



المعهد العربي للتخطيط بالكويت
Arab Planning Institute - Kuwait

منظمة عربية مستقلة

إدارة المخاطر في الأسواق المالية

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية
العدد المائة وخمسة - يوليو/ تموز 2011 - السنة العاشرة

أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم والمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدّم والازدهار لأمتنا العربية،،

المدير العام

المحتويات

2 أولاً: مقدمة
3 ثانياً: عقود الخيارات: مفاهيم أساسية
6 ثالثاً: الموقف الإسلامي منها
7 رابعاً: إدارة المخاطر في بورصة السلع
13 خامساً: الخلاصة
13 المراجع

إدارة المخاطر في الأسواق المالية

إعداد: د. إبراهيم أونور

أولاً: مقدمة

يهدف هذا العدد من جسر التنمية إلى تعريف أهم المشتقات المالية المستخدمة في إدارة المخاطر المالية وهي عقود الخيارات، وتوضيح كيفية استخدامها في إدارة المخاطر المالية، بجانب البحث في إمكانية استخدامها ضمن أدوات التمويل الإسلامي في أسواق السلع.

إن أحد أهم أهداف إدارة المخاطر في مؤسسات التمويل هو التحوط من خسائر غير مقبولة، والتأكد من مراقبة الأخطار، خاصة عندما تتجاوز هذه الأخطار سقوفاً معينة، ليتم تحديد السياسات المالية اللازمة لتخفيضها إلى أدنى مستوى ممكن. مخاطر القطاع التمويلي متعددة لكن أهمها مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، ومخاطر السيولة.

أحد أهم أهداف إدارة المخاطر في مؤسسات التمويل هو التحوط من خسائر غير مقبولة، والتأكد من مراقبة الأخطار، خاصة عندما تتجاوز هذه الأخطار سقوفاً معينة، ليتم تحديد السياسات المالية اللازمة لتخفيضها إلى أدنى مستوى ممكن.

نتيجة للانفتاح الاقتصادي المتسارع لأسواق المال فقد تزايد الاهتمام في العقود الأخيرة بإدارة المخاطر المالية خاصة في القطاعات المصرفية، وذلك بهدف التحوط من التأثيرات الخارجية للاستثمارات المتحركة عبر الدول، في ظل التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة وأسعار العملات والأسهم والسندات. وبالنظر لتداعيات الأزمة المالية الأخيرة، فقد أصبح جلياً أنه من الممكن ذهاب مكتسبات تنموية تحققت عبر مجهود عقود في مهب الريح بين يوم وليلة إذا ما لم يتم وضع أطر موضوعية لإدارة المخاطر المالية في القطاع التمويلي. لذلك سارعت الكثير من المؤسسات المالية لتطوير مشتقات مالية بهدف حماية أوضاعها الاقتصادية من الانهيار والإفلاس بالرغم من أن نفس هذه المشتقات التي يراد بها في كثير من الأحيان التحوط من المخاطر قد تصبح نفسها مصدر خطر وعدم استقرار إذا لم يتم فهم طبيعتها وتجنّبها من سوء استخدام المضاربين والمغامرين، الذين يهدفون من ورائها إلى تحقيق أرباح قصيرة المدى.

هناك صيغ تمويل مثل المرابحة والتأجير تمثل نسبة كبيرة من أصول مؤسسات التمويل الإسلامي، حيث أصبحت السمة البارزة لهذه المؤسسات هي الابتعاد عن صيغ وأدوات التمويل المرتفعة المخاطر مثل المشاركة والمضاربة مثلاً. لذلك لجأت بعض المؤسسات الإسلامية إلى استخدام بعض المشتقات المالية التقليدية للتحوط من المخاطر المحتملة مثل العقود الآجلة والمستقبليات.

إن أهم ما يميز الأنشطة الاستثمارية في المصارف الإسلامية هو غلبة صيغ التمويل المضمون أو قليل المخاطر.

يشتمل بقية هذا العدد على أربعة أقسام، حيث يتناول القسم الثاني المفاهيم الأساسية عن عقود الخيارات وأنواعها، وفي القسم الثالث تم تناول الموقف الإسلامي من عقود الخيارات، وفي القسم الرابع تم توضيح كيفية تطبيق عقود الخيارات في إدارة المخاطر في بورصة سلع زراعية وحيوانية، وينتهي العدد بملخص لأهم الملاحظات.

ثانياً: عقود الخيارات: مفاهيم أساسية

تعتبر عقود الخيارات (Options) أحد أهم المشتقات المالية المستخدمة في إدارة التحوط من المخاطر المالية، حيث أنها كغيرها من المشتقات المالية تشتق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعية أو الأصول المالية المرتبطة بها. تضم المشتقات المالية بجانب عقود الخيارات المستقبلية ومقايضات (Swaps) أسعار الفائدة،

تمثل مخاطر الائتمان عائقاً أمام توسع البنك، إذ أن أهم وسيلة لتوسع أي مصرف هو توسعه في نشاط الإقراض القابل للتحويل. كما أن مخاطر السوق أيضاً تحد من أنشطة البنك لاستغلال فرص استثمارية واعدة تحقق أرباحاً للبنك، وكذلك مخاطر السيولة التي تحد بدورها أيضاً من نمو إيرادات المصرف نتيجة لاضطراره إلى تسييل جزء من أصوله الثابتة لمقابلة احتياجات طارئة تتطلب توفير سيولة.

لم تجد إدارة المخاطر الاهتمام اللازم في المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك نتيجة لعدم وجود أدوات مالية متفق عليها في الفقه الإسلامي لإدارة المخاطر.

لم تجد إدارة المخاطر الاهتمام اللازم في المؤسسات المالية الإسلامية وذلك نتيجة لعدم وجود أدوات مالية متفق عليها في الفقه الإسلامي لإدارة المخاطر، الأمر الذي ترك هذه المؤسسات عرضة للمخاطر دون أن تكون لديها آليات للتحكم في إدارة المخاطر أثناء أنشطتها الاستثمارية، فضلاً عن أن المخاطر هي الأساس لنموذج الاستثمار في الصيغ الإسلامية المختلفة. ولذلك، ونتيجة لغياب أدوات مالية للتحكم في المخاطر، فقد أصبح أهم ما يميز الأنشطة الاستثمارية في المصارف الإسلامية هو غلبة صيغ التمويل المضمون أو قليل المخاطر، وبالتالي فإنه في الغالب ما تكون

(1) خيار الشراء (Call Option) الذي يعطي لحامله خيار (وليس الالتزام) شراء كمية معلومة من الأصول كالأوراق المالية أو السلع النقدية بسعر محدد في عقد الخيار خلال مدة سريان العقد بالنسبة للخيار الأمريكي مقابل عمولة تدفع للجهة التي تصدر العقد. وعادة، يصطلح بأن بائع خيار الشراء يأخذ وضعاً قصير الأجل (Short Position) لأنه يراهن على انخفاض سعر الورقة المالية أو السلع موضع عقد الخيار، بينما مشتري خيار الشراء يأخذ موضعاً طويل الأجل، (Long Position) لأنه يراهن على ارتفاع سعر الورقة المالية. يتحدد في عقد خيار الشراء ما يلي:

- نوع وكمية الأصول التي يشملها خيار الشراء.
- تاريخ انتهاء صلاحية عقد الخيار.
- نوع العقد إذا كان أمريكياً أو أوروبياً.
- سعر التنفيذ، وهو السعر الذي يتم عليه ممارسة شراء الأصل بموجب العقد.
- رسم أو عمولة الشراء للجهة التي تصدر العقد، وهذه تحدد وفقاً لمنهجيات تسعير عقود الخيارات، من أهمها نموذج بلاك وشولز (Black & Scholes). (1976).

حيث تقدم كل من هذه المجموعة من الأدوات تغطية مختلفة لمخاطر معينة خاصة بها. يستعرض في ما يلي مفاهيم وبعض أنواع عقود الخيارات المتداولة في أسواق المشتقات المالية، وهي عقود الخيارات العادية وعقود الخيارات غيرعادية:

1. عقود الخيارات العادية

(Plain Vanilla Options)

تعتبر عقود الخيارات العادية من أبسط أنواع عقود الخيارات، وهي عبارة عن عقد يعطي حامله أو مشتريه حق خيار شراء أو بيع ورقة (أو أوراق مالية أو أصول نقدية أو سلعية) في تاريخ محدد في المستقبل بسعر يتم تحديده وقت التعاقد ويسمى بسعر التنفيذ أو الممارسة، مقابل علاوة نقدية تحصل عليها جهة إصدار العقد أو بائع العقد، على أن يتم سريان تنفيذ العقد خلال الفترة بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ انتهاء العقد إذا كان الخيار أمريكياً، أما إذا كان أوروبياً فإن التنفيذ يتم في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.

ولذلك إذا ما كان الخيار أمريكياً، فإن ممارسة حق تنفيذ الخيار يتم في أي فترة أثناء فترة التعاقد. لكن الخيار الأوروبي لا يسمح لصاحب الخيار بممارسة حق البيع أو الشراء إلا عند حلول تاريخ انتهاء العقد.

هناك نوعان رئيسيان من عقود

الخيارات، هما:

ج. عدم تحقق عائد مالي للمستثمر
وتتحقق هذه الحالة عندما يتساوى
سعر السوق وسعر التنفيذ.

2. عقود الخيارات غير عادية (Exotic Options)

نتيجة لتعدد احتياجات المستثمرين
وتعدد وتنوع المخاطر المالية التي تواجه
المستثمرين في العديد من الأسواق المالية خاصة
المتطورة منها، فقد أصبح من الضروري استحداث
أنواع جديدة من الخيارات تلبى احتياجات
المستثمرين المختلفة.

من أهم أنواع الخيارات غير عادية
الآتي⁽¹⁾ :

أ. عقود الخيارات الآجلة (Forward
Options) :

يشترط هذا النوع من عقود
الخيارات بأن يدفع مشتري عقد الخيار
عمولة شراء العقد لحظة إبرام العقد،
بحيث يؤجل بدء سريان العقد إلى
تاريخ معلوم في المستقبل، ويؤجل سعر
تنفيذ الخيار أيضاً في المستقبل. لذلك
فإن هذا النوع من العقود يتضمن ثلاث
معلومات أساسية وهي: تاريخ التعاقد،
تاريخ بدء سريان العقد وتاريخ انتهاء
صلاحية العقد.

ب. عقود الخيارات الآسيوية: (Asian
Options)

(2) خيار البيع (Put Option) يعطي حامله
خيار بيع كمية محددة من الأوراق المالية
أو الأصول النقدية أو السلعية بسعر
تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة
العقد (بالنسبة للخيار الأمريكي) أو
عند انتهاء فترة العقد (بالنسبة للخيار
الأوروبي). يتضمن عقد خيار البيع نفس
الخصائص المحددة في عقد خيار الشراء
الموضحة أعلاه.

عند ممارسة حق خيار البيع أو الشراء
لعقد الخيار تنتج ثلاث حالات، هي:

أ. أن يتحقق ربح لحامل العقد عند
تنفيذه، وهذه الحالة تتحقق بالنسبة
لخيار الشراء (Call Options) عندما
يكون سعر السوق للسهم أو السلعة
في عقد الخيار أكبر من سعر التنفيذ
المحدد في وثيقة العقد، أما في حال
خيار البيع (Put Options) فإنه
يتطلب أن يكون سعر السوق أقل من
سعر التنفيذ.

ب. أن تتحقق خسارة لصاحب العقد عند
تنفيذه. وتتحقق هذه الحالة بالنسبة
لخيار الشراء عندما يكون سعر السوق
للورقة المالية أو السلعة المضمنة في
العقد أقل من سعر التنفيذ، أما في
حال خيار البيع فإن سعر السوق يكون
أعلى من سعر التنفيذ.

الأسعار خلال فترة سريانه. لذلك بالنسبة لعقد خيار بيع بسعر تفضيلي يمثل سعر التنفيذ أعلى سعر للأصل خلال فترة صلاحية العقد. أما بالنسبة لعقد خيار شراء بسعر تفضيلي فإن سعر التنفيذ يعتبر أدنى سعر سبق أن وصل إليه الأصل في السوق خلال فترة العقد.

ثالثاً: الموقف الإسلامي منها

يلاحظ المتتبع لآراء فقهاء المسلمين حيال عقود الخيارات تبايناً في الآراء بين محرم ومجيز لها. أهم ما تستند عليه الآراء المحرمة هو أن عقود الخيارات المتداولة في الأسواق المالية لا تمثل تبادلاً فعلياً لأصول حقيقية كالأسهم أو الأعيان.

يلاحظ المتتبع لآراء فقهاء المسلمين حيال عقود الخيارات تبايناً في الآراء بين محرم ومجيز لها.

ولذلك يركز الكثيرون ممن يحرمون التعامل في عقود الخيارات على انطواء الخيارات أو البيوع الآجلة الشريطية على بيع الإنسان ما ليس عنده، إذ يرون أن الذي يشتري حق خيار شراء لا يكون في حاجة إلى امتلاك الأسهم أو الأصل الذي يستند عليه عقد الخيار، فكل الذي ينتظره هو الاستفادة من فارق السعرين - السعر السوقي وسعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار. إذ لا يترتب عليها تمليك ولا تملك - فلا المشتري ولا البائع يتملك الأصل - ولما كانت عقود البيع قد

يختلف عقد الخيار الآسيوي عن الأمريكي والأوروبي في تحديده لسعر التنفيذ، إذ يتم تحديد سعر التنفيذ في عقد الخيار الآسيوي بناءً على متوسط أسعار الأصل المضمن في العقد منذ إبرام العقد وحتى تاريخ انتهائه أو ما يسمى بالمتوسط السعري.

ج. عقود الخيارات الثنائية: (Binary Options)

في هذا النوع من العقود تدفع مستحقات العقد بناءً على شروط من ضمنها: دفع قيمة سعر التنفيذ نقداً (في حال تنفيذ الخيار) أو دفع قيمة السعر التنفيذي عينياً (في حال تنفيذ الخيار) حسب الأصل المحدد في عقد الخيار.

د. عقود الخيارات بالسعر التفضيلي: (Look back Options)

بالنسبة لعقود الخيارات الأخرى، فإنه يتم تنفيذ الخيار بناءً على السعر السوقي للأصل عند تنفيذ العقد وليس لأفضل الأسعار خلال فترة سريان العقد، لكن بالنسبة لعقود الخيارات بالسعر التفضيلي، فإنه يسمح بتنفيذ العقد بناءً على أفضل

بيع العربون الذي يجيزه الحنابلة على خلاف الجمهور.

وفي هذا السياق، فإنه يرى إمكانية إضافة ضوابط لعقود الخيارات تزيل عنها المآخذ الشرعية المضمنة في فتوى الفقه الإسلامي المشار إليها، وذلك في إطار تكييفها للشرع كما في النموذج التالي.

رابعاً: إدارة المخاطر في بورصة السلع

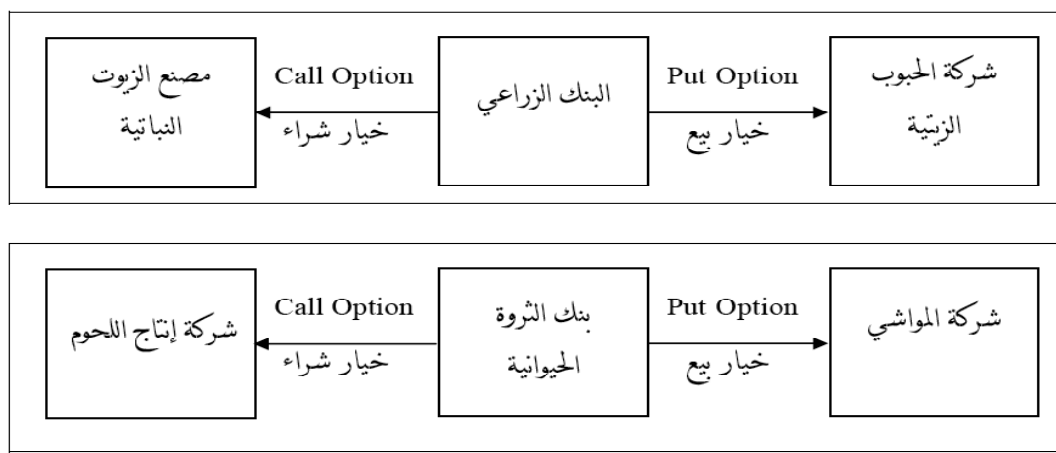
هذا الجزء من العدد عبارة عن محاولة لتطبيق عقود الخيارات في سوق أو بورصة السلع بهدف إزالة ما ورد من تحفظات شرعية حولها، خاصة في ما تمت الإشارة إليها بخصوص انطواء الخيارات أو البيوع الآجلة على بيع المستثمر ما ليس عنده، وشراء الخيار لا بحجة تملك الأصل الذي يستند عليه عقد الخيار وإنما فقط للاستفادة من تغير السعر السوقي للأصل.

يوضح النموذج التالي خطوات تطبيق عقود الخيارات في بورصة السلع وكيفية استخدامها في إدارة المخاطر.

وضعت شرعاً لإفادة التمليك بينما عقود الخيار غير مودية لهذا الغرض فقد كانت غير محققة لهذا الهدف. وهذا هو موقف مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة في عام 1992.

من جهة أخرى، يعتمد المجيزون لعقود الخيارات عدم وجود دليل واضح متفق عليه بالإجماع يحرم عقود الخيارات، إذ أن مشكلة التمليك والتملك المشار إليها أعلاه لا تنطبق على كل معاملات الخيارات كما سنرى لاحقاً، بجانب إمكانية تحقق مصلحة أكبر من المفسدة وضرورة وجود سوق مالية إسلامية فاعلة تتمتع بوجود أدوات لإدارة المخاطر المالية. كما يعتمد المجيزون في هذا الصدد على قول الرسول (ص) ”والمسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً“ (سنن أبي داود، 830). وفي هذا الصدد يرى دكتور محمد القرى (22، 1993) أن خيار الشراء شبيه

نموذج: بورصة سلع

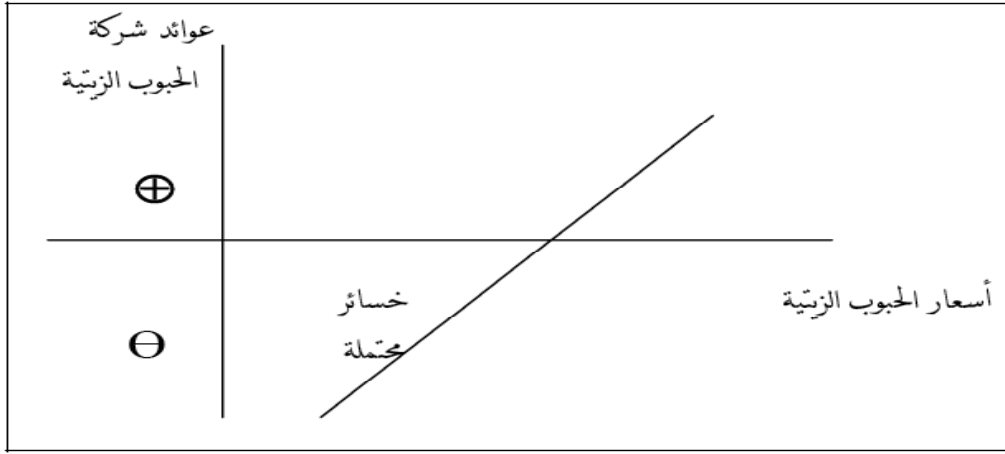


تتضمن مكونات النموذج ثلاثة أطراف:

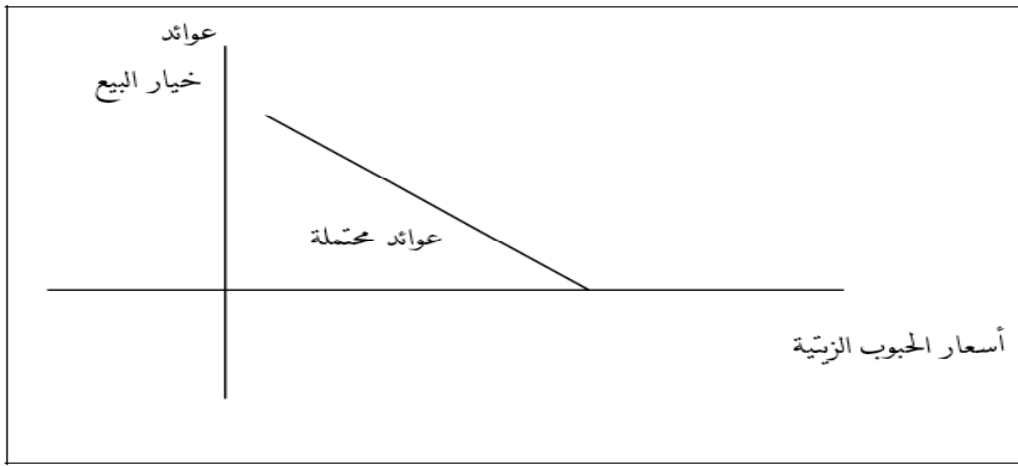
1. الوسيط: وهي جهة تتوسط بين المنتج والمستهلك للسلع المضمنة في عقد الخيار، ويجب أن تتوفر لهذه الجهة إمكانيات التخزين والمعرفة الفنية لمواصفات السلع. في حال السلع الزراعية يرمز لهذه الجهة بالبنك الزراعي أو في حال الثروة الحيوانية نسميها بنك الثروة الحيوانية. مهمة الوسيط هو إصدار عقود الخيارات للأطراف المعنية مقابل عمولة غير قابلة للاسترداد. يصدر البنك الزراعي خيار بيع حبوب زيتية للمنتج (شركة الحبوب الزيتية)، بموجب هذا الخيار يصبح لشركة الحبوب الزيتية حق بيع السلع الزراعية بكميات وبمواصفات محددة في عقد الخيار عند تاريخ تنفيذ العقد (بالنسبة للخيار الأوروبي) أو خلال فترة تنفيذ العقد (خيار أمريكي). كما يصدر البنك الزراعي في نفس الوقت خيار شراء حبوب زيتية للمستهلك (مصنع الزيوت)، يكون لمصنع الزيوت بموجب هذا الخيار حق شراء كميات محددة وبمواصفات محددة في العقد من البنك الزراعي خلال فترة تنفيذ العقد أو عند تاريخ تنفيذه وفقاً لما هو محدد من شروط وسعر تنفيذ للخيار.
2. المنتج (Producer): هي الجهة التي

تقوم بإنتاج السلعة المضمنة في عقد الخيار، وتبحث هذه الجهة ضمان بيع الإنتاج مع محاولة تأمين وضعها المالي من الخسائر المحتملة نتيجة لانخفاض أسعار منتجاتها في أسواق السلع. في حال المنتجات الزراعية يرمز لهذه الجهة بشركة الحبوب الزيتية وفي حال منتجات الثروة الحيوانية يرمز لها بشركة المواشي المتخصصة في تربية وتسمين المواشي. من مصلحة منتج الحبوب الزيتية (شركة الحبوب الزيتية) ارتفاع أسعار الحبوب الزيتية، أما إذا انخفضت أسعار السوق للحبوب الزيتية فإنه من الممكن تعرض الشركة لخسائر مالية نتيجة لذلك كما في الشكل رقم (1)، لكنه من الممكن تجنب هذا النوع من الخسائر إذا ما كان لديها عقد خيار بيع للحبوب الزيتية. وعند ممارسة حق الخيار وبيع المنتج بسعر التنفيذ الأعلى من سعر السوق فإنه يمكن تغطية كل أو جزء من الخسائر الناتجة من انخفاض أسعار الحبوب الزيتية، كما هو موضح في الشكلين رقمي (2) و (3).

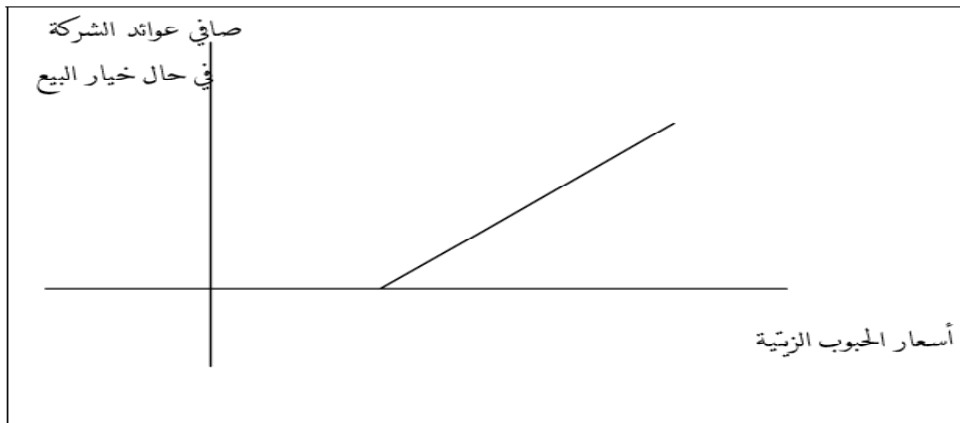
الشكل رقم (1): الخسائر المحتملة



الشكل رقم (2): عوائد خيار البيع



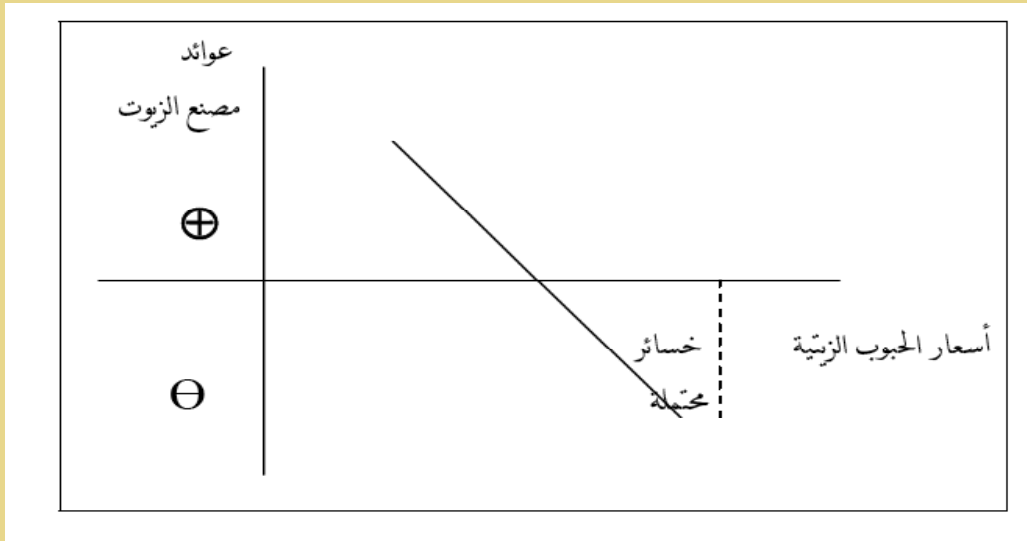
الشكل رقم (3): صافي العوائد



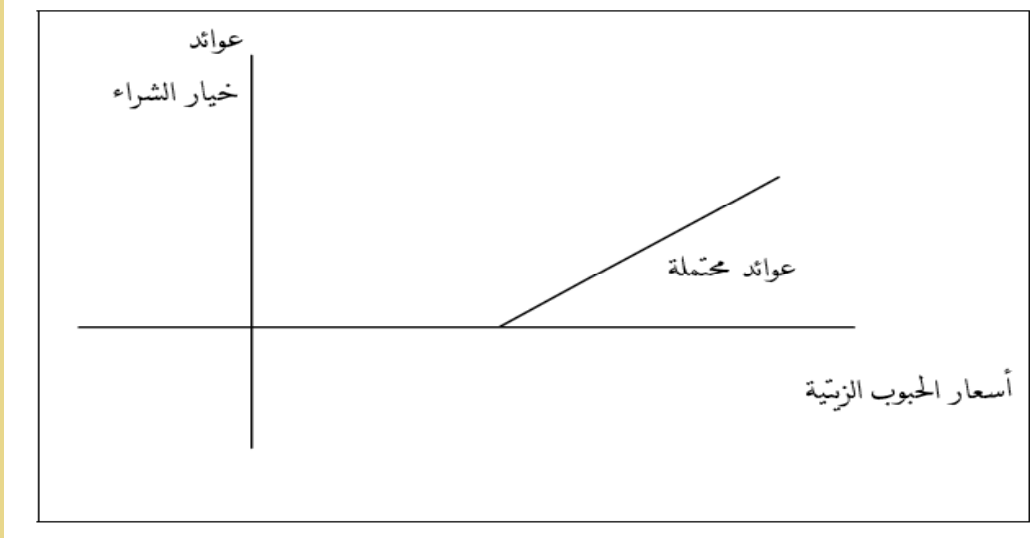
الزيتية (مصنع الزيوت) انخفاض
 السعر السوقي للحبوب الزيتية لأنها
 تدخل ضمن مدخلات تصنيع الزيوت
 النباتية. في حال ارتفاع أسعار الحبوب
 الزيتية، فإنه من الممكن تعرض مصنع
 الزيوت لخسائر مالية، ولكنه عند
 ممارسة حق خيار الشراء يستطيع
 شراء الحبوب الزيتية بسعر التنفيذ
 الأقل من سعر السوق، وبالتالي فإنه
 يستطيع تعويض جزء أو كل الخسائر
 الناتجة من ارتفاع السعر السوقي
 للحبوب الزيتية كما موضح في الشكل
 رقم (6) التالي:

3. المستهلك (Consumer): يقوم المستهلك
 بشراء المنتج الخام الذي تنتجه شركة
 الحبوب الزيتية أو شركة المواشي
 وذلك بهدف استخدامه كمدخل إنتاج.
 يهدف المستهلك ضمان انسياب السلع
 الخام بالكميات المطلوبة وبأسعار
 مستقرة أو شبه مستقرة، وبالتالي فإنه
 يرغب بضمان حماية صافي إيراداته
 من ارتفاع أسعار المنتج الخام (الشكل
 رقم (4))، وهذا ما يتم من خلال شراء
 عقد خيار كما موضح في الشكل رقم
 (5). من مصلحة مستهلك الحبوب

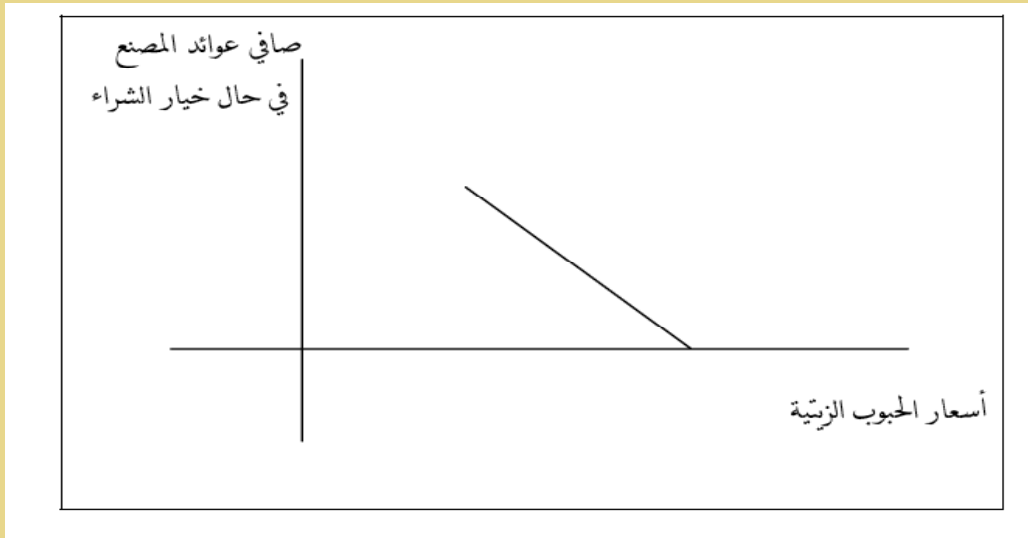
الشكل رقم (4): الخسائر المحتملة



الشكل رقم (5): عوائد خيار الشراء



الشكل رقم (6): صافي العوائد

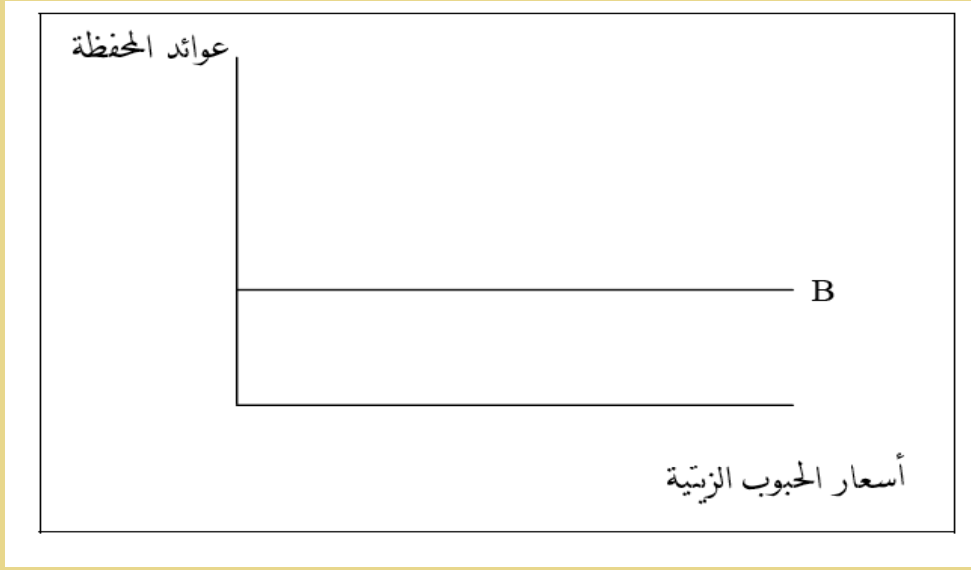


والآن يمكن الإشارة إلى إنشاء محفظة استثمارية مكونة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة وهي:

1. سهم شركة الحبوب الزيتية (أو شركة المواشي)
2. خيار بيع حبوب زيتية (شراء العقد)

3. خيار شراء حبوب زيتية (بيع العقد)
- يمكن إثبات أن المحفظة أعلاه خالية من المخاطر تماماً وعوائدها مماثلة لعوائد السند (B) الخالي من المخاطر أو كما هو موضح في الشكل رقم (7):

الشكل رقم (7)



د. إجمالي العائد للمحفظة = \bar{X}

الحالة الثانية: عندما تكون (S) أكبر من أو يساوي (X):

أ. قيمة السهم = S

ب. عائد خيار الشراء = $(S-X)-$

ج. عائد خيار البيع = صفر

د. إجمالي العائد للمحفظة = \bar{X}

وعليه فإن قيمة المحفظة لا تتغير في

كلتا الحالتين، وبالتالي فإن هذه المحفظة تعتبر خالية من المخاطر تماماً.

يمكن توضيح ذلك باعتبار (S)

ترمز لسعر السهم و (X) ترمز لسعر تنفيذ الخيار (خيار البيع أو خيار الشراء)، وباعتبار أن الخيارين (الشراء والبيع) لهما نفس تاريخ صلاحيته، فإن عوائد المحفظة في كل الأحوال الممكنة كالآتي:

الحالة الأولى: عندما تكون (S) أقل من (X):

أ. قيمة السهم = S

ب. عائد خيار الشراء = صفر

ج. عائد خيار البيع = $X-S$

خامساً: الخلاصة

توضح الورقة كيفية استخدام عقود الخيارات في إدارة المخاطر في أسواق السلع في محاولة لتكييفها مع ضوابط الشرع. من أهم ما يشار تجاه عقود الخيارات المتداولة في أسواق المال عدم وجود تبادل فعلي للأصل موضع عقد الخيار بين البائع والمشتري وعدم تملك البائع للأصل. وفي محاولة لإزالة هذا الجانب عن عقود الخيارات فقد تم التوضيح في هذا العدد كيفية استخدام عقود الخيارات لإدارة المخاطر في أسواق السلع.

توضح نتائج النموذج أن هناك إمكانية لتكييف عقود الخيارات لضوابط الشرع، وتصبح ضمن أدوات إدارة المخاطر في بورصة السلع كما يمكن الاستفادة منها لخلق أصل مالي جديد خالٍ من المخاطر يستخدم في قياس التكلفة الرأسمالية بصورة موضوعية.

الهوامش

(¹) أيضاً من عقود الخيارات غير عادية: عقود الخيارات المركبة (Compound Options)، وعقود الخيارات التفضيلية (Chooser Options)، وعقود الخيارات الحدودية (Barrier Options) ومجموعة أخرى لا يسع المجال لذكرها.

المراجع الانجليزية

Chandra P. (1999): Financial Management, Theory & Practice. 4th edition. Tata McGraw-Hill. Delhi, India.

El Gari, M. (1993), "Towards an Islamic Stock Markets", Islamic Economic Studies, vol. 1, No. 1.

Mirakhor A. (1996), "Cost of Capital and Investment in a non-interest Economy". Islamic Economic Studies, vol. 4, No. 1, Dec. 1996.

Najatulla S. (2004), "Islamic Financial: Current Legal and Regulatory Issues". A paper presented at the sixth Harvard University Forum on Islamic Finance, May 8-9, 2004.

Neftci S. (2008): Principles of Financial Engineering. Second edition, Academic Press Publisher, MA, USA.

قائمة إصدارات ((جسر التنمية))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الاول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. أحمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الارقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسان خضر	التاسع
جداول المخلاتات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. أحمد الكواز	الحادي عشر
إدارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الإصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
أساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الادوات المالية	د. رياض دهاال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	أ. حسان خضر	الثامن عشر
الارقام القياسية	أ. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات اسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الاسواق المالية	أ. حسان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الازمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
إدارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. أمل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الاجنبي المباشر: تعاريف	أ. حسان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الاجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون
نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس والثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. أحمد الكواز	السادس والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: إنشائها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: أهم الإتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الاقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الاربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. أحمد الكواز	الواحد والإربعون
مؤسسات والتنمية	د. عماد الإمام	الثاني الإربعون
التقييم البيئي للمشاريع	أ. صالح العصفور	الثالث الإربعون
مؤشرات الجدارة الإئتمانية	د. ناجي التوني	الرابع الاربعون

الخامس الأربعون	أ. حسان خضر	الدمج المصرفي
السادس الأربعون	أ. جمال حامد	اتخاذ القرارات
السابع الأربعون	أ. صالح العصفور	الإرتباط والانحدار البسيط
الثامن الأربعون	أ. حسن الحاج	ادوات المصرف الإسلامي
التاسع الأربعون	د. مصطفى بابكر	البيئة والتجارة والتنافسية
الخمسون	د. مصطفى بابكر	الاساليب الحديثة لتنمية الصادرات
الواحد والخمسون	د. بلقاسم العباس	الاقتصاد القياسي
الثاني والخمسون	أ. حسان خضر	التصنيف التجاري
الثالث والخمسون	أ. صالح العصفور	أساليب التفاوض التجاري الدولي
		مصفوفة الحسابات الاجتماعية
		وبعض استخداماتها
		منظمة التجارة العالمية: من الدوحة
		إلى هونج كونج
		تحليل الاداء التنموي
		أسواق النفط العالمية
		تحليل البطالة
		المحاسبة القومية الخضراء
		مؤشرات قياس المؤسسات
		الإنتاجية وقياسها
		نوعية المؤسسات والاداء التنموي
		عجز الموازنة: المشكلات والحلول
		تقييم برامج الإصلاح الاقتصادي
		حساب فجوة الاهداف الإنمائية للالفية
		مؤشرات قياس عدم العدالة في توزيع الإنفاق
		الاستهلاكي
		اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات
		اقتصاديات التعليم
		أخفاق الية الاسواق وتدخل الدولة
		مؤشرات قياس الفساد الإداري
		السياسات التنموية
		تمكين المرأة: المؤشرات والأبعاد التنموية
		التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي
		قياس التحوّل الهيكلي
		المؤشرات المركبة
		التطورات الحديثة في الفكر
		الاقتصادي التنموي
		برامج الإصلاح المؤسسي
		المساعدات الخارجية من أجل التنمية
		قياس معدلات العائد على التعليم
		خصائص أسواق الاسهم العربية
		التجارة الخارجية والتكامل
		الاقتصادي الإقليمي
		النمو الاقتصادي المحابي للفقراء
		سياسات تطوير القدرة التنافسية
		عرض العمل والسياسات الاقتصادية
		دور القطاع التمويلي في التنمية
		تطور اسواق المال والتنمية
		بطالة الشباب
الرابع والخمسون	د. أحمد الكواز	
الخامس والخمسون	د. أحمد طفلاح	
السادس والخمسون	د. علي عبد القادر علي	
السابع والخمسون	أ. حسان خضر	
الثامن والخمسون	د. بلقاسم العباس	
التاسع والخمسون	د. أحمد الكواز	
الستون	د. علي عبد القادر علي	
الواحد والستون	د. مصطفى بابكر	
الثاني والستون	د. علي عبد القادر علي	
الثالث والستون	د. حسن الحاج	
الرابع والستون	د. علي عبد القادر علي	
الخامس والستون	د. رياض بن جليلي	
السادس والستون	د. علي عبد القادر علي	
السابع والستون	أ. عادل عبدالعظيم	
الثامن والستون	د. عدنان وديع	
التاسع والستون	د. أحمد الكواز	
الستون	د. علي عبد القادر علي	
الواحد والسبعون	د. أحمد الكواز	
الثاني والسبعون	د. رياض بن جليلي	
الثالث والسبعون	د. أحمد الكواز	
الرابع والسبعون	أ. ربيع نصر	
الخامس والسبعون	د. بلقاسم العباس	
السادس والسبعون	د. علي عبد القادر علي	
السابع والسبعون	د. رياض بن جليلي	
الثامن والسبعون	د. بلقاسم العباس	
التاسع والسبعون	د. علي عبد القادر علي	
الثمانون	د. إبراهيم أونور	
الواحد والثمانون	د. أحمد الكواز	
الثاني والثمانون	د. علي عبد القادر علي	
الثالث والثمانون	د. رياض بن جليلي	
الرابع والثمانون	د. وشاح رزاق	
الخامس والثمانون	د. وليد عبد مولاة	
السادس والثمانون	د. إبراهيم أونور	
السابع والثمانون	د. وليد عبد مولاة	

الثامن والثمانون
التاسع والثمانون
التسعون
الواحد والتسعون
الثاني والتسعون

الثالث والتسعون
الرابع والتسعون
الخامس والتسعون
السادس والتسعون
السابع والتسعون
الثامن والتسعون
التاسع والتسعون
المائة
المائة وواحد

المائة واثنان
المائة وثلاثة
المائة وأربعة
المائة وخمسة
المائة وستة

د. بلقاسم العباس
د. إبراهيم أونور
د. حسين الاسرج
د. وليد عبد مولا
د. احمد الكواز

د. رياض بن جليلي
د. إبراهيم اونور
د. محمد ابو السعود
د. رياض بن جليلي
د. وليد عبد مولا
د. بلقاسم العباس
د. رياض بن جليلي
د. إبراهيم اونور
د. احمد الكواز

د. بلقاسم العباس
د. علي عبدالقادر علي
د. وليد عبد مولا
د. إبراهيم اونور
د. وليد عبد مولا

الاستثمارات البيئية العربية
فعالية أسواق الاسهم العربية
المسئولية الاجتماعية للشركات
البنية الجزئية لاسواق الاوراق المالية
مناطق التجارة الحرة
تنافسية المنشآت الصغيرة والمتوسطة:
الخصائص والتحديات
تذبذب اسواق الاوراق المالية
الإمكانيات التكنولوجية والنمو الاقتصادي
مؤشرات النظم التعليمية
نماذج الجاذبية لتفسير تدفقات التجارة
حول صياغة إشكالية البطالة في الدول العربية
تمكين المرأة من أجل التنمية
الاطر الرقابية لاسواق الاسهم العربية
نظام الحسابات القومية لعام 2008
تبعات الازمة الاقتصادية على الدول العربية
والنامية
الطبقة الوسطى في الدول العربية
كفاءة البنوك العربية
إدارة المخاطر في الاسواق المالية
العدد المقبل
السياسات المالية المحابية للفقراء

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

http://www.arab-api.org/develop_1.htm

Arab Planning Institute - Kuwait

P.O.Box : 5834 Safat 13059 State of Kuwait
Tel : (965) 24843130 - 24844061 - 24848754
Fax : 24842935



E-mail : api@api.org.kw
web site : [http //www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)

المعهد العربي للتخطيط بالكويت

ص.ب: 5834 الصفاة 13059 - دولة الكويت
هاتف: 24848754 - 24844061 - 24843130 - (965)
فاكس: 24842935