



الدورة الحادية والعشرون  
لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي

# عقود التحوط

## تطبيقات معاصرة لعقود الغرر

إعداد

أ.د. محمد سعدو الجرف

قسم الاقتصاد الإسلامي. جامعة أم القرى

## ملخص الدراسة

لقد هدفت الدراسة إلى بيان طبيعة عدد من عقود التحوط، لمعرفة حكمها الشرعي. حيث تم عرض آلية العمل في هذه العقود، كما هو واقع فعلاً، في ضوء افتراضات معينة. وقد تبين أن عقود التحوط عقود معاوضة فيها غرر فاحش فتكون باطلة شرعاً. ومن ثم فهي ليست وسائل شرعية لتنمية المال، والحفاظ عليه. وتبين أن أغلبها يقوم على نقل عبء خطر معين من طرف إلى طرف آخر، في حين يبقى الفرد متحملاً لعبء الخطر في بعضها. كما تبين أن بعضها يهدف إلى تحقيق الربح، وأن بعضها الآخر يهدف إلى المحافظة على مستوى اقتصادي معين للفرد.

### مفاتيح الدراسة:

- المشتقات المالية .
- عقود الغرر
- التحوط.
- إدارة الخطر.

## بسم الله الرحمن الرحيم

### المقدمة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، سيدنا محمد، وعلى آله وأصحابه أجمعين. وبعد:

فيعد حفظ المال من جانبي الوجود، والعدم من مقاصد الشريعة الضرورية، ويعد التحوط، أو الاحتياط للمستقبل من وسائل حفظ المال في الشريعة الإسلامية. ولعل من وسائل التحوط الشرعية، أو الاحتياط للمستقبل، ما جاء في سورة يوسف ( قال تزرعون سبع سنين دأباً فما حصدتم فذروه في سنبله إلا قليلاً مما تأكلون. ثم يأتي من بعد ذلك سبع شداد يأكلن ما قدمتم لهن إلا قليلاً مما تحصنون). وتعد المعاملات على اختلافها، والبيوع من بينها من أسباب نقل الملكية من طرف لطرف آخر. وقد شرعت لسد حاجات الناس، المتمثلة في حصول كلا المتبايعين على ما عند الطرف الآخر على سبيل التملك. ومن هنا كانت المعاملات على اختلافها، والبيوع من بينها، من قبيل المقاصد الحاجية. والبيوع منها ما هو محدد، حيث يتحقق منها لكلا المتعاقدين مقصده من العقد بشكل كامل، حيث يعلم كل متعاقد فيها مقدار ما يأخذه، ومقدار ما يعطيه، وأجل تنفيذ ذلك، ومن ثم يعلم كل متعاقد مقدار الكسب، أو مقدار الخسارة التي تعود عليه. ومن البيوع أيضاً ما هو احتمالي، حيث يتحقق فيها المقصد من العقد لكلا المتعاقدين بشكل يسير، وربما لا يتحقق فيها المقصد من العقد لأحد العاقدين، أو كليهما، ومن ثم يعلم المتعاقد عند التعاقد مقدار ما يعطيه، أو مقدار ما يأخذه بدقة، ويعلم مقدار الكسب، أو الخسارة التي تعود عليه من العقد، لتوقف ذلك على واقعة احتمالية مستقبلية الوقوع. وقد أصبحت العقود الاحتمالية، أو عقود الغرر في الوقت الحاضر وسيلة لتجنب الخسارة المحتملة، أو للتحوط من الخسارة المحتملة. حيث يتم الاتفاق في أغلبها على تحويل الخسارة المحتملة من أحد المتعاقدين، إلى المتعاقد الآخر، نظير مقابل مالي يحصل عليه من قبل التحويل. ومن ثم، لا يتحقق فيها غالباً المقصد من العقد لأحد العاقدين، أو كليهما، والمتمثل في حصول كل متعاقد على ما عند صاحبه على سبيل التملك. كما لا يستطيع أي طرف أن يحدد مقدماً مقدار ما يعطيه، أو مقدار ما يأخذه، ومن ثم تحديد مقدار الكسب، أو الخسارة التي تعود عليه من العقد، لتوقف ذلك على واقعة احتمالية مستقبلية الوقوع. وهناك العديد من أدوات وأساليب التحوط المتاحة للمستثمرين في الوقت الحاضر. فلقد كانت هناك طفرة كبيرة في توفير المشتقات المالية في الثمانينيات بهدف التحوط، مع انتشار مقايضات سعر الفائدة، والمشتقات المالية الأخرى. وتم تطوير وثائق واتفاقيات نموذجية لأنواع محددة من المشتقات المالية من قبل الهيئة الدولية للمقايضات والمشتقات المالية (ISDA). وقد كان هذا الاختصار يشير في السابق إلى (هيئة المتعاملين بمقايضة سعر الفائدة) بينما تغير المسمى الآن ليشير اختصار (ISDA) إلى (الهيئة الدولية للمقايضات والمشتقات المالية). ولقد نتج عن استخدام اتفاق رئيس نموذجي، وكذا استخدام اتفاقيات فردية

وفقاً لمعاملات المشتقات المالية الفردية نشوء أسواق ثانوية كبيرة، خاصة بالمنتجات بالمشتقات المالية حول العالم. ويمكن وفقاً للبعض لأدوات التحوط المالي في ظل الأزمات المالية أن تحمي الفرص الاستثمارية للعديد من المستثمرين. ولعل من أبرز أدوات، أو أساليب التحوط في الوقت الحاضر: وثائق التأمين، والعقود الآجلة التي توسعت لتشمل: مجالات الطاقة، والمعادن الثمينة، والعملات الأجنبية، وتقلبات أسعار الفائدة. وهناك أيضاً عقود المقايضة، والخيارات، وبطاقات الخصم.

### فروض الدراسة:

1. عقود التحوط وسيلة لإدارة الخطر.
2. عقود التحوط جميعها عقود معاوضات فيها غرر فاحش.
3. تعتمد عقود التحوط على نقل عبء خطر معين من طرف إلى طرف آخر.
4. تهدف عقود التحوط إلى تجنب الخسارة كلياً.
5. تهدف عقود التحوط إلى تجنب الخسارة جزئياً.
6. تهدف عقود التحوط إلى تحقيق ربح لأحد طرفيها أو كليهما.

### أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى إثبات صحة أو خطأ الفروض السابقة. ومن ثم، بيان مدى مشروعية هذه العقود للتحوط، والمحافظة على المال، وتنميته.

### منهج الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي. حيث يتم عرض أحد عقود التحوط، كما يتم العمل به فعلاً، ثم بيان التكيف الفقهي للعقد. بمعنى هل يدخل في عقود المعاوضات، أم المشاركات، أم غيرها. وهل تشمل على الغرر، وما هو نوع الغرر في حال وجوده.

### حدود الدراسة:

تشمل الدراسة عقود التحوط الآتية: المراهنات، والبيع على المكشوف أو البيع الفارغ، والمبادلات، والعقود الآجلة والمستقبلية، وعقود الخيارات المالية، وبطاقات الخصم، وعقد التأمين.

### مصطلحات الدراسة:

**عقد المعاوضة :** هو العقد الذي يأخذ فيه كلا المتعاقدين مقابلاً لما أعطى. حيث يحصل فيه كل واحد من العاقدين على ما عند صاحبه على سبيل التملك. ويقصد منه في الغالب تنمية المال.

**الغرر الفاحش:** هو ما خفيت عنا عاقبته. وهو ماله ظاهر محبوب وباطن مكروه. وهو ما استوى فيه جانباً الوجود والعدم. ولا يتحقق معه المقصد من العقد غالباً، لأحد طرفيه، أو كليهما.

**عقد الغرر:** هو عقد معاوضة فيه غرر فاحش. فهو عقد غلب عليه الغرر حتى صار يعرف به.

**التحوط:** يقال: تحوط فلاناً، أي حاطه، بمعنى حفظه وتعهده بجلب ما ينفعه ودفع ما يضره. ويقال تحوط في الأمر إذا احتاط وحذر.

**التحوط في الشؤون المالية:** هو موقف يتخذ في سوق معين، في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر، بهدف تقليل التعرض للمخاطر غير المرغوب فيها.

**عقد التحوط:** عقد يتم بمقتضاه تجنب مخاطر الخسائر المالية، أو تقليلها قدر الإمكان، سواء بتحويل عبء المخاطر من طرف إلى طرف، أو بإبقائها على عاتق المتحوط.

**المشتقات المالية:** هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي. حيث تعد نوعاً من أنواع العقود المستقبلية، أو صورة من صورها. وهي لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً مقارنة بقيمة العقود. وتعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات. تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.

#### الدراسات السابقة:

(1) استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. د. بلعزوز بن علي. مجلة الباحث - عدد 07. 2010/2009. تعرضت الدراسة لأهم استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر. فابتدأت بعرض تعريفات المخاطرة ومسبباتها وتقسيماتها، ثم إدارة المخاطر، وأهم طرق التعامل مع المخاطرة سواء بالتحويل أو بالنقل أو القبول أو غيرها. ثم انتقلت إلى الاستراتيجيات المستخدمة لإدارة المخاطر أو للتحوط، ومنها المشتقات المالية واستخداماتها للتحوط. وقد وجدت الدراسة أن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار لا تفرق عن الرهان من الناحية القانونية، ولا تختلف عن القمار لأنها لا تولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر. وهي تتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس. وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على هذه المشتقات إذ تعتبر أحد أهم أداة للتحوط من أهم أسباب الأزمات المالية العالمية.

(2) بحوث الملتقى الرابع للمنتجات المالية الإسلامية بالخرطوم، بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. 5- 6 أبريل. 2012.

ومنها:

- 1.1. إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية. د. بن علي بلعزوز.
- 1.2. نموذج لقياس مخاطر المصارف الإسلامية بغرض الحد منها. الدكتور محمد البلتاجي.
- 1.3. ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية. د. عبدالباري مشعل.
- 1.4. مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية. الدكتور عبد الكريم أحمد قندوز.
- 1.5. عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع. د. إبراهيم أحمد أنور.
- 1.6. التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. د. بدر الدين قرشي مصطفى.
2. المشتقات المالية: دراسة فقهية. د. خالد بن عبد الرحمن ناصر المهنا. مطبوعات كرسي سابق لدراسة الأسواق المالية الإسلامية رقم 03-23، 1434، 2013. هدفت الدراسة إلى بيان الحكم الشرعي للتعامل بالأنواع المختلفة للمشتقات المالية التي استحدثت في الأسواق المالية المعاصرة، عبر دراسة أصولها الشرعية، ومن ثم التطبيق على فروعها. وهي بيوع الخيارات، والبيوع الآجلة والمستقبلية، والمبادلات، وعقود تثبيت أسعار الفائدة. وقد انتهت الدراسة ببيان الآثار المترتبة على استخدام بيوع المشتقات، والبدائل المقترحة للتحوط المالي.
3. المشتقات المالية: سمير عبد الحميد رضوان<sup>1</sup>. كتاب تناول فيه الباحث عدداً من عقود المشتقات المالية مثل الخيارات، والمستقبليات، والمبادلات. حيث تناولها بالوصف والتحليل، ثم تناولها ببيان الحكم الشرعي لها، حيث انتهى إلى تحريمها لمبررات مختلفة، تختلف من عقد لآخر.

#### خطة الدراسة:

- الفصل الأول: الخطر وإدارته.
- المبحث الأول: الخطر وأقسامه.
- المبحث الثاني: إدارة الخطر (التحوط).
- الفصل الثاني: عقود التحوط:
- المبحث الأول: عقود تحوط تقوم على بقاء الفرد، أو المستثمر متحملاً لعبء الخطر.
- المبحث الثاني: عقود تحوط تقوم على نقل عبء خطر معين من طرف، إلى طرف آخر.

---

<sup>1</sup> : سمير عبد الحميد رضوان. المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها. دراسة مقارنة بين انظم الوضعية، وأحكام الشريعة الإسلامية. ط1. القاهرة. دار النشر للجامعات. 1426. 2005. وهو أحد المراجع المهمة في إنجاز هذه الدراسة.

## الفصل الأول

### الخطر وإدارته

يتكون هذا الفصل من مبحثين يتعلق أولهما ببيان مفهوم الخطر وأقسامه، ويتعلق الثاني ببيان أساليب إدارة الخطر، على النحو الآتي:

### المبحث الأول

#### الخطر وأقسامه

يعد الخطر محلاً لعقود، وأساليب التحوط على اختلافها. والتي تختلف باختلاف طبيعة الخطر. وهناك تعريفات متعددة للخطر، منها على سبيل المثال:

- الحادث الاحتمالي الذي يؤدي وقوعه إلى تعريض الأشخاص، أو الممتلكات، إلى خسائر.
- الخسارة المادية المحتملة الوقوع نتيجة حادث معين.
- تعدد أو اختلاف النتائج الممكنة لظاهرة معينة في فترة زمنية معينة.
- حادث احتمالي في المستقبل.

الخطر حادثة قد تقع، وقد لا تقع. وعلى افتراض وقوعها فإن لها نتائج عدة مختلفة تترتب على وقوعها، بعضها مرغوب فيه بالنسبة للمتعرض للخطر، وبعضها غير مرغوب فيه بالنسبة له. وهي نتائج لا يعلمها الإنسان سلفاً. وما يخشاه الفرد هو ما قد يترتب على وقوع هذا الحادث من نتائج غير مرغوب فيها بالنسبة له، كلياً، أو جزئياً. وعدم الرغبة في التعرض للنتائج غير المرغوب فيها هو الخطر الحقيقي الذي هو محل أساليب التحوط، وأساسها.

#### أقسام الخطر:

ينقسم الخطر إلى قسمين رئيسيين هما:

1. خطر ذاتي أو شخصي يتعلق بتحقيق احتمال معين، على محل معين، مثل أن يؤمن شخص على منزل معين ضد الحريق مثلاً، أي أنه يتعلق بشخص معين. وينقسم هذا الخطر وفقاً لطبيعة النتائج المتولدة عنه إلى قسمين رئيسيين هما:

#### 1.1. الخطر المحض: هو الذي يتولد عنه احتمال خسارة فقط، دون احتمال الربح. بحيث يترتب على

عدم وقوعه بالنسبة للماديات عدم تغير الوضع الاقتصادي للإنسان، في حين يؤدي وقوعه إلى تغير الوضع الاقتصادي للإنسان سلبياً. إذ يؤدي وقوع حوادث تصادم السيارات مثلاً إلى حقوق خسائر

مادية وبشرية بأصحاب السيارات، في حين لا يغير عدم وقوعها شيئاً من الوضع الاقتصادي للإنسان.

1.2. خطر المضاربة: هو الذي يتولد عنه احتمال ربح، أو خسارة، للإنسان. بحيث يؤدي وقوعه إلى تغيير الوضع الاقتصادي للإنسان إيجاباً، أو سلباً. فقيام مشروع معين مثلاً ببناء وحدات إنتاجية جديدة يحتمل الربح، والخسارة، بالنسبة للمشروع.

كما ينقسم الخطر الذاتي وفقاً لثبات معامل احتمال وقوعه إلى قسمين هما:

1.3. الخطر الثابت: هو الخطر الذي تكون احتمالات تحققه خلال فترة معينة واحدة لا تتغير مثل التأمين من الحريق، لأن الحريق أمر يحتمل وقوعه بدرجة واحدة.

1.4. الخطر المتغير: هو الخطر الذي تختلف احتمالات تحققه خلال فترة معينة صعوداً ونزولاً، وذلك مثل التأمين على الحياة لحالة الوفاة، حيث يزداد معامل احتمال الخطر وهو الوفاة مع تقدم المؤمن له في العمر، ومثل التأمين على الحياة لحالة البقاء حيث يقل معامل احتمال وقوع الخطر وهو البقاء مع تقدم المؤمن له في العمر.

2. خطر موضوعي أو عام: هو الذي يتعلق بتحقيق احتمال معين على محلات عديدة غير محددة بأعيانها مثل: عدد المنازل التي تتضرر من الحريق في مكان معين في زمان معين. أي أنها تتعلق بأشخاص عديدين، وليس بأشخاص معينين على وجه التحديد، فهي أخطار عامة. وهذا النوع من الخطر هو الذي يعتمد عليه لحساب معامل احتمال وقوع خطر معين. وينقسم هذا الخطر وفقاً لطبيعة النتائج المتولدة عنه إلى قسمين رئيسيين هما:

2.1. الخطر المحض: هو الذي يتولد عنه احتمال خسارة فقط دون احتمال الربح، بحيث يترتب على عدم وقوعه بالنسبة للماديات عدم تغيير الوضع الاقتصادي لأفراد المجتمع بعامة، في حين يؤدي وقوعه إلى تغيير الوضع الاقتصادي لأفراد المجتمع بعامة سلبياً. إذ يؤدي وقوع حوادث تصادم السيارات مثلاً إلى حقوق خسائر مادية وبشرية بأصحاب السيارات، في حين لا يغير عدم وقوعها الوضع الاقتصادي لأفراد المجتمع بعامة.

2.2. خطر المضاربة: هو الذي يتولد عنه احتمال ربح أو خسارة لأفراد المجتمع بعامة، بحيث يؤدي وقوعه إلى تغيير الوضع الاقتصادي لأفراد المجتمع بعامة إيجاباً، أو سلباً.



## المبحث الثاني إدارة الخطر (التحوط)

تعرف إدارة الخطر بأنها: تلك الوسائل، أو الأساليب الممكن اتباعها لمواجهة الآثار المادية للأخطار التي قد يتعرض لها الفرد، أو المشروع. حيث يتم تحديد الخطر المحتمل المراد مواجهته، وتحديد احتمال وقوعه على وجه التقريب، وتحديد أسباب وقوعه، والمسؤولية المدنية المتولدة عنه، وتحديد الأساليب الممكن اتباعها لمواجهة الخطر، بهدف تقليل معدل تكرار وقوع ذلك الخطر، وتقليل الخسائر البشرية والمادية الاحتمالية المتولدة عنه إلى أدنى حد ممكن، أو إلغائها إن أمكن، وتحديد الطرق الممكن اتباعها لمواجهة الآثار المادية المتولدة عنه عند وقوعه. وإدارة الخطر علم وفن في وقت واحد، وتتطلب مهارة، ومعرفة، بكل جوانب الموضوع. وبعد أن يتم تحديد الأخطار التي تواجه المشروع، أو الاستثمار، وتحديد الخسائر الاحتمالية المترتبة على وقوع تلك الأخطار من قبل الخبراء المختصين، يتم اختيار الأسلوب المناسب للتعامل مع الخطر قبل وقوعه. والتعامل مع الآثار المادية لهذا الخطر بعد وقوعه. ومن ثم، يمكن القول بوجود مفهومين للتحوط، أحدهما ضيق، والآخر واسع.

### المفهوم الواسع للتحوط:

يرتبط هذا المفهوم بالخطر بعامة في جميع مظاهر الحياة. ويتحقق من خلال مرحلتين، أو خطوتين يقوم بهما الفرد، أو المشروع، على النحو الآتي:

#### أولاً: التعامل مع الخطر قبل وقوعه:

والمراد ببيان الطرق التي يؤدي اتباعها إلى منع وقوع الخطر بإزالة الأسباب التي تؤدي إلى وقوعه كلياً، أو جزئياً، ومن ثم، تجنب الخسائر البشرية، والمادية، التي قد تترتب عليه. وتتم إزالة هذه الأسباب عادة من خلال عدة أساليب منها:

1. إزالة أسباب الخطر عن عاتق المتعرض للخطر كلياً، أو جزئياً، دون تحويل أسباب الخطر إلى طرف آخر، مع بقاء الوحدات المعرضة للخطر في مكان واحد. مثل استخدام أنظمة مكافحة الحريق الآلية داخل المجمعات السكنية، والتجارية، والمشروعات. وأجهزة كشف، وإطفاء الحريق الآلية. والتصميم الآمن للمباني. وتجربة المنتجات على نطاق واسع قبل تسويقها بهدف تلافي أخطار المسؤولية المدنية. وأنظمة المرور. وهي احتياطات تهدف في مجملها إلى منع وقوع الخطر قدر الإمكان من خلال منع أسباب وقوعه. ولكن تجب مراعاة ألا يؤدي ذلك التجنب لبعض الأخطار إلى الوقوع في مخاطر أخرى جديدة، فاستخدام الشحن الجوي مثلاً لتلافي مخاطر استخدام الشحن البري، أو العكس، يلغي مخاطر قائمة أو قديمة، ويولد مخاطر أخرى جديدة.

2. إزالة بعض أسباب الخطر عن عاتق المعرض له كلياً، أو جزئياً، بتحويل تلك الأسباب إلى عاتق طرف آخر، وذلك بنقل الملكية، أو النشاط مثلاً، من طرف، إلى طرف آخر. فإذا قام مشروع معين مثلاً ببيع وحدات إنتاجية، أو سكنية، فإنه يحول الأخطار المرتبطة بها عن عاتقه إلى عاتق المالك الجديد. وإذا قام شخص معين أيضاً باستئجار معدات الكترونية، فإنه يحول خطر التقادم في تلك الأجهزة عن عاتقه، إلى عاتق المالك. وهذا يلغي وقوع الخطر بالنسبة للشخص المحول بشكل كلي، أو جزئي، ويحوله إلى شخص آخر. وذلك كما يفعل العديد من المشروعات حيث تقوم باستئجار أجهزة وبرامج الكمبيوتر من الشركات المختصة لمدة عام، تقوم بعده الشركات المؤجرة باستبدال الأجهزة والبرامج القديمة بأخرى جديدة، مقابل أجرة يدفعها الطرف الأول للطرف الثاني.

3. تشتيت الوحدات الواقعة لخطر معين. كما في توزيع بضاعة تاجر على عدة مستودعات تقع في أماكن متفرقة، بدلاً من تجميعها في مكان واحد.

4. دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات.

ثانياً: التعامل مع آثار الخطر بعد وقوعه (تمويل الخطر):

يهدف الفرد والمشروع من استخدام الأساليب السابقة في مجموعها إلى منع وقوع الخطر كلياً إن أمكن، أو جزئياً، وهو الغالب. وعلى الرغم من اتخاذ تلك الوسائل من قبل الأفراد، والمشروعات، إلا إن الخطر يقع بدرجات متفاوتة في أحيان كثيرة، ويحقق من ثم، خسائر بشرية، ومادية. ومن هنا فكر الإنسان في وسائل تساعد على مواجهة الخسائر المادية الناتجة عن وقوع الخطر. وهي ما يعبر عنها بتمويل الخطر. وهي وسائل مكمل للوسائل السابقة. فهي لا تلغيها. كما أنها لا تتعامل مع الخطر قبل وقوعه. وأهم هذه الوسائل:

1. تحمل عبء الخطر: والمراد تحمل الفرد والمشروع لآثار الخطر المادية عند وقوعه. وهذا التحمل قد يكون مخططاً له، وقد يكون عشوائياً. ففي الحالة الأولى حيث يتوقع الفرد، أو المشروع، خسارة مادية باهظة، يقوم المشروع باستخدام القوانين الرياضية لتحديد معامل احتمال وقوع الخطر، وتوقع الخسارة الاحتمالية، ومن ثم يخصص الفرد، أو المشروع، جزءاً من موارده المالية لمواجهة هذه الخسائر المادية. ويقوم الفرد أو المشروع بهذه الخطوة عندما تكون الخسارة المتوقعة بسيطة. أو تكون تكلفة تحويلها إلى الغير أكبر منها.

2. تحويل عبء الخطر: والمراد أن يقوم الفرد أو المشروع بتحويل الآثار المادية الناتجة عن وقوع الخطر إلى الغير، لقاء مقابل مادي يحصل عليه الطرف الآخر، الذي قبل التحويل<sup>1</sup>. وفي هذه الحالة يبقى المحول متحماً

---

<sup>1</sup> : قد يكون تحويل عبء الخطر بدون مقابل، كما في تذاكر الطيران المخفضة غير القابلة للاسترجاع عند التخلف عن السفر. حيث يتحمل المسافر عبء الخطر المتمثل في عدم سفره، والذي نقلته إليه شركة الطيران، بدون مقابل تدفعه

لأسباب وقوع الخطر. فإذا وقع الخطر تحمل طرف آخر ما يتولد عنه من خسائر مادية بشكل كلي، أو جزئي. ويقوم الفرد أو المشروع بهذه الخطوة عندما تكون الخسارة المتوقعة كبيرة، أو تكون تكلفة تحويلها إلى الغير أقل منها.

### التحوط في معناه الخاص:

هناك عدة تعريفات للتحوط في معناه الخاص، منها:

- وسيلة يلجأ إليها الخبراء الماليون، والمشروعات، والأفراد، لتأمين الاستثمارات المالية من تقلبات الأسواق المالية، التي قد تأتي على رؤوس أموالهم حال حدوث أزمة مالية، مثل تلك التي مرت بها الأسواق المالية في مختلف دول العالم.
  - سياسة مالية ينتهجها المستثمرون في الأوراق المالية المتداولة، وفي الأدوات المالية، بغرض تقليل، أو استبعاد مخاطر الاستثمار الأوحده، عن طريق الاستثمار في أوراق مالية أخرى.
  - أداة لإدارة المخاطرة يلجأ إليها المستثمرون لتقليل المخاطر.
  - سياسة مالية تجنب المستثمرين مخاطر الاستثمار. وهي سياسة مالية متبعة في كبرى الأسواق المالية. ويلجأ إليها المستثمرون ليؤمنوا شر التقلبات السوقية التي قد تذهب باستثماراتهم إذا وضعوا جميع استثماراتهم في سلة واحدة.
  - موقف يتخذ في سوق معين، في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر، بهدف تقليل التعرض للمخاطر غير المرغوب فيها.
- ومن ثم ، يمكن القول مما سبق:
- يعد التحوط في معناه الخاص، هو المتبادر إلى الذهن عند إطلاق هذا المصطلح، وهو يتبع بالاستثمار في أسواق المال، وأسواق السلع.
  - تهدف عقود وأساليب التحوط في معناه الخاص إلى تحقيق الربح، وتجنب الخسارة.

---

الشركة للراكب، أو المسافر. وقد يلجأ بعض المسافرين إلى تحويل العبء المترتب على عدم سفره إلى شركة الطيران، حيث يشتري نوعاً من التذاكر بثمن أعلى من ثمن التذاكر سالفة الذكر. حيث يمثل فرق السعر تكلفة لتحويل عبء الخطر إلى الشركة، حيث يمكنه إرجاع تلك التذكرة بمقابل إضافي يدفعه يتمثل في خصم جزء من القيمة.

## الفصل الثاني

### عقود التحوط

هناك العديد من عقود التحوط، والتي تختلف باختلاف الهدف الذي تراد من أجله، أو تختلف باختلاف الخطر المراد التحوط منه. ويمكن القول بوجود نوعين من عقود التحوط، يتم الحديث عنها من خلال مبحثين، على النحو الآتي:

#### المبحث الأول

##### عقود تحوط تقوم على بقاء الفرد، أو المستثمر متحملاً لعبء الخطر

يتم التحوط هنا بقيام الفرد أو المستثمر بإنشاء عقد آخر مواز للعقد الأول، في نفس السوق، كما في النوعين الأول، والثاني، أو في سوق آخر كما في النوع الثالث. ومن أمثلة ذلك:

##### أولاً: مراهنات كرة القدم:

يندرج هذا العقد تحت عقود التحوط في معناه العام، أو الواسع، إذ إنه لا يتم في أسواق المال. وليس محل العقد فيه ورقة مالية، أو أصلاً مالياً. فقد يراهن أحد مشجعي كرة القدم بمبلغ (100 دولار) على فوز فريقه المفضل وليكن (فريق أ) مثلاً، وتغلبه على (فريق ب). ولكن نتيجة لظروف معينة مثل إصابة واحد، أو أكثر، من أهم لاعبي فريقه المفضل (أ)، وما يقابله من تعافي لاعب، أو أكثر، من اللاعبين المحوريين في فريق (ب)، والذين كانوا على قائمة المصابين من قبل، وبعد التأكد من عودتهم إلى فريقهم قبل مواجهة الفريق المفضل للمشجع المقامر (الفريق أ). حيث يبدأ هنا المشجع في إعادة حساباته التي بدأ بها رهانه على فوز فريقه المفضل. وعلى الرغم من أن المشجع ما زال على يقين من فوز فريقه المفضل على الفريق المنافس (ب)، إلا إنه يقر بالمخاطرة الكبيرة التي قد تقع على عاتقه في ظل هذه الظروف، مما يدفعه إلى المراهنة بمبلغ (90 دولاراً) على فوز الفريق المنافس (الفريق ب)، وذلك لكي يحوط مراهناته تجنباً للمخاطرة التي قد تقع على عاتقه نتيجة لتغير المعطيات قبل بدء المباراة. ويتم فيما يأتي بيان كيفية قيام هذا المراهن بالتحوط لمراهناته، ومن ثم تقليل، أو استبعاد المخاطرة تماماً.

سيربح المشجع في حالة فوز (الفريق أ) (100 دولار) ويخسر مبلغ الـ (90 دولاراً) التي راهن بها على (الفريق ب). ومن ثم يحصل على صافي ربح مقداره (10 دولارات). أما إذا ربح (الفريق ب)، فإن المراهن يخسر مبلغ الـ (100 دولار) التي راهن بها على (الفريق أ) ولكنه سيربح مبلغ الـ (90 دولاراً) التي راهن بها على (الفريق ب)، متكبداً صافي خسارة مقداره (10 دولارات). وعلى الرغم من ذلك فقد اتبع هذا المراهن سياسة التحوط لمراهناته مقلداً ربحه المتوقع من (100 دولار) إلى (10 دولارات). فالمرهنة التي قام بها المشجع على فوز (الفريق ب) كانت أداة تحوط. ولو قرر المشجع ببساطة أن يستبعد كافة فرص المخاطرة لمراهنته الأصلية

على فوز (الفريق أ) لكان لزاماً عليه أن يراهن بمبلغ (100 دولار) على فوز (الفريق ب). ولكي تؤدي سياسة التحوط المالي ثمارها فإنه من الضروري أن يتحرك التحوط في الاتجاه المعاكس للاستثمار الأصلي. وهذا مفاده أن يكون هناك ارتباطاً سلبياً بين النتيجة. وكلمة (ارتباط) في هذا السياق تعني أن شيئاً يتحركان بشكل متواز، سواء أكان ذلك في ذات الاتجاه ويسمى (الارتباط الإيجابي)، أم في اتجاه معاكس للآخر وهذا ما يسمى (الارتباط السلبي). ويتضح في ضوء المثال السابق أن المشجع الذي قام بالرهانة على (الفريق ب) قد عمد إلى اتباع أسلوب الترابط العكسي، وذلك للموازنة مع رهانه الأصلي على (الفريق أ)، على اعتبار أن قواعد اللعبة كانت تنص على أن هذه المباراة لا بد وأن تنتهي بفوز أحد الفريقين، وأنه لا توجد فرصة للتعادل.

### التكيف الفقهي للعقد:

يندرج العقد السابق تحت عقود الرهان. ويعرف عقد الرهان بأنه: عقد يتعهد بموجبه كل من المتراهنين، أن يدفع إذا لم يصدق توقعه في واقعة غير محققة، للمتراهن الذي يصدق توقعه فيها مبلغاً من النقود، أو أي شيء آخر، يتفق عليه. ومن ثم، يتصف العقد بالصفات الآتية:

1. عقد ملزم للجانبين: حيث يلتزم كلا المتعاقدين نحو الآخر بدفع المال المتفق عليه عند خسارة الرهان. فهو إذن ملزم لجانبه عند انعقاده، أما عند التنفيذ فيكون ملزماً لطرف واحد فقط، هو من خسر الرهان.
2. عقد احتمالي أو من عقود الغرر: ذلك أن المتراهن إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فعقد الرهان لا يستطيع فيه كلا المتراهنين أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل تبعاً لحدوث أمر غير محقق هو الكسب، فيعرف القدر الذي أخذ، أو الخسارة، فيعرف القدر الذي أعطى.
3. عقد معاوضة: يتمثل العوضان المتقابلان في المبلغ المدفوع من أحد المتراهنين مقابل العوض المدفوع من المتراهن الثاني.

### ثانياً: البيع على المكشوف أو البيع الفارغ (Short Selling):

يندرج هذا العقد تحت عقود التحوط بمعناه الخاص، إذ إنه ينشأ في أسواق المال، ويكون محله ورقة مالية، أو أصلاً مالياً. ويعرف بأنه: بيع ورقة مالية قبل تملكها بهدف شرائها لاحقاً بقيمة أقل، ومن ثم تحقيق ربح مساو للفرق بين سعر البيع المكشوف، وسعر الشراء، ناقصاً الفائدة التي يدفعها المستثمر، مقابل اقتراض الورقة المالية في الفترة ما بين البيع، والشراء. وتستخدم سياسة البيع المكشوف إذا توقع المستثمر هبوط سعر ورقة مالية في المستقبل القريب. وهي سياسة معاكسة لسياسة الشراء بغرض تحقيق الربح نتيجة ارتفاع الأسعار في المستقبل Long selling.

وقد يجري البيع والشراء في بضاعة ليست في ملك البائع. فيمكن مثلاً أن يقترض شخص سلعة معينة من صديق له، على أن يردها له بعد 4 أسابيع. ويذهب الشخص إلى بيته، ويعرض تلك السلعة في الإنترنت للبيع ويبيعها بمبلغ 12 ريالاً، وهو ثمن يقل عن ثمن شرائها بريالين (اشتراها صاحبها بـ 14 ريالاً). ولكن المقترض يعتقد من معرفته بالسوق أن السلعة ستعرض في السوق من جديد بسعر 10 ريالات فقط. فيذهب ويشتري السلعة الجديدة بسعر 10 ريالات، ويردها إلى صاحبه. فيكسب بذلك ريالين. ويتحقق هذا المكسب بسبب انخفاض سعر السلعة في السوق. وهذا هو البيع المكشوف، ويسميه البعض "البيع الفارغ"، لأن البائع لم يمتلك السلعة، بل أخذها سلفة من صاحبه. ولكن يمكن أن لا ينخفض سعر السلعة في السوق. فيكون عليه شراء سلعة جديدة لصاحبه بمبلغ 14 ريالاً لكي يعطيها إلى صاحبه، ليخسر بذلك ريالين. ويقوم بعض المصارف بمثل تلك العمليات، ويطبقها على بيع أوراق مالية في حوزته، أو ليست في حوزته، حيث يبيعها على أساس أن سعرها سينخفض خلال الثلاثة أيام التي يلتزم خلالها بتسليم الأوراق المالية إلى مشتريها.

ويستخدم البيع على المكشوف عادة في حماية معاملات الأسهم في تداول الأوراق المالية لبعض الوقت. وتتم عملية البيع على المكشوف إذا شعر المستثمر أن قيمة الأسهم في طريقها إلى الانخفاض مستقبلاً. حيث يقترض المستثمر عندئذ عدداً من تلك الأسهم، ويقوم ببيع عدد منها، مع الوعد بإعادتها في وقت لاحق. حيث يقوم المستثمر ببيع الأسهم المقترضة بالسعر المتداول في وقت البيع على المكشوف. فإذا انخفض سعر الأسهم مصداقاً بذلك لتوقعات المستثمر، يقوم المستثمر بشراء الأسهم بسعر أقل من سعر بيعه لها، ويعيدها في الوقت المتفق عليه. وتتمثل ربحية السهم في عملية البيع على المكشوف في الفارق بين سعر البيع على المكشوف، وسعر الشراء، وذلك بعد هبوط سعر الأسهم. أما إذا ارتفع سعر الأسهم خلافاً لتوقعات المستثمر، يقوم المستثمر بشراء الأسهم بسعر أعلى من سعر بيعه لها، ويعيدها في الوقت المتفق عليه. وتتمثل خسارة السهم في عملية البيع على المكشوف في الفارق بين سعر البيع على المكشوف، وسعر الشراء، وذلك بعد ارتفاع سعر الأسهم.

#### مثال آخر:

إذا امتلك مستثمر ما أسهماً في الشركة (س) مثلاً، وأراد أن يقلل مخاطر امتلاك هذه الأسهم ولكنه فضل عدم بيعها في ذات الوقت، فإنه يمكنه اتباع سياسة التحوط للحفاظ على مركزه المالي عن طريق القيام ببيع أسهم الشركة (ص) على المكشوف، والتي تعد المنافس الرئيس للشركة (س). ولن يكون في هذه الحالة هناك ضمان لتحرك سعر الأسهم للشركتين وفقاً لتوقعات المستثمر، كما كان الوضع في المثال المتعلق بالمراهنات التي تجري على مباراة كرة القدم، حيث يربح فريق، ويخسر الآخر. ولكن سعر الأسهم للشركتين سيتحرك وبمرور الوقت في اتجاهات عكسية، لوجود ارتباط سلبي إحصائي إذا كان ذلك القرار قائماً على التحليل الإحصائي لأسعار الأوراق المالية للشركة (س)، والشركة (ص). إلا إنه من الممكن أن تتحرك أسهم الشركتين في ذات

الاتجاه متجاوبة مع الأحداث الاقتصادية غير العادية. وقد لا يسري الارتباط الإحصائي السابق بين سعر أسهم الشركتين تحت هذه الظروف الاستثنائية. ويمكن للمستثمر بناءً على وجود ارتباط سلبي بين أسعار أسهم الشركتين اتباع سياسة التحوط فيما يتعلق بأسهم الشركة (س)، عبر بيع أسهم الشركة (ص) على المكشوف.

نفترض أن الشركة (س) والشركة (ص) تقعان في بلد واحد وتعملان في تصدير معدات ثقيلة. فقد يقوم مستثمر ما بشراء (100) سهم في الشركة (س) بسعر (10 دولارات) للسهم وبإجمالي تكلفة تقدر بـ (1000 دولار). وقد يتوقع المستثمر ارتفاع سعر السهم مما يتيح له البيع عند وجود فرصة لتحقيق الربح. ولكنه يود في ذات الوقت أن يضع حداً للتأثير السلبي عند القيام بعملية الشراء سالفه الذكر، فيقوم المستثمر أيضاً ببيع أسهم الشركة (ص) على المكشوف مقابل (1000 دولار) عبر بيع (200) سهم من أسهم الشركة (ص) على المكشوف بسعر (5 دولارات) للسهم الواحد، وذلك اتباعاً لسياسة التحوط المالي التي قد تحمي استثماراته في الشركة (س). فإذا انخفض سعر السهم لكلا الشركتين ليصبح (7 دولارات)، و(2 دولار) لكل سهم من أسهم الشركتين على الترتيب. وعند هذه النقطة الزمنية تصبح قيمة الـ (200) سهم (المقترضة) من أسهم الشركة (ص) (400 دولار) ولذا يمكن للمستثمر أن يشتري الـ (200) سهم الخاصة بالشركة (ص)، ويعيدها نظير ربح يقدر بـ (600 دولار)، الأمر الذي لا يلغي فقط خسارة الـ (300 دولار) على الشركة (ص)، ولكنه يعود على المستثمر بربح يقدر بـ (600 دولار) مما يعني أن صافي الربح يساوي (300 دولار). ولا يستند الارتباط السلبي إلى حركة أسعار أسهم الشركة (س) أو الشركة (ص) ذلك أن قيمة أسهمهما قد تناقصت. ولكن الواقع أن استثمارات الشركة (س) كانت مملوكة بينما استثمارات الشركة (ص) كانت مقترضة. وإذا تناقص سعر أسهم الشركة (س) المقدرة بـ (200 دولار) إلى (3.5 دولار) لكل سهم فإن الربح الخاص بالأسهم المقترضة سيكون (300 دولار) فقط، ومن ثم يلغي المستثمر ويستبعد أسهم الشركة (س) تماماً.

### التكييف الفقهي للعقد:

يندرج العقد السابق والذي هو نوع من المراهنات تحت العقود الاحتمالية، أو عقود الغرر. ذلك أن المراهن، أو المستثمر، إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فنحن أمام عقد لا يستطيع فيه المستثمر، أو المراهن أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل تبعاً لحدوث أمر غير محقق هو الكسب، فيعرف القدر الذي أخذ، أو الخسارة، فيعرف القدر الذي أعطى. كما ينطبق عليه الحديث الشريف: لا تبع ما ليس عندك. حيث اقترض كمية معينة من أصل معين دون أن يملكها، على أن يقوم بشرائها وإعادتها إلى صاحبها.

### ثالثاً: مبادلات الأسهم:

هي مبادلة يقايض من خلالها أحد الأطراف سعر عائد متصل بالاستثمار في سهم معين، بسعر عائد على الاستثمار في سهم آخر. مثل مقايضة أسعار العائد على مؤشرات أسهم مختلفة، أو بسعر عائد في غير الاستثمار في الأسهم، مثل سعر فائدة على أية أداة أخرى. ويبقى المستثمر هنا متحملاً لعبء الخطر المرتبط بالعقد، والمتضمن الخسائر المترتبة على ارتفاع سعر الليبور عن سعر المؤشر. مثال ذلك: نفترض قيام مدير عام محفظة مالية بوصفه مستخدماً نهائياً بتاريخ 12 يناير بالدخول في عملية مبادلة مع أحد بيوت الوساطة، حيث يدفع مدير المحفظة ما عليه من دفعات وفقاً لسعر الليبور<sup>1</sup> ويقبض دفعاته وفقاً لمؤشر (S&P 500<sup>2</sup>)، مخصوصاً منها هامشاً Spread يحدده الوسيط مقداره 0.1%. ونفترض أن المبلغ المتفق عليه هو عشرة ملايين دولار أمريكي، وأن عدد أيام السنة هو 360 يوماً. ومن ثم تصور العملية على أنها اقتراض بسعر الليبور، واستخدام للأموال المقترضة في شراء أسهم تدرج تحت مؤشر S&P 500، وذلك كما يتضح من الجدول الآتي:

التاريخ	عدد الأيام	سعر الليبور %	S&P 500 Total Return Index تغير سعر البورصة والعائد	الدفعات المستحقة بسر الليبور \$	الدفع وفقاً للمؤشر S&P \$	صافي المدفوعات \$
1/2		9	469.75			
4/2	90	9.15	479.15	225000	190106	34894-
7/2	91	9.35	507.42	231292	580003	348711

<sup>1</sup> : هو متوسط أسعار الفائدة بين البنوك الكبرى في لندن.

<sup>2</sup> : مؤشر Standard and Poor's 500: يمكن القول إن هذا المؤشر هو الأكثر اتباعاً والذي يمثل مجموعة كبيرة من الأسهم الأمريكية، إلى جانب مؤشر داو جونز للمتوسطات الصناعية. وكما يوحي الاسم، يعمل المؤشر على قياس أداء 500 من الشركات الرئيسة التي يقع مقرها في الولايات المتحدة، على الرغم من امتلاك بعضها لمقرات رئيسة في أماكن أخرى. ويرى العديد من الخبراء أن الأداء الصحي لمؤشر S & P 500 هو دلالة على مدى جودة أداء الاقتصاد الأمريكي ككل. وهناك مجموعة من المنتجات الاستثمارية المرتبطة بتقلباته. ويمكن تداول أسهم الشركات المدرجة في المؤشر إما في بورصة نيويورك أو ناسداك، أكبر بورصتين للتداول في الولايات المتحدة. ويمثل المؤشر حوالي ثلثي قيمة السوق لسوق الأسهم الأمريكية، ونتيجة لذلك يمكن اعتباره ممثلاً لكامل قطاع الأسهم. ويمكن أن يمثل المؤشر علامة جيدة لمقارنة أداء الأسهم، لكن ينبغي مراعاة أن بعض العوامل الاقتصادية، والسياسية، والصناعية، يمكن أن تؤثر على بعض الشركات أكثر من غيرها.



558747-	319803-	238944	491.7	8.65	92	10/2
80558-	140498	221056	499.1	----	92	1/2
325488-	590804	916292				

يوضح الجدول النتائج السلبية للاتفاق، والتي كان أبرزها الخسائر التي لحقت المدير في الثاني من أكتوبر، والتي بلغت أكثر من نصف مليون دولار، هي فروق الأسعار بين سعر الليبور، وقيمة المؤشر. كما عانت أيضاً دفعتان أخريان من الدفعات الثلاث المتبقية من خسائر. وكان مجموع الخسائر هو 325488 دولاراً أمريكياً. وقد يرر تصرف المدير بأنه توقع انخفاض سعر الليبور الذي سيدفع على أساسه، أو ارتفاع عوائد المؤشر، أو هما معاً<sup>1</sup>.

### التكييف الفقهي للعقد:

يتصف العقد بالصفات الآتية:

- عقد قرض بفائدة ربوية. حيث يقترض المستثمر، ويسدد ما عليه من قرض وفقاً لسعر الليبور.
- عقد احتمالي أو عقد غرر: حيث يراهن المستثمر على انخفاض سعر الليبور الذي سيسدد القرض على أساسه، مع ثبات سعر المؤشر، أو ارتفاع سعر المؤشر مع ثبات سعر الليبور، أو هما معاً، فيكسب بذلك. فإذا خابت توقعات المستثمر فارتفع سعر الليبور، وانخفض سعر المؤشر فإنه يخسر بذلك. ولا يعلم موقف المستثمر من حيث الكسب، أو الخسارة، ومقدار ذلك إلا في نهاية المدة.

### المبحث الثاني

عقود تحوط تقوم على نقل عبء خطر معين من طرف، إلى طرف آخر.

### أولاً: عقود المبادلات Swaps:

هي اتفاق تعاقد بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة، أو نوع من الأصول في مقابل آخر، في تاريخ مستقبلي لاحق. وهي اتفاقات ثنائية لا يجري التعامل بها في البورصات. ويجري التعامل بها في الأسواق غير الرسمية. ومن ثم، لم تكن هذه العقود متجانسة، أو نمطية، لأنها محصلة نهائية لمفاوضات خاصة بين

<sup>1</sup> : توضح المعاناة من الخسائر زيف هذه الأداة، وأنها لا تخرج وفق رأي البعض عن كونها أداة للمقامرة، تتساوى فيها احتمالات الكسب، والخسارة.

الأطراف. وتتحدد شروطها في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف. ويمكن هذه العقود أطرافها من الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة، والثابتة. كما أنها أداة لإدارة المخاطر، والتحوط. وهي منخفضة التكلفة، وتتمتع بمرونة عالية. وهناك عدة أنواع من المبادلات، منها:

## 1. مبادلات العملة:

نسوق هذا المثال لتوضيح هذا النوع من العقود:

يشيع بين المشروعات أن يقترض بعضها بعملة معينة، على الرغم من حاجته لعملة أخرى. وعندئذ يتجه هذا المشروع إلى أحد العاملين في مبادلة العملات Swap Dealer، والذي يقوم بالتوفيق بين هذا المشروع، ومشروع آخر يحتفظ بمركز عكسي، ويقوم بعمل الترتيبات اللازمة لتبادل التدفقات النقدية بين المشروعين. فإن لم يجد هذا الوسيط مشروعاً آخر للتوسط معه، فإنه يقوم هو بدور المشروع الآخر، على أن يقوم بمحاولة تغطية المخاطر في سوق آخر. نفترض أن الشركة (س) السويسرية تتمتع بسمعة طيبة في بلادها، يمكنها إصدار سندات في بلادها بتكلفة مقبولة بالنسبة لها. ونفترض أن الشركة قامت فعلاً بإصدار سندات بالفرنك السويسري قيمتها 2.8 مليون فرنك سويسري. بسعر فائدة 7.5%، وأنها بحاجة إلى ما يعادلها من العملة الأمريكية والبالغة 2 مليون دولار أمريكي لشراء مواد خام من الولايات المتحدة الأمريكية. فإذا اقترضت الشركة هذا المبلغ من سوق الدولار الأمريكي فإنها سوف تدفع فائدة مقدارها 9.8%. وإذا افترضنا أيضاً أن الشركة الأمريكية (ص) ذات الشهرة الواسعة في بلادها تخطط لإصدار سندات بقيمة 2 مليون دولار أمريكي بسعر فائدة مقداره 10%، وأنها بحاجة فعلية إلى ما قيمته 2.8 مليون فرنك سويسري لشراء بعض المستلزمات السويسرية، وأنها إذا اقترضت هذا المبلغ من سوق الفرنك السويسري فسوف تدفع فائدة مقدارها 8.5%. ومن ثم تلجأ الشركتان إلى الوسيط. ستقوم الشركة السويسرية بإصدار السندات فتحصل على 2.8 مليون فرنك، وستقوم بدفعها إلى الوسيط، والذي سيقوم بدوره بتحويل هذا المبلغ إلى الشركة الأمريكية. وستقوم الشركة الأمريكية بدورها بإجراء مماثل، وتحصل في المقابل على 2 مليون دولار أمريكي. وستقوم من ثم بتحويل المبلغ إلى الوسيط، الذي سيدفعه بدوره إلى الشركة السويسرية. تتمثل محصلة هذه العملية أولاً في حصول كلا الشركتين على احتياجاتهما المالية، ثم في نشوء التزامات أخرى في حق كل منهما، تتمثل في الفائدة التي تلتزم كل منهما دفعها إلى المكتبتين في السندات. يقوم الوسيط بعد ذلك بالترتيب لقيام الشركة السويسرية بدفع فائدة على القرض المصدر في أمريكا بمقدار 2 مليون دولار أمريكي، وبسعر فائدة 9.75%، وبالترتيب لقيام الشركة الأمريكية بدفع فائدة القرض المصدر في سويسرا بمقدار 2.8 مليون فرنك سويسري بفائدة مقدارها 8%. وهذا يعني أن تدفع الشركة السويسرية للوسيط مبلغ 195 ألف دولار أمريكي (هي قيمة القرض 2 مليون مضروبة في سعر الفائدة 9.75%). وسيقوم الوسيط بدوره بدفع 200 ألف دولار أمريكي للشركة الأمريكية تعادل الفائدة الواجب سدادها لحملة السندات والبالغة 10%. كما يعني أن تدفع الشركة

الأمريكية للوسيط مبلغ 224 ألف فرنك سويسري، والذي يقوم بدوره بدفع 210 ألف فرنك سويسري منها إلى الشركة السويسرية، تمثل الفائدة المستحقة لصالح أصحاب السندات على أساس سعر فائدة 7.5% (2.8 مليون مضروبة في 7.5%). لقد تحمل الوسيط في البداية خسارة مقدارها خمسة آلاف دولار، هي الفرق بين ما تقاضاه من الشركة السويسرية وهو 195 ألف دولار أمريكي، وما دفعه للشركة الأمريكية وهو 200 ألف دولار أمريكي. ولكنه حقق ربحاً في المقابل مقداره 14 ألف فرنك سويسري، هو الفرق بين ما دفعه للشركة السويسرية وهو 210 ألف فرنك سويسري، وما تقاضاه من الشركة الأمريكية وهو 224 ألف فرنك سويسري. إلا إنه يكون عرضة لمخاطر تقلب أسعار الصرف عند تحويله لمبلغ 14 ألف فرنك سويسري إلى دولارات أمريكية. وعند استحقاق السندات، تقوم الشركة السويسرية بدفع 2 مليون دولار أمريكي إلى الوسيط ليقوم بدوره بتحويلها إلى الشركة الأمريكية، والتي تستخدمها لسداد قيمة السندات التي أصدرتها. كما تقوم الشركة السويسرية بدفع 2.8 مليون فرنك سويسري إلى الوسيط، ليقوم بدوره بتحويلها إلى الشركة السويسرية، لتستخدمها في سداد قيمة السندات التي أصدرتها. وبهذا تتمكن الشركتان من نقل الخطر المترتب على هذه العملية من تقلب أسعار الصرف، وأسعار الفائدة، إلى الوسيط، الذي يحصل على عائد مادي مقابل ذلك.

#### التكييف الفقهي للعقد:

يلتزم كلا المتعاقدين في هذا العقد بأن يرد نفس العملة التي حصل عليها من الطرف الآخر، وهو ما لا يتحقق في عقد الصرف الشرعي الذي ينتهي بالتزام كل طرف قبل الآخر بالتقاضي قبل التفرق. ومن ثم تتصف هذه المعاملة بما يأتي:

- ❖ عقد قرض بزيادة مشروطة، ومحددة سلفاً زمنياً، ومقداراً، بين الشركة السويسرية من جهة، وحملة سنداتهما من جهة أخرى. وبين الشركة الأمريكية من جهة، وحملة سنداتهما من جهة أخرى. وهذا ربا محرم شرعاً.
- ❖ عقد قرض بزيادة مشروطة، ومحددة سلفاً زمنياً، ومقداراً، تقوم بموجبه الشركة السويسرية بتقديم 2.8 مليون فرنك سويسري للشركة الأمريكية تمثل قيمة القرض الذي حصلت عليه الشركة السويسرية من حملة سنداتهما، مقابل تحمل الشركة الأمريكية للفائدة السنوية المستحقة لحملة السندات السويسرية طوال مدة القرض، فضلاً عن أصل الدين المستحق للشركة السويسرية في ذمة الشركة الأمريكية، وبنفس العملة التي تم بها الإقراض، في نهاية مدة القرض. ويقال ما سبق في حق الشركة الأمريكية أيضاً تجاه الشركة السويسرية.

❖ السندات صكوك بدين في ذمة مصدرها لصالح حاملها، تثبت حق حاملها فيما قدمه من قرض للشركة. وتثبت حقه في الحصول على الفوائد المرتبطة بالقرض، في نهاية مدة القرض. ومن ثم تكون هذه السندات محرمة شرعاً، لأنها تمثل قرضاً بفائدة ربوية.

## 2. مقايضة أو مبادلات سعر الفائدة:

هي اتفاق بين طرفين، يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات الفائدة، وفقاً لصيغ معينة. ويعد هذا العقد من عقود التحوط في معناه الخاص، إذ إنه ينشأ في أسواق المال. وتغطي هذه المعاملة مخاطر تقلبات أسعار الفائدة في المستقبل. والتي قد تؤدي إلى تفاقم القيمة النسبية لفائدة الأصول، مثل القروض أو السندات، نتيجة لتقلبات سعر الفائدة. ويشار للأطراف في صفقة مقايضة سعر الفائدة بالنظر، أو الأطراف المتقابلة، الذين لهم احتياجات تكميلية، فيما يتعلق بسعر فائدة ثابت، أو سعر فائدة متغير، تتم مطابقتها في معاملة المقايضة. وتعتمد أسعار الفائدة المتغيرة غالباً على الليبور<sup>1</sup> LIBOR. ويطلق على المبلغ الذي يتم احتساب مقايضة سعر الفائدة على أساسه (المبلغ المحدد).

ولإجراء عملية مقايضة لأسعار الفائدة البسيطة على ذات العملة يقوم أحد الأطراف المتقابلة في عملية بسيطة لمقايضة سعر الفائدة بسداد سعر ثابت، ومحدد، ويتسلم من الطرف الآخر سعر فائدة متغيراً، مع مبالغ مالية تستند إلى قيمة معينة يحددها الأطراف. ويتم احتسابها لكل فترة سداد بحسب اتفاق الطرفين. وصافي الناتج هو نفسه إذا أقرض كل طرف نفس المبلغ للطرف الآخر. ويكون ذلك أحياناً بسعر ثابت، وبسعر متغير أحياناً أخرى، مما ينتج تدفقات نقدية صافية مساوية للفرق بين السعر الثابت، والسعر المتغير. ويضرب كلا منهما في المبلغ الذي يحدده الأطراف أثناء فترة السداد. ويسمى الطرف الذي يسدد السعر الثابت (الطرف الأكثر أمناً) في المقايضة.

مثال على مقايضة سعر الفائدة: قد يدفع الطرف الأول سعر فائدة ثابتاً يقدر بـ (2,6%) على قرض بمبلغ عشرة ملايين دولار أمريكي على دفعات شهرية. ويجني الطرف الأول أيضاً دخلاً على الاستثمار بعائد شهري بالدولار الأمريكي يقدر بفائدة الليبور (LIBOR) لشهر واحد + (35) نقطة أساس على مبلغ عشرة ملايين دولار أمريكي. (هناك 100 نقطة أساس لكل نسبة 1% من الفائدة). يقوم الطرف الأول بعد ذلك بإبرام مقايضة سعر الفائدة مع السعر المحدد من الطرفين لمبلغ عشرة ملايين دولار أمريكي، يدفع فيه سعراً متغيراً بالدولار الأمريكي، يساوي فائدة الليبور (LIBOR) لشهر واحد + (35) نقطة أساس. ويحصل على سعر ثابت يقدر بـ (5,6%). وبذلك يحصل الطرف الأول على فائدة تساوي (20) نقطة أساس

<sup>1</sup> (سعر الفائدة المعروضة بين البنوك في لندن). وهو سعر الفائدة الذي يتم عليه إقراض الدولار الأمريكي لأجل قصيرة من قبل المصارف في لندن.

(6,5) النسبة المحصلة - 6,3 النسبة المدفوعة)، أما الطرف الآخر فيحصل على عكس ذلك، ويدفع عكس ذلك أيضاً. حيث يحصل على فائدة الليبور بالدولار الأمريكي (LIBOR) لشهر واحد + (35) نقطة أساس، ويقوم بسداد نسبة (6,5%) ثابتة. ويكون الطرف الآخر من خلال إبرام المقايضة الآن قد قام بالتحوط ضد التغيرات في فائدة الليبور (LIBOR) كونه هو الطرف الذي يتلقى دفعات الأسعار المتغيرة.

### التكيف الفقهي للعقد:

يتم في هذا العقد تحويل عبء خطر معين، والمثل في تغير سعر الفائدة في غير صالحه للطرف الآخر، نظير مقابل معين. ومن ثم يتصف العقد بالصفات الآتية:

❖ عقد احتمالي أو من عقود الغرر: ذلك أن المتعاقد إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فلا يستطيع كل من المتعاقدين أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل تبعاً لحدوث أمر غير محقق هو الكسب، فيعرف القدر الذي أخذ، أو الخسارة، فيعرف القدر الذي أعطى.

❖ عقد معاوضة: يتمثل العوض الأول في سعر الفائدة الثابت الذي يدفعه أحدهما، ويتمثل العوض الآخر في سعر الفائدة المتغير الذي يدفعه الآخر.

❖ محل العقد هو سعر الفائدة. وهذا يعني الربا المحرم شرعاً.

### 3. المبادلات السلعية:

هي إحدى منتجات السوق غير الرسمية، والتي يجري تفصيلها وفقاً لمتطلبات من يقوم بالتحوط ضد المخاطر. حيث ينقل كل متعاقد بموجب العقد عبء ارتفاع، وانخفاض، سعر السلعة محل التعاقد إلى الطرف الآخر. وقد شاع استخدامها في أسواق الطاقة. ولتوضيح هذه العملية: نفترض وجود شركة إنتاج بترول هي الشركة (س)، والتي تنتج 250 ألف برميل يومياً. وهي بحاجة لمن يضمن لها ألا يقل متوسط سعر البرميل عن 18.5 دولار أمريكي، نظراً لارتفاع تكاليف الإنتاج. ونفترض في المقابل وجود شركة أخرى (ص)، تستخدم متوسطاً شهرياً من البترول الخام في إنتاج البتروكيماويات. وهي معرضة لمخاطر توقف النشاط إذا ارتفع سعر البرميل في الثلاث سنوات القادمة فوق 19.5 دولاراً أمريكياً، نظراً للمنافسة المرتفعة في هذه الصناعة، ونظراً لارتفاع المرونة على منتجاتها. ومن ثم تتوجس الشركتان خيفة من تقلب الأسعار. حيث يكون ارتفاع الأسعار في صالح الشركة المنتجة، وفي غير صالح الشركة المستهلكة. فتلجأ الشركتان إلى إبرام عقد مبادلة للبترول لمدة ثلاث سنوات من خلال وسيط للبترول، مع تسوية شهرية للسعر، ومقدار متفق عليه هو 250 ألف برميل. على أن تتحدد قيمة المؤشر كمتوسط لأسعار التسويات اليومية للعقود المستقبلية للبترول ببورصة نيويورك

للتجارة. فإذا حددت الشركة المنتجة سعر البيع بـ 19 دولاراً للبرميل، وحددت الشركة المستهلكة بـ 19.1 دولاراً للبرميل، وكان متوسط سعر التسوية هو 20.15 دولاراً للبرميل، فإن الشركة المنتجة ستقبض من وسيط المبادلة الفرق بين السعر الذي حددته للبيع، وسعر التسوية لكل برميل على النحو الآتي:  $(20.15 - 19.1) \times (250 \text{ ألف برميل}) = 287500$  دولار أمريكي. وستدفع الشركة المستهلكة لوسيط المبادلة في المقابل الفرق بين السعر الذي حددته للشراء وسعر التسوية  $(19.1 - 20.15) \times (250 \text{ ألف برميل}) = 262500$  دولار. وإذا افترضنا مجدداً أن سعر التسوية هو 18.4 دولاراً للبرميل، فإن الشركة المنتجة ستدفع لوسيط المبادلة الفرق بين السعر المحدد للبيع، وسعر التسوية  $(18.4 - 19) \times (250 \text{ ألف برميل}) = 150$  ألف دولار. وستقبض الشركة المستهلكة في المقابل من وسيط المبادلة الفرق بين السعر المحدد للشراء وسعر التسوية  $(18.4 - 19.1) \times (250 \text{ ألف برميل}) = 175$  ألف دولار. ولا يتغير موقف الوسيط في الحالتين، حيث سيحصل على الفرق بين ما يقبضه من إحدى الشركتين، وما يدفعه للشركة الأخرى، والبالغ 25 ألف دولار أمريكي في كلا الحالتين. ويلاحظ في المثال السابق أن الشركة المستهلكة قد تحوطت لنفسها من مخاطر ارتفاع الأسعار، ولكنها تعرضت لمخاطر انخفاضها. كما يمكن أن تتعرض الشركة المنتجة في المقابل عند انخفاض الأسعار لنفس ما ستعرض له الشركة المستهلكة إذا ارتفع السعر إلى 23 دولار أمريكي.

### التكييف الفقهي للعقد:

يتصف هذا العقد بالصفات الآتية:

- عقد معاوضة مالية: يتمثل العوض الأول في قيمة السلعة، ويتمثل العوض الثاني في السلعة محل التعاقد.
- عقد احتمالي أو من عقود الغرر: ذلك أن المتعاقد إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فلا يستطيع كل من المتعاقدين أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل تبعاً لحدوث أمر غير محقق هو الكسب المترتب على سعر التسوية، فيعرف القدر الذي أخذ، أو الخسارة المترتبة على نفس السعر، فيعرف القدر الذي أعطى. ومن ثم، يحقق منتج البترول مكاسب باستمرار كلما زاد سعر التسوية، ويتحمل خسائر مستمرة كلما انخفض السعر، ويحدث العكس لمشتري البترول

## ثانياً: العقود الآجلة والعقود المستقبلية<sup>1</sup>:

تعد هذه العقود من عقود التحوط في معناه الخاص. وهي وسيلة للتحوط ضد مخاطر تقلبات السوق السلبية. وهما شيء واحد في الحقيقة، من حيث الطبيعة، فكل منهما عقود آجلة. كما أنهما متشابهتان من حيث إن كلاً منهما من العقود الملزمة، وإن كل عقد منها لا يتوقف على غيره، كما هو الحال في عقود المشتقات الأخرى.

### 1. العقود الآجلة Forward Contracts<sup>2</sup>:

هي اتفاق بين طرفين، أحدهما مشتر، والآخر بائع، لشراء، أو بيع، سلعة، أو ورقة مالية، أو عملة معينة، في تاريخ مستقبلي لاحق، يعرف بتاريخ التصفية، وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد. والذي يكون ثابتاً في العقد الآجل طوال مدة العقد. حيث يتم تأجيل الثمن، والمثمن. ولا يترتب عليه تسليم ولا تسلم. ولا تمليك حقيقي، ولا تملك. أي أن الثمن، والمثمن، مؤجلان إلى يوم التصفية. فلا تترتب على العقد آثاره عند إنشائه، وإنما يتم تأجيلها إلى يوم التصفية. حيث يكون التسليم ملزماً في هذا التاريخ. وتجري ترتيباتها من خلال السوق غير الرسمية. ومن ثم يتم نقل عبء خطر معين بموجب العقد من كل متعاقد إلى الطرف الآخر. حيث يتم تفصيل تلك العقود وفقاً لتفضيلات، واحتياجات، الجهات الراغبة في عقدها. وهي قد تخضع، وقد لا تخضع للتسويات اليومية. إذ يتوقف ذلك على رغبة الطرفين. ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً، ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه. أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً، ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ، مقابل نفس السعر. وتتم الإشارة للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم. ويجري فعلياً 98% من العمليات الآجلة على المكشوف. بمعنى أن المضارب لا يملك الأصول التي باعها وقت إبرام العقد. ومن الأمور المسلم بها أن المشتري مضارب دائماً على الصعود. فهو يتوقع صعود أسعار الأصول محل التعاقد، ومن ثم فهو يشتري آجلاً، ويبيع عاجلاً. بينما يتوقع البائع دائماً هبوط السعر. ومن ثم يقال إنه مضارب على الهبوط. فيبيع عاجلاً بسعر مرتفع، على أن يعاود شراء ما باعه بسعر منخفض، ويحصل على فرق السعر.

<sup>1</sup> هناك فرق بين البيع الآجل، والبيع إلى أجل. حيث يتم تأجيل الثمن، والمثمن في البيع الأول، فلا يترتب عليه تسليم، أو تسلم. ولا يترتب عليه كذلك تملك حقيقي. وينصب التأجيل في البيع إلى أجل على الثمن دون المثمن.

<sup>2</sup> العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة، فهي: " اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين". ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

## 2. العقود المستقبلية Future contracts<sup>1</sup>:

يطلق هذا المصطلح على العقود الآجلة التي يجري التعامل بها من خلال أحد الأسواق المنظمة، وهي البورصة. وتعرف بأنها: (اتفاق بين مشتر وبائع، على تبادل أصل، مقابل نقد، في تاريخ لاحق). ويجري عقدها من خلال السوق الرسمية. وهي سوق تحكمها قواعد، ولوائح، وقوانين، وأعراف، وتقاليد. وهي جميعها عقود نمطية. ولا تخضع لتفضيلات الأفراد، أو الجهات المتعاقدة، كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية. كما أنها تخضع للتسويات اليومية، ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية، الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة يومياً، وفقاً لحركة واتجاهات الأسعار. أي أن تسويات نقدية حقيقية تتم بصفة يومية بين المشتري، وبين البائع، استجابة لعمليات التسوية اليومية، حيث توصف السوق بأنها Market to Market. كما ويقوم كل متعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة، التي تقوم بدورها كوسيط، وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود. ومن ثم، ينقل كل متعاقد بموجب العقد إلى المتعاقد الآخر عبء خطر معين. ويمكن القول: إن كافة المعاملات في أسواق العقود المستقبلية الرسمية تستخدم بوصفها أداة للمضاربة، أو للتحوط ضد تقلبات الأسعار. ويمكن للمضارب التنازل عن العقد بنقل ملكيته إلى متعاقد آخر قبل تاريخ التسوية. والواقع أن أمام المضارب ثلاثة خيارات في تاريخ التصفية، هي:

- أن يسلم الأصل محل التعاقد تسليمياً رسمياً إن كان بائعاً، ويتسلمه إن كان مشترياً.
- أن يبيع ما اشتراه، ويشتري ما باعه، ويحصل على الفرق.
- أن يؤجل التصفية إلى موعد لاحق مقابل مبلغ معين، يسمى بدل التأجيل<sup>2</sup>.

وتوفر هذه العقود للمستثمر أداة بديلة للاستثمار في أصول حقيقية. ومع ذلك، هناك فرق عديدة بين الاستثمار في أحد الأصول من خلال إنشاء عقد مستقبلي، وبين الاستثمار في أصل بعينه، على النحو الآتي:

---

<sup>1</sup> خلافاً للأطراف الداخلة في العقود المستقبلية فإن المشتري في عقود الاختيار يملك الحق وليس الالتزام في أن يقوم بالتعامل، بينما محرر العقد (أو بائعه) يقع عليه عبء الالتزام بإنجاز العقد إذا رغب المشتري في ذلك.

ويقع على الطرفين معاً الالتزام بإنجاز العقد في حالة العقود المستقبلية، وبالطبع، فإن مشتري العقد المستقبلي لا يدفع لبائع العقد علاوة أو مكافأة أو ما يطلق عليه سعر الخيار.

<sup>2</sup> هناك نوعان من العقود هما: العقود الباتة أو القطعية، وهي التي يلتزم فيها الطرفان بتنفيذ الصفقة في تاريخ التسوية أو التصفية. والعقود الآجلة الاختيارية، وهي التي يمكن للمتعاقد فيها تأجيل موعد التصفية أو نقل التزامه إلى آخر بمقابل مادي.



- يدفع المستثمر في أحد الأصول الثمن المقابل للبائع غير منقوص، أما من يستثمر أمواله في شراء عقد مستقبلي فيدفع نسبة ضئيلة من القيمة الكلية للعقد المستقبلي تتراوح ما بين 10-15%، كضمان ابتدائي.
- تزيد قيمة العقد عند تغير ثمن الأصل محل التعاقد، مقارنة برأس المال المستثمر.
- الاستثمار في أحد الأصول المالية مثل الأسهم ليس محدوداً بمدة معينة. بينما يمتد الاستثمار في أحد العقود المستقبلية، وعلى نفس السهم، لفترة تقل عن سنة.
- قد يخسر من يستثمر ماله في أحد الأصول نسبة كبيرة من رأس المال المستثمر، بينما قد يخسر المستثمر في عقد مستقبلي ما يزيد عن المال المستثمر.
- وتمثل أهم خصائص السوق الرسمية فيما يأتي:
- نمطية شروط التعاقد، فلا تتباين العقود من عقد لآخر. ولا تخضع لرغبات المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة، من حيث حجم العقد، ومدته، وصفاته.
- قابلة للتداول، فتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم.
- يودع المتعاقد تأميناً لا يتجاوز 20% من قيمة العقد الكلية، خلافاً للعقود الآجلة التي لا تتطلب ذلك.
- لا يهدف المتعاقد إلى الحصول على الأصل محل التعاقد. بل يتم التعاقد هنا بهدف المضاربة، أو نقل المخاطرة، أو للمراهنة على اتجاهات الأسعار. ويمكن لمن كان بحاجة لأصل اللجوء إلى السوق الفورية، أو إلى السوق غير الرسمية لإنشاء عقد آجل.
- يمكن للمستثمر في السوق الرسمية تجنب الاستلام الفعلي للأصل محل التعاقد، من خلال بيع العقد لمستثمر آخر.
- يتم تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد في بداية التعاقد.
- تخضع التعاملات للتسوية اليومية. فيتم تعديل ثمن التعاقد يومياً، كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.
- يحقق مشتري العقد مكاسب باستمرار كلما زاد سعر العقد المستقبلي، ويتحمل خسائر مستمرة كلما انخفض السعر، ويحدث العكس لبائع العقد المستقبلي.

## التسويات اليومية:

تعتمد غرفة المقاصة على التأمين الابتدائي Initial Margin الذي يقوم بإيداعه كل من البائع والمشتري، لدى غرفة المقاصة فيما بعد، ضماناً لعدم توقف أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته. ويودع هذا التأمين في حساب العميل لدى غرفة المقاصة. فإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل يضاف فرق السعر بطريقة آلية إلى حسابه. وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه. وقد يطلب من العميل إيداع تأمين إضافي للمحافظة على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة. ومن هنا كانت هذه العقود خاضعة للتسوية اليومية.

## التكييف الفقهي للعقود الآجلة:

يمكن القول إن هذه العقود تعد نوعاً من المراهنات. وتتصف هذه العقود بالصفات الآتية:

- (1) عقد معاوضة مالية: تعد هذه العقود من عقود المعاوضات المالية. حيث يتمثل العوض الأول في ثمن الأصل محل التعاقد، ويتمثل العوض الثاني في الأصل محل التعاقد.
- (2) تدخل العقود الآجلة تحت بيع الكالئ بالكالئ، وهو بيع الدين بالدين، وهو من البيوع المنهي عنها شرعاً. فالثمن دين في ذمة المشتري، والمبيع دين في ذمة البائع. يقول ابن قدامة في المغني: فإذا جعل الدين ثمناً (أي في السلم) كان بيع دين بدين ولا يصح ذلك بالإجماع<sup>1</sup>.
- (3) تدخل العقود الآجلة تحت بيع ما لا يملك: لأن المعقود عليه ليس موجوداً عند البائع، وليس مملوكاً له عند توقيع العقد. وفي الحديث الشريف أن النبي صلى الله عليه وسلم قال لحكيم بن حزام: لا تبع ما ليس عندك<sup>2</sup>. يعني ما لا تملك.
- (4) تدخل الزيادة في الثمن مقابل تأجيل تاريخ التسوية تحت باب الربا المحرم شرعاً. فقد ذكر ابن قدامة أن كل قرض شرط فيه أن يزيد فيه فهو حرام بلا خلاف<sup>3</sup>. وقال ابن المنذر: أجمعوا على أن المسلف إذا اشترط على المستلف زيادة، أو هدية، فأسلف على ذلك، أن أخذ الزيادة على ذلك ربا<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد الله بن أحمد بن قدامة. المغني. القاهرة. مكتبة القاهرة. 1969، 1389. ج4، ص 224. مسألة رقم 3192.

<sup>2</sup> رواه ابن ماجه والترمذي وقال: حيث حسن صحيح.

<sup>3</sup> المغني، مرجع سابق، ج4، ص 240.

<sup>4</sup> المصدر نفسه، في نفس الموضع.

## التكيف الفقهي للمستقبلات:

تتصف عقود المستقبلات بالصفات الآتية:

- (1) عقود معاوضة مالية: يتمثل العوض الأول في الثمن، ويتمثل العوض الثاني في الأصل محل التعاقد.
- عقد احتمالي، أو من عقود الغرر: ذلك أن المتعاقد إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فلا يستطيع كل من المتعاقدين أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل تبعاً لحدوث أمر غير محقق هو الكسب، فيعرف القدر الذي أخذ، أو الخسارة، فيعرف القدر الذي أعطى. كما لا يهدف المتعاقد هنا إلى الحصول على الأصل محل التعاقد. بل يتم التعاقد هنا بهدف المضاربة، أو نقل المخاطرة، أو للمراهنة على اتجاهات الأسعار. حيث تخضع هذه العقود للتسوية اليومية، فيتم تعديل ثمن التعاقد يومياً، كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد. ومن ثم، يحقق مشتري العقد مكاسب باستمرار كلما زاد سعر العقد المستقبلي، ويتحمل خسائر مستمرة كلما انخفض السعر، ويحدث العكس لبائع العقد المستقبلي. كما أن قابليتها للتداول، وتحريرها بذلك المتعاقدين من التزاماتهم، تؤدي إلى جهالة كلا الطرفين الموقعين للعقد للمتعاقد الفعلي عند التنفيذ، إذا لم يكن العقد باتاً.

## ثالثاً: الخيارات المالية Options:

عقود الخيارات المالية إحدى أدوات الاستثمار بالأوراق المالية في أسواق رأس المال. وهي في نفس الوقت وسيلة للتحوط في معناه الخاص. وتندرج تحت أسواق المشتقات المالية<sup>1</sup>. ويعرف الخيار بأنه: عقد، أو ورقة مالية مشتقة، تمنح حاملها الحق، وليس الإلزام، بشراء، أو بيع ورقة مالية (سهم مثلاً) بسعر تنفيذ معين<sup>2</sup>. فهي تعطي الحق لمشتري الخيار في إمضاء البيع، أو فسخه. حيث يشتري المتعامل بموجبها حق شراء، أو بيع، عدد

<sup>1</sup> هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي. حيث تعد نوعاً من أنواع العقود المستقبلية، أو صورة من صورها. وهي لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً مقارنة بقيمة العقود. وتعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات. تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل. ويتضمن العقد عادة تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وتحديد الزمن الذي يسري فيه العقد، وتحديد محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، أو سعر ورقة مالية، أو سعر سلعة، أو سعر صرف أجنبي. وتمثل هذه العقود في: الأسواق الآجلة، والأسواق المستقبلية، وأسواق الخيارات، وأسواق المبادلة.

<sup>2</sup> لا يملك المستثمرون الذين يشترون الخيارات شيئاً محددًا سوى حقاً بخوهم شراء، أو بيع كمية محددة من الأوراق المالية، في تاريخ لاحق. ويكون بائع الخيار ملتزماً بالشراء (في حالة خيار البيع)، أو بالبيع (في حالة خيار الشراء)، وفقاً لشروط العقد بينه وبين المشتري.

من أسهم شركة معينة عند سعر معين، هو سعر التنفيذ خلال مدة معينة، ويدفع ثمناً لهذا الحق. وهي أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تستمد قيمتها من الأداة المالية التي يقع عليها الاختيار. وعقود الخيارات قابلة للتداول، إذ يحق لصاحب الخيار أن يبيعه لطرف آخر بثمان مسمى بينهما. وهي تمكن أصحابها من الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل، ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل. وامتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفاً، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري. وإذا أصر طرف على الاستلام (وهو أمر غير وارد غالباً)، يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناءً عليه، فتكون المحصلة واحدة. أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام، أو التسليم، مستحيلاً. ومن ثم، يمكن تعريف عقد الخيار بأنه: عقد بين طرفين هما: مشتري الخيار، وبائع الخيار. يتم بموجبه تحويل عبء خطر معين من الطرف الأول، إلى الطرف الثاني، نظير مقابل مالي معين، يدفعه الطرف الأول للطرف الثاني. ويتمثل قبول التحويل عملياً في تعهد الطرف الثاني ببيع، أو شراء أصل معين من الطرف الأول، بسعر معين، في تاريخ معين، أو فترة زمنية معينة.

## أنواع الخيارات<sup>1</sup>:

### 1. خيار الشراء Call Option:

<sup>1</sup> يتم تصنيف عقود الاختيار بحسب المعايير الآتية:

أولاً: الأنواع الرئيسية: خيارات الشراء - خيارات البيع - الضمانات: Warrants: يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عقود اختيارات شراء تصدر بواسطة الشركات على أسهمها وعادة ما تكون لفترات طويلة مقارنة بعقود الاختيارات.

ثانياً: بحسب تاريخ تنفيذ العقد: عقود الاختيار الأمريكية - عقود الاختيار الأوروبية.

ثالثاً: بحسب التغطية: مغطاة: Covered call options: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

- غير مغطاة: Uncovered call options: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد. ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق، ثم تسليمه للمشتري.

رابعاً: بحسب الربحية: مربحة - غير مربحة - متعادلة: يحقق عقد اختيار الشراء أرباحاً إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد. ويكون عقد اختيار الشراء غير مربح إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ. أما الخيار المتعادل فهو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ مساوياً لسعر السهم السوقي.

هو عقد، أو ورقة مالية تمنح مشتريها الحق (وليس الإلزام) في شراء موجود معين (سهم مثلاً)، بسعر محدد يسمى (سعر التنفيذ)، وذلك خلال فترة زمنية تسمى تاريخ الاستحقاق (يتم تحديدها في العقد). حيث لا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار بتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريد لها خلال الفترة المحددة. ويدفع مشتري الخيار لبائع الخيار مقابل ذلك مبلغاً يسمى (سعر الخيار أو العلاوة)، وهذا المبلغ ثابت يتم تحديده في العقد، على شكل نسبة مئوية من قيمة السهم. وهذا المبلغ غير قابل للاسترداد، وهو ليس جزءاً من ثمن الأسهم المتفق عليها عند التعاقد. ويضمن شراء هذا النوع من الخيارات الحق للمستثمر في شراء الموجود الأساس (سهم مثلاً) بسعر محدد، وثابت، وهو سعر التنفيذ، مهما ارتفع سعر السهم السوقي. أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أدنى من سعر التنفيذ، فإن مشتري الخيار لن ينفذ خياره، ومن ثم يخسر سعر الخيار، أو العلاوة، التي دفعها لبائع الخيار. وأما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة لأنه قبض ثمن الخيار أو العمولة. حيث يتضمن العقد التزام البائع لحق الخيار بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالثمن المحدد في العقد. ويقوم المشتري (المستثمر) بشراء خيار الشراء عادة إذا توقع ارتفاع سعر السهم خلال تاريخ الاستحقاق. ويوفر هذا الخيار نوعين من المعاملات هما: شراء حق ممارسة الشراء، وشراء حق ممارسة البيع.

## 2. خيار البيع Put Option:

هو عقد، أو ورقة مالية تمنح مشتريها الحق (وليس الإلزام) في بيع موجود معين، بسعر محدد، يسمى (سعر التنفيذ)، وذلك خلال فترة زمنية تسمى تاريخ الاستحقاق (يتم تحديدها في العقد). أي أن مشتري هذا الحق (حق البيع) هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار. ويدفع مشتري الخيار لبائع الخيار مقابل ذلك مبلغاً يسمى (سعر الخيار أو العلاوة). وهذا المبلغ ثابت، يتم تحديده في العقد. ويضمن شراء هذا النوع من الخيارات الحق للمستثمر في بيع الموجود الأساس (سهم مثلاً)، بسعر محدد، وثابت، وهو سعر التنفيذ، مهما انخفض سعر السهم السوقي. أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أعلى من سعر التنفيذ، فإن مشتري الخيار لن ينفذ خياره، ومن ثم، يخسر سعر الخيار، أو العلاوة التي دفعها لبائع الخيار. وأما قابض ثمن الخيار وهو الذي سيقوم بشراء الأسهم، أو الأوراق المالية الأخرى، إذا ما قرر الطرف الأول ذلك فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها، لأنه قبض ثمن الخيار. ويقوم المشتري (المستثمر) بشراء خيار البيع عادة إذا توقع انخفاض سعر السهم خلال تاريخ الاستحقاق. ويوفر هذا الخيار نوعين من المعاملات هما: بيع حق ممارسة الشراء، وبيع حق ممارسة البيع.

## 3. عقد الاختيار المزدوج Double Option:

هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء. فيصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل التعاقد، أو بائعاً لها، وذلك وفق مصلحة المشتري. فإذا ارتفعت الأسعار خلال فترة العقد كان مشترياً. وإذا

انخفضت كان بائعاً. ويتقاضى بائع الخيار عادة ضعف ثمن خيار الشراء، أو ضعف ثمن خيار البيع، نظراً لعظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار. وينقسم هذا العقد إلى قسمين:

3.1. عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Straddle: ويحول صاحبه أن يشتري من، أو يبيع إلى بائع الخيار عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد، بسعر معين خلال فترة العقد. وينقسم بدوره إلى قسمين:

- عقد مرجح لارتفاع الأسعار Strap: يتضمن العقد شراء عقود خيار شراء، أكثر من عقود خيار البيع. كأن يشتري مثلاً عقدي خيار شراء، وعقد خيار بيع واحد، وذلك إذا توقع المشتري تحرك الأسعار صعوداً. فيقدم على ذلك خشية تقلبات الأسعار في غير صالحه.
- عقد مرجح لانخفاض الأسعار Strip: يتضمن العقد شراء عقود خيار بيع، أكثر من عقود خيار الشراء. كأن يشتري مثلاً عقدي خيار بيع، وعقد خيار شراء واحد، وذلك إذا توقع المشتري تحرك الأسعار هبوطاً. فيقدم على ذلك خشية تقلبات الأسعار في غير صالحه.

3.2. عقد اختيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Strangle: عقد يتضمن عقد خيار شراء، وعقد خيار بيع في نفس الوقت، وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد، ولنفس الفترة الزمنية، مع وجود سعر للشراء، وسعر للبيع.

4. خيار بمضاعفة الكمية Option to double: يمكن هذا العقد صاحبه من مضاعفة الكمية التي اشتراها، أو تلك التي باعها، إذا رأى أن العقد لصالحه، خلال مدة العقد. ويتقاضى بائع هذا الحق عادة ضعف ثمن الخيار الذي يتقاضاه، سواء أكان خيار بيع، أم خيار شراء، نظراً لزيادة المخاطر التي يتعرض لها. وينقسم هذا العقد بدوره إلى قسمين هما:

4.1. حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Call-of-more-option: يحول هذا الحق لصاحبه شراء ضعف الكمية المسماة في العقد، إذا رغب في ذلك.

4.2. حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Put-of-more-option: يحول هذا الحق لصاحبه بيع ضعف الكمية المسماة في العقد، إذا رغب في ذلك.

5. الخيارات على أسعار الفائدة Interest rate option:

5.1. خيار المقرض Borrower's option call: عقد يحول صاحبه حق الحصول على قرض معين، بسعر فائدة معين، ولأجل معين، في تاريخ لاحق يجري تحديده سلفاً. ويعطي هذا العقد لصاحبه أسوة بباقي الخيارات الحق في تنفيذ، أو فسخ العقد. ولا يقتضي العقد تسليم القرض،

فإن ذلك ليس أمراً مستهدفاً. إذ تقتصر التسوية على تسوية الأرباح، والخسائر، نقداً. فهو خيار على أسعار الفائدة، وإن سمي خيار المقترض جوازاً<sup>1</sup>.

ويتم تنفيذ الخيارات عادة بثلاث طرق هي:

- الخيار الأمريكي: هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء، أو بيع، عدد من الأسهم، أو الأوراق المالية، خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقاً. ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار. فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد. وإنما بفترة محددة.
- الخيار الأوروبي: وفيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد، هو آخر مدة الخيار. ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.
- طريقة برمودا<sup>2</sup>: يتم من خلال هذه الطريقة وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار. ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.

### ثمن الخيار:

هو الثمن المدفوع من قبل مشتري حق الخيار، لبائع هذا الحق، في مقابل أن يكون للطرف الأول حق مطالبة الطرف الثاني في أي وقت خلال مدة العقد بأن يشتري منه، أو يبيع له الأصل محل التعاقد، وفقاً لنوع العقد، وصفته (شراء كان، أم بيعاً، أم مزدوجاً)، أو أن يفسخ العقد بإرادته المنفردة، إذا رأى أن الأسعار

---

<sup>1</sup> هناك أنواع أخرى من عقود الخيارات مثل: عقود خيار صناديق الاستثمار (تقوم صناديق الاستثمار بإنشاء عقود خيار شراء مقابل الأسهم المملوكة لها. حيث يقبض الصندوق عند التعاقد ما يسمى ثمن الخيار، أو علاوة المخاطرة Premium(option price)، ويلتزم ببيع الورقة المالية محل التعاقد وفقاً لسعر التعاقد المسمى في العقد. إذا رغب مشتري حق الخيار في تنفيذ العقد). وعقود الخيار المغطاة (يوصف الاختيار بأنه مغطى عندما يمتلك البائع رصيماً من الأصل محل التعاقد، يكفي للوفاء بالتزاماته عند طلب تنفيذ العقد، وتسليم الأصل محل التعاقد، إن كان العقد خيار شراء، أو لديه السيولة الكافية، للوفاء بالتزامه عند طلب تنفيذ العقد وكان العقد خيار بيع. وبيع حقوق الشراء المغطاة استراتيجية شائعة لزيادة عوائد محافظ المالية، وبخاصة في الفترات التي يتوقع فيها انخفاض عوائد المحفظة. ولا تعني التغطية درعاً لمخاطر صعود الأسعار، مما يضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن سعر السوق. وهي أقل مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة). وغير المغطاة (يوصف العقد بأنه غير مغطى، أو عار Naked، عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار رصيماً من الأصل محل التعاقد، يسمح له بتنفيذ التزامه عند طلب تنفيذ العقد، وتسليم الأصل محل التعاقد في حالة خيار الشراء، أو لم تكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته عند طلب التنفيذ في حالة خيار البيع. وتعد العقود غير المغطاة استراتيجية للمضاربة غير المحدودة، Highly Speculative Strategy ولا تخرج عن كونها محض مضاربة على اتجاهات الأسعار).

<sup>2</sup> تسمى الخيار الآسيوي أحياناً.

تتحرك في غير صالحه. ويكون مشتري عقد خيار الشراء عادة مضارباً على صعود سعر الأصل محل التعاقد. ويكون مشتري عقد خيار البيع عادة مضارباً على هبوط سعر الأصل محل التعاقد. فإن اتجهت أسعار السهم في اتجاه توقعات المشتري فإنه يطالب البائع بالتنفيذ، ولن يطالب المشتري البائع بالتنفيذ في الحالة المعاكسة، ويخسر من ثم مقابل الخيار. ولا يقوم بائع الخيار بتوقيع العقد أصلاً ما لم يكن متيقناً أن الأمور ستسير لصالحه. فإن صدقت توقعاته قبض الثمن مقدماً عند توقيع العقد وهو ثمن الخيار. وإذا خالفت الأسعار توقعاته فإنه يمتن بخسائر فادحة تتوقف على حركة السوق، واتجاهات الأسعار. ويتم تحديد ثمن الخيار بالتفاوض. فكلما كان سعر التعاقد مرتفعاً في خيار الشراء كلما انخفض ثمن الخيار، والعكس بالعكس. لأن ارتفاع سعر التعاقد يؤدي إلى تضائل فرص تنفيذه. وكلما تضائلت فرص تنفيذ العقد كلما انخفضت درجة المخاطرة بالنسبة لبائع الخيار، وكلما تضائلت درجة المخاطرة كلما تضائل الثمن المدفوع وهو ثمن الخيار. وتوجد في المقابل علاقة طردية بين سعر التعاقد، وبين ثمن الخيار في خيار البيع. لأن انخفاض سعر التعاقد يؤدي إلى تضائل فرص تنفيذه، ومن ثم انخفاض درجة المخاطرة، فانخفاض ثمن الخيار. وهناك علاقة طردية أيضاً بين مدة العقد، وبين ثمن الخيار. فكلما طالت مدة العقد كلما كان ذلك سبباً في زيادة ثمن الخيار. حيث تزيد احتمالات فرص تنفيذ العقد كلما طالت مدة العقد. ومن ثم زيادة المخاطرة بالنسبة للبائع، والتي تقتضي الحصول على ثمن أعلى يتناسب مع حجم المخاطرة.

### الأرباح والخسائر في سوق الخيارات:

يملك مشتري عقد الاختيار فرصة تحقيق مكاسب محتملة غير محدودة، وتكون خسارته القصوى محدودة بمقدار العلاوة التي يدفعها لشراء الحق في الاختيار. ومع ذلك فإنه بينما يظل مشتري عقد الاختيار محتفظاً بكل المكاسب المحتملة، فإن المكاسب المحققة سوف تنخفض بمقدار سعر الخيار. ويكون محرر العقد، أو بائعه، على العكس من ذلك. فخسارته غير محددة بمبلغ معين، في حين أن مكسبه محدود بمقدار ما يحصل عليه من علاوة. ومن ثم يطلب محرر العقد سعراً للعقد وهو العلاوة ليقوم بتحرير عقد الاختيار<sup>1</sup>. ويتم توضيح ذلك على النحو الآتي:

### ❖ خيار الشراء:

- يدفع مشتري خيار الشراء العلاوة وتمثل تكلفة بالنسبة له، ويقبض البائع العلاوة، وتمثل بالنسبة له ربحاً.
- خسارة مشتري الخيار (المستثمر) محدودة بقيمة العلاوة، وأرباح البائع محدودة بقيمة العلاوة.

---

<sup>1</sup> : يمكن أن يستخدم المستثمر العقود المستقبلية للحماية ضد المخاطر المنتظمة، كما يستخدم عقود الاختيار للحماية ضد المخاطر غير المنتظمة.



■ إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ فإن الفرق بين سعر السهم السوقي، وسعر التنفيذ، يمثل ربحاً لمشتري الخيار (لأنه اشترى السهم بأقل من سعره في السوق). ويمثل الفرق خسارة لبائع خيار البيع.

#### ❖ خيار البيع:

- يدفع مشتري خيار البيع العلاوة وتمثل تكلفة بالنسبة له. ويقبض البائع العلاوة وتمثل ربحاً بالنسبة له.
- خسارة المشتري (المستثمر) محدودة بقيمة العلاوة، وأرباح البائع محدودة بقيمة العلاوة.
- إذا انخفض سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ فإن الفرق بين سعر السهم السوقي، وسعر التنفيذ يمثل ربحاً لمشتري الخيار (لأنه باع السهم بسعر أعلى من سعره في السوق). ويمثل الفرق خسارة لبائع خيار البيع.

وتكون خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة)، وأرباحه غير محدودة. فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم. ومغلقة لمشتري خيار البيع، تنخفض مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظرياً).

#### التكييف الفقهي للعقد:

يعد العقد من العقود الزمنية. فله تاريخ بداية يبدأ به، وله تاريخ انتهاء ينتهي بنهايته. ويقوم العقد على تحويل عبء خطر معين، وهو التغير في السعر، من مشتري الخيار إلى بائع الخيار بمقابل معين. ومن ثم يتصف العقد بالصفات الآتية:

- عقد احتمالي أو من عقود الغرر: ذلك أن المتعاقد إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فعقد الخيار عقد لا يستطيع فيه كل من المتعاقدين أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل تبعاً لحدوث أمر غير محقق هو ارتفاع سعر الورقة محل العقد، فيعرف القدر الذي أخذ، أو انخفاض السعر، فيعرف القدر الذي أعطى، وهذا متحقق هنا. لأن مشتري الخيار هنا قد يكون مضارباً على ارتفاع السعر، وقد يكون مضارباً على انخفاضه. ومن ثم يتوقف موقفه من العقد من حيث الربح أو الخسارة على ارتفاع، أو انخفاض سعر الورقة المالية، وهو أمر لا يعلم إلا عند انتهاء العقد.

■ عقد معاوضة: يتمثل العوض الأول هنا في: ثمن الخيار، وليس ثمن الورقة المالية، لأنها ليست مقصودة لذاتها. فقد يشتريها مشتري الخيار، أو يبيعها، وقد لا يفعل ذلك. ويتمثل العوض الثاني في الخيار، الذي يحصل عليه مشتري الخيار من الطرف الآخر.

■ عقد ملزم للجانبين: فمشتري الخيار ملزم عند توقيع العقد تجاه بائع الخيار بدفع ثمن ثبوت حق الخيار له. وبائع الخيار ملزم بتنفيذ ما يتضمنه هذا الحق. ولكن عقد الخيار يدخل في العقود الملزمة لجانب واحد فقط عند التنفيذ هو بائع الخيار.

#### رابعاً: بطاقات الخصم:

تعد بطاقات الخصم وسيلة للتحوط في معناه العام، أو الواسع. كما تعد وسيلة لتحقيق عوائد مادية. وتعرف بطاقة الخصم بأنها: بطاقة تعطي مشتريها حق الحصول على تدفقات نقدية غير مباشرة، وغير منتظمة، في شكل تخفيض، أو خصم، يتخذ شكل نسبة مئوية ثابتة، ومحددة سلفاً، من قيم السلع، والخدمات، المشتراة من محلات معينة، خلال فترة زمنية معينة. تصدر البطاقة بموجب عقد يتم بين الجهة المصدرة لها (طرف أول)، وبين المستفيد (طرف ثان)، حيث يتعهد الطرف الأول بحصول حامل البطاقة، على تدفقات نقدية غير مباشرة، وغير منتظمة، في صورة خصومات، تتخذ شكل نسبة مئوية ثابتة، من قيم المشتريات من سلع معينة، أياً كانت قيمتها، من محلات معينة، وخلال فترة زمنية معينة، هي فترة صلاحية البطاقة، وذلك مقابل مبلغ مقطوع يدفعه الطرف الثاني للطرف الأول، هو قيمة البطاقة. وتقوم البطاقة على فكرة بسيطة هي استبدال خسارة مؤكدة، وفورية، هي قيمة البطاقة، بعائد احتمالي مستقبلي كبير، وغير مباشر، يتمثل في الخصومات التي قد يحصل عليها حامل البطاقة. ولا تعطي البطاقة صاحبها حق الحصول على سحب نقدية، أو حق تأجيل دفع قيم المشتريات. وهي ليست ورقة مالية، ولا ورقة تجارية. فلا تعد سنداً بدين، أو بمشاركة، أو تعهداً بدفع، أو أمراً به. وتصدر البطاقة غالباً من قبل شركات متخصصة في الوساطة التجارية، وهي وساطة من نوع خاص. فهي ليست وساطة مالية، لعدم تعلقها بتداول الأوراق المالية، وخروجها عن نطاق الأوراق المالية. كما أنها ليست سمسة بالمعنى الفني الدقيق للسمسة، نظراً لطبيعة عمل الوسيط، وإنما هي وساطة أوجدتها تطورات فنون البيع. ومع ذلك فإن مجرد إصدار هذه البطاقة والذي يعد عملاً تجارياً بالنسبة لجهة الإصدار وفقاً لنظرية التداول، يقترب كثيراً من السمسة بمعناها الفني الدقيق، من حيث إن عمل الشركة المصدرة للبطاقة يقتصر على تسهيل تلاقي العرض، والطلب، دون التقريب بين طرفي عمليات البيع اللاحقة. ويتمثل بعض الفوائد التي تتيحها البطاقة لحاملها فيما يأتي:

■ تقدم البطاقة حماية للمستهلك ضد مخاطر تقلب الأسعار بسبب الظروف السوقية، ومنها التضخم، وبخاصة إذا كانت الخصومات التي تقدمها البطاقة أكبر من معدلات التضخم الفعلية والمتوقعة، أو مساوية لها. وهذا من شأنه المحافظة على استقرار الدخل الحقيقي للمستهلك، إن لم تكن زيادته، وذلك

بفرض أن الدخل كله ينفق على السلع التي تنطوي تحت البطاقة. ولكن قد يكون من المعقول القول: إن جزءاً من الدخل ينفق على السلع التي تقدم البطاقة خصماً عليها، فإذا مالت أسعار تلك السلع إلى الارتفاع بنسبة تقل عن معدل الخصم الذي تقدمه البطاقة، أو مساوية له، فإن شراء البطاقة، واستخدامها، يقدم حماية للمستهلك ضد مخاطر ارتفاع أسعار تلك السلع. وحيث إن الإنفاق على تلك السلع يمثل جزءاً من الإنفاق الكلي لحامل البطاقة فإن البطاقة تقدم حماية جزئية ضد مخاطر التضخم.

■ قرار شراء البطاقة قرار اقتصادي بالنسبة للمستهلك، لأنه يقوم على المقارنة بين المنافع والتكاليف. وذلك على اعتبار أن القيمة الحالية الصافية لقرار الاستثمار موجبة. حيث يقدم المستهلك على شراء البطاقة إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من استخدام البطاقة أكبر من تكلفة الحصول على البطاقة. فعندما يقرر الفرد حيازة البطاقة، يقوم بعقد مقارنة بين الوفر المالي الذي يحققه من وراء حيازة البطاقة، وتكلفة شراء البطاقة. وحيث إن تكلفة شراء البطاقة تدفع في الحال أي أنها قيمة حالية، فإن معدل خصمها يساوي صفراً. أما الوفر المالي الذي سيتحقق من وراء شراء البطاقة فإنه سيتحقق في الفترات الزمنية المستقبلية، مما يتطلب استخدام معدل خصم معين لخصم تيارات الوفورات المستقبلية.

■ إلغاء أو تخفيف أثر انخفاض الدخل الحقيقي أو الخسارة، بسبب قيام الحكومة بفرض ضريبة، أو زيادتها.

■ قرار شراء البطاقة قرار استثماري بالنسبة للمستهلك، وذلك باعتبار القيمة الحالية الصافية لقرار الاستثمار. حيث يقدم المستهلك على شراء البطاقة إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من استخدام البطاقة أكبر من تكلفة الحصول على البطاقة.

### التكييف الفقهي للعقد:

يقوم العقد على تحويل عبء خطر معين، وهو التغير في السعر، من حامل البطاقة إلى التاجر مقدم الخصم بمقابل معين، هو ثمن البطاقة. ويستند عقد إصدار البطاقة في قيامه إلى مبادئ المعاوضة، والاحتمال، والإلزام للجانبين، والتي تجعله يتصف بهذه الصفات وذلك على النحو الآتي:

■ **عقد معاوضة:** تقوم البطاقة على مبدأ تبادل التكاليف لطرفي العقد والتي هي تكاليف ملزمة، مما يجعل عقد إصدارها من عقود المعاوضات المالية الملزمة للجانبين. فمشتري البطاقة يبادل تكلفة شراء البطاقة بمميزات اقتصادية مستقبلية يحصل عليها هي الخصم المتوقع. أما مصدر البطاقة الذي يحصل على ثمن البطاقة، ويتعهد بحصول حامل البطاقة على خصومات نقدية معينة عند شرائه منه، أو من المحلات

المحددة بالعقد، فإنه لا يتحمل أي تكلفة في حالة شراء حامل البطاقة من الجهات غير المصدرة للبطاقة. إذ إن من يتحمل الخصومات في هذه الحالة هي مؤسسات البيع، مع إمكان تحمل مصدر البطاقة لهذه التكاليف إذا كانت الخصومات الممنوحة تتم من قبله، وعلى منتجاته.

■ **عقد احتمالي أو عقد غرر:** يعرف العقد الاحتمالي أو عقد الغرر بأنه: ذلك العقد " الذي تتوقف التزامات أحد طرفيه في وجودها، أو في قدرها، على حادثة غير محققة أو غير معين وقت وقوعها، بحيث لا يستطيع العاقد أن يحدد وقت إبرامه قدر الكسب، أو الخسارة، التي تعود عليه منه ". حيث تقوم البطاقة ومن ثم عقد إصدارها على مبدأ الاحتمال، ومن ثم، تدخل البطاقة، وعقد إصدارها، تحت باب الغرر، لتوقف حصول حامل البطاقة على الخصم والذي هو المقابل، أو العوض المالي لثمن البطاقة، على واقعة احتمالية مستقبلية الوقوع، هي عمليات الشراء. فإذا تمت عمليات الشراء تم الحصول على الخصم، والعكس بالعكس. ولتوقف مقدار الخصم المقدم على قيمة فاتورة الشراء، فكلما ارتفعت قيمة فاتورة الشراء كلما ارتفعت قيمة الخصم الذي يحصل عليه حامل البطاقة، ولا يمكن معرفة مقدار ذلك الخصم إلا بعد نهاية مدة العقد وإتمام عمليات الشراء. ولتوقف أجل الحصول على العوض وهو الخصم على الوقت الذي تتم فيه عمليات الشراء، فعمليات الشراء التي يقوم بها العميل غير محددة الأجل سلفاً، إذ إنها تحدث في أوقات مختلفة ومتعددة. ومن ثم، لا يستطيع حامل البطاقة أن يحدد عند شرائها قدر الكسب، أو الخسارة التي تعود عليه منها، فلا يعلم ذلك إلا في نهاية العام.

■ **عقد ملزم للجانبين:** عقد إصدار البطاقة عقد ملزم للجانبين، وهما: جانب الجهة المصدرة لها بالإجابة عن الجهات مانحة الخصم، وجانب مشتريها. ويتمثل الالتزام المتقابلان في العقد في ثمن البطاقة، والخصم الذي تقدمه البطاقة. حيث يلتزم مشتري البطاقة بدفع ثمنها لجهة إصدارها، مقابل التزام هذه الجهة بحصوله على خصومات معينة. أي أن كلا الالتزامين سبب في وجود الآخر، وأثر مترتب على وجوده في نفس الوقت. حيث يكون كلا الطرفين دائناً، ومديناً، في نفس الوقت. فيكون المستهلك دائناً بالخصم، ومديناً بثمن البطاقة، وتكون جهة الإصدار دائنة بالثمن، ومدينة بالخصم. ويكون العقد ملزماً لطرف واحد هو الجهة مانحة الخصم، عند إتمام عملية الشراء.

#### خامساً: عقد التأمين:

عقد يلتزم المؤمن بمقتضاه أن يؤدي إلى المؤمن له أو إلى المستفيد الذي اشترط التأمين لصالحه، مبلغاً من المال، أو إيراداً مرتباً، أو أي عوض مالي آخر، في حالة وقوع الحادث، أو تحقق الخطر الموضح بالعقد، وذلك في نظير قسط، أو أي دفعة مالية أخرى يؤديها المؤمن له للمؤمن، الذي يدخل في عهده مجموعة من هذه المخاطر، يجري مقاصة فيما بينها وفقاً لقوانين الإحصاء.

وعقد التأمين في الأصل وسيلة للتحوط في معناه العام، أو الواسع. فهو وسيلة للمساعدة في تحمل الآثار المادية للخطر عند وقوعه. حيث يتم بمقتضاه تحويل عبء الخطر من المؤمن له إلى المؤمن، الذي هو أكثر مقدرة واستعداداً للتحمل، وذلك مقابل ثمن يدفعه المؤمن له هو قسط التأمين المتفق عليه. ويترجم ذلك التحويل عملياً بحصول المؤمن له أو المستفيد على مبلغ من المال عند حدوث خطر معين. وهذا متحقق في التأمين التجاري، والتعاوني، حيث يتم تحويل عبء الخطر عن عاتق المؤمن له وهو حامل الوثيقة، إلى عاتق آخر هو المؤمن وهو شركة التأمين التجارية بالأصلالة عن نفسها، أو شركة التأمين التعاونية بالإئابة عن باقي حملة الوثائق. ويترجم ذلك التحويل عملياً بحصول المستفيد على مبلغ من المال عند حدوث خطر معين. فيكون الفرد في هذه الحالة قد استبدل الخسارة الكبيرة المحتمل حدوثها حال تحقق الخطر، والتي لا يريد أن يتحملها، بخسارة مؤكدة أصغر بكثير هي مقدار القسط المطلوب دفعه للمؤمن، الذي يتحمل عبء الخطر. والذي يترجم عملياً بتعهده بدفع المقابل المالي المحدد بالعقد للجهة المستفيدة المحددة بالعقد.

### التكييف الفقهي للعقد:

يتصف العقد بالصفات الآتية:

- عقد معاوضة مالية: يندرج العقد تحت عقود المعاوضات المالية، حيث يتمثل العوضان المتقابلان في قسط التأمين، ومبلغ التأمين.
- عقد احتمالي أو من عقود الغرر: حيث يتوقف حصول المستفيد على مبلغ التأمين على حصول واقعة احتمالية مستقبلية الوقوع، هي الخطر المؤمن منه. كما يتوقف حجم المبلغ المستحق على حجم الضرر الحاصل، ويتوقف أيضاً أجل حصول المستفيد على مبلغ التأمين على أجل تحقق الخطر المؤمن منه. وهذه أمور لا تعلم مسبقاً عند توقيع العقد، فلا تعلم إلا بعد انتهاء العقد.

والله سبحانه وتعالى أعلم

وصلى الله على سيدنا محمد، وعلى آله وأصحابه وسلم

## النتائج

- (1) صحة الفروض التي قامت عليها الدراسة وذلك على النحو الآتي:
  - عقود التحوط وسيلة لإدارة الخطر. والذي يختلف باختلاف العقد.
  - عقود التحوط جميعها عقود معاوضات فيها غرر فاحش. ومن ثم، فهي محرمة شرعاً.
  - يتم التحوط في أغلب العقود بنقل عبء خطر معين، من طرف، إلى طرف آخر، أكثر مقدرة منه، واستعداداً للتحمل، في كثير من العقود مثل: الخيارات، والمستقبلات، والبيوع الآجلة، والمبادلات، والتأمين. ويبقى المستثمر متحملاً لعبء الخطر في بعض العقود مثل المراهنات.
  - تهدف عقود التحوط أصلاً إلى تجنب الخسارة كلياً.
  - تهدف عقود التحوط إلى تحقيق ربح لأحد طرفيها، أو كليهما.
- (2) يتحقق التحوط غالباً من خلال الدخول في معاملات موازية للمعاملة المالية الرئيسية، في نفس السوق، أو في سوق آخر. سواء أكانت على صعيد الاستثمار في الأوراق المالية، أم الديون الاستثمارية.
- (3) يهدف بعض عقود التحوط مثل التأمين على الأشياء، إلى المحافظة على الوضع الاقتصادي للمتحوط في مستوى معين. والذي يقل عادة عند تحقق خطر ما.
- (4) الخطر محل عقود التحوط ذاتي، أو شخصي. وهو خطر مضاربة، في كثير من عقود التحوط مثل المراهنات، والبيوع الآجلة، والمستقبلات، والخيارات. وهو خطر متغير زيادة، ونقصاناً، من حيث احتمال الوقوع، خلال فترة العقد.
- (5) يندرج بعض عقود التحوط تحت التحوط في معناه العام، مثل: التأمين، ومبادلات السلع، وبطاقات الخصم، ومراهنات كرة القدم. ويندرج البعض الآخر تحت التحوط في معناه الخاص، مثل البيوع الآجلة، والمستقبلات، والخيارات، ومبادلات العملة، ومبادلات أسعار الفائدة، ومبادلات الأسهم.
- (6) التحوط في معناه الخاص: موقف يتخذ في سوق معين للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق أخرى في بعض العقود، أو نفس السوق في عقود أخرى، بهدف تجنب المخاطر غير المرغوب فيها، كلياً، أو جزئياً.

## قائمة المراجع

- (1) إبراهيم أحمد أونور. عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع. مجموعة بحوث الملتقى الرابع للمنتجات المالية الإسلامية بالخرطوم، بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. 5-6 أبريل. 2012.
- (2) بدر الدين قرشي مصطفى. التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. مجموعة بحوث الملتقى الرابع للمنتجات المالية الإسلامية بالخرطوم، بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. 5-6 أبريل. 2012.
- (3) بن علي بلعزوز. إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية. مجموعة بحوث الملتقى الرابع للمنتجات المالية الإسلامية بالخرطوم، بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. 5-6 أبريل. 2012.
- (4) بلعزوز بن علي. استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. الجزائر. مجلة الباحث - عدد 07. 2010/2009.
- (5) تشارلز براكيل. نبذة عن مفهوم التحوط. موجود على موقع مجموعة التوجيهي للمحاماة.
- (6) خالد بن عبد الرحمن ناصر المهنا. المشتقات المالية: دراسة فقهية. مطبوعات كرسي سابك لدراسة الأسواق المالية الإسلامية رقم 03-23، 1434، 2013.
- (7) سمير عبد الحميد رضوان. المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها. دراسة مقارنة بين النظم الوضعية، وأحكام الشريعة الإسلامية. ط1. القاهرة. دار النشر للجامعات.
- (8) عبد الكريم أحمد قندوز. مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية. مجموعة بحوث الملتقى الرابع للمنتجات المالية الإسلامية بالخرطوم، بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. 5-6 أبريل. 2012.
- (9) عبد الله بن أحمد بن قدامة. المغني. القاهرة. مكتبة القاهرة. 1969، 1389.