المرغوبة وذلك ببيعه مسبقاً بسعر وكمية وموعد تسليم متفق عليه. ولكن الغرض والحكمة من السلم ليست التحوط بل التمويل للبائع أو المزارع. يقول ابن قدامة صاحب المغني<sup>(١)</sup>: "ولأن بالناس حاجة إليه، ولأن أرباب الزروع والثمار والتجارات يحتاجون إلى النفقة على أنفسهم، وعليها لتكتمل، وقد تعوزهم النفقة فيجوز لهم السلم ليرتفقوا ويرتفق المسلم بالاسترخاص أي الحصول على السلعة بثمن رخيص". ويقول النووي في المجموع<sup>(٢)</sup>: "فإن صاحب رأس المال يحتاج إلى أن يشتري الثمرة، وصاحب الثمرة محتاج إلى ثمنها قبل إبانها لينفقه عليها، فظهر أن بيع السلم من المصالح الحاجية وقد سماه الفقهاء ببيع المحاويج".

ويقول ابن الهمام في شرح فتح القدير<sup>(٣)</sup>: "بأن هذا العقد أبيع شرعاً للحاجة من كل من البائع والمشتري. فإن المشتري يحتاج إلى الإسترباح لنفقة عياله وهو بالسلم أسهل إذ لا بد من كون المبيع نازلاً عن القيمة فيربح المشتري. والبائع قد يكون له حاجة في الحال إلى السلم وقدرة في المال على المبيع بسهولة فتندفع به حاجته الحالية إلى قدرته المالية".

ومن النصوص السابقة نجد أن الحكمة والغرض من السلم هي الاسترباح أو الاستثمار للممول أو المشتري، والتمويل للبائع أو المزارع، وهذا الغرض يتحقق فقط في حالة استقرار الأسعار. ولكن في حالة التقلبات الشديدة في الأسعار، وهو ما عليه الأسواق الآن، فإنه قد لا يحقق

(١) ابن قدامة، المغني والشرح الكبير، ١٣٩٢هـ، ج ٤، ص ٣١٢.

(٢) محمد نجيب المطيعي، التكملة الثانية للمجموع، ج ١٣، ص ٩٧.

(٣) ابن الهمام الحنفي، شرح فتح القدير، ج ٥، ص ٣٨٢.



هذا الغرض. فلو كان سعر الطن من القمح ١٠٠٠ ريال واشتره المستثمر والممول سلمًا بـ ٩٠٠ ريال فيكون ربحه المتوقع هو ١٠٠ ريال ويمثل ١٠٪ وهو العائد على استثماره في فترة انتظاره، ولكن بتقلبات الأسعار التي تشهدها الأسواق الآن قد ينخفض سعر القمح في موعد التسليم إلى ٩٠٠ ريال فيتلاشى ربحه إذا انخفض إلى ٨٠٠ ريال ويكون قد خسر ١٠٠ ريال إلى جانب خسارته لفترة انتظاره.

إن التنظيمات الاقتصادية المعاصرة قسمت الاقتصاد إلى قطاعات متخصصة. فقطاع الأعمال وهم التجار والمزارعون والصناع ومقدمو الخدمات، هم وحدات ذات عجز أي يحتاجون إلى تمويل فلا يستطيع التاجر أن يمول المزارع ولا يستطيع الصانع أن يمول التاجر والمزارع. وتخصصت المؤسسات المالية والقطاع المصرفي في تقديم هذا التمويل. فلا يستطيع التاجر الآن شراء منتجات المزارع سلمًا ليتحوط من ارتفاع الأسعار لأنه لا يستطيع تسليم رأس مال السلم في مجلس العقد، كما يشترط الحنابلة والشافعية والحنفية<sup>(٤)</sup>.

فعليه فلا يمكن استخدام عقد السلم للتحوط وذلك لارتفاع تكلفته ولأن غرضه أصلاً ليست التحوط.

وحيث إن الغرض والحكمة من عقد التحوط هو تثبيت السعر للبائع الذي يخشى من أضرار انخفاضه، وتثبيت السعر المشتري للمشتري الذي يخشى من أضرار ارتفاعه، كما أن المشتري ليس لديه القدرة على تمويل البائع. والبائع قد لا يحتاج إلى تمويل من المشتري، فإنه يمكن تحقيق ذلك بالمواعدة الملزمة للبائع والمشتري بتبادل السلعة المنضبطة بالصفات في موعد محدد وبكمية محددة وبسعر محدد، على أن لا يكون البدلان طعامين أو نقدين. وهذا ليس من قبيل بيع الكالئ بالكالئ بل من قبيل مبادلة مال ولو في الذمة، والتي تعني مبادلة ما في الذمة بما في الذمة وهذا جائز عند بعض الفقهاء<sup>(٥)</sup>.

(٤) ابن الهمام الحنفي، شرح فتح القدير، ج ٥، ص ٣٤٣؛ محمد الخطيب الشربيني، معني المحتاج، ج ٢، ص ١٠٢؛ ابن قدامة، المعني والشرح الكبير، ج ٤، ص ٣١٢.  
(٥) محمد العثيمين، الشرح المتمتع، ج ٨، ص ١٠٩.

### عقد التحوط وبيع الدين بالدين

بيع الدين بالدين هو بيع دين سابق التقرر بدين مثله لشخص ثالث على نفس المدين. ولا يوجد بين الفقهاء اتفاق على تعريف بيع الكالئ بالكالئ أو بيع الدين بالدين. فعرفه ابن تيمية في القياس<sup>(٦)</sup> بأنه (بيع المؤخر الذي لم يقبض بالمؤخر الذي لم يقبض) وفي نظرية العقد<sup>(٧)</sup> يقول ابن تيمية (والإجماع إنما هو في الدين الواجب بالدين الواجب، كالسلف المؤجل من الطرفين). وقال المطرزي<sup>(٨)</sup>: (النسيئة بالنسيئة هو أن يكون على رجل دين، فإذا حل أجله استباعدك من عليه إلى أجل). وجاء في تكملة المجموع للتقي السبكي<sup>(٩)</sup>: (تفسير بيع الدين بالدين المجمع على منعه: هو أن يكون للرجل على الرجل دين، فيجعله عليه في دين آخر مخالف له في الصفة والقدر، فهذا هو الذي وقع الإجماع على امتناعه، وهو في الحقيقة بيع دين بما يصير ديناً).

والحديث الذي يستدل به على نهي بيع الدين بالدين، حديث اتفقوا على أنه ضعيف منقطع. وعلى الرغم من قبوله العام من قبل الفقهاء إلا أنهم اختلفوا فيما يتناوله ويصدق عليه. فهناك صور من بيع الدين بالدين منعها البعض وأجازها آخرون. مثال ذلك تطرح الدينين وهو صرف ما في الذمة فقد حرمه الشافعية. ففي الأم<sup>(١٠)</sup>: "من كانت عليه دراهم لرجل وللرجل عليه دنانير فحلت أو لم تحل، فتطرحا صرفاً، فلا يجوز لأن ذلك دين بدين". وقد أجاز ابن تيمية حيث قال في مجموع الفتاوى<sup>(١١)</sup> "إن النبي ﷺ نهى عن بيع الكالئ بالكالئ وهو المؤخر بالمؤخر، ولم ينه عن بيع دين ثابت في الذمة يسقط إذا بيع بدين ثابت بالذمة يسقط، فإن هذا الثاني يقتضي تفرغ كل واحدة من الذمتين، ولهذا كان جائزاً في أظهر قولي العلماء". ويقول ابن تيمية أيضاً في نظرية العقد<sup>(١٢)</sup>: (ولفظ النهي عن بيع الدين بالدين لم يرو عن النبي ﷺ لا بإسناد صحيح ولا ضعيف إنما في حديث منقطع، أنه نهى عن بيع الكالئ بالكالئ، أي المؤخر وهو بيع الدين بالدين).

(٦) ابن تيمية، القياس، ص ١١٠.

(٧) ابن تيمية، نظرية العقد، ص ٢٣٥.

(٨) المطرزي الحنفي، المغرب في ترتيب المغرب، ص ٢٥.

(٩) السبكي، تكملة المجموع، ١٠/١٠٧.

(١٠) الشافعي، الأم، ٣/٣٣.

(١١) ابن تيمية، مجموع الفتاوى، ٢٩/٤٧٢.

(١٢) ابن تيمية، نظرية العقد، ص ٢٣٥.

وينتفي في بيع التحوط علة التحريم الواردة في بيع الدين بالدين ففي تعليل عدم جواز بيع الدين بالدين ذكر ابن تيمية<sup>(١٣)</sup>: "فإن ذلك منع منه لئلا تبقى ذمة كل منهما مشغولة بغير فائدة حصلت لا له ولا للآخر، والمقصود من العقود القبض: فهو عقد لم يحصل به مقصوداً أصلاً، بل هو التزام بلا فائدة". ويقول ابن القيم<sup>(١٤)</sup>: "فإن المنهي عنه قد أشغلت فيه الذمتان بغير فائدة، فإن لم يتعجل أحدهما بأخرى فينتفع بتعجيله ويتنفع صاحب المؤخر بربحه، بل كلاهما اشتغلت ذمته بغير فائدة".

وفي بيع التحوط المقصود منه حماية مال العاقد من التقلب غير المرغوب في الأسعار والقبض لا يحقق هذا المقصود. وإشغال الذمتين في عقد التحوط تتحقق به فائدة التحوط بأقل تكلفة على المتعاقدين وهو مقصود العقد.

كما أنه لا يمكن أن يكون عقد التحوط ذريعة إلى ربا النسئة حيث لا يوجد فاصل زمني بين تقابض البدلين ولا تكون هناك زيادات أو غرامات للتأخير.

كما لا يمكن أن يُفرض عقد التحوط إلى الخصومة والنزاع لأنه يتم تحديد السعر بشكل دقيق يراعى فيه مصلحة المتعاقدين، وفق نموذج رياضي دقيق متفق عليه. وكذلك يحدد الوقت والصنف والكمية ومكان التسليم.

كما أن الغرر في عقد التحوط ليس فاحشاً فيمكن بدراسة سلوك السلاسل الزمنية للأسعار والكميات للسلع، ودراسة المتغيرات التي تؤثر فيها، وضع نماذج للتنبؤ باتجاه الأسعار المستقبلية بدرجة ثقة عالية في أغلب الأحوال.

إن تأجيل تسليم البدلين إلى الأجل المتفق عليه في عقد التحوط له ما يبرره شرعاً وهذه المبررات هي :

(١) إن هدف عقد التحوط هو حماية البائع والمشتري وليس التمويل. وهذا يتحقق بتأجيل تسليم البدلين وبالتالي يعتبر التأجيل من مقتضى هذا العقد، بينما تسليم أحد البدلين لا يعتبر من مقتضى العقد.

(١٣) المرجع السابق، ص ٢٣٥.

(١٤) ابن القيم، اعلام الموقعين، ٩/٢.

(٢) انطلاقاً من حرية الشروط العقدية وهو المبدأ الأصلي العام في العقود والشروط لعموم الحديث "المسلمون على شروطهم"<sup>(١٥)</sup>. يقول ابن تيمية في الفتاوى<sup>(١٦)</sup>: "الأصل في العقود رضا المتعاقدين ونتيجتها هو ما أوجباه على أنفسهما بالتعاقد"، وقول عمر بن الخطاب: (مقاطع الحقوق عند الشروط، ولك ما شرطت)<sup>(١٧)</sup> فإن اتفاق كل من البائع والمشتري على تأجيل البديلين والتقاضى في الأجل المتفق عليه يعتبر شرطاً صحيحاً لأنه من مقتضى العقد.

(٣) لا يوجد في العقد ما يفسده فلا يوجد فيه شبهة الغرر لأن محل عقد التحوط كل ما يجوز بيعه وتنضبط صفاته، كما يجب أن يكون عام الوجود في محله. ولا يوجد فيه شبهة ربا الفضل حيث يجب أن لا يجمع بين البديلين إحدى علل الربا.

### صعوبات عقود التحوط العادية

هذه العقود، على الرغم من الحاجة إليها ومما يبينها من مزاياها يكتنف استخدامها في التحوط عدة صعوبات وهي:

#### ١ - النكول وعدم الوفاء بالوعد

يتم الاتفاق على سعر المنتج موضع الاتفاق قبل إنتاجه ويراعى في السعر أن يكون عادلاً. ويستعمل نموذج تكلفة الحمل Cost-of-Carry Model في تحديد السعر حيث يراعى فيه القيمة السوقية الحالية للمنتج، وتكلفة تخزينه والتأمين عليه حتى موعد تسليمه في المستقبل، كما يراعى فيه العائد على المال الذي يستخدم لشراء وتخزين السلعة لو أراد المشتري استخدام أسلوب الشراء الحال للتحوط من تقبل أسعار المنتج في المستقبل.

ولكن بمرور الزمن تحدث تغيرات في السوق قد تؤدي إلى ارتفاع سعر السلع المتفق عليها فمثلاً لو كان سعر طن القمح بعد ٦ شهور هو ١٠٠٠ ريال ولكن قرب موعد التسليم ارتفع سعر السوق إلى ١٢٠٠ ريال فلو التزم البائع بالوعد سوف يخسر ٢٠٠ ريال في كل طن وكذلك لو انخفض السعر إلى ٨٠٠ ريال للطن سوف يخسر المشتري ٢٠٠ ريال في الطن. وقد يكون هذا حافزاً للبائع للنكول في حالة الارتفاع والمشتري للنكول في حالة انخفاض السعر. وبالتالي ما لم توجد وسيلة

(١٥) علقه البخاري ٤/٤٥١، ووصله أحمد ٢/٣٦٦ وأبو داود (٣٥٩٤).

(١٦) ابن تيمية، الفتاوى، ٣/٢٣٩.

(١٧) أخرجه البخاري ٥/٣٢٣ في كتاب الشروط و ٩/٢١٧ في كتاب النكاح.

لضمان التزام كل من البائع والمشتري بوعدهما فإنه لا يمكن استخدام عقد التحوط لحماية البائع والمشتري من التقلب في الأسعار. وتعرف هذه المشكلة بمخاطر النكول (Credit risks).

### ٢ - مشكلة التوافق المزدوج

وهي مشكلة تطابق احتياجات كل من البائع والمشتري. فالمزارع الذي يريد بيع ١٠٠ طن قمح بعد ٦ شهور من الآن يجب أن يوجد خياراً يحتاج ١٠٠ طن وليس إلى ٥٠ طن وأن يحتاجها بعد ٦ شهور من الآن وليست ٥ شهور. ولو لم يوجد هذا التطابق لامتنع تحقق هذا البيع ولصعب على البائع والمشتري التحوط، فهناك حاجة إلى وسيط يستطيع تقسيم الكمية إلى حجم أصغر أو أكبر حسب احتياجات البائع أو المشتري، وكذلك يستطيع غلق الفترات المفتوحة في زمن التسليم.

### ٣ - مشكلة سيولة العقد

ويقصد به إمكانية الإقالة أو التصرف في العقد قبل موعد التسليم. فلو تواعد المزارع والخباز على شراء ١٠ طن قمح تسليم ٦ شهور، ولكن بعد ٣ شهور تحولت رغبة الخباز عن الشراء بسبب تحوله إلى صناعة أخرى. وكذلك المزارع الذي عدل عن زراعة القمح إلى الشعير. وبما أن الوعد ملزم فيجب أن يقوم كل طرف بتنفيذ اتفاهه. ولكن لو وجدت وسيلة للتفاهم مع الطرف الآخر بإقلته من الالتزام أو تسوية العقد مع الطرف الآخر بالاتفاق على إعائه والتعويض في حالة حدوث أضرار على الطرف الآخر، فإن هذا سوف يجعل العقد أكثر مرونة والتالي يحقق غرض التحوط بكفاءة ومرونة أكبر.

### ثانياً : عقود التحوط النمطية futures contracts

على الرغم من الصعوبات المذكورة التي تكتنف استخدام عقود التحوط forwards contracts والمتداولة في الأسواق غير المنظمة OTC إلا أنها تستخدم على نطاق واسع من قبل الشركات الكبرى والمؤسسات المالية الضخمة. ولكن وجدت حاجة إلى حل المشكلات القائمة في هذه العقود الآجلة حتى يمكن الإفادة منها من قبل المؤسسات والشركات المتوسطة والصغيرة، ولذا قامت الدول بتنظيم المصافق أو البورصات لهذه العقود المستقبلية. والمصافق منظمات غير ربحية تقوم الدولة بوضع الضوابط لعضويتها ولأعمالها ووظائفها واختصاصاتها.

وتدار هذه المصافق من قبل لجان مكونة من أعضائها بالإضافة إلى مديرين متخصصين لتنفيذ تعليماتها. وتقوم هذه اللجان بوضع نظام التداول للعقود النمطية الآجلة بين أعضاء المصفق أو الآخرين الذين يتعاملون من خلال أعضاء المصفق. وتقوم الحكومة بتعيين الجهة التي تقوم بالإشراف على أعمال المصافق التي تتداول فيها العقود الآجلة النمطية والتي تسمى بالعقود المستقبلية. وفي الولايات المتحدة الأمريكية يحكم سوق العقود المستقبلية وكالة حكومية تسمى لجنة تداول السلع المستقبلية (Commodity Futures Trading Commission (CFTC وتحدد السلع التي يتخصص في تداولها. كما يوفر المصفق المكان الذي يتم فيه تداول العقود المستقبلية. إذ تتطلب قوانين المصافق أن يتم تبادل جميع العقود المستقبلية الخاصة بالسلع المتخصصة فيها في المصفق وخلال ساعات عمله الرسمية.

وللتغلب على مشاكل تبادل العقود الآجلة تقوم المصافق بعمل التالي:

#### أولاً : الترميط للتغلب على مشكلة التوافق المزوج

تقوم المصافق بترمييط العقود المستقبلية وذلك بتحديد حجم كل عقد مثلاً ١٠ طن لكل عقد فمن يريد بيع أو شراء ١٠٠ طن فعليه شراء ١٠ عقود كما تحدد فترة كل عقد مثلاً ٣ شهور أو ٦ شهور فتحدد موعد التقابض للعقود التي فترتها ٣ شهور بالشهور مارس يونيو، سبتمبر أو ديسمبر. والتي فترتها ٦ شهور بشهر مايو وديسمبر مثلاً. كما يتم تصنيف السلع بالعوامل التي تؤثر في سعرها إلى فئات. فيصنف القطن مثلاً حسب جودته إلى ٥ فئات. وتقوم جهة مستقلة بإصدار شهادات تصنيف المنتج.

وبالترميط السابق يقوم البائع بعرض سلعته حسب المواصفات النمطية، فيحدد عدد العقود التي يعرضها ويختار الفترة الزمنية ٣ أو ٦ شهور مثلاً ويحدد الصنف الذي يعرضه وفترة الصنف. ويقوم المشتري بالشراء حسب المواصفات المعروضة ويتم خلال الصفقة تحديد سعر العقد الذي يتحدد حسب العرض والطلب على السلعة محل التبادل.

#### ثانياً : الهامش للتغلب على مشكلة النكول

يقوم البائع بتوكيل سمساره في البورصة بالالتزام عنه بالبيع. ويقوم السمسار أيضاً بكفالة البائع كفالة غرم وأداء في حالة النكول. وحيث إن المصفق يضمن أعضائه من السماسرة (والمصفق ذو ملاءة مالية عالية) فإن هذا يطمئن المشتري ويزيل عنه خطر نكول البائع فيقوم بالدخول في

العقد. وكذلك المشتري يقوم بتوكيل سمساره والذي هو عضو في المصفق بالالتزام عنه وكفالتة. وبهذه الترتيبات يتجنب المتعاملون في العقود الآجلة خطر النكول ويتحقق غرض التحوط بالبيع والشراء للعقود الآجلة.

ولكي لا تتحمل هيئة البورصة خطر النكول credit risks في حالة عدم وفاء البائع أو المشتري بإلغاء بالتزاماته، يطلب السمسار من البائع والمشتري إيداع مبلغ يسمى (الهامش) margin وهو نسبة مئوية من القيمة السوقية للعقد وقت الالتزام بالبيع أو الشراء، وتتراوح هذه النسبة بين ٥٪ إلى ١٠٪. في حساب لدى الهيئة خاص بالعقد. وتقوم هيئة المصفق بتقييم قيمة العقد حسب القيمة السوقية للسلعة في كل يوم mark to market. ويلتزم البائع والمشتري بالمحافظة على النسب المتفق عليها للهامش من قيمة العقد. فمثلاً، لو كان سعر طن القمح عند توقيع العقد هو ١٠٠٠ ريال للطن وحيث إن العقد يساوي ١٠ طن، فإذا كان قيمة العقد هي ١٠٠٠٠ ريال، فإذا كان الهامش المتفق عليه هو ١٠٪ فإن البائع يودع ١٠٠٠ ريال والمشتري يودع ١٠٠٠ ريال لدى سمساره. فإذا ارتفع السعر السوقي للعقد إلى ١٠٥٠ فإن البائع يكون قد خسر دفترياً ذلك اليوم ٥٠٠ ريال فيجب أن يودع ذلك المبلغ في حسابه لدى السوق، ويكون المشتري قد ربح ٥٠٠ ريال دفترياً. ويحصل العكس إذا انخفض السعر السوقي للعقد إلى ٩٥٠ ريال.

ويستخدم الهامش المودع لدى هيئة المصفق للتأكد من حسن نية البائع أو المشتري في الوفاء بالتزاماتها. فإذا لم يقم البائع أو المشتري بتسوية خسارتهما الدفترية اليومية لدى هيئة السوق، يقوم السمسار وكيل البائع أو المشتري بتسديد الخسارة من الحساب الموجود لديه ويقوم بتصفية العقد، وذلك بإحلال بائع آخر محل البائع غير الملتزم بالوفاء، أو إحلال مشتري آخر بدلاً من المشتري غير الملتزم بالوفاء.

### ثالثاً : حل مشكلة سيولة العقد، أي تحلل البائع أو المشتري من التزامه

في حالة عدم الرغبة في الاستمرار في العقد تقوم هيئة السوق بتصفية العقد وذلك ببيع السلعة موضع العقد إلى مشتري آخر في حالة رغبة المشتري التحلل من التزامه. وهنا يثار سؤال حول جواز إعادة بيع السلعة قبل القبض أو إحلال ملتزم بالشراء مكان الملتزم الأصلي.

فلو قيس عقد التحوط على عقد السلم نجد أن المالكية أجازوا بيعه قبل قبض السلعة المسلم فيها. جاء في قول المواق<sup>(١٨)</sup>: (قال مالك في المدونة: كل ما ابتعته أو أسلمت فيه من غير الطعام والشراب من سائر العرض على عدد أو كيل أو وزن فجاز بيع ذلك كله قبل قبضه، وقبل أجله من غير بائعك بمثل رأس مالك أو أقل أو أكثر نقدًا أو بما شئت من الأثمان).

وورد في المجموع<sup>(١٩)</sup> أنه (إذا حل أجل السلم فأعطى المسلم إليه المسلم نقدًا وقال له: اشتر لي بها مثل سلمك واقبضه لنفسك، ففعل لم يصح قبضه، أما قبضه للمسلم فعلى وجهين، وإن قال له: اشتر لي واقبضه لي ثم اقبضه لنفسك، ففعل، صح الشراء والقبض للمسلم إليه ولا يصح قبضه لنفسه، لأنه لا يجوز أن يكون وكيلاً لغيره في قبض حقه لنفسه) ولكن فقهاء الحنفية أجازوه<sup>(٢٠)</sup>.

وحيث إن العقد يسعر يومياً بسعره السوقى فلو أراد ملتزم بالبيع الخروج والتحليل من التزامه فيمكنه أن يوكل سمساره بالبحث وإحلال بائع آخر محله يقوم بالوفاء بالتزامات البائع الأول. وكذلك في حالة رغبة المشتري بالتحليل من التزامه.

### عيوب العقود النمطية الآجلة

على الرغم من المزايا التي تتمتع بها العقود النمطية الآجلة (المستقبليات) إلا أن لها مثالها وعيوبها (Kolb, 1996) منها:

- ١- إن تنميط العقود يفقدها مرونتها فهي لا تغطي كل السلع أو العقود موضع التبادل بل هي محدودة في بعض السلع المشهورة كالقمح والقهوة والسكر والكاكاو وحبوب الصويا. كما أن قصر الفترة الزمنية قد لا تغطي احتياجات التحوط لفترات أطول.
- ٢- إن العقود النمطية الآجلة تنظم من قبل الحكومة، وهذا يعطيها ميزة الاطمئنان إليها، ولكنه يجد من أنواع العقود التي يمكن تداولها.
- ٣- إن التقيد بضوابط وقوانين التعامل في المصافق يؤدي إلى رفع تكلفة التعامل.

(١٨) الخطاب، مواهب الجليل وبهامشه التاج والاكليل للمواق، ج ٤، ص ٥٤٢.

(١٩) السبكي، تكملة المجموع، ج ١٣، ص ١٥٥.

(٢٠) ابن همام، فتح القدير، ج ٥، ص ٣٤٦-٣٤٧.



٤- يجد المتعاملون الكبار في المصافق عيباً في علنية التعامل لأنه لا يمكن الدخول في صفقات كبيرة بدون أن يتبعهم الآخرون ويقلدوهم، مما يرفع سعر السلع المراد شرائها.

### أسعار العقود الآجلة

تحدد قوى السوق أسعار السلع مؤجلة التسليم كالسلم وعقود التحوط Forwards وعقود التحوط النمطية (المستقبلية) Futures إذ تعتمد أسعارها على أسعارها الحالية النقدية وعلى تكاليف تخزينها حتى موعد تسليمها المتفق عليه في العقد. ويلعب مبدأ الموازنة arbitrage دوراً أساسياً في تحديد سعر السوق للسلع الآجلة والسلع المستقبلية. ومبدأ الموازنة ينص على أنه يجب أن تساوي أسعار السلع الآجلة السعر النقدي مضافاً إليه تكلفة حمل السلعة زمانياً ومكانياً إلى المستقبل، فإذا لم يتحقق هذا الشرط وكان السعر الآجل أكبر من السعر النقدي مضافاً إليه تكلفة الحمل فإن المضاربين سوف يستغلون هذه الفرصة بالشراء النقدي وتخزين السلع إلى المستقبل (إذا كانت السلعة قابلة للتخزين). وتصرفهم هذا سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها النقدية، كما يؤدي إلى زيادة عرض السلع الآجلة أو المستقبلية وبالتالي تنخفض أسعارها وبذلك تحقق عمليات التوازن arbitrage تساوي السعر النقدي للسلع (مضافاً إليه تكلفة الحمل) مع السعر الآجل. وتُعرف هذه الفكرة بنظرية تكلفة الحمل carrying charge theory أو نموذج تكلفة الحمل cost-of-carry model. وتصنف تكاليف الحمل إلى أربع فئات هي: تكاليف التخزين، تكلفة التأمين على السلع، تكلفة نقل السلع، وتكلفة تمويل السلع خلال فترة الحمل. ولا تشمل تكاليف الحمل تكلفة شراء السلعة نفسها. ويمكن توضيح ذلك في المثال التالي:

إذا كان تكلفة شراء طن قمح بالسعر النقدي ٤٠٠ ريال وكانت تكلفة نقله وتخزينه والتأمين عليه ١٠ ريالات لكل طن، وكانت تكلفة تمويل البيع الآجل للقمح للفترة سنة ١٠٪، فإن السعر الآجل للقمح يجب أن يكون ٤٥٠ ريالاً وهو (٤٠٠+١٠+٤٠) = ٤٥٠. فلو كان السعر الآجل ٥٠٠ ريال فيكون هناك ربح صاف مقداره ٥٠ ريالاً للمضارب على الأسعار الذي يقوم بالشراء بالنقد وتخزين القمح حتى موعد تسليمه. وهذا سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع وبالتالي ارتفاع سعرها النقدي وبالتالي تكلفة التمويل والتي تكون نسبة مئوية من السعر النقدي. ويستمر السعر في الارتفاع إلى أن يتلاشى الربح، وتتحقق شروط نظرية تكلفة الحمل، والتي تشترط أن:

$$F_{0,t} \leq S_0 (S_0 (1 + C))$$

وحيث  $F_{0,t}$  السعر الحالي للسلع التي سوف تسلم في الفترة  $t$  ،  $S_0$  السعر النقدي للسلع و  $C$  تكاليف حمل السلعة وفي الغالب يكون نسبة مئوية من السعر النقدي للسلعة.

وفي حالة وجود تكاليف سمسرة ووسطاء يمكن أن تضاف هذه التكاليف وتكون نسبة مئوية من السعر النقدي وتكون الصيغة كالتالي:

$$F_{0,t} \leq S_0 (1 + T) (1 + C)$$

حيث  $T$  تمثل تكاليف السمسرة. والوسطاء والبيع.

أو لمنع الموازنة العكسية Reverse arbitrage بنموذج تكلفة العمل يجب أن يتحقق الشرط

التالي:

$$F_{0,t} \leq S_0 (1 - T) (1 + C)$$

والذي يعني أن السعر الحالي للعقد الآجل يجب أن لا يقل عن السعر النقدي مضافاً إليه

تكلفة العمل وتكلفة السمسرة.

### أسعار عقود السلم

يختلف بيع السلم عن البيع الآجل، إذ في البيع الآجل يحصل المشتري على تمويل عند حصوله على السلع، وبالتالي تضاف تكلفة التمويل إلى تكاليف حمل السلعة، للوصول إلى السعر الحالي الذي يجب دفعه للسلعة المؤجلة التسليم. بينما في بيع السلم يقوم المشتري بالتمويل وبالتالي يجب عليه أن يحسب تكلفة الفرصة البديلة للتمويل الذي يقدمه للبائع وهو ما سماه صاحب فتح القدير<sup>(٢١)</sup> الاسترباح في قوله: "فإن المشتري يحتاج إلى الاسترباح لنفقة عياله وهو بالسلم أسهل إذ لا بد من كون المبيع نازلاً عن القيمة فيربحه المشتري"، والذي يعني أنه لو كان السعر الآجل للقمح المباع سلماً في موعد التسلم يتوقع أن يكون ١٠٠٠ ريال للطن فإن ما يدفعه المشتري يجب أن يكون أقل من هذا السعر، مثلاً ٩٠٠ ريال، ويكون الفرق ١٠٠ ريال، وهو تكلفة الفرصة البديلة أو (الاسترباح). وتنطبق نظرية تكلفة الحمل على السلم وتكون لدينا الصيغة التالية لتسعير السلم.

$$F_{0,t} \leq (S_0 (1 + C - R))$$

حيث  $R$  تمثل تكلفة الفرصة البديلة. وهذا يعني أن سعر السلعة المباع سلماً، وهو السعر

الذي يجب دفعه فيها الآن، ليتم استلامها في الموعد المتفق عليه في المستقبل، يجب أن يكون مساوياً

(٢١) ابن همام، فتح القدير، ج ٥، ص ٣٨٢.

للسعر النقدي للسلعة مضافاً إليه تكلفة الحمل الذي يتكون من تكلفة النقل والتأمين والتخزين، ويطرح منه تكلفة الفرصة البديلة أو نسبة الاستزباح في تمويل السلم.

وهذا لا يعني أن المشتري سلماً (يستريح) دائماً. إذ إن ربحه يعتمد على الفرق بين تكلفة الشراء والتي تتكون من تكلفة شراء السلعة سلماً وتكلفة حملها مطروحاً منها نسبة الاستزباح وبين سعر بيع السلعة في السوق. وهذا الأخير يعتمد على الكمية المعروضة والكمية المطلوبة في موعد البيع. وبالتالي قد يربح إذا كان سعر البيع أعلى من تكلفته وقد يخسر ولا يستريح إذا كان سعر البيع أقل من تكلفته.

### ثالثاً : التحوط باستخدام خيار الشرط Hedging and Options

يتم التحوط باستخدام عقد البيوع الآجلة بالتزام البائع والمشتري بتبادل سلع مثلية موصوفة في الذمة بكمية محددة وفي زمن محدد. وبذلك يحمي البائع نفسه من انخفاض في أسعار منتجه، وكذلك يحمي المشتري نفسه من ارتفاع أسعار السلع المطلوبة.

وتسعير السلعة في البيوع الآجلة يتم كما أسلفنا بناء على نماذج رياضية تأخذ في اعتبارها المتغيرات المختلفة التي تؤثر على السعر الحالي للسلع والسعر المستقبلي المتوقع.

ولكن لا يتوقع أن يتطابق السعر المتفق عليه في العقد وسعر السوق للسلع وقت التسليم فقد يكون السعر حينئذٍ أعلى من السعر المتفق عليه وقد يكون أقل. فلو كان السعر وقت التسليم أعلى يكون البائع قد حمى نفسه من الخسارة التي تلحقه في حالة انخفاض السعر. لكنه أيضاً حرم نفسه من الأرباح الإضافية التي قد يجنيها في حالة ارتفاع سعر السوق وقت التسليم عن السعر المتفق عليه. وكذلك المشتري الذي يكون قد حمى نفسه في عقد البيوع الآجلة من ارتفاع أسعار السلع المطلوبة يكون قد فوّت على نفسه أيضاً منافع انخفاض السعر عن السعر المتفق عليه.

ولتلافي ذلك يمكن أن يكون العقد عقد بيع لسلعة مثلية محددة المواصفات والكمية، مع إعطاء كل من البائع أو المشتري خيار التزوي، فإذا أعطي الخيار للطرفين فعندما يحل الأجل لن ينفذ العقد أبداً لأن الخاسر منهما سيستخدم خياره. والتزوي كما يقول الخطاب<sup>(٢٢)</sup> "لا يختص بالبيع فقد يكون أيضاً في الثمن أو في أصل العقد". ويتيح خيار التزوي للبائع أو المشتري فرصة

(٢٢) الخطاب، مواهب الجليل، ٤/٤١٤.

تحقيق الرضى وتحصيل المنفعة كما يؤدي إلى (تخفيف الغرر) كما قالت به المالكية<sup>(٢٣)</sup>. فمن الغرر عندهم بيع الغائب إلا مع الوصف لنوعه وجنسه، هذا إذا كان البيع على اللزوم، أما إذا كان البيع على شرط خيار للمشتري إذا رأى المبيع فيجوز ذلك الغائب بلا وصف. قال الدردير<sup>(٢٤)</sup>: "ليخف غره". وبالتالي يمكن أن يستخدم خيار الشرط في البيع لتحقيق غرض التحوط للبائع إذا كان الخيار له، فيمكن في حالة انخفاض السعر السوقي عن السعر المتفق عليه في زمن الخيار أن يمضي البائع البيع فيصبح لازماً للمشتري. ولكن إذا ارتفع سعر السوق عن السعر المتفق في مدة الخيار يمكن للبائع أن يمارس خياره ويفسخ البيع. وكذلك لو اشترط الخيار للمشتري لمدة محددة: فإنه إذا ارتفع سعر السوق عن سعر الشراء المتفق عليه، فسوف يمضي المشتري العقد فيلزم البائع إنفاذه. لكن لو انخفض السعر عن السعر المتفق عليه، يمكن للمشتري أن يمارس خياره ويفسخ العقد في زمن الخيار. وبذلك يتحقق له التحوط والإفادة من التغير المرغوب في الأسعار وهو الارتفاع في حالة البائع والانخفاض في حالة المشتري.

### خيار الشرط

وهو حق يثبت بالاشتراط لأحد المتعاقدين يخول له فسخ العقد في مدة معلومة. وعرفه (ابن عرفة) من المالكية<sup>(٢٥)</sup> بقوله: بيعٌ وقفٌ بته أو لا على إمضاء يتوقع.

ذهب جمهور الفقهاء إلى الأخذ بخيار الشرط واعتباره مشروعاً لا ينافي العقد. قال النووي<sup>(٢٦)</sup> (هو جائز بالإجماع).

وذهب مالك<sup>(٢٧)</sup> إلى أنه تتحدد أقصى مدة جائزة للخيار بقدر الحاجة. فلو استخدم الخيار بغرض التحوط، تحدد مدة الخيار بالفترة التي يراد التحوط فيها مثلاً ستة شهور أو سنة. ولا يجوز تأييد الخيار<sup>(٢٨)</sup> ولا توقيته بوقت مجهول بل يجب أن تكون المدة معلومة.

(٢٣) الدردير، الشرح الكبير، ٢٦/٣.

(٢٤) المرجع السابق، ٢٦/٣.

(٢٥) الحرشي، شرح مختصر خليل، ١٩/٤.

(٢٦) النووي، المجموع المهدب، ١٩٠/٩ و ٢٢٥.

(٢٧) الدردير، الشرح الكبير، و الدسوقي، حاشية على الشرح الكبير، ص ٩٥٣.

(٢٨) الكاساني، بدائع الصنائع، ٤٧١/٥ و ١٥٧.

### الخيار في بيع التحوط

ويجوز الخيار في عقد التحوط لأنه من مقتضى العقد كما أنه لو قيس بالسلم فقد ذهب المالكية إلى جوازه في السلم إلى أجل قصير<sup>(٢٩)</sup>، كما ذهب الإمامية إلى ثبوته في السلم<sup>(٣٠)</sup>.

### الاعتياض عن الخيار Option Price

جاء في فتاوى قاضيخان<sup>(٣١)</sup> أنه لو صالح المشتري البائع صاحب الخيار على دراهم مسماة أو على عرض بعينه على أن يُسقط الخيار وبمضي البيع جاز ذلك وتكون الزيادة في الثمن (عن الثمن المتفق عليه). وكذلك لو كان صاحب الخيار هو المشتري فصالحه البائع على أن يسقط الخيار فيحط عنه من الثمن كذا أو يزيد هذا العرض بعينه في البيع جاز ذلك أيضاً.

وطالما أنه يجوز الاعتياض عن الخيار لإسقاطه فإنه قد يجوز الاعتياض عنه ابتداءً. وفي المغني لابن قدامة<sup>(٣٢)</sup>: "قد يدفع طالب الشراء لصاحب السلعة مبلغاً من المال ويقول له: لا تبع هذه السلعة لغيري وإن لم اشترها منك فما دفعته فهو لك) ويقول: لو كان (أي ما دفع من مال "عوضاً عن انتظاره وتأخير البيع من أجل المشتري، ما جاز جعله من الثمن حال الشراء. وبالتالي يجب أن لا يكون جزءاً من الثمن في حالة الشراء. والصورة السابقة هي بيع خيار دفع فيه المشتري للبائع عوضاً عن التزام البائع بالبيع مع خيار المشتري بالإمضاء أو الفسخ في المدة المتفق عليها.

فعليه يمكن للمشتري شراء حق إمضاء البيع أو فسخه بعوض يدفع للبائع ويحق للبائع أخذه ولا يكون جزءاً من الثمن في حالة إمضاء العقد.

أما المشتري فإنه يدفع العوض مقابل تمتعه بحق فسخ العقد إذا كان تغير السعر في غير صالحه، أو إمضائه إذا كان في صالحه. ويمكن اعتبار ذلك العوض ثمناً للتحوط أو قسط تأمين ضد مخاطر تقلب الأسعار غير المرغوب، أي مقابل مخاطر ارتفاع السعر على المشتري. وكذلك البائع يكون ما يدفعه مقابل التزام المشتري بالشراء وعدم تصرفه في الثمن المخصص للشراء. ويكون العوض المدفوع من البائع هو ثمن التحوط أو قسط تأمين ضد مخاطر انخفاض سعر البيع.

(٢٩) مالك (الإمام)، المدونة الكبرى، رواية سحنون عن مالك، ٢١/١٠.

(٣٠) الحلبي، تذكرة الفقهاء، ٥٢٢/١.

(٣١) الفتاوى الخانية بهامش الفتاوى الهندية، ص ٣.

(٣٢) ابن قدامة، المغني، ٢٣٣/٤.

### الخيار القابل للتمديد Extendable Option

ويصح على رأي الحنايلة<sup>(٣٣)</sup> أن يشترط الخيار للبائع أو المشتري قبل العقد أو في العقد أو بعده، ولكن في زمن خيار الشرط، مثل أن يقول اشترت منك هذا البيت ولي الخيار إلى ستة أيام، فلما صار اليوم الثالث قال أريد أن أمدد الخيار إلى ستة أيام، فله ذلك، لأن العقد لم يلزم الآن فلا يلزم إلا بعد انتهاء مدة الخيار.

وبالتالي لو اشترى المشتري قمحاً واشترط الخيار له لمدة ٣ شهور، فإن له قبل انقضاء فترة الخيار الاتفاق على تمديده إلى ٦ شهور.

### رابعاً : التحوط بالمقايضة المؤقتة Swaps

تعرف المقايضة المؤقتة بأنها اتفاق بين متعاقدين أو أكثر على مبادلة مجموعة من الأصول أو التدفقات النقدية لفترة زمنية قادمة. وتهدف هذه المقايضة إلى حماية الأصول أو التدفقات النقدية أو كليهما من التقلبات غير المرغوبة أو المخاطر المالية. وتمتاز وسيلة المقايضة عن غيرها من وسائل التحوط بالمرونة العالية، إذ إن العقد يفصل حسب طلب العاقد ليحقق له الحماية المطلوبة بأقل التكاليف. وتتم عقود المقايضة في الأسواق غير المنظمة OTC ولا يتم تبادل هذه العقود في المصافق (البورصات). ويلعب السماسرة أو الوسطاء في هذه العقود دوراً أساسياً إذ يقع على عاتقهم البحث ومطابقة طلبات المقايضة. فإذا لم يجد السماسر أو الوسيط ما يطابق طلبات أو مواصفات المشتري أو البائع يقوم بدور البائع للمشتري ودور المشتري للبائع حيث يبيع من الأصول التي يديرها أو يملكها ما يحقق طلب المشتري ويقوم بالشراء من البائع. ثم يقوم بتسويق تلك الأصول المشتراة وبالتالي تنتقل إليه مخاطر النكول credit risks ، ويقع عليه عبء التسعير الملائم لخدماته التي يقدمها لتعكس المخاطر التي يتحملها.

### أنواع المقايضات المؤقتة

#### أولاً : مقايضة العملات الأجنبية Foreign Currency Swaps

وتهدف إلى التحوط من التغيرات غير المرغوبة في أسعار العملات الأجنبية، وتنشأ هذه الحاجة حينما يكون أحد أطراف العقد جهة أجنبية تتعامل بعملة مغايرة. مثال ذلك: وقّع تاجر سعودي عقداً لبناء مصنع في السودان بمبلغ ٥٠٠ مليون جنيه سوداني وهذا السعر مناسب ويحقق

(٣٣) محمد العثيمين، الشرح المتمع، ٢٧٩/٨.

له ربحاً جيداً بسعر الصرف الحالي للجنيه بافتراض أن هذا السعر هو ٥٠ جنيهاً للريال. وحيث إن فترة بناء المصنع سنة، فإن التاجر يخشى أن ينخفض سعر الجنيه السوداني خلال فترة الإنشاء، فيخسر حينما يقوم بتحويل الجنيهات السودانية التي سيحصل عليها بعد الانتهاء من المشروع إلى ريالات، فهو يحتاج إلى التحوط من هذا الانخفاض. كما أن هناك تاجرًا سودانيًا يستورد من السعودية مادة (PVC) لمصنعه المقام في الخرطوم ويحتاج إلى الريالات السعودية ليقيم باستيراد تلك المادة، ويقوم برد تلك الريالات بعد التصنيع وبيع منتجاته في السوق المحلية. وسوف تعكس أسعار منتجاته معدلات التضخم وانخفاض سعر الجنيه السوداني. وبالتالي يستطيع أن يغطي تكلفته للمواد المستوردة ويحقق أرباحاً جيدة. ولحل مشكلة المقاول السعودي والتاجر السوداني يدخل الطرفان بواسطة سمسار أو وسيط مالي في اتفاق يتم بموجبه مقايضة ٥٠٠ مليون جنيه سوداني بـ ١٠ ملايين ريال سعودي لفترة سنة.

ويتم ذلك في خطوتين: ففي الخطوة الأولى يقوم سمسار أو وسيط بترتيب المقايضة بين الأطراف حيث يدفع الطرف السعودي مبلغ ١٠ ملايين ريال مقابل ٥٠٠ مليون جنيه سوداني بسعر صرف السوق وهو ٥٠ جنيه سوداني لكل ريال سعودي، ويتم الاتفاق على أن يتم إعادة مقايضة العملات بنفس سعر الصرف. وفي الخطوة الثانية وبعد انقضاء الفترة المتفق عليها يتم إعادة التفاوض حيث يدفع الطرف السعودي ٥٠٠ مليون جنيه سوداني مقابل ١٠ ملايين ريال سعودي ويقفل عقد المقايضة.

إن عقود مقايضة العملات تحقق حاجة الطرفين الحقيقية إلى مبالغ بعملات أجنبية وتؤدي إلى التحوط من مخاطر التقلب في أسعار تلك العملات.

### حكم المقايضة المؤقتة بالعملات

ناقش الفقهاء حكم مقايضة العملات وذلك في ندوة البركة الأولى وقد أفتوا بأن الوعد بتبادل عملات أجنبية في وقت محدد في المستقبل وبسعر صرف ثابت متفق عليه جائز إذا كان الوعد غير ملزم (الفتوى ١٣/١). وتم تأكيد هذه الفتوى في ندوة البركة السادسة (الفتوى ٢٣/٦) وبذلك أجاز الفقهاء البيع الآجل forwards للعملات بشرط أن لا يكون ملزماً. ولكن أفتى

الفقهاء في ندوة البركة الثامنة بجواز تبادل القروض الحسنة بين الأطراف بعملات أجنبية مختلفة وذلك للتحوط من مخاطر التقلب في أسعار صرف العملات الأجنبية (الفتوى ١٠/٨) (٣٤).

وبناءً على هذه الفتوى فإن الطرف السعودي يقوم بإقراض الطرف السوداني مبلغ ١٠ ملايين ريال سعودي لفترة سنة كما يقوم الطرف السوداني بإقراض الطرف السعودي مبلغ ٥٠٠ مليون جنيه لمدة سنة. وفي نهاية السنة يقوم كل طرف برد القرض، فيرد الطرف السوداني مبلغ ١٠ ملايين ريال ويقوم الطرف السعودي برد ٥٠٠ مليون جنيه سوداني. وبذلك يتحقق التحوط لكلا الطرفين.

وقد أورد (Khan, 1999) في دراسة له أن بعض المؤسسات المالية الإسلامية تستخدم العقود الآجلة forwards contracts والعقود المستقبلية futures للتحوط من التقلب في أسعار الصرف في معاملاتها الخارجية وذلك بموافقة من لجانها الشرعية.

### ثانياً : مقايضة العوائد

يتم هذا الاتفاق بين طرف لديه أصول ذات عوائد ثابتة وبين طرف لديه أصول ذات عوائد متغيرة ويقضي الاتفاق بمبادلة العوائد لفترة محددة.

ويهدف من لديه أصول ذات عوائد متغيرة إلى تقليل مخاطر التقلبات في العائد ربما لأن لديه التزامات ثابتة، كما قد يهدف من لديه أصول ذات عوائد ثابتة إلى زيادة أرباحه حيث يتوقع أن تقتزن التقلبات في العائد بارتفاع في متوسط العائد، وذلك لتعويض المستثمر عن نسبة زيادة المخاطر. كما يمكن أن تكون المقايضة لأن أحد الأطراف لديه ميزة نسبية في الحصول على التمويل عن الطرف الآخر. ويمكن شرح هذا الاتفاق في المثال التالي :

الطرف (أ) لديه أصول ذات عوائد ثابتة ولتكن أجهزة ومعدات أو عقارات مؤجرة بأجرة ثابتة ولفترة محددة. والطرف (ب) لديه أصول ذات عائد متغير ولتكن أسهماً في شركات ذات نشاط نافع وجائز، أو حصص مشاعة في شركات يمتلكها.

الطرف (ب) يرغب في تقليل تقلبات العائد من أصوله لأن لديه التزامات ثابتة يجب القيام بها كالتفقة على نفسه وعياله أو لأن لديه ميزة نسبية عن الطرف (أ) في الحصول على التمويل

(٣٤) فتاوى ندوات البركة .



بأسلوب المشاركة، ربما لأنه معروف ولديه خبرات عالية في ممارسة النشاطات الاقتصادية فيستطيع الحصول على تمويل بأسلوب المشاركة بحصة عالية من الأرباح. بينما الطرف (أ) جديد في السوق وليس لديه خبرة في النشاط المراد تمويله لذلك لم يستطع الحصول على تمويل بأسلوب المشاركة، أو لأن الطرف (أ) جميع أصوله ذات عوائد ثابتة ويريد أن يزيد من معدلات أرباحه أو عوائده.

ويمكن توضيح ذلك بالمثال التالي:

١- الطرف (أ) لديه عقار قيمته السوقية مليون ريال ومؤجر بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ ريال ويرغب في تحسين دخله.

٢- الطرف (ب) لديه مجموعة أسهم في شركات مختلفة قيمتها السوقية مليون ريال ويتوقع العائد منها في شكل أرباح موزعة هي ١٢٠ ألف ريال بمعدل تقلب أو انحراف معياري ٢٠٪، ونظراً لأن لديه التزامات ثابتة لمدة سنة فقد يرغب في إزالة خطر التقلب في العائد والحصول على عائد مضمون.

٣- يمكن للطرفين الدخول في عقد مفاضلة للعوائد بحيث يستطيع الطرف (ب) إزالة مخاطر التقلب في عوائده ويستطيع الطرف (أ) تحسين العائد المتوقع وذلك كالتالي :

(أ) يبيع الطرف (ب) أسهمه للطرف (أ) ويكون الثمن للأسهم هو العقار المملوك للطرف (أ). ويشترط الطرف (ب) في عقد البيع أنه بعد عام سوف يقوم بشراء أسهمه من الطرف (أ) بنفس القيمة إذ يدفع له العقار ثمناً للأسهم حينئذ .

(ب) خلال الفترة المتفق عليها وهي سنة يكون الإيجار المحصل من العقار ملكاً للطرف (ب) وتكون الأرباح الموزعة على الأسهم ملكاً للطرف (أ).

(ج) وفي نهاية الفترة المتفق عليها يستعيد كل طرف امتلاك أصوله.

### بيع الوفاء

تميزت الشريعة الإسلامية السامحة عن غيرها في قدرتها على تحقيق التوازن بين هدف العدالة في المعاملات بين الأطراف المختلفة بمنعها الظلم والغرر والجهالة والربا، وهدف تحقيق المرونة في أحكامها لتكون صالحة لكل زمان ومكان فتستوعب بذلك كل ما يحتاج إليه الاستحداث من معاملات سابقة ولاحقة. وقد تطورت الأحكام الفقهية مع تطور المعاملات التي يحتاج إليها

المتعاملون. وتمشيًا مع القاعدة الفقهية التي تقضي (بأن المعاملات تطلق حتى يعلم المنع) يبذل الفقهاء أقصى جهدهم لفهم المعاملات المستجدة وأغراضها وأحكامها ومدى الحاجة إليها وذلك لاستنباط الأحكام الشرعية الملائمة لها.

وقد أدى استقرار المعاملات والتوسع فيها ونمو النشاطات الاقتصادية في مختلف الأمصار الإسلامية بعد القرن الرابع الهجري إلى توسع الحاجة إلى التمويل التجاري. ولا يمكن أن يكون القرض الحسن وسيلة لتمويل النشاطات التجارية إذ يرغب مانح التمويل الحصول على عائد دون أن تكون له رغبة في المشاركة في الخسارة، وذلك لضعف الأمانة المنتشر في بعض المناطق. فاستحدثت عقود جديدة لمواكبة الوقائع والنوازل المستجدة، ومن تلك العقود (بيع الوفاء).

وهذا من العقود المركبة من البيع والرهن، وقد احتيج إليه للتحويل على الربا بحصول الممول على عائد مع ضمان لرأس المال بالرهن. وجاء في تعريفه: (بيع الوفاء هو بيع المال بشرط أن البائع متى رد الثمن يرد المشتري إليه المبيع)<sup>(٣٥)</sup>. وفي تبريره نقل عن قاضي سماوة: (البيع الذي تعارفه أهل زماننا احتيلاً للربا وسموه بيع الوفاء، وهو رهن في حقيقته بيع للاستيثاق بالدين)<sup>(٣٦)</sup>. وقد تعددت أقوال الفقهاء في أسمائه، فيسميه المالكية (بيع الثنبا) والشافعية (بيع العهدة) والحنابلة (بيع الأمانة) كما يسمى ببيع الوفاء، والبيع الجائر وبيع المفاعلة وبيع الأمانة. وقد انتشرت هذه المعاملة في بلخ وبخارى ومصر والشام واليمن وحضرموت.

### حكم بيع الوفاء

اختلف الفقهاء في الحكم الشرعي لبيع الوفاء فذهب المالكية والحنابلة والمتقدمون من الحنفية والشافعية إلى أن بيع الوفاء فاسد للأسباب التالية<sup>(٣٧)</sup>:

- ١- إن اشتراط البائع أخذ المبيع إذا رد الثمن إلى المشتري يخالف مقتضى البيع وحكمه هو ملك المشتري للمبيع على سبيل الاستقرار والدوام.
- ٢- إن في هذا الشرط منفعة للبائع لم يرد دليل على جوازها.

(٣٥) علي حيدر، شرح المجلة العملية، المادة ١١٨.

(٣٦) قاضي سماوة، جامع الفصولين.

(٣٧) الموسوعة الفقهية، مادة: بيع الوفاء، ج ٩، ص ٢٦٠-٢٦٣.

٣- إن البيع على هذا الوجه لا يقصد منه حقيقة البيع بشرط الوفاء، وإنما يقصد من ورائه الوصول إلى الربا المحرم.

وذهب بعض المتأخرين من الحنفية وكذلك بعض الشافعية إلى جواز ذلك، لأن البيع بهذا الشرط قام عليه العرف فراراً من الربا وهو صحيح وإن كان مخالفاً للقواعد، لأن القواعد تترك بالتعامل كما في الاستصناع.

#### شروط ومشروعية مقايضة التحوط (المقايضة المؤقتة)

إن غرض مقايضة التحوط هو غرض حماية المال الذي قد يكون عملة أجنبية أو عوائد وإيرادات أصول من خطر التقلبات غير المرغوبة. ويتحقق بذلك هدف حفظ المال وهو من المقاصد الشرعية. ويعزز من تحقيق القبول الفقهي لهذا العقد تحقق الشروط التالية:

- ١- أن يتم تبادل العوضين في مجلس العقد فلا يؤجل أحدهما.
- ٢- يمكن أن يكون المال المتبادل عوضاً أو منفعة.
- ٣- يجوز أن يكون أحد البديلين أو كلاهما ديناً حالاً.
- ٤- يجب أن يكون العوض سلعة أو منفعة سلعة معينة، ولا يكون من السلع المثلية.
- ٥- يجب أن يكون موعد التبادل وإعادة التبادل محدداً ومتفقاً عليه سواء للسلع أو للمنافع المتبادلة.
- ٦- يجب أن يحدد مكان التقابض وطريقته.
- ٧- يجب أن لا يجمع بين البديلين إحدى علل الربا.
- ٨- في مبادلة العملات الأجنبية تجرى أحكام الصرف من شرط التقابض في مجلس العقد.
- ٩- يتم إعادة الصرف بالسعر المتفق عليه وهو سعر الصرف ابتداءً.

في ضوء الشروط السابقة أقترح قبول مقايضة التحوط فقهياً حيث إنها من العقود المستحدثة وتستخدم على نطاق واسع في الاقتصاد المعاصر، والغرض منها التحوط وحفظ المال وهو من المقاصد الشرعية. كما أن مبررات من قال بفساد بيع الوفاء لاشتراط البائع أخذ المبيع إذا رد الثمن إلى المشتري لا تنطبق في حال مقايضة التحوط للأسباب التالية :

- ١- إن اشتراط إعادة التبادل يحقق هدف التحوط وبالتالي هو من مقتضى العقد وليس خارجاً عنه.
- ٢- إن اشتراط إعادة التبادل يحقق منفعة للطرفين معاً.

- ٣- لا يمكن أن تؤدي مقايضة التحوط إلى الربا حيث يشترط أن يكون معدل التبادل وإعادة التبادل متساويان كما يشترط أن لا يجتمع في البدلين إحدى علل الربا.
- ٤- لا يوجد في مبادلة التحوط غرر فاحش حيث إن البدلين معينان، وموعد التبادل وإعادة التبادل محددان، ومكان التبادل وطريقته يتم الاتفاق عليهما.

## المراجع

### أولاً : المراجع العربية

- أبو داود، سليمان، سنن أبو داود، القاهرة : دار إحياء السنة المحمدية، بدون تاريخ.
- ابن تيمية، القياس، القاهرة : المطبعة السلفية، ١٣٨٢هـ.
- ابن تيمية، مجموع الفتاوى، الرياض : مطابع الرياض، ١٣٩٨هـ.
- ابن تيمية، القواعد النورانية، مصر : مطبعة السنة المحمدية، ط١، ١٩٥١م.
- ابن حنبل، أحمد، المسند، (تحقيق أحمد محمد شاكر)، بيروت : المكتب الإسلامي، ط٢، ١٣٩٨هـ.
- ابن قدامة، المغني والشرح الكبير، دار الكتاب العربي، ١٣٩٢هـ.
- ابن قدامة، المغني، القاهرة : دار المنار، ١٣٦٧هـ.
- ابن قيم الجوزية، محمد، إعلام الموقعين عن رب العالمين، بيروت : دار الجليل، ١٩٧٣م.
- ابن الهمام الحنفي، شرح فتح القدير، القاهرة : المطبعة الأميرية الكبرى، بولاق، ١٣١٧هـ.
- البخاري، محمد، صحيح البخاري، القاهرة : المطبعة الأميرية الكبرى، بولاق، ١٣١٤هـ.
- الخطاب، مواهب الجليل والتاج الإكليل، بيروت : دار الفكر، ١٣٩٨هـ.
- الخلي، تذكرة الفقهاء، طهران : دار المعرفة، بدون تاريخ.
- الخرشي، محمد، الخرشي على شرح مختصر خليل، بيروت : دار صادر، بدون تاريخ .
- الدردير، أحمد بن محمد، الشرح الكبير على مختصر خليل، القاهرة : دار إحياء الكتب العربية، ١٢٠١هـ.
- الدسوقي، محمد بن أحمد بن عرفة، حاشية على الشرح الكبير، ط١، القاهرة : عيسى البابي الحلبي، بدون تاريخ.
- السبكي، تقي الدين، تكملة المجموع لشرح المهذب، القاهرة : مطبعة التعاون الأخوي، ١٣٤٧هـ.
- الشافعي، محمد بن إدريس، الأم، بيروت : دارالمعرفة، ١٣٩٣هـ.
- الضريير، الصديق محمد الأمين، الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي، جدة : سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، دله البركة، ١٩٩٠م.
- العنيمين، محمد، الشرح المتع على زاد المستقنع، الرياض : مؤسسة آسيا، ١٩٩١م.
- حيدر، علي، شرح مجلة الأحكام العدلية، بيروت : مكتبة النهضة، بدون تاريخ.
- الفتاوى الخانية بهامش الفتاوى الهندية (بدون مؤلف)، القاهرة : المطبعة الأميرية، ١٣١٠هـ.

- فتاوى ندوات البركة، ١٤٠٣هـ-١٤١٧هـ/١٩٨١م-١٩٩٧م، جمع وتنسيق عبد الستار أبوغدة وعزالدين خوجة، جدة : مجموعة دله البركة، ط٥، ١٤١٧هـ/١٩٩٧م.
- قاضي سماوة، بدرالدين، جامع الفصولين، القاهرة : المطبعة الأزهرية، ١٣٠٠هـ.
- الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، القاهرة : شركة المطبوعات العلمية، ١٣٢٧هـ.
- مالك (الإمام)، المدونة الكبرى، رواية سحنون، القاهرة : ١٣٢٣هـ.
- المطرزي الحنفي، ناصر الدين، المغرب في ترتيب المعرب، حلب : ١٤٠٢هـ.
- الطبيعي، محمد نجيب، التكملة الثانية للمجموع المهذب، ج١٣، القاهرة : زكريا يوسف، بدون تاريخ.
- النووي، المجموع شرح المهذب، ط٢، مصر : مطبعة الإمام، بدون تاريخ.
- الموسوعة الفقهية، الكويت : وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، ١٤٠٧هـ .

## ثانياً : المراجع الأجنبية

- Khan, T.** "Hedging and Islamic Finance", A Preliminary Discussion Paper, IRTIIDB, 1999.
- Kolb, R. W.** Financial Derivatives, Cambridge: Blackwell , (1996).
- Vogel, F. & Hayes, S.** Islamic Law and Finance, Borson: Kluwer Law International, 1998.
- Group of Thirty,** Global of Derivalives Study Group: Practic and Principles, Jully, N.Y.: 1993.
- Jorian, Philippe and Khoury, S.J.,** Financial Risk Management, Cambridge: Black Well Publisher, 1996.

## Islamic Financial Derivatives for Managing Commercial Risks

ABDURRAHIM ABDULHAMEED SAATI

*Associate Professor*

*Department of Economics*

*Faculty of Economics & Administration*

*King Abdul-Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia*

ABSTRACT. This paper aims at initiating serious discussion on hedging contracts between economists and *Fuqaha* (Muslim jurists). It underlines the importance of managing commercial risks faced by productive and financial projects by hedging against risks through *shariah* compatible modes. The paper proposes contracts based on adapting those currently in use in the financial markets, by introducing some modifications and adding certain conditions. These hopefully make the contracts acceptable to Islamic jurists without losing their economic role in hedging. Also they are comparable to some well known *shariah* contracts. These are: forwards, futures, options and swaps.