

عمليات الأسواق المالية: الواقع والإشكالات

الأستاذ المشارك الدكتور سعيد بوهرأوة

مدير قسم البحوث بالأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ماليزيا

ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية

يومي 16 و 17 أغسطس 2017

قسم المصارف الإسلامية . كلية الشريعة . الجامعة الأردنية

إن عمليات الأسواق المالية التقليدية شهدت تطوراً كبيراً وابتكارات مذهلة قدم أصحابها من خلالها كم هائل من الأدوات المالية. وقد حاولت المؤسسات المالية الإسلامية تقديم منتجات مالية منافسة، ادعى أصحابها بأنها أدوات مالية مبتكرة تقدم مقارنة تمويلية مختلفة عن نظيرتها التقليدية. غير أنها انتقدت في كثير من جوانبها بأنها حاكت المنتجات التقليدية، ولم تخرج عن نسقها الفلسفي. وفي هذه الورقة عرض لواقع عمليات الأسواق المالية وبحث مختصر لأبرز الإشكاليات التي واجهتها.

تعريف الأسواق المالية

عرفت الموسوعة الاقتصادية Investopedia مصطلح السوق المالية بأنه: "مصطلح واسع يتناول أي سوق يشارك فيه المشترون والبائعون في تداول الأصول مثل الأسهم والسندات والعملات والمشتقات. وعادة ما يتم تحديد الأسواق المالية من خلال وجود تسعير شفاف، واللوائح الأساسية بشأن التداول والتكاليف والرسوم، وقوى السوق التي تحدد أسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها.¹

المبحث الأول: عرض مختصر لأنواع أسواق رأس المال²

من خلال تعريف الموسوعة الاقتصادية والتعريفات الأخرى التي تناولت نشاطات السوق المالية المتكونة من تداول الأصول مثل الأسهم والسندات (الصكوك) والعملات والمشتقات، يمكن تقسيم السوق المالي زيادة على المصارف الإسلامية التي تمثل جزءاً منه إلى: سوق رأس المال، وسوق الأسهم وسوق السندات والصكوك، وسوق النقد، وسوق المشتقات. وفي الآتي عرض مختصر لطبيعة عمل هذه الأسواق:

المطلب الأول: الجهاز المصرفي

يتكون من البنوك التجارية والمتخصصة والبنك المركزي، إذ يتم من خلال مؤسسات الجهاز المصرفي تحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محدودة لمواجهة الطلب عليها، ويعتبر الجهاز المصرفي ركناً أساسياً من أركان السوق النقدي الذي يتخصص بالأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق

¹ <http://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/1/financial-markets.aspx#ixzz4pUlkmnGV>

² <http://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/1/financial-markets.aspx#ixzz4pUlkmnGV> ينتظر في هذا

التجارية الصادرة عن شركات القطاع الخاص، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، ومختلف أنواع الودائع البنكية قصيرة الأجل، وصفقات بيع العملات الأجنبية وشرائها من خلال الجهاز المصرفي³

المطلب الثاني: أسواق رأس المال

سوق رأس المال هو سوق يقوم فيه الأفراد والمؤسسات بتداول الأوراق المالية، فتقوم فيه المنظمات والمؤسسات في القطاعين العام والخاص ببيع الأوراق المالية في أسواق رأس المال من أجل جمع الأموال. ويتكون هذا النوع من السوق من قسمين من الأسواق: الأسواق الأولية Primary markets والأسواق الثانوية Secondary Markets. وتتطلب أي حكومة أو شركة رأس مال (أموال) لتمويل عملياتها ومباشرة استثماراتها طويلة الأجل؛ وللحصول على تلك الأموال تقوم الشركة ببيع الأوراق المالية - الأسهم والسندات باسم الشركة، ويتم تداول الأسهم والسندات بيعا وشراء في أسواق رأس المال.

أولاً: سوق الأسهم

تتيح أسواق الأسهم للمستثمرين شراء أسهم الشركات المتداولة في البورصة وبيعها، وهي واحدة من أكثر المجالات حيوية في اقتصاد السوق؛ لأنها توفر للشركات إمكانية الوصول إلى رأس المال والمستثمرين مع تمكينهم من تملك حصص في الشركة، وكذا إمكانية تحقيق مكاسب من أداء الشركة. وهي تنقسم قسمين رئيسيين: السوق الأولية ويتم فيها طرح الإصدارات الجديدة، والسوق الثانوية وهي التي تسمح بتداول هذه الإصدارات لاحقاً.

ثانياً: أسواق السندات والصكوك Bond Market

السندات هي استثمار في الديون، بحيث يقوم مستثمر بتقديم قروض إلى كيان (شركة أو حكومة) يقترض الأموال لفترة محددة من الزمن بسعر فائدة ثابت. وتستخدم السندات من قبل الشركات والحكومات لتمويل مجموعة متنوعة من المشاريع والأنشطة، ويمكن شراء السندات وبيعها من قبل المستثمرين في أسواق الائتمان في جميع أنحاء العالم.

ثالثاً: سوق المال أو النقد Money Market

إن سوق المال هو جزء من السوق المالية التي يتم فيها تداول أدوات مالية ذات سيولة عالية وتاريخ استحقاق قصير جداً. وهو يعد وسيلة للاقتراض والإقراض على المدى القصير، الذي يتراوح بين يوم إلى سنة واحدة. وتتكون الأوراق المالية لسوق المال من شهادات الإيداع القابلة للتداول، وقبول المصرف، وأذون الخزانة، والأوراق التجارية، واتفاقات إعادة الشراء، وغيرها. وتسمى استثمارات أسواق المال أيضاً باستثمارات نقدية بسبب آجال استحقاقها القصيرة.

أسواق المشتقات Derivatives Markets

³ <https://emb2205bablog.files.wordpress.com/2016/05/d8a7d984d981d8b5d984-d8a7d984d8b1d8a7d8a8d8b9-d8a7d984d985d8a8d8add8ab-d8a7d984d8a3d988d984-d8a7d984d8abd8a7d986d98a-d988d8a7d984d8ab.pdf>

عُرفت المشتقات بأنها عقود مالية تتوقف قيمتها على أسعار أصول مالية محل التعاقد؛ ولكنها لا تتطلب استثماراً لأصل المال في الأصول المتعاقد عليها، كما أنه يمكن من خلال تلك العقود بيع المخاطر المالية أو شراؤها. فالمشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيمة الأصول محل التعاقد، وأصل وجودها هو التحوُّط وإدارة المخاطر، وتنقسم إلى ثلاثة أقسام رئيسية: الخيارات، المبادلات، المستقبلات. وقد أمكن من خلال الهندسة المالية ابتكار عدد كبير جداً من التقنيات والاستراتيجيات التحوُّطية تستخدم ضد كل أنواع المخاطر تقريباً. وفي مجال مخاطر الائتمان فقد تم ابتكار نوع من المشتقات تسمى المشتقات الائتمانية والتي ازدادت أهميتها منذ فترة ليست بالطويلة⁴، وتهدف إلى فصل المخاطر الائتمانية عن الأصول محل التعاقد (كالسندات والقروض...) ومن ثم نقلها إلى جهات أخرى. وتمكن منتجات المشتقات الائتمانية البنوك والمؤسسات المالية من المتاجرة بمخاطرها الائتمانية وإدارتها⁵.

رابعاً: سوق العملات (Forex) وسوق ما بين البنوك

سوق العملات هو أكبر سوق في العالم، والأكثر سيولة مع متوسط قيمة التداول التي تتجاوز 1.9 تريليون دولار يومياً، وتشمل جميع العملات في العالم. وهو الأكبر كذلك من حيث القيمة النقدية الإجمالية المتداولة، ويمكن لأي شخص أو شركة أو بلد المشاركة في هذا السوق. ولا يوجد سوق مركزي لتبادل العملات؛ وتجري التجارة دون وصفة طبية. والسوق يعمل على مدار 24 ساعة في اليوم وخمسة أيام في الأسبوع ويتم تداول العملات في جميع أنحاء العالم بين المراكز المالية الرئيسية في لندن ونيويورك وطوكيو وزيورخ وفرانكفورت وهونغ كونغ وسنغافورة وباريس وسيدني.

أما سوق ما بين البنوك فهو النظام المالي لتداول العملات بين البنوك والمؤسسات المالية، باستثناء مستثمري التجزئة وأطراف التداول الأصغر حجماً. بالرغم من أن بعض عمليات التداول بين البنوك يتم تنفيذها من قبل البنوك نيابة عن العملاء الكبار؛ فإن معظم المعاملات بين البنوك تتم من حسابات البنوك الخاصة.

المبحث الثاني: واقع عمليات الأسواق المالية الإسلامية

الأسواق المالية الإسلامية أسواق ناشئة جداً، ونشاطاتها المالية متواضعة مقارنة بنشاط الأسواق المالية التقليدية المحلية والعالمية. ويرجع هذا إلى العدد المحدود من الفاعلين في هذه السوق؛ سواء تعلق الأمر بالشركات المساهمة المسجلة، أو صناديق الاستثمار الإسلامية، أو غيرها من المؤسسات الفاعلة في الأسواق المالية. فبمقارنة

⁴ أول ما بدأ استخدامها كان سنة 1990، وعرفت نمواً معتبراً ابتداءً من سنة 2004.

⁵Antulio N. Bomfim, "*Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*", Elsevier Academic Press, London, UK, 2005, p3-4.

الصناديق الاستثمارية للدول المتقدمة في الخدمات المالية المسجلة في البورصة، والتي تمثل العمود الفقري لهذه السوق مع الأسواق الإسلامية، يظهر الحجم الكبير لهذه الشركات، مما أسهم في تنشيط هذه السوق. فأمريكا مثلا يوجد فيها 9511 صندوقا استثماريا، وسنغافورة البلد الصغير في المساحة والواسع النشاط المالي توجد فيه 479 صندوقا استثماريا⁶. وإذا راجعنا الشركات المساهمة المسجلة في الدول الإسلامية لا نجد إلا دولا قليلة لها عدد جيد من الصناديق الاستثمارية الفاعلة في السوق المالية منها ماليزيا التي تملك 647 صندوقا؛ 437 منها تقليدية و210 إسلامية⁷، ويوجد في المملكة العربية السعودية أقل من 300 صندوق استثماري، جلها صناديق دولية⁸. وإذا فحصنا دولا أخرى وجدنا العدد أقل من هذا بكثير، ففي البحرين يوجد 19 صندوق استثماري، وكانت أقل من هذا بكثير في دول أخرى.

والملاحظة نفسها تتناولها الشركات الاستثمارية المسجلة في البورصة؛ فالولايات المتحدة الأمريكية فيها 4331 شركة مساهمة مسجلة، واليابان 3535 شركة، والصين 3052 شركة مقابل 251 في مصر، 224 في المملكة الأردنية، و125 في الإمارات العربية المتحدة، و43 في البحرين⁹ وثمة دول عربية لا يوجد فيها أصلا نشاط للبورصة. أما سوق المشتقات، فالفارق فيها بين الأسواق المتقدمة والأسواق العربية والإسلامية واسع جدا لا يكاد يسمح بالمقارنة، كون الأسواق المالية الإسلامية لم تباشر المشتقات إلا في بدايات القرن الواحد والعشرين ويعد مصرف سي أي أن بي CIMB الماليزي أول مصرف يطلق منتج مهيلك، وهو Islamic profit rate swap المبادلة الإسلامية لسعر الربح سنة 2005¹⁰.

والبورصة تشكل محور عمليات الأسواق المالية الإسلامية كونها تتميز بدقة التنظيم، وإشراف ورقابة هيئات مختصة، من خلال وسطاء متخصصين ينسقون بين طلبات البيع وطلبات الشراء باستخدام عقود نمطية تشمل على الشروط والمواصفات المختلفة مع النص على زمن التسليم ومكانه.

أما عن أبرز عمليات هذه الأسواق الإسلامية، فيمكن تقسيمها إلى عمليات إصدار الأسهم وتداولها، وعمليات إصدار الصكوك وتداولها، وعمليات إصدار المشتقات المالية بأنواعها وتداولها، وعمليات تداول العملات.

المطلب الأول: عرض مختصر للعمليات المالية وإشكالاتها الشرعية

في الآتي مختصر لأبرز العمليات التي تتناولها هذه الأقسام مع التركيز على أبرز الإشكالات الشرعية المثارة حولها.

⁶ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>

⁷ <https://www.sc.com.my/data-statistics/unit-trust-funds-in-malaysia-summary-of-statistics/>

⁸ https://www.tadawul.com.sa/Resources/Reports/MutualFunds_en.html

⁹ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>

¹⁰ http://azmilaw.com/archives/Article_6_Developments_of_Islamic_Swaps_in_Malaysia_00068949-2.pdf

أولاً: عمليات إصدار الأسهم وتداولها في البورصة

إن تسجيل أسهم الشركات المساهمة وتداولها في البورصة، أمر يتميز بدقة التنظيم وإشراف الجهات المختصة. وإصدار الأسهم وتداولها مما أجازته المجامع الفقهية ما دامت مشاريع هذه الشركات مشروعة، غير أن أهم ما أثير من إشكال حول هذه الأسهم هو إصدار أسهم تفضيلية أو أسهم ممتازة، ورهن السهم الربوي، وكذا تداول أسهم الشركات المختلطة.

الأسهم التفضيلية (الممتازة) لها صيغٌ تقليدية مختلفة، القاسم المشترك بينها هو تفضيل أصحاب هذه الأسهم على نظرائهم من أصحاب الأسهم العادية في عدة أمور.

وهي تتميز بما يأتي:

- مالكو الأسهم العادية هم آخر من يطالب بأرباح الشركة وأصولها عند تصفيتها.
- يتمتع حاملو الأسهم العادية بحق التصويت في الجمعية العمومية واختيار مجلس الإدارة، وعوائد تتغير تبعاً لأرباح الشركة.
- وفي المقابل، تتمتع الأسهم التفضيلية بعدة خصائص مميزة هي:
- لها معدل أرباح ثابت ومحدد كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، مثلاً نسبة العائد تساوي 5٪ سنوياً، بخلاف الفائدة على السندات.
- لا تشكل نسبة الربح التزاماً ثابتاً على الشركة المصدرة؛ إذ لا يستحق حاملو الأسهم التفضيلية شيئاً إن لم تحقق الشركة أرباحاً أو منيت بخسائر في سنة معينة.
- للأسهم التفضيلية أولوية على الأسهم العادية في الأرباح الموزعة؛ حيث تقسم الأرباح أولاً على حاملي الأسهم التفضيلية حتى يبلغ معدل العائد النسبة المحددة، ثم توزع الأرباح المتبقية إن وجدت على المساهمين العاديين.
- للأسهم التفضيلية أولوية على الأسهم العادية في المطالبة بأصول الشركة في حالة تصفيتها بعد حاملي السندات. ففي حالة التصفية يتم الدفع أولاً للدائنين ومنهم حاملو السندات، ثم أصحاب الأسهم التفضيلية، حيث تدفع لهم القيمة الاسمية للأسهم، ويدفع الباقي للمساهمين العاديين.
- من النادر أن يحصل حملة الأسهم التفضيلية على حق التصويت، في حين يتمتع المساهمون العاديون دائماً بهذا الحق.

وثمة أنواع أخرى للأسهم التفضيلية مثل: الأسهم التفضيلية التراكمية (Cumulative) (ولم أطلع على قرار أو فتوى تجيزها) ويقابلها غير التراكمية. والأسهم التفضيلية المشاركة (participating) ويقابلها غير المشاركة، والأسهم التفضيلية واجبة الإطفاء (redeemable) ويقابلها غير واجبة الإطفاء وأقسام أخرى يمكن مراجعتها في مظاهرها.

الإشكالات الشرعية على هذا النوع من الأسهم:

إن أبرز ما أثير حول هذه الأسهم من إشكالات شرعية هو ضمان رأس المال، أو قدر منه على حساب رأس مال أصحاب الأسهم العادية إن وصل إلى حد معين، وتقديمها عند التصفية على أصحاب الأسهم العادية، وكذا ضمان قدر من الربح.

وقد اختلفت آراء العلماء حول مشروعية الأسهم التفضيلية أو الممتازة؛ فمجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم قرار رقم: 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية نص على أنه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأموال الإجرائية أو الإدارية"، وهو الحكم نفسه الذي صدر به معيار أيوفي للأوراق المالية رقم 21، البند 6/2. وجاء في مسوغ التحريم ما نصه: "مستند عدم جواز إصدار الأسهم الممتازة مالياً بأموال غير إجرائية أن ذلك يؤدي إلى قطع الاشتراك في الربح، ووقوع الظلم على الشركاء الآخرين". ومنعتها جل المجامع الفقهية والهيئات الشرعية مثل الهيئة الشرعية الموحدة لمجموعة البركة، ومصرف الراجحي، ومصرف البلاد، وغيرها من المصارف¹¹.

واستدل المانعون بالأدلة الآتية:

- إن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم مال أو عمل زائد، يستحقون به هذه الزيادة في الربح، وهو إنما يستحق بالمال أو بالعمل، كما هو مقرر في القواعد الشرعية التي تحكم الشركات.
- إن النسبة الثابتة التي يأخذها أصحاب الأسهم الممتازة من الأرباح في حقيقتها ربا؛ لأنها زيادة بلا مقابل، والربا حرام، ولأنه يحتمل أن لا تريح الشركة غير هذه النسبة، فيكون في ذلك ضرر على المساهمين الآخرين، وظلم لهم، وبخس لحقوقهم، وذلك غير جائز شرعا لقوله تعالى: ﴿وَلَا تَبْخَسُوا النَّاسَ أَشْيَاءَهُمْ﴾ وقوله: ﴿وَقَدْ خَابَ مِنْ حَمَلِ ظُلْمٍ﴾
- إن الشركة تقوم على المخاطرة، فإما ربح وإما خسارة، والخسارة تكون من رأس المال، فإذا ضمن لأصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمتها، كان ذلك منافيا لمعنى الشركة، كما أنهم - في حال خسارة الشركة - سيحصلون على قيمة أسهم من أسهم الآخرين، وذلك مناف للعدل، وظلم للشركاء الآخرين، وهو غير جائز شرعا.

المؤيدون للأسهم التفضيلية الممتازة

ممن أجاز التنازل عن الربح دون الخسارة الهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية، حيث جاء في قرارها الصادر في الاجتماع العشرين سنة 1999 ما نصه: "قررت الهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية أن الأسهم التفضيلية غير التراكمية مسموح بها بناء على مبدأ التنازل حيث يعطى الحق في الربح من المساهمين العاديين عن طيب خاطر

¹¹ انظر قرارات (Dallah al-Baraka, 2007, p. 373) (AAIOFI, 2010, p. 380) (Dubai Islamic Bank, 2001, p. 681).

لأصحاب الأسهم التفضيلية. يتم الاتفاق على التنازل في الجمعية السنوية للشركة التي تقرر إصدار أسهم تفضيلية في محاولة تعبئة رأس المال الجديد".

ومن أهم أدلة المؤيدين لهذا القول ما يلي:

- التنازل عن الربح يقابله أخذ أصحاب الأسهم العادية نصيباً أكبر من الربح في حال حصلت الشركة على أرباح تفوق بكثير الأرباح المحددة لأصحاب الأسهم التفضيلية.
 - أصحاب الأسهم التفضيلية لهم الحق في التصويت في الجمعية العمومية وهو ما يسمح لهم بتوجيه الشركة الوجهة التي يريدونها؛ بينما لا يملك هذا الحق أصحاب الأسهم التفضيلية.
 - تحديد ربح أصحاب الأسهم التفضيلية لا يعني حصوله، فإن لم تريح الشركة شيئاً لا يحصل أصحاب الأسهم التفضيلية على شيء.
 - لماذا ينظر البعض إلى تجزئة الأسهم/ الصكوك على أنها غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عندما تكون تقنيات تعزيز الائتمان الأخرى مطابقة للشريعة واسعة الانتشار ومقبولة مثل ما زاد عن الربح؟؟ ما الأساس الشرعي لهذا الحكم؟
 - إذا منع هذا التعزيز الائتماني، فإنه يجب أن يمتد إلى جميع أنواع التعزيزات الائتمانية.
 - تشريح الأسهم والصكوك فيه إبراز الحاجة لتنمية التمويل الإسلامي.
- وقد جرت نقاشات بيني وبين بعض العلماء المبرزين في المالية الإسلامية ممن أجاز هذا النوع من الأسهم ليس فقط في الربح، وإنما حتى في الخسارة، ومما استدلووا به:
- فيه تحقيق مبدأ الرضا حيث يتم تنازل أصحاب الأسهم العادية عن التساوي في أخذ رأس مالهم في الجمعية العمومية بمحض إرادتهم لاعتبارات استثمارية، وليست اعتبارات إذعانية.
 - فيه تحقيق لمبدأ العدالة، لأن أصحاب الأسهم التفضيلية، يقبلون نسبة قليلة من الأرباح مقابل النسبة العالية من الأرباح التي قد يحققها أصحاب الأسهم التفضيلية والتي سطرت في دراسة الجدوى، ويتنازلون كذلك عن ما زاد عن نسبتهم من الأرباح إن كانت، ويتنازلون كذلك عن الحق في التصويت.

ثانياً: عمليات إصدار الصكوك وتداولها

إن أول إصدار للصكوك كان من قبل شيل م د س (ماليزيا) Shell MDS (Malaysia) سنة 1990م، ولم يل إصدار شيل أي إصدار آخر في ماليزيا إلى غاية 2001م، حيث تم في هذا العام إصدار صكوك من قبل جملة من الجهات منها: حكومة البحرين. تلتها أول شركة عالمية تقوم بإصدار الصكوك وهي شركة قوثرني ماليزيا (Guthrie Malaysia). وقد سجلت بداية هذه الحقبة بروز سوق صكوك فعالة حيث نما إصدار الصكوك سنة 2006م بنسبة 145% مقارنة بسنة 2005م ليصل إلى 27 مليار دولار. وفي عام 2007 وصل سوق

الصُّكوك إلى ذروته حيث بلغ 47 مليار دولار. غير أنه انخفض سنة 2008م ليبلغ 21 مليار دولار، بسبب الأزمة المالية العالمية، وندرة السيولة، ومنطق الانتظار والترقب من قبل المستثمرين¹²، وتصريح فضيلة رئيس المجلس الشرعي الشهير بشأن الخلل الشرعي في الصُّكوك. وقد بقي الحال على ما هو عليه في سنة 2009م بسبب الأزمة التي شهدتها مجموعة من إصدارات الصُّكوك، ثم شهدت ازدهاراً بعد ذلك، حيث وصلت قيمة إصدارات سنة 2014م إلى 107 مليار دولار أمريكي، وانخفضت سنة 2015م إلى 66.326 مليار دولار. وأبرز إشكالات الصكوك الحالية تتناول ما يأتي:

أ- طبيعة الصكوك

إن أبرز إشكال يقع على هذه الصكوك هو طبيعتها، وهل هي أدوات استثمارية تشترك فيها حملة الصكوك في الغنم والغرم مع المصدر، أو أنها أدوات دخل ثابتة، تمثل دينا في الذمة لدى المصدر مهما اختلفت تسميتها؟ إذا رجعنا لتعريف مجمع الفقه الإسلامي الدولي ومجلس المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وغيرهما نجد أنها تضع الصكوك ضمن أدوات الاستثمار التي وصفها معيار أيوفي بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص"، وذكر في خصائصها أنها "تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار؛ أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل دينا في ذمة مصدرها لحاملها"، وأن "مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك". بينما تصنف في الأسواق المالية وعند وكالات التصنيف العالمية ب ضمن أدوات الدخل الثابت ((Fixed Income، التي يكون رأس مالها وربحها (ثابتاً كان أو متغيراً)، التزاماً في ذمة الجهة المصدرة. وهذه الأدوات هي "أدوات دين"، لا مداينة. ولذلك فإن الصُّكوك تُدرج في الأسواق المالية في فئة أدوات الدين، أي كانت هيكلتها. وأن الاعتداد في هذه الصكوك بملاءة المصدر الماليّة (والقوة الائتمانية)، دون النظر لموجودات الصُّكوك، لامتناع تأثير حالها أو أدائها أو كفاءتها على حق حملة الصُّكوك الثابت في ذمة الجهة المصدرة بمقدار رأس مال الصُّكوك وربحها.

ملكية الصكوك

12 - انظر: Mohamad Mokhtar & Abdullah, A Synthesis of Shariah Issues and Market Challenges in the Application of

.Wa'ad in Equity Based Sukuk

فرقت وكالة موديز Moody's التي تعد إحدى أشهر وكالات التصنيف على المستوى العالمي، في تقريرها عن الصكوك الصادر سنة 2006م ومجلس الخدمات للمؤسسات المالية الإسلامية ووكالة التصنيف الماليزية بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول. فوفقا لتعريف وكالة موديز فإن الصكوك المدعومة بالأصول هي تلك التي "يتمتع فيها المستثمرون بدعم وضمآن الأصول محل العقد، بحيث يتمتعون بشكل من أشكال الضمانات على الأصول. فهم بناء على هذا أفضل حالا من الدائنين غير المضمونين. وبمعنى آخر، فإنه في حالة تعثر المصدر عن السداد أو صار معسرا؛ فإن حملة الصكوك بإمكانهم استرداد المخاطر التي يتعرضون لها من خلال السيطرة على الأصول وفي نهاية المطاف تحقيق القيمة من الأصول. كما يتطلب وجود عنصر التصكيك البيع الحقيقي وإقضاء خطر الإفلاس عن المصدر، وكذا إنفاذ الضمانات المرتبطة بعملية الإصدار.

وأما الصكوك القائمة على الأصول فهي الصكوك التي يتعهد منشئ الصكوك بشرائها من المصدر عند حلول الأجل أو بالتراضي على أجل مبكر بقيمة يتفقدان عليها، وهي غالبا مساوية للقيمة الاسمية للصك، وعندئذ تكون القيمة السوقية الحقيقية للصك في الوعد بالشراء لا معنى لها بالنسبة لحملة الصكوك. وفي هذه الحالة لا يكون لحملة الصكوك أي حق على الأصول، وإنما يعتمدون كليا على المنشئ وجدارته المالية في الدفع، إما من خلال موارده الداخلية أو من خلال قدرته على إعادة التمويل. وعليه فإذا لم يستطع المنشئ الوفاء بالتزاماته بإعادة شراء الأصول، فلن يكون لحملة الصكوك في موقف تفضيلي على غيرهم من الدائنين، ولن يكونوا أيضا في موقف أضعف من الدائنين غير المضمونين، وهو ما يؤكد أن الوعد بالشراء يضع على قدم المساواة التزامات المنشئ اتجاه حملة الصكوك غير المضمونين بقطع النظر عن كونهم حملة من الدرجة الأولى أو الدرجة الثانية¹³. وهو تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية ووكالة التصنيف الماليزية.

وقد دافع بعض العلماء وأعضاء الهيئات الاستشارية عن موضوع الملكية، بحجتين:

أولا: أن طبيعة الملكية في الصكوك ملكية نفعية، وليست ملكية قانونية وهي ملكية معتد بها. فقد جاء في نتائج مؤتمر إسرا العالمي التاسع لعلماء الشريعة أن "الملكية النفعية أو العدمية ملكية كاملة، تنتج لصاحبها بمقتضى القانون حق الاستعمال والاستغلال والتصرف، لكن الأصول تكون مسجلة قانونا باسم شخص أو شخصية اعتبارية على سبيل الأمانة (trust). بينما عرفوا الملكية القانونية أو الاسمية (legal ownership) بأنها ملكية الشخص أو الشخصية الاعتبارية التي سجل الأصل باسمها ولكن لفائدة طرف آخر، فهو لا يملك شيئا، وإنما هو أمين (Trust) على ذلك العقار¹⁴. ولكن نص القرار على ضوابط هذه الملكية أهمها:

- يجب الاحتراز من جعل الملكية النفعية مدخلا للتحايل على أحكام الشريعة الإسلامية وعلى القانون.

- الواجب في المنتجات المالية الإسلامية مثل: الصكوك والأسهم والمراجحة والإجارة المنتهية بالتملك ونحوها أن تسجل بأسماء مالكيها الحقيقيين وإذا لم تكن كذلك فتعد مخالفة شرعية، وحينئذ لا بدّ للخروج من هذه المخالفة من توافر الشروط والضوابط الشرعية الآتية:
- ألا يكون ذلك من باب التحايل أو ذريعة للوصول إليه.
- ألا يترتب على عدم التسجيل ضياع حقوق المالكين الحقيقيين.
- أن يكون محل الصكّ أو العقد قابلاً للنقل محل القانون.
- ألا يترتب على عدم التسجيل حرمان المالك الحقيقي نتائج ملكيته من الربح أو الخسران (الغرم بالغنم)

ب- تجزئة (تسريح) الصكوك

تجزئة الصكوك تعني تقسيم الصكوك إلى شرائح تتناول الصكوك الممتازة أو (صكوك الدرجة الأولى) senior sukuk والصكوك العادية أو التابعة subordinate sukuk. وإن الإشكالات الشرعية التي تم تناولها في الأسهم التفضيلية أو الممتازة يتناولها موضوع تجزئة الصكوك إلى أقسام ومراتب. غير أن الإشكال الشرعي في تجزئة الصكوك أشد منه في الأسهم التفضيلية. ذلك لأنه في الأسهم التفضيلية أو الممتازة غير المتراكمة لا يوجد أي نوع من الضمان عند عدم تحقق الأرباح، وكذا عند تحقق الخسارة في المشروع وإن وصلت إلى حد الإفلاس. ولكنها في الصكوك خلاف ذلك، لأن مؤدى الشروط المسطرة في نشرة إصدار جل الصكوك تنشئ دينا في الذمة يتناول رأس المال والأرباح الدورية. بإنشاء الوعد بالشراء بقيمة التنفيذ (التي تتناول رأس المال زائد الأرباح الدورية) عند تعثر المصدر عن السداد، أو عدم تحقيقه للأرباح المسطرة في العقد، ينقل حملة الصكوك إلى درجة الدائنين المضمونة ديونهم المتناولة لرأس مالهم زائد الأرباح الدورية.

ثالثا: عمليات المشتقات

المشتقات المالية: عرفت المشتقات المالية بأنه "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...¹⁵. وعرفت بأنها: "أداة لتحويل المخاطر تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل العقد. ويمكن أن يكون الأصل محل العقد سلعة فعلية أو سعر فائدة أو أسهم شركة أو مؤشر أسهم أو عملة أو أي وسيلة أخرى قابلة للتداول يمكن أن يتفق عليها طرفان".

¹⁵ د. طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية - المفاهيم ، إدارة المخاطر - ، الجزء الخامس ، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة-، الدار

ومسوغ وجودها كما ينص عليه الباحثون هو التحوُّط وإدارة المخاطر، والاسترباح من فارق السعر، وهي أنواع كثيرة أهمها:

أ- الخيارات (Options)

عقد يتم بموجبه منح الحق - وليس الالتزام - لشراء أو بيع شيء معين (كأسهم أو السلع أو المؤشرات أو الديون) بثمن محدد لمدة محددة، ولا التزام واقعا فيه إلا على بائع هذا الحق.

والخيارات تتناول السلع والأدوات المالية وأسعار الصرف والمؤشرات وغيرها، وهي أنواع أهمها:

خيار الطلب أو الشراء Call Option: خيار يمنح الحق - وليس الالتزام - لشراء أسهم أو سلع أو مؤشرات أو ديون أو عملات بثمن محدد لمدة محددة.

خيارات البيع أو العرض أو الدفع Put Option: خيار يمنح الحق - وليس الالتزام - لبيع أسهم أو سلع أو مؤشرات أو ديون أو عملات بثمن محدد لمدة محددة.

وثمة تفاصيل في شروط تنفيذ العقد ليس محلها هنا، ولكن الذي يهمنا هو أنه في التطبيق النظري للعقدين (الشراء والبيع) لا يقوم مشتري الطلب أو الدفع بذلك إلا إذا كان سعر الأداة في السوق الحاضر أقل من سعر التنفيذ، أما إذا كان السعران متساويين أو كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق الحاضر، فلن يسعى مشتري العقد إلى تنفيذه. أما التطبيق العملي على ما يأتي؛ فإن الخيار في أكثر من ٩٩٪ من حالاته لا يتم تنفيذه. وإنما تتم التسوية، لأن غالبه مضاربة على فروق أسعار السلع والعملات والأدوات المالية، وليست السلع.

ب- العقود الآجلة (Forward): وهي العقود المؤجلة البديلين التي تترتب آثارها في تاريخ محدد في المستقبل، وتنتهي بالتسليم والتسلم في ذلك الموعد.

ج- المستقبلات (futures)

عقد ملزم قانونا، يتم إجراؤه في قاعة التداول لبورصة المستقبلات لبيع أو شراء سلعة أو أداة مالية في زمن لاحق في المستقبل. ويتم تنميته تبعا لكمية موضوعه ونوعيته مع ذكر تاريخ التسليم ومكانه، أما الثمن فهو العنصر المتغير الوحيد فيه، فيتم معرفته في قاعة التداول. وهي العقود التي تترتب عليها آثارها في تاريخ محدد في المستقبل، وتنتهي غالبا إما بالمقاصة بين أطرافها، وإما بالتسوية النقدية، وإما بعقود معاكسة، وهي نادرا ما تنتهي بالتسليم والتسلم الفعلي.

وأهم الفروق بين العقود الآجلة وعقود المستقبلات هي:

- العقود الآجلة عقود بيع عادية يصوغ شروطها والتزاماتها العاقدان، أما عقود المستقبلات فإنها عقود نمطية ينظم السوق أحكامها.

- تجري العقود الآجلة على السلع غالباً، أما المستقبلات فعلياً كل ما تعرضه السوق النازمة من سلع وأسهم وسندات ومؤشرات مالية ومعدلات فوائد.
- الغرض الغالب من عقود البيع الآجلة التحوط من مخاطر تقلب أسعار السلع، بينما تشكل المضاربة الغرض الأساس للعاقدين في عقود المستقبلات، فتنتهي بالتسوية لا بالتسليم.
- تترافق وجوباً عقود المستقبلات، دون العقود الآجلة، مع دفع هامش متغير بحسب تقلبات السوق بإشراف ومتابعة من قبل بيت المقاصة.
- تتم تسوية العقد في العقود الآجلة في أجل التسليم المتفق عليه في العقد. أما المستقبلات فيمكن تسوية العقد في أي وقت قبل التاريخ المذكور في العقد، بحسب ما تمليه قوانين السوق النازمة.¹⁶

د- المبادلات المؤقتة Swaps

عمليات المبادلات المؤقتة هي اتفاقات بين طرفين على تبادل مؤقت لعدد معين من الأصول المالية أو العينية أو معدلات الفوائد، وقد يقع بيع السلع بالأجل إلى من اشترت من نفسه أو لغيره دون أن تتضمن العملية تبادلاً فعلياً للسلع، وقد يكون فيها حق اختيار بمقابل يعطي صاحبه الحق في التنفيذ أو عدمه.

ذهب مجمع الفقه الإسلامي الدولي ومعياري مجلس المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى حرمة عقود الخيارات والمستقبلات، أما العقود الآجلة فقسّمها المعيار قسّمين: عقود مؤجلة البدلين؛ فذكر لها صورتين: الأولى أن تكون السلعة موصوفة في الذمة، ويكون الثمن مؤجلاً، سواء تم العقد بلفظ البيع أو بلفظ السلم وهي لا تجوز لأن عقد السلم لم يجعل فيه رأس مال السلم. والثانية أن تكون السلعة معينة ويشترط تأجيل تسليمها مع تأجيل الثمن، وهي لا تجوز، واستند في التحريم إلى أن "في ذلك تعمير الذمتين وما ذكره الفقهاء من أنه لا يجوز تأجيل رأس مال السلم، ومخالفة الشرط لمقتضى العقد. واستثنى الاستصناع بحيث رأى صحته ولو مع تأجيل الثمن.¹⁷

ثانياً: المقاربة الكلية لحكم المشتقات المالية

يرى كثير من الاقتصاديين المهتمين بالصناعة المالية الإسلامية أن التعامل بالمشتقات فيه أضرار جسيمة على اقتصادات البلدان؛ ذلك لأنه لا يضيف قيمة تذكر للاقتصاد، وأن ما يدعى بأنه وسيلة فعالة للتحوط ضد المخاطر، وإن تحقق في جوانب جزئية منه، غير أن صناعته للمخاطر أكثر بكثير من المخاطر التي يتوخى تجنبها. ويستند هؤلاء الخبراء إلى الأرقام الفعلية المذهلة لحجم هذه المشتقات مقارنة بالنتائج المحلي وما تحدّته من التزامات مالية لا علاقة لها بواقع الاقتصاد.

¹⁶ انظر عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية ص 7، وانظر بحث الاشتقاق المالي من منظور شرعي، مبارك محمد الطارقي، ص 01، ورقة بحثية، وانظر حطاب، كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، ص 04، طبعة تمهيدية.

¹⁷ المعيار الشرعي، ص 553.

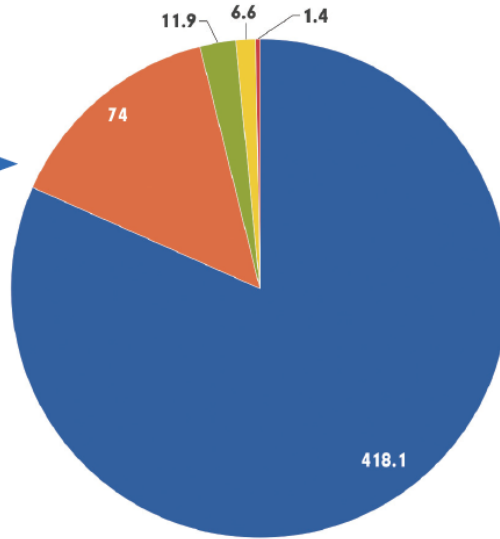
فقد أحصت الجمعية الدولية للمبادلة المؤقتة والمشتقات حجم القيمة الاسمية للمشتقات، بأنه تجاوز سنة ٢٠١٦م ٥٤٤ ترليون دولارا، والقيمة السوقية الإجمالية تجاوزت ٢٠,٧ ترليون دولارا، وقيمة ما بعد التصفية ٣,٧ ترليون دولار.

Total derivatives notional outstanding
= **\$544 trillion at end-June 2016**

Derivatives Market by Asset Class (\$ Trillion)

- Interest rate derivatives (IRD)
- FX derivatives
- Credit derivatives
- Equity derivatives
- Commodity derivatives

Source: Bank for International Settlements
semiannual survey June 2016



June 2016

Notional outstanding:
\$544 trillion



Gross market value:
\$20.7 trillion



After netting:
\$3.7 trillion

December 2015

Notional outstanding:
\$492.7 trillion



Gross market value:
\$14.5 trillion



After netting:
\$2.9 trillion

What is Notional Outstanding?

©2017 International Swaps and Derivatives Association, Inc.¹⁸

وذكرت إحصاءات رسمية بأن المبادلات الآجلة لسوق السلع، لا تتجاوز في أحسن حالاتها ١٪ من مجموع الصفقات المعقودة.

وبالنسبة للمشتقات المتعلقة بصرف العملات، فقد ذكرت وكالة Global Policy Forum، أنه في سنة 2011م، لم تتعد نسبة المبادلات الدولية الحقيقية للعملات نسبة 0,6٪ من مجموع المبادلات، وأنه تم التأكد من أن ما لا يقل عن 80٪ منها كان من أجل المضاربات على فارق الأسعار، وأن حجم المبادلات اليومية تجاوز 5,3 ترليون دولار كل يوم، وهو ما يجعل تداول ثلاثة أيام فقط تساوي الناتج المحلي السنوي لدول الاتحاد الأوروبي مجتمعة، وأن أكثر 40٪ من هذه المقامرات تتم في المملكة المتحدة.¹⁹

ومما دعموا به موقفهم تقارير جهات عالمية معتبرة مثل البنك الدولي بأن من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية المشتقات المالية، وكذا شهادات خبراء دوليين كبار في الصناعة المالية من أمثال "وارن بافيت" الذي سجل موقفه

¹⁸ Derivatives - Facts and Figures <http://www2.isda.org/about-isda/>

¹⁹ <https://www.theguardian.com/commentisfree/2013/nov/20/money-trading-economy-foreign-exchange-markets-economy>

من المشتقات المالية في فيفري 2003م في خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته "بيركشاير هاثاوي" بأنها قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي". وأضاف: "إنها مثل جهنم: يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها" ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".²⁰

أما المجامع الفقهية والهيئات الشرعية للمؤسسات المالية فيرى جلها حرمة المشتقات المالية، لأنها تقع في أحد المحاذير الشرعية الآتية وهي: الربا، والقمار، وبيع ما لا يملكه البائع، وبيع الكالئ بالكالئ أي المؤجل بالمؤجل، والغرر والجهالة في العوض لاسيما في العملات.

أما المؤيدون لإعمال المشتقات المالية الإسلامية بعد إجراء بعض التعديلات أو التكييفات الشرعية لها، فأغلبهم من الخبراء المهنيين أو من مستشاري الهيئة الشرعية لأسواق الأوراق المالية أو المؤسسات المالية التي تتعامل معها. وأهم حججهم في مشروعية إعمال هذه الأدوات بعد تعديلها أو تكييفها شرعا يأتي:

إن أهم ما أبرزه المتعاملون في سوق المشتقات من أهداف ما يأتي:

- إنها أدوات لاكتشاف الأسعار (price discovery) وهي في الوقت نفسه أداة تثبيت الأسعار في عمليات السوق؛ فبإنشاء سوق للمشتقات تكون تقلبات أسعار السلع في السوق محدودة جدا.
- إنها أدوات لإدارة المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار، أو ما يسمى بالتحوط (Hedging)؛ فالذي يشتري حق شراء سلعة ما في المستقبل بسعر محدد يدفع عن نفسه خطر ازدياد ثمنها في المستقبل.
- هي وسائل بدأتها للتجارة بقصد الاسترباح (Speculation)، أي قد لا يكون هدف من يشتري هذا الحق شراء السلعة حقيقة في المستقبل، بل الاسترباح ببيع هذا الحق في الأسواق؛ إذ كلما غلا سعر السلعة أمكنه بيع ذلك الحق بثمن أعلى.
- المضاربة على فارق الأسعار مقصد كل تاجر عند شراء سلعته بقصد بيعها؛ فمن اشترى سلعة بقصد بيعها لم يقع فيما حظره الشرع.
- إن ثمة أدوات كثيرة يمكن تكييفها شرعا على عقود مسماة في الفقه الإسلامي كعقد السلم والاستصناع والعربون والعارية والاستحجار وغيرها.

أما مبادلة العملات فسيتم التمثيل لها في الأمثلة التطبيقية للعمليات التي وقع فيها الاختلاف الفقهي.

ثالثاً: أمثلة عمليات تجري في الأسواق جرى فيها الخلاف

ثمة أمثلة كثيرة للعمليات التي تجرى في الأسواق المالية الإسلامية والتي مثلت محل إشكال فقهي، وبما أن الورقة لا تسمح باستقصاء جميع أو أغلب هذه العمليات، فإنها ستتناول من باب التمثيل، البيع على المكشوف، والعقود الآجلة على السلع والمؤشرات ومبادلات العملات.

أ- البيع على المكشوف (البيع القصير) (Short Sale)

عرف بأنه "بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكيها، ويتم تسهيل هذه العملية من خلال سمسرة الأوراق المالية وهو الذي يرتب لعملية الشراء، ويطلق على الشخص الذي قام بالبيع على المكشوف أنه أخذ مكاناً قصيراً"²¹

أما حكمه فقد حرّمته المجامع الفقهية وجل الهيئات الشرعية هذا البيع لأن فيه اقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة، وفيه المخاطرة على نزول الأسعار، حيث احتمال الربح والخسارة. وأن الغرض من البيع هو استفادة العميل من الفرق بين السعرين، وليس السلعة.

بينما رأت الهيئة الشرعية العليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية جواز البيع على المكشوف حيث جاء في قرارات الهيئة الشرعية للسوق المالية الماليزية ما نصه: إن الهيئة الشرعية في اجتماعها لسنة ١٩٩٨، قررت قبول مبدأ إقراض واقتراض الأوراق المالية في سوق الأوراق. وللانضباط بالضوابط الشرعية، فإنها سترتبها على مبدأ عقد الإجارة، وبالرغم من ذلك فإن طريقة الاستصناع ستتحذ كاستثناء من مبدأ عقد الإجارة. وهذا يعني عقد الإجارة بين المؤجر والمالك للأوراق المالية، لا يتم حرقه، بالرغم من أنه في عملية الإقراض والاقتراض يتم فيها تنازل المقرض عن ملكية الورقة المالية. أضيف إلى ذلك أن الهيئة الشرعية في اجتماعها ٦٩ لسنة ٢٠٠٦م، قررت أن البيع على المكشوف المنظم متفق مع أحكام الشريعة، باعتبار مبدأ تنظيم اقتراض الأوراق المالية، يقصي عامل الغرر المحرم.

وتخريجهم للأداة على عقد الإجارة في تقديرهم يسمح بأخذ الأجر على إقراض الأوراق المالية.

وقد استدلت الهيئة الشرعية على جواز البيع على المكشوف بأنه:

- أن الغرر المتوقع في مثل هذا العقد تم تجاوزه بعد تنظيمه مستدلين بالقاعدة تنص على أنه " إذا زال المانع عاد الممنوع"، ومعناه في تقديرهم إذا زال المانع الذي يمنع الجواز، المعاملة التي كانت ممنوعة من قبل صارت جائزة".

- استدلو كذلك على الجواز بمبدأ الاستحسان بالمصلحة المتضمن في منهج الاجارة، وذلك بإقراض

²¹ هارون، محمد صبري، "أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بما في الفقه الإسلامي ص 2

- الأسهم المستأجرة، وأنه لا يطلها بناء على مبدأ الاستحسان بالمصلحة.
- استدلو على جوازها كذلك بالاستحسان المبين على العرف، وذلك بأن الاستحسان المبني على العرف يقوي في نظرهم جواز البيع على المكشوف.
- قالوا بان الاستحسان يميز إجارة الشيء مع الإذن ببيعه، وعند بيع الأوراق ينتهي مباشرة عقد الإجارة.

مع تقدير أن القرار كان في بداية العمل بالمشتقات حيث أسلفنا الذكر أن أول أدوات المشتقات أصدرت في ماليزيا كانت سنة 2005م أي قبيل هذه الفتوى وهو ما يقدم نوع من العذر في عدم إدراك تفاصيل المنتج، وملايساته التي تؤثر على الحكم الشرعي. غير أن أدلة الهيئة في إجارة البيع على المكشوف كانت غير وجيهة، ولا مقنعة؛ فإطلاق مصطلحات مثل الاستحسان بالمصلحة في بيع الأوراق المؤجرة، وأنه ينهي مباشرة عقد الإجارة. وكذلك الأمر بالنسبة لإطلاق مصطلح الاستحسان بالعرف، وغيرها فقد كانت في تقديري استدلالاً ضعيفة جداً.

ب- العقود الآجلة على السلع والمؤشرات (Future Contracts)

من المنتجات التي كانت محل جدل شرعي العقود الآجلة على السلع؛ فقد حرمتها مجمع الفقه الإسلامي الدولي، وحرمها معيار مجلس المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وجملة كبيرة من الهيئات الشرعية. فقد حرم معيار أيوفي المعيار الشرعي (20) لبيع السلع في الأسواق المنظمة، العقود المؤجلة البدلين سواء تعلق العقد على السلع أو المؤشرات. بينما بعض هيئات الرقابة الشرعية ومنها الهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية، وبعض المشتارين الشرعيين في المؤسسات المالية الخليجية جواز العقود الآجلة على السلع والمؤشرات. ومن أدلتهم على جواز العقود الآجلة على السلع (زيت النخيل) ما يأتي:

- أن هذا المنتج له شبيه له في عقد السلم والاستصناع حيث يتم في السلم تأجيل أحد البدلين ويتم في الثاني تأجيل البدلين.
- أنه دفع المبلغ المقدم له شبه بدفع العربون، وأن تهمة القمار بدفع هامش للدخول في المعاملة بأنه مقامرة ليس دقيقاً، كون السلع تشهد تقلبات كثيرة وهو ما يسوغ دفع هذا المبلغ مسوغ.
- أن بيع المعدوم غير متحقق هنا لأن أطراف العقد يمكنهم أخذ السلعة إن أرادوا ذلك، فهي موجودة ومحددة.

أما العقود الآجلة على المؤشرات حيث لا توجد سلعة، وإنما يوجد مؤشر، فزادوا على أدلة العقود الآجلة على السلع، أنه يجوز الاستعاضة عن السلعة بقيمتها، وهو ما يحصل في العقود الآجلة على المؤشرات حيث يتم أخذ بدل السلعة كون المؤشر غير مرتبط بسلعة بعينها.

ج- مبادلات العملات الآجلة (Forex)

إن أهم إشكال وقع في بيع العملات تناول عمليات الصرف الآجلة لها، بحيث يتم الاتفاق على تبادل عملتين في المستقبل مع المعدلات المتفق عليها مقدما.

وقد سبق وبينت الورقة أن جل مبادلات صرف العملات الآجلة الغرض منها المضاربة على فارق الأسعار، وهو ما يحتاج إلى مناقشته الشرعية من بعد مقاصدي يتناول اعتبار مآلات الأفعال من عدمها، وسد الذرائع المؤدية إلى المقامرة. ولكن النقاش الذي يراد في هذا الجانب هو ماذا إذا كانت هذه المبادلات لغرض التحوط الواضح وليس لغرض المضاربة على فارق الأسعار؟ كأن يأتي مستورد لديه التزام بتسديد دفعات نقدية في تاريخ مستقبلي بعملة أجنبية، ويتوقع أن ترتفع قيمة تلك العملة ارتفاعا مؤثرا. أو يأتي مصدر لديه استحقاق في تاريخ مستقبلي بعملة أجنبية، عندما يتوقع أن تنخفض تلك العملات الأجنبية انخفاضاً مؤثراً، ويرغب في الدخول في مبادلة آجلة للعملات بغرض التحوط. ومثال ذلك أن شركة محطة توليد الكهرباء - تخطط لشراء مولدات لمنشأة توليد الكهرباء، ويتم تحديد الأسعار بالدولار الأمريكي فتقوم الشركة بشراء هذه المولدات بتكلفة 10 مليون دولار أمريكي. وكانت أسعار المولدات بالدولار الأمريكي وكان الدولار الأمريكي يساوي في السعر الحال 3.058 رنجت، وقبلت أن تشتريه بسعر 3.150 رنجت ماليزي بعد 30 يوما آجلا تحوطا من أن يرتفع السعر إلى أكثر من هذا بكثير، فما حكم هذا؟

مجمع الفقه الإسلامي الدولي يميز الوعد في صرف العملات ويمنع المواعدة فيها، ومعيار مجلس المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ينص في معيار المواعدة في المتاجرة في العملات ما نصه:

تحرم المواعدة في المتاجرة في العملات إذا كانت ملزمة للطرفين ولو كان ذلك لمعالجة مخاطر هبوط العملة، أما الوعد من طرف واحد فيجوز ولو كان ملزما.

لا يجوز ما يسمى في المجالات المصرفية "الشراء والبيع الموازي للعملات" (Parallel purchase and sell of currencies)، وذلك لوجود أحد أسباب الفساد الآتية:

أ- عدم تسليم وتسلم العملتين (المشترأة والمبيعة)؛ فيكون حينئذ من بيع العملة بالأجل.

ب- اشتراط عقد صرف في عقد صرف آخر.

ج- المواعدة الملزمة لطرفي عقد الصرف.

وهو ما ذهب إليه بنك البلاد ومصرف الراجحي، وغيرهما من المصارف. ولم يفرق أصحاب هذا الرأي بين عقد هذه المعاملة من أجل التحوط، وعقدها من أجل المضاربة على فارق الأسعار.²² واقترحت بعض الهيئات عقد قروض مبادلة.

²² ينظر في هذا قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، وبنك البلاد ومصرف الراجحي

بينما رأت بعض الهيئات الشرعية مشروعية هذا الصرف، منها بيت التمويل الكويتي حيث جاء في نص فتواه إجابة على سؤال: "ما الرأي الشرعي في مدى جواز الاتفاق على بيع أو شراء العملة وبسعر يتفق عليه مقدماً على أن تنفذ العملية في زمن لاحق ويكون التسليم والاستلام بالنقد في وقت واحد؟ الجواب: مثل هذه المعاملة تعتبر وعداً بالبيع، فإن أنفذه على الصورة الواردة في السؤال فلا مانع شرعاً والله أعلم. وزيادة في إيضاح هذه المسألة أقول: إن تنفيذ هذا الوعد على الصورة الواردة في السؤال يكون مشروعاً ولكنه إذا اقترن الوعد بما يدل على أنه عقد بيع بأن دفع بعض الثمن دون بعض فيكون من قبيل بيع الكالئ بالكالئ "المؤجل بالمؤجل" وهو ممنوع مطلقاً ولا سيما في عقد الصرف الذي يشترط لصحته تقابض كلا البديلين في مجلس العقد ويعتبر اشتراط التأجيل مفسداً له عند جميع الأئمة"²³. وجاء في الفتاوى الشرعية للبنك الإسلامي الأردني السؤال الآتي: "تسهيلاً لحجاج بيت الله الحرام ترغب وزارة الأوقاف بأن يتفق البنك الإسلامي الأردني معها لبيعها ريبالات سعودية بسعر محدد مسبقاً - اليوم مثلاً - خلال فترة مستقبلية محددة - ستين يوماً من تاريخه مثلاً - على أن تقوم وزارة الأوقاف بتسليم البنك خلال أي يوم من الستين يوماً ثمن الريالات السعودية بالدنانير الأردنية وأن يقوم البنك في ذات اليوم بتسليمها شيكاً بالريالات السعودية محسوباً على أساس السعر المحدد سابقاً لهذه الغاية - والذي قد يزيد أو يقل عن سعر صرف الريال في ذلك اليوم - فهل يجوز شرعاً السير في هذه المعاملة؟ الجواب: إن الاتفاق على تبادل العملات المختلفة الأجناس بسعر يحدد حين الاتفاق على أن يتم التسليم والتسلم من قبل البنك والوزارة في وقت واحد على أساس السعر المتفق عليه سابقاً بغض النظر عن سعر العملة يوم التنفيذ يشمل ما جاء في نيل الأوطار من أن مذهب الحنفية والشافعية أنه يجوز التبادل بسعر يومها وأعلى وأرخص وإن هذا الاتجاه وإن كان يخالف ما جاء في حديث ابن عمر الذي يتضمن الإجازة بسعر يومها إلا أنه يظهر أن الإمامين أخذوا بالحديث العام وهو قوله صلى الله عليه وسلم: إذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد. وعليه فإني أوافق على السير في معاملة الاتفاق على الوجه المشروح عملاً برأي الحنفية والشافعية المشار إليه والله سبحانه وتعالى أعلم"²⁴. فتاوى البنك الإسلامي الأردني 10/2-11. يقول الدكتور سامي حمود: [وإذا نظرنا إلى واقع الحال بالنسبة لما تؤديه العملية من خدمة للمستورد في حال المواعدة على الشراء وللمصدر في حال المواعدة على البيع نجد أن اطمئنان كل من المستورد لما سيدفعه من ثمن والمصدر لما سيقترضه أمر له اعتباره، أما المصرف فإنه إذا كانت لديه عمليات واسعة فإنه يستطيع أن يوازن بين المواعدة بالبيع مع المواعدة بالشراء]²⁵. وهو ما ذهب إليه الهيئة الشرعية العليا للبنك المركزي الماليزي وسوق الأوراق المالية الماليزية.

²³ بيت التمويل الكويتي الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية (الجزء الثاني)، فتوى رقم (96).

²⁴ البنك الإسلامي الأردني الفتاوى الشرعية الجزء الثاني، الفتوى رقم (40).

²⁵ سامي حمود: تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية ص 320، أحكام صرف النقود والعملات ص 126.

خاتمة

لقد تبين مما سبق أن الأسواق المالية الإسلامية في كثير من عملياتها، وإن ادعت بأنها اعتمدت مقارنة ابتكارية في تأسيس السوق المالي وتطويره بما يتفق والضوابط الشرعية، وذلك من خلال هندسة أدوات مالية كثيرة صالحة التداول. غير أنها تلبست في كثير من عملياتها بمخالفات شرعية، كان بعضها مسوغاً، كونها كانت صناعة ناشئة ومعقد. غير أنه مع تبين تفاصيل هذه العمليات، وظهور آثارها السلبية التي جعلها المؤسسون لها في الإطار التقليدي، تحتم على الجهات الشرعية والرقابية على هذه الأسواق المالية أن تحقق أكثر في هذه المعاملات، وتعتمد في الحكم عليها مقارنة كلية تجمع بين المبنى والمعنى والظواهر والقصود حتى تضمن موافقتها لأساسيات الشريعة الإسلامية ومقاصدها.

والله الهادي إلى سواء السبيل