



**أبحاث**

**دورة الاقتصاد التشريعيين**  
**« النقود والمؤسسات المصرفية »**

---

القاهرة في: ٩-١٣ من جمادى الأولى ١٤٣٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

---



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ





## دورة الاقتصاد للشرعيين « النقود والمؤسسات المصرفية »

خلال الفترة: ٩ - ١٣ من جمادى الأولى ١٤٣٣هـ الموافق ١ - ٥/٤/٢٠١٢م

### نصائح

بقلم

الأستاذ الدكتور/ يوسف إبراهيم يوسف  
مدير مركز صالح كامل .. للاقتصاد الإسلامي

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا رسول الله محمد النبي الأمين، وعلى آله وصحبه وتابعيه أجمعين. وبعد

فإن المتخصص في الميدان الشرعي، وبخاصة الفقه الإسلامي في أمس الحاجة إلى أن يقف على المفاهيم الصحيحة والمعاني الدقيقة للمصطلحات التي يستخدمها، فقد تعلم ذلك من دراسته الفقهية، وعلوم الإسلام المختلفة. وأكثر ما يحتاج إليه الفقيه، وهو يكتب أبحاثه، ليكتشف المرقف الشرعي من القضايا التي يناقشها، هو الاقتصاد بشتى فروعه. ذلك العلم الذي أصبح لا غنى لمثقف. ناهيك عن متخصص في العلوم الشرعية - عن الإلمام بقضاياها، والوقوف على معطياته.

ورغبة من مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، في تحقيق هذا الهدف فقد تعاوننا في تقديمه للباحثين الشرعيين من خلال دورة سابقة قدمنا فيها الاقتصاد بصورة مبسطة لنخبة مختارة من الباحثين الشرعيين على مستوى الأمة العربية من أقصى الغرب في المغرب إلى أقصى الشرق في العراق ومن الجنوب في السودان إلى أقصى الشمال في مصر وتونس.

واليوم يتم التعاون بين المركز والمعهد في تقديم الدورة بصورة معمقة، حيث يتم تدريس عدد من الموضوعات الاقتصادية المتقدمة، وكما حرصنا على نشر الأوراق الخاصة بالدورة الأولى في كتاب يحمل عنوان الدورة، فإننا نتابع اليوم نشر الأوراق المقدمة في الدورة الثانية، في هذا الكتاب وأهمها:

١. النقود ووظائفها - النظام النقدي - التضخم والكساد.

٢. سوق النقد الأجنبي وأسواق السلع العالمية.

٣. المستقبليات - سعر الفائدة - أسواق النقود والسندات.

٤. المؤسسات المصرفية - السياسات النقدية - السياسات المالية.

إلى غير ذلك من الموضوعات التي يضمها هذا الكتاب الذي ينشر الفائدة لتكون عامة بين المهتمين ممن أتيح له منهم حضور هذه الندوة ومن لم يتح له ذلك.

وفي الختام لا بد لي من شكر فضيلة الأستاذ الدكتور / أسامة محمد العبد - رئيس جامعة الأزهر على تفضله برعاية هذه الدورة، والسادة القائمين على أمر المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب على ما بذلوا من جهد وقدموا من عون في سبيل إتمام هذه الدورة، وعلى رأسهم السيد الدكتور / محمد عزمي عمر - مدير المعهد والسيد الدكتور / محمد عبيد الله - مدير شعبة التدريب بالمعهد، والسيد / لقمان مرزوق - ممثل المعهد ومنسق الدورة، وكذلك أشكر الإخوة العاملين بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي على جهودهم وبذلهم لإنجاح هذه الدورة.

وفق الله الجميع لما يحبه ويرضاه

مدير المركز

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف



## برنامج

# دورة: الاقتصاد للشريعيين «النقود والمؤسسات المصرفية»

خلال الفترة من: ٩-١٢ جمادى الأولى ١٤٢٢هـ الموافق ٥-١٠ ابريل ٢٠١٧م

اليوم	٩-١٠	١١-١٢	١٣-١٤	١٥-١٦
الأحد ١٤٢٣/٥/٦ م ٢٠١٧/٥/١١	التسجيل الافتتاح	تعريفها. نشاتها. تطورها. أنواعها أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف	وظائف النقود أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف	التسجيل ١٤٢٣/٥/١٠ م ٢٠١٧/٥/١٥
الاثنين ١٤٢٣/٥/١٠ م ٢٠١٧/٥/١٤	النظام النقدي مكونات النظام. السياسات. المستوى العام للأسعار (التضخم والكساد)	سوق النقد الأجنبي	أسواق السلع العالمية	الاثنين ١٤٢٣/٥/١٠ م ٢٠١٧/٥/١٤
الثلاثاء ١٤٢٣/٥/١١ م ٢٠١٧/٥/١٤	أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف الاستقبليات	أ.د/ عادل المهدي الأسس النظرية لسعر الفائدة	أ.د/ عادل المهدي أسواق النقود وأسواق السندات ودورها في تحديد سعر الفائدة	الثلاثاء ١٤٢٣/٥/١١ م ٢٠١٧/٥/١٤
الأربعاء ١٤٢٣/٥/١٢ م ٢٠١٧/٥/١٤	أ.د/ سمير رضوان المؤسسات المصرفية نشاتها وتطورها	أ.د/ سمير رضوان المؤسسات المصرفية أنواعها ووظائفها	المؤسسات المصرفية البنك المركزي	الأربعاء ١٤٢٣/٥/١٢ م ٢٠١٧/٥/١٤
الخميس ١٤٢٣/٥/١٣ م ٢٠١٧/٥/١٥	أ.د/ معبد الجارحي السياسات النقدية	السياسات المالية	أ.د/ معبد الجارحي السياسات المالية	الخميس ١٤٢٣/٥/١٣ م ٢٠١٧/٥/١٥
	أ.د/ معبد الجارحي	أ.د/ معبد الجارحي	أ.د/ معبد الجارحي	

مدير المركز

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف



# المحتويات

١. النقود وظائفها - النظام النقدي - التضخم والكساد  
أد/ يوسف إبراهيم يوسف
٢. سوق النقد الأجنبي وأسواق السلع العالمية  
أد/ عادل محمد المهدي
٣. المستقبلات - سعر الفائدة - أسواق النقود والسندات  
أد/ سمير عبد الحميد رضوان
٤. المؤسسات المصرفية - السياسات النقدية - السياسات المالية  
أد/ معبد علي الجارحي





## دورة: الاقتصاد الشرعيين «النقود والمؤسسات المصرفية»

خلال الفترة من: ٩-١٣ جمادى الأولى ١٤٢٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

# النقود والنظام النقدي

الأستاذ الدكتور/ يوسف إبراهيم يوسف

أستاذ الاقتصاد

مدير مركز صالح كامل - للاقتصاد الإسلامي

جامعة الأزهر

مدينة نصر - القاهرة - جمهورية مصر العربية - تليفون ٢٤٠٣٧٥١٤ - ٢٢٦١٠٣٠٨ - ٢٢٦١٠٣١١ - تليفاكس ٢٢٦١٠٣١٢

Nasr City, Cairo, Egypt, Tel.: 24037514-22610308 - 22610311, TelFax: No. 22610312  
www.sakc.azhar.edu.eg E-mail: salehkamel@azhar.edu.eg and salehkamel@yahoo.com



## النقود والنظام النقدي

الأستاذ الدكتور / يوسف إبراهيم يوسف (٥)

بسم الله الرحمن الرحيم، الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا ومولانا محمد النبي الأمين، وعلى آله وصحبه وتابعيه أجمعين. وبعد: فيسعدني أن أرحب بكم في هذه الدورة المباركة وتدور مساهماتي فيها حول موضوع «النقود» كمقدمة لهذه الموضوعات التي يقدمها لكم الأساتذة المشاركون في هذه الدورة.

### أولاً: النقود

- كما تعلمون - يلمس أهمية النقود كل فرد، فهي الدماء التي تسرى في شرايين كل اقتصاد، وتغيراتها من حيث الكمية ومن حيث القيمة تلقى بظلالها على الاقتصاد القومي، ومن ثم تلقى بظلالها على كل فرد من أفراد المجتمع.

لذا فإن فهم طبيعة النقود والوقوف على دورها والتعرف على وظائفها وتطور هذه الوظائف، بل وتطوراً لنقود شكلاً ومادة مما يهمنا أن نتعرف عليه في هذه العجالة التي تقدمها لكم، وإلا فإن النقود موضوع متسع، متعدد الجوانب، متشعب الأطراف وبعد من أعقد الموضوعات التي يدرسها علم الاقتصاد.

ومن ثم فإنه لا يدرس إلا في مرحلة متقدمة من الدراسة الاقتصادية ويلزم لفهمه أن يكون المتلقي قد مر بدراسة عدد من الموضوعات الاقتصادية التي تعين على فهمه، ولذا فإن هذه الدورة تأتي بعد دورة سابقة قدمنا فيها عدداً من الموضوعات التي يمكن اعتبارها تمهيداً لهذه الدورة.

- وعلى أية حال سنقدم هذا الموضوعات بصورة مبسطة وبعبارة لا يصعب فهمها، بمشيئة الله تعالى.

- أن النقود من أهم ما ابتكر الإنسان في مسيرته على ظهر الأرض، والمفروض أن تكون النقود مصدراً للخير، فلماذا ابتكرها الإنسان، لكنها قد تكون سبباً للمشكلات الاقتصادية والاجتماعية وقد تكون علاجاً لها، قد تمثل مصدراً للاختلال (التضخم والكساد) وقد تمثل أداة للتوازن والاستقرار، ويرجع ذلك إلى أن النقود تستخدم في كل جوانب الحياة في البيع والشراء، في التأجير والمضاربة في الإقراض والاقتراض، في الادخار والاستثمار في التعامل الداخلي بين المواطنين، وفي التعامل مع العالم الخارجي تصديراً واستيراداً، ويتوسط النقود الأجنبية في هذا الخصوص، إلى غير ذلك من الأمور الحياتية.

## ١- تعريف النقود:

أبسط ما قدم من تعريفات للنقود، وأفضلها في نفس الوقت التعريف الذي يقول: إن النقود هي أي شيء يتمتع بالقبول العام كوسيلة للدفع وأداة للادخار ووحدة للحساب. وبناء على هذا التعريف، فلا يشترط أن تكون النقود من مادة معينة، حتى إنها لتكون من جلود الإبل، فقد قدم مقترح لسيدنا عمر رضي الله عنه ليتخذ من جلود الإبل نقوداً فرفض هذا المقترح قائلاً: إذا لا إبل.

وأثر عن الإمام مالك رحمه الله تعالى أنه قال: لو أخذ الناس من جلود الإبل نقوداً لكرهت أن يتبادلها الناس نسيئة. أي أنه يرى أن ربا النسيئة يقع في الجلود إذا اتخذها الناس أداة للتعامل (أي النقود).

## ٢- خصائص النقود:

- للنقود خصائص تميزها عن غيرها من الأصول وتمثل في:
- أ) التمتع بالقبول العام من كافة أفراد المجتمع كوسيلة للقيام بالمعاملات.
  - ب) سهولة حملها ونقلها من مكان لآخر بغير تكلفة عالية للنقل والتحويل.
  - ج) قابليتها للتجزئة لتلائم مختلف المعاملات.
  - د) صمودها أمام التلف والهلاك.
  - هـ) تمثل معياراً لتقييم كل السلع والخدمات في المجتمع.

## ٣- اكتشاف النقود:

هل أتى على الإنسان حين من الدهر لم يكن يعرف النقود؟  
نعم:

﴿﴾ فلم يعرف الإنسان النقود إلا في وقت متأخر من وجوده على سطح الأرض، حيث كان يعتمد في الحصول على السلع التي تشبع حاجاته على جهوده وجهود أفراد أسرته الصغيرة أو قبيلته الكبيرة، وكانت مطالب الحياة محدودة، والأسرة أو القبيلة تستهلك ما تنتج، فلم تكن هناك حاجة إلى تبادل السلع والخدمات مع أي مجتمع مجاور لهم نظراً لبساطة المعيشة وقلة الحاجات.

﴿﴾ وبمرور الزمن عرف الإنسان ميزة التخصص وتقسيم العمل، وأدى ذلك إلى تحسين نوعية الإنتاج وزيادة كميته فوجد لديه فائض مما ينتج، وتطلع إلى أن يبادل به بفاصل إنتاج غيره، فظهرت المقايضة.

## النقود والذئام النقدي

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

وفي ظل المقايضة كان على الذي لديه فائض من إنتاجه يحب مبادلتة، كان عليه أن يبحث عن شخص تتوافق رغبته معه حتى تتم الصفقة. وهذه صعوبة كبيرة، يضاف إليها صعوبة تجزئة بعض السلع حتى يمكن دفع قيمة سلعة أقل منها في القيمة.

وللتغلب النسبي على ذلك ظهر أفراد يمارسون التجارة وتنظيم عملية تبادل السلع وكان على صاحب الفائض أن يسلمه إلى التاجر ليتولى عرض جميع المنتجات على جميع الراغبين في الحصول عليها، ويتولى عملية المساومة حتى تتم الصفقة وتتبادل المنتجات. وكان ذلك يستغرق الوقت الطويل كي يتمكن المنتج من استبدال سلعته بسلعة أخرى.

وقد واجه التجار صعوبة في الاحتفاظ لكل فرد بإنتاجه منفصلاً فاتفقوا على خلط السلع المتجانسة لتكون ملكية شائعة لكل المنتجين، وكي يمكن تقدير قيم السلع المختلفة تم التعارف في كل مجتمع على اتخاذ سلعة معينة يتم بها قياس جميع السلع الأخرى، فاستخدم الإغريق الماشية بينما استخدم أهل سيلان الأفيال، واستخدم الهنود الحمر التبغ، بينما كانت نقود الصين هي المدى والسكاكين.

وبمرور الوقت اكتشفوا أن هناك سلعة تتسم بمواصفات تختلف عن السلع التي اتخذت نقوداً، سلعة تتصف بأنها لا تمرض ولا تموت، مثل الحيوان، كما أنه يمكن تجزئتها وتشكيلها بالحجم والشكل المطلوبين، كذلك فإنها لا تتطلب تكلفة للاحتفاظ بها. هذه السلعة هي المعدن النفيس من الذهب والفضة.

وبمرور الوقت تعود الناس على التعامل باطمئنان بهذه السلعة، وزادت ثقتهم بها واكتسبت صفة القبول العام، فأصبحت مقياساً معبراً عن قيم جميع السلع والخدمات، ومخزناً لها في نفس الوقت. وانتشر استخدام النقود المصنوعة من الذهب أو الفضة على المستوى المحلي والمستوى الدولي، وقامت دول كثيرة بسك عملاتها من المعدنين الذهب والفضة، بينما اقتصر بعضها على سك عملتها من الذهب وبعضها بسك عملتها من الفضة.

وهكذا بالفطرة السليمة وبهداية الله تعالى، تعارف الناس منذ القدم على اتخاذ النقود من المعدنين النفيسين (الذهب والفضة) وقام النقدان بوظيفة النقود على المستوى العالمي إضافة إلى قيامهما بوظيفة النقود على المستوى المحلي في كل دولة.

وبناء على هذا فإن النقود المعدنية من الذهب والفضة ابتكار للإنسان وليست كما يقول عدد من فقهاءنا الكبار، أن الذهب والفضة نقود بأصل الخلقة، أي أن الذهب والفضة خلقاً ثمينين، ذلك أن غيرهما قد سبقهما في القيام بوظيفة الثمنية كما أن غيرهما سيلحقهما ما في القيام بهذه المهمة.

### ٤- مميزات الذهب والفضة :

تربعت النقود من الذهب والفضة على عرش النظام النقدي العالمي قروناً طويلة دون منازع حتى أوائل القرن الماضي، وذلك بسبب مميزات بها لا توجد في غيرها من السلع وأهمها:

١ ) الذهب والفضة قابلان للطرق والتشكيل بالوزن والحجم والشكل المطلوبين للتعبير عن مختلف القيم الموجودة بالمجتمع في صرورة وحدات نمطية يسهل التعرف عليها، كما يسهل استبدال قيم السلع والخدمات بها.

٢ ) يتميز الذهب والفضة بالقابلية للحفظ لمدد غير محدودة (الادخار) إذ لا يتعرضان للتلف أو الهلاك بالصدأ أو التسامي أو الحريق أو التقطيع، كما يتمتعان بمقاومة الأحماض والقلويات.

٣ ) للذهب كما للفضة لون خاص، وبريق خاص، وملمس خاص، ورنين خاص، يمكن للإنسان العادي التعرف عليهما بسهولة ويسر، باستخدام حواس النظر واللمس والسمع معاً، وهذا من شأنه تيسير وتسهيل التعامل وفي نفس الوقت تصعيب عملية تزويرهما لدرجة الاستحالة، فيطمئن المتعاملون في السوق إلى أن جهدهم وعرقهم لن يستولى عليه لصوص الجهد والعرق عن طريق تزوير إيصالات الإنتاج (النقود).

٤ ) تتميز الكمية المعروضة من الذهب والفضة بالثبات النسبي . على الأقل في المدى القصير . وتتناسب الزيادة في إنتاجهما مع الزيادة في الإنتاج في سكان العالم، وهذا من شأنه ثبات القيمة التبادلية بالنسبة إلى جميع السلع والخدمات في حالة ثبات المعروض منها وبقاء باقي الشروط على ما هي عليه، وهذا من شأنه أن تمتعت النقود من الذهب والفضة بالصلاحيّة والقدرة على قياس قيم جميع الأشياء.

٥ ) الذهب والفضة لهما قيمة ذاتية كامنة فيهما نظراً لمزاياهما المتفوقة كمعادن، ولتمتعهما بندرة نسبية مما يجعل لهما قيمة اقتصادية حتى ولو لم يستخدم كنقود.

### ٥- تطور أشكال وأنواع النقود :

لم تقف أشكال النقود عند شكل معين فمنذ أن ابتكرها الإنسان وهي تخضع للتطور بتطور الحياة البشرية، وبالتقدم الاقتصادي والتكنولوجي على مستوى العالم، وقد عرف الإنسان العديد من أنواع النقود، أو طرق تسوية المعاملات التي تدخل ضمن أنواع النقود. وفيما يلي نقدم عرضاً سريعاً لأهم أشكال النقود حسب تطورها الزمني بدءاً من النقود السلعية حتى النقود الإلكترونية.

### النقود السلعية:

النقود السلعية هي أول ما ظهر من النقود عندما حلت محل المقايضة، واتخذ الناس سلعة معينة ليقيسوا بها قيم السلع الأخرى وقد اتخذت أشكالاً عديدة مثل الحبوب والماشية، واستخدم سكان شرف أفريقيا الخرز.، وقد استخدمت النقود السلعية بصفة عامة كوسيط للتبادل في المجتمعات المختلفة في بداية عهدها باستخدام النقود، وخروجها من إطار المقايضة التي عانت الشعوب من صعوباتها التي تعرفنا عليها.

وتتميز النقود السلعية بأن قيمتها كنقد لا تختلف عن قيمتها كسلعة، ولا يمكن أن يحدث اختلاف بين القيمتين، وإذا حدث فإن قوى العرض والطلب كفيلة بإعادة التساوي بين القيمتين من جديد.

### النقود المعدنية:

مع أن النقود السلعية استطاعت أن تقضي على الكثير من عيوب وصعوبات المقايضة لكنها لازالت تحمل الكثير من هذه العيوب وتلك الصعوبات، مثل هلاك العملة وموتها إن كانت حيواناً وثقلها وصعوبة نقلها إن كانت حبوباً أو أحجاراً أو حديداً.

وعندما اكتشف الإنسان معدناً نقيساً تقدر قيمة الجزء منه بسلعة ضخمة. كان في إمكانه أن يتخلص من العيوب السابقة للنقود السلعية. فظهرت النقود الذهبية والفضية والتي تمتعت بالميزات العديدة التي ذكرنا من قبل.

### النقود الورقية:

ومع أن النقود من المعدن النفيس من ذهب وفضة قضت على معظم العيوب التي كانت تكثف عمليات التبادل إلا أن الإنسان يسعى إلى الأفضل والأيسر ففكر في وسيلة يتغلب بها على عيوب النقود الذهبية والفضية المتمثلة في مخاطر الانتقال بها وتعرضها للسرقة في هذه الأثناء. كما أن الحاجة إلى وزنها عند كل معاملة مثل صعوبة أخرى، والقيام بتجزئتها عبء آخر، وهكذا لم تخل النقود المعدنية من الذهب والفضة من بعض العيوب التي تطلع الناس إلى التخلص منها، وتمثل ذلك في إيداع الذهب والفضة لدى تجار لديهم خزائن ضخمة يحفظون فيها الذهب والفضة ويعطون صاحبها إيصالاً بذلك، وعندما يحتاج إلى ذهبه يأتي ليحصل عليه، ويثق الناس في هذه الإيصالات أصبحوا يتبادلونها بما تحمله من كمية الذهب أو الفضة دون أن يعودوا إلى أصحاب الخزائن. وبهذا ظهرت النقود الورقية، والتي قامت الحكومات بعد ذلك بإصدارها في مجموعات متماثلة، وتعهدت هي بتقديم الذهب والفضة لمن يحمل هذه الأوراق.

### مراحل النقود الورقية:

وقد مرت النقود الورقية بمراحل ثلاثة هي:

**أ ) النقود النائية:** وهي عبارة عن ورقة تعطي لمالكها الحق في تحويلها إلى ما يعادلها من نقود سلعية من الذهب أو الفضة ، وهي تتميز بخفة الوزن وسهولة الحمل ، وهي تنوب في الاستخدام عن الذهب والفضة الذي يظل قابلاً في خزائن التجار بعيداً عن التداول.

وقد بدأ استخدام هذه النقود في إنجلترا خلال القرن السادس عشر، وكانت تصدر هذه الأوراق بواسطة الصياغ، حيث درج الأفراد على اندهاب إليهم لإيداع الذهب والفضة في خزائنتهم والحصول على هذه الأوراق التي تمثل قيمة المعدن المودع لدي الصياغ والتي يتعهد الصياغ بإعادته إليهم عند الطلب ، وأصبحت هذه الورقة النقدية هي المفضلة عند الناس في التعامل بسبب سهولة حملها.

**ب) النقود الورقية القابلة للتحويل:** بمرور الوقت اتسع نطاق التعامل بهذه الورقة النقدية وأصبحت مقبولة كوسيط للتبادل دون الحاجة لتداول المسكوكات المعدنية، بمعنى أن هذه الأوراق (والتي سميت الأوراق النقدية القابلة للتحويل) لم يحتفظ الناس بها بدلاً من الذهب والفضة فقط وإنما تداولوها بينهم دون الحاجة إلى استخدام المعدن النفيس. وهنا وجد الصياغ ضالتهم - وكانوا في الغالب من اليهود - وجدوا ضالتهم - استناداً على الثقة في هذه الأوراق - فقاموا بإصدار أوراق تفوق في قيمتها ما لديهم من معدن نفيس وأقرضوها بالربا لمن يريد الحصول عليها ، ويتامل بها وكأنه يملك ما يقابلها من الذهب والفضة ، ذلك أن الناس كما قلنا لم يعودوا يطلبون المعدن، وإنما اكتفوا بتبادل هذه الأوراق، وعليه فقد ظهرت نقود تزيد في حجمها عن حجم الذهب والفضة المودع في خزائن الصياغ. وبمرور الوقت اتجهت الحكومات إلى إصدار هذه الأوراق القابلة للتحويل إلى الذهب والفضة ، حماية للناس من التعرض للمخاطر، حيث تحتفظ الحكومة بالمعدن، وتصدر مقابله نقوداً ورقية قابلة للتحويل.

**ج) النقود الورقية الإلزامية:** وبمرور الوقت أيضاً ، ولعدم امتلاك الحكومات لكميات كافية من الذهب والفضة تغطي الإصدارات النقدية الضخمة التي تحتاجها المعاملات اتجهت الحكومات إلى إصدار هذه النقود ، ليس بقيمتها أو مقابلها من الذهب والفضة ، ولكن بسعر إلزامي تحدده الحكومة لهذه الورقة وأصبحت هذه النقود الورقية - غير القابلة للتحويل إلى ذهب وفضة - يتم تداولها بين الناس ويستخدمونها وسيلة للدفع على أساس السعر القانوني الذي حددته لها الحكومة. وقد تطور هذا الشكل من النقود في إنجلترا خلال القرن التاسع عشر. وهكذا انهارت العلاقة بين عرض النقود والمعادن النفيسة.

وأهم ما يميز هذه النقود الحكومية الإلزامية ما يلي:

١. سهولة الحمل.
٢. سهولة التعامل بها.
٣. خفة الوزن.
٤. انخفاض نفقات الإصدار.
٥. انخفاض نفقة الاحتفاظ بها.

## النقود والنظام النقدي

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

٦- سهولة التحكم في الكميات المصدرة حسب التغيرات في الطلب على النقود بشكل أسهل من التحكم في إصدار النقود المعدنية.

٧- تسهم في خفض نفقه المعاملات لما يؤدي إليه استخدامها من اختفاء النفقات والمخاطر والمصاريف المرتبطة بالتحويل.

ومع كل هذه المزايا فإن الإنسان - كما قلنا - وهو يتطلع إلى التيسير والتسهيل رأي للنقود الورقية عيوباً تتمثل في تعرضها للسرقة والضياع وخطورة نقلها من مكان لآخر إذا كانت بكميات كبيرة، ولواجهة هذه المصاعب طور الإنسان شكلاً جديداً لنظام المدفوعات نقدية، هو النقود المصرفية.

د ( النقود المصرفية: ظهرت النقود المصرفية كتطور طبيعي للنقود الورقية من ناحية ولتلافي مخاطرها من ناحية ثانية، كما ارتبط ظهور النقود المصرفية بتطور الجهاز المصرفي من ناحية ثالثة، فعندما انتشر الجهاز المصرفي قام الناس بإيداع ما لديهم من نقود ورقية في البنوك وحصلوا على ما يفيد ذلك، وما يستخدمونه في استعادة ما أودعوه، من ناحية أو تحويل ما لهم في البنك إلى شخص آخر، والوسيلة لكل ذلك هي الشيك، أي أن الشيك أصبح أحد أهم التطورات في نظام المدفوعات النقدية حيث يسمح بأن تتم المعاملات دون حاجة إلى حمل كمية كبيرة من النقود وإدخال الشيك كأحد أهم أشكال تداول النقود المصرفية يحقق عدداً من المزايا هي:

١- خفض نفقة المعاملات، حيث يقلل من نفقات النقل المرتبطة بالنقود.

٢- الشيكات أقل تعرضاً للسرقة أو الضياع.

٣- الشيكات تستخدم في تسوية المعاملات التجارية الكبيرة فهي أكثر أماناً وتوفير الوقت في العد وتوفير الجهد في الحمل والنقل.

وعلى ذلك فإن النقود المصرفية قد احتلت أهمية كبيرة كوسيلة للمبادلة نظراً لما تتيحه من سهولة ويسر وسرعة وقلة تكلفة. ومع ذلك فإنها لا تخلو من العيوب، فنقل الشيك من مكان لآخر يتطلب وقتاً، والإيداع والسحب ربما يأخذ وقتاً، علاوة على ارتفاع نفقة طباعة دفتر الشيكات، كما أن القانون لا يعترف لها بقوة إلزام، بمعنى أنه ليس هناك ما يجبر الفرد على قبول التعامل بالشيكات. بعكس النقود الورقية أو المعدنية والتي تتمتع بقوة إلزامية غير محدودة.

هذه العيوب اليسيرة استطاع الإنسان أن يتغلب عليها بنوع جديد من النقود ظهر أثر التقدم الكبير الذي حدث في نظم وتكنولوجيا الاتصالات. هذا النوع هو:

«النقود الإلكترونية»

## مفهوم النقود الإلكترونية:

قدمت تعريفات متعددة للنقود الإلكترونية فعُرِّفت بأنها وسيلة إلكترونية لدفع القيم وسداد قيمة المعاملات. وعرفها البنك المركزي الأوروبي بأنها «قيمة نقدية مخزنة إلكترونياً لاستخدامها كوسيلة للدفع بين متعاملين مختلفين عن المؤسسات التي أصدرتها وذلك دون حاجة لوجود حساب مصرفي» وعرفت شركة «أيرنست..» بأنها: «مجموعة من البروتوكولات والتوافق الرقمية التي تتيح للرسالة الإلكترونية أن تحل فعلاً محل العملات التقليدية»، واستخلاصاً من كل التعريفات السابقة، يمكننا إن نعرف النقود الإلكترونية بكافة أشكالها بأنها «قيم نقدية مخزنة إلكترونياً، تصدرها مؤسسات مصرفية لاستخدامها من قبل الوحدات الاقتصادية في المجتمع كوسيط للتبادل، وأداة لإبراء الذمم.

## أشكال النقود الإلكترونية:

### ١. بطاقة الائتمان:

وهي من أكثر أشكال النقود الإلكترونية انتشاراً في الدول المتقدمة، وهي عبارة عن بطاقة بلاستيكية يقوم بمقتضاها العميل بسحب أو تحويل مبلغ من حسابه بأحد البنوك بطريقة إلكترونية عند القيام بعمليات الشراء المختلفة في أي من المحلات التجارية، أو المطاعم أو الفنادق لحساب هذه الجهات. ويتم ذلك عن طريق تمرير الكارت في ماكينة القراءة المتوافرة في أماكن بيع السلع أو تقديم الخدمات المختلفة، وتحديد المبلغ المطلوب دفعه ليتم خصمه إلكترونياً من حساب العميل لدى البنك، أو تعليه رصيده المدين بقيمة العملية. وتصدر هذه البطاقات حالياً البنوك وشركات الفيزا كارت Visa Card والماسטר كارت Master Card وتعمل كروت السحب النقدي ATM حالياً نفس عمل بطاقة الائتمان.

ويمكن استخدامها للسحب من أي مكان في العالم وبأي عملة سواء كانت محلية أو أجنبية حسب مكان تواجد صاحب البطاقة

هذا ويلاحظ أن بطاقات الائتمان تحمل الصورة الشخصية لمستخدمها بالإضافة إلى توقيعه وذلك بهدف تجنب مخاطر السرقة والتزوير أو الاستخدام السيئ وغير المشروع لهذه البطاقات.

ومن أهم خصائص هذه الكروت، أن حاملها لا يدفع فوائد على المبالغ المسحوبة بموجب الكارت إلا بعد مرور فترة تصل إلى ٥٥ يوماً من تاريخ السحب.

### ٢. بطاقة الخصم:

وهي عبارة عن بطاقة بلاستيكية يصدرها أحد المصارف بناء على رغبة طالبها، و دون اهتمام من جانب البنك بالمركز المالي للعميل طالب البطاقة، حيث إنها لا تعطي

## النقود والنظام النقدي

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

لحاملها الحق في سحب أية مبالغ تزيد عن الرصيد الموجود بالحساب الذي تمثله هذه البطاقة، أي أنها ليست بطاقة ائتمانية، إذ لا بد أن يوحد بالحساب الخاص بها مبالغ نقدية لكي يمكن سحبها، والخصم من رصيد العميل في حسابه المصرفي بقيمة المعاملات التي يقوم بها.

فإذا قام صاحب البطاقة بالسحب النقدي أو التحويل أو الشراء بموجب بطاقة الخصم، فإن قيمة المعاملة يتم تحويلها من الحساب الخاص بصاحب البطاقة إلى حساب آخر يخص المستحقين لقيمة المعاملة سائلة الذكر.

### ٣. البطاقات مدفوعة القيمة مقدماً:

وهي عبارة عن بطاقة يتم إصدارها من قبل جهات مصرفية أو غير مصرفية، وتطوي على شريحة إلكترونية مخزناً عليها قيمة معينة لكي يمكن استخدامها في أغراض محددة ولمدة محددة.

ومن أمثلة هذه البطاقات تلك التي تستخدم في التليفونات ووسائل الانتقال.

### ٤. بطاقات الصرف الآلي:

وتصدر هذه البطاقات من قبل المؤسسات المصرفية لتعطي لحاملها حق السحب من ماكينات الصرف الأوتوماتيكية المنتشرة في أماكن مختلفة، يتم وضعها لهذا الغرض. ومن أمثلة هذه البطاقات تلك التي تمنحها البنوك لعملائها بناءً على اتفاق يتم بين البنك ومنظمات الأعمال المختلفة، وتقوم هذه المنظمات بموجب هذا الاتفاق بتحويل المرتبات وكافة المستحقات المالية للعاملين لديها على حسابات مرتبطة بهذه البطاقات، ويعطي لكل عامل بطاقة ورقم سري لسحب مستحقاته من هذه الماكينات.

### ٥. الشيكات الإلكترونية:

الشيك الإلكتروني عبارة عن تحويل مالي يتم عبر الإنترنت يقوم بتحريره شخص ما (مصدر الشيك) إلى شخص آخر (حامل أو مستلم الشيك) ليقدمه إلى البنك (المسحوب عليه الشيك) وهو البنك الإلكتروني أو الافتراضي. ويقوم البنك المسحوب عليه الشيك بتحويل قيمة الشيك إلى حساب العميل المستحق لقيمة الشيك. ويتم بعد ذلك إلغاء الشيك وإعادةه إلكترونياً إلى حامله ليتأكد أنه قد تم بالفعل تحويل قيمة الشيك إلى حسابه.

وعندما يتم إبرام صفقة شراء وبيع لبضائع معينة بين المشتري والبائع، يقوم المشتري بإصدار الشيك الإلكتروني بتوقيعه المسجل لدى البنك الوسيط، ومحدداً به القيمة المطلوب تحويلها من حساب المشتري إلى حساب شخص آخر، وهو البائع الذي يحضر الشيك لصالحه. ويقوم البنك الوسيط بتحويل قيمة الشيك الإلكتروني من حساب مصدر الشيك إلى حساب مستلم الشيك وإرساله إلكترونياً إلى المستحق لقيمة الشيك ليتأكد بأن قيمة الشيك قد تم إضافته إلى حسابه الجاري طرف البنك.

## مستوى الثقة في أنظمة الدفع الإلكتروني:

لم تزل كثير من الدول النامية حتى الآن اقتصاديات معتمدة على المعاملات النقدية الورقية أو التقليدية، حيث إن التعامل النقدي الورقي يعد تعاملاً منضلاً كوسيلة للدفع والسداد، وهذا ليس فقط نتيجة للربحية في تحقيق الأمان للحسابات والمعاملات، ولكنه نتيجة أيضاً لضعف الأطر القانونية الحاكمة، واحتمالات السطو الإلكتروني للمعاملات الإلكترونية فضلاً عن جهالة الثقافة الإلكترونية في الدول النامية.

ويتطلب ذلك، حماية المستهلكين من السطو الإلكتروني، وتحقيق الأمان في استخدام الكروت والمعاملات الإلكترونية، فضلاً عن إتاحة الحرية الكاملة للمستهلكين في اختيار المؤسسة الوسيطة والأداة المناسبة.

وتتطوي التجارة الإلكترونية كما سبق القول على معاملات البيع والشراء والمتاجرة عبر الشبكة الدولية للمعلومات. وقد تكون هذه المعاملات إلكترونية نسبة ١٠٠٪، أو شبه إلكترونية أي جزئية.

١- **والمعاملات الإلكترونية المتكاملة**، هي معاملات يتم الاستفسار والتسعير وإصدار أوامر الشراء وسداد قيمة المشتريات، واستلام المشتريات ذاتها بصور إلكترونية، ولا يوجد بها أي معاملات مادية أو غير إلكترونية. ومثال ذلك شراء كتب وبرامج كمبيوتر، واستخدام بطاقات الائتمان (فيزا نت) لسداد القيمة. ويُسمح للمشتري بعد سداد القيمة إلكترونياً أن يقوم بالدخول على مواقع البائعين وتسلم البرامج أو الكتب في صورة إلكترونية عبر الإنترنت.

٢. **أما المعاملات شبه الإلكترونية**، فيتم بموجبها البحث والاستفسار عن المنتجات عبر الإنترنت وإصدار أوامر الشراء، وسداد القيمة باستخدام كروت الائتمان. ويبقى الجزء الوحيد الذي يتم بصورة مادية وهو النقل المادي للبضاعة المشتراة من أماكن تواجدها وبيعها إلى العنوان المادي للمشتري.

وبناء على ما سبق فإن عملية السداد أو الدفع الإلكتروني تعتبر حجر الزاوية في تطور ونمو التجارة الإلكترونية.

وعلى الرغم من المزايا السابقة للنقود الإلكترونية، فإن هناك مجموعة من العيوب المتعلقة باستخدام النظم المختلفة للنقود الإلكترونية ومن هذه العيوب ما يلي:

- إمكانية السطو الإلكتروني Fraud على الأرصدة والحسابات.

- إمكانية الفشل الإلكتروني الراجع إلى النظم ذاتها أو البرامج التي تستخدمها، أو

ضياع الملفات الإلكترونية.. إلخ.

- فقدان الخصوصية التي تتطوي عليها الحسابات المصرفية، وصعوبة متابعتها

إلكترونياً.

## النقود والنظام النقدي

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

- غياب الوعي الإلكتروني والمعرفة الموثقة بالأنظمة المصرفية الإلكترونية، وضعف الثقة في أنظمة غير ملموسة.

### ٦- وظائف النقود:

اختراع الإنسان النقود ليؤدي بها وظائف عجز نظام المقايضة عن أدائها. هذه الوظائف هي:

#### ١- النقود كوسيلة للتبادل:

تقوم النقود بهذا الدور، وهو التوسط والوصل بين المبادلات والمعاملات التي تتم بين الأفراد والوحدات الاقتصادية التي يتكون منها المجتمع، ففي ظل المقايضة لا بد من وجود توافق مزدوج بين الرغبات، بمعنى أن الشخص الذي يمتلك السلعة (أ) ويرغب في الحصول على سلعة أخرى (السلعة ب) يتعين عليه أن يبحث عن شخص يملك السلعة (ب) ويريد أن يبادل بها بالسلعة (أ) ولاشك أن هذه عملية تكتنفها صعوبات جمة، وتتطلب جهداً ووقتاً طويلاً لتحقيق التوافق بين الرغبات وإتمام المبادلة وإدخال النقود كوسيلة للدفع تختفي هذه الصعوبات، حيث يستطيع مالك السلعة (أ) أن يبادلها بالنقود مع أي شخص يملك النقود ويحتاج إليها، وبهذه النقود يستطيع هذا الشخص أن يحصل على السلعة (ب) من أي شخص حتى وإن لم يكن في حاجة إلى السلعة (أ) المملوكة لهذا الشخص، وهو ما يعنى أنه في ظل استخدام النقود كوسيط للتبادل يتحقق العديد من المزايا مثل:

(أ) اختفاء مشكلة عدم التوافق المزدوج للرغبات حيث يتم التعامل بصورة مستقلة مع الصفقات المتعلقة بالبيع وتلك المتعلقة بالشراء.

(ب) يترتب على الميزة السابقة ميزة أخرى وهي انخفاض نفقة المعاملات بسبب توفير الوقت والجهد المرتبط بعملية المقايضة.

(ج) ويترتب على الميزة السابقة ميزة ثالثة هي اتساع نطاق التخصص وتقسيم العمل مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة، وزيادة النمو، وبالتالي رفع مستوى المعيشة.

#### ٢) النقود كوحدة للحساب:

في ظل نظام المقايضة لا توجد مقياس عام لتقييم السلع والخدمات، حيث تقوم كل سلعة أو خدمة بدلالة كل سلعة أو خدمة أخرى، وهو ما يؤدي إلى تعدد معدلات التبادل بشكل يثير الارتباك وفي ظل النقود يوجد مقياس واحد تقوم به كل السلع ومن ثم يمكن التعرف على نسبة كل سلعة إلى كل السلع الأخرى عن طريق نسبة كل سلعة إلى ما يقابلها من النقود. أي استخدام وحدة واحدة للحساب هي النقود فإذا كان لدي قلم سعره جنيه وكتاب سعر جنيه أيضاً ومسطرة سعرها جنيه، فهذا يعلمنا أن كل هذه السلع قيمها واحدة، وما تحتويه من الموارد متساوياً أيضاً. وهذا يمكن من اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار والادخار ويساعد على التخطيط وتحقيق التنمية.

### (٣) النقود كمخزن للقيمة:

وظيفة النقود كوسيط للتبادل وقبولها بين البائعين والمشتريين، تعنى أن للنقود وظيفة أخرى هامة وهي أنها مخزن للقيمة أو مخزن للقوة الشرائية، فأحد عيوب المقايضة هو ضرورة إتمام عملية البيع والشراء بشدّة لكي لا يمتنع البائع عن البيع لأن يكون مشترياً لشيء آخر في نفس الوقت إلا أن استخدام النقود قد تخلى هذه الصعوبة حيث أصبح هناك انفصال بين عملية البيع وعملية الشراء، حيث يبيع الشخص سلعته بالنقود، ويحتفظ بقيمتها ممثلاً في ثمنها بالنقود وهو بهذا يخزن قيمة السلعة إلى أن يحتاج إليها، ولم يكن ذلك متاحاً من قبل حيث إن معظم السلع تتعرض للتلف وعدم صلاحيتها للتخزين. أما النقود فهي تحتفظ بالقيمة، وتتمتع بالسيولة، وتتميز بأنها آمنة من فقدان قيمتها عبر الزمن.

وخلاصة الحديث عن وظيفة النقود، أن سهولة حملها وإمكانية تخزينها، وتمتعها بالقبول العام وقوة الإبراء واستقرار القيمة، قد مكنها من أن تكون وسيطاً للتبادل ووحدة للحساب وتخزين القيم، ولاشك أن أداء النقود لهذه الوظائف يسهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

### ثانياً: النظام النقدي

مرت النظم النقدية بمراحل مختلفة، اختلفت خصائصها من نظام إلى آخر، وتمثلت هذه النظم مع نوعية النقد السائدة في كل مرحلة، ولم تظهر هذه النظم في الفترة السابقة على اكتشاف النقود الفضية والذهبية واستخدامهما كوسيط للتبادل.

في الدول السابقة على الدولة القومية قام النظام النقدي على أساس نظام المعدن الواحد في بعض الدول ذهباً أو فضة، وفي بعضها قام النظام النقدي على أساس نظام المعدنين ممثلاً في الفضة والذهب معاً. وفي كل الحالات كانت التجارة الدولية تمول بدون مشاكل حيث يتحرك الذهب أو تتحرك الفضة ممولة للتجارة بين الدول. وكانت الأمور تسير سيراً حسناً حتى بعد تدخل الصيرافة، وإصدارهم الصكوك النائبة عن الذهب، ويضاعفوا حجم المصدر مقارناً بكمية الذهب التي يحتفظون بها في خزائهم كما بينا.

والملاحظ أن الكتاب الذين يدرسون النظم النقدية ويؤرخون لها في بلادنا ينطلقون من موقف العالم الأوروبي، الذي يرى أن تاريخ كل شيء يبدأ بأوروبا، ومن ثم لا يعطون دوراً في تطور النظم النقدية لغير الأوروبيين؛ فالدنيا عندهم تبدأ باليونان والرومان، وتستأنف المسيرة من النهضة الأوروبية في القرن السادس عشر، مع أن التاريخ الصحيح يثبت حضارة للهند والصين وبلاد فارس ومصر الفرعونية ويشهد أنظمة نقدية في هذه البلاد عرف بعضها نظام المعدن الواحد ممثلاً في الذهب أو ممثلاً في الفضة كما عرف بعضها الآخر نظام المعدنين معاً، وذلك قبل اليونان والرومان ومن ثم قبل أوروبا ما بعد عصر النهضة، تلك النهضة التي قامت على ما نقلته عن الحضارة الإسلامية التي ملأت العصور الوسطى ازدهاراً وتقدماً ونمواً، وكان النظام النقدي فيها يقوم على نظام المعدنين الذهب والفضة، وينسبة صرف ثابتة بين المعدنين، هي ١ - ٧ وكانت القوة الشرائية لكل من الذهب والفضة تتمتع بالثبات في ظل الدولة الإسلامية التي حرصت على المحافظة على هذا الثبات انطلاقاً من تحريم الإسلام للتلاعب بالنقدين حيث إنهما مقياس المعاملات، والمقياس لا بد أن يكون معلوماً للناس وثابتاً لا يتغير. وغير ذلك يعني أكل أموال الناس بالباطل وهو من أشد المحرمات في الاقتصاد الإسلامي.

ولما كانت أوروبا هي قائدة التطور النقدي في القرون الأخيرة، وهي التي تحدد النظام النقدي العالمي في أيامنا هذه، فإننا سنمر على النظام النقدي في هذه القرون كما عاشته وتعيشه أوروبا وامتدادها في أمريكا الشمالية واليابان. وقبل ذلك نقدم فكرة عن الأنظمة النقدية.

### أولاً: مفهوم النظام النقدي:

للنظام النقدي مفهوم على المستوى المحلي ومفهوم على المستوى الدولي.

فهو على المستوي المحلي يعني مجموعة الإجراءات والقواعد التي تعين وحدة التحاسب وتضبط إصدار وسحب النقد من التـاول.

أما على المستوي الدولي فهو يعني مجموعة العلاقات النقدية المنبثقة عن الاتفاقات الدولية التي تحدد وسائل الدفع التي تكفل تسوية الحسابات الدولية.

### ثانياً: أنواع الأنظمة النقدية:

تعددت الأنظمة النقدية - كما بينا - وتمثلت في:

١- النظام النقدي السلعي وأساس التعامل فيه الذهب أو الفضة أو هما معاً، ويستخدمان نقداً مسكوكاً أو سبائك تغطي نقداً نائباً، ومن ثم فلدينا الأنواع الفرعية التالية:

أ) نظام المعدن الواحد، ذهباً أو فضاً حيث يكون أساس الوحدة النقدية معدن واحد، ذهباً أو فضة، فإذا استخدم أحدهما في سك النقود كنا أمام نظام المسكوكات الذهبية أو المسكوكات الفضية وإذا استخدمنا نقوداً مغطاة بالذهب واحتفظنا بالذهب المساوي لهذه النقود النائية كنا أمام نظام السبائك الذهبية فإذا ربطنا عملة بلد ضعيف اقتصادياً بعملة دولة قوية اقتصادياً تسير على قاعدة الذهب، نكون أمام نظام الصرف بالذهب، فعملة البلد التابع تستخدم داخلياً وأوراقاً نقدية إلزامياً، وخارجياً ترتبط بالعملة التي تسير على الذهب، فيكون دور الذهب مقصور على كونه المقياس الأخير للقيمة بالنسبة للمعاملات الخارجية (وقد استشرى هذا النظام أيام الاستعمار كما استمر بعد الاستقلال في ظل ما عرف بمنطقة الإسترليني أو منطقة الفرنك وتضم الدول التابعة لبريطانيا أو لفرنسا).

٢) نظام المعدنين: في هذا النظام تتحدد العلاقة بين الذهب والفضة على أساس سعر قانوني يربط بينهما، وقد كان عند استخدام الدول الأوروبية له يمثل وحدة نقدية ذهباً مقابل ١٦ وحدة نقدية فضة واستقرار هذا النظام يعتمد على استمرار ثبات هذه النسبة بين الذهب والفضة، والذي حدث فعلاً أن هذه النسبة قد اختلفت لصالح الذهب فخرجت الدول المطبقة له وسارت على قاعدة الذهب، وقد فسّر اختفاء الذهب في هذا النظام بما يعرف بقانون «جريشام» ومنطوقه أن النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة، وللعلم فإن هذا القانون قد اكتشفه المقريزي قبل أن يعرفه «جريشام» بمائة عام.

٣) نظام النقد الائتماني الإلزامي: في ظل هذا النظام تحل النقود الورقية الإلزامية محل النقود المعدنية، ويصبح النقد الورقي الاختياري نقداً إلزامياً غير قابل للتحويل إلى ذهب أو أي معدن آخر، وبالتالي أخذ مكان النقد السلعي وأصبح نقداً نهائياً. وسبب ظهوره عدم قدرة النظام السلعي على مسايرة التطور في التجارة الدولية بسبب محدودية إنتاج الذهب، وأصبح النقد الورقي يرتبط بحاجة الدولة الاقتصادية، وله جهة إصدار واحدة هي

## النقود والذخايم النقدي

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

البنك المركزي. والورقة النقدية لا قيمة لها في ذاتها، وتستمد قيمتها من قوة القانون. وفي ظل هذا النظام أمكن للدولة أن تطبع من النقود الحجم الذي تراه، ومن ثم فإن هذا النظام يقود إلى هاوية التضخم وما يتبعه من مشكلات.

وكما مر بنا فإن النقود الإلكترونية والائتمانية بأشكالها المختلفة هي ثمر من ثمرات هذا النظام.

### النظم النقدية في أوروبا:

لقد عاشت أوروبا عدة نظم نقدية أهمها:

(١) النظام النقدي خلال الفترة (١٨٧٠ - ١٩١٤):

قام النظام النقدي خلال هذه الفترة على أساس ما عرف باسم «قاعدة الذهب» والتي جاءت إلى التطبيق بشكل تلقائي ودون اتفاق مسبق بين الدول، بيد أن توافر مجموعة من الشروط هي التي مهدت لسيطرة «قاعدة الذهب»، وتمثلت هذه الشروط في ثلاثة هي:

أ) التزام حكومات الدول بتحديد قيمة ثابتة لعملتها الورقية بالنسبة لوزن معين من الذهب.

ب) الالتزام بتحويل ما يقدم إليها من عملات ورقية إلى الذهب وفقاً لما سبق تحديده من قيمة للعملة الورقية.

ج) ترك الحرية للأفراد في تصدير واستيراد الذهب بدون قيود.

ومن شأن تطبيق هذه الشروط أن تستقر أسعار صرف العملات المختلفة في حدود نفقات نقل الذهب والتأمين عليه من بلد إلى آخر حيث تصدر الدولة نقوداً ورقية بمقدار الموجودات الفعلية من الذهب، والذي يزيد أو ينقص بناء على العجز أو الفائض في ميزان مدفوعاتها. ويدخل الذهب أو يخرج بناء على هذا الأساس. ويؤثر ذلك على أسعار السلع المحلية فينخفض سعرها أو يرتفع، فنصدر أو نستورد، وهكذا يتحقق الاستقرار في سعر الصرف على حساب استقرار الأسعار المحلية التي تتعرض للتذبذب.

وعلى هذا الأساس فإن مزايا تطبيق قاعدة الذهب تتلخص في:

١. ثبات أسعار صرف عملات الدول المختلفة في حدود تكاليف نقل الذهب.

٢. عدم وجود حروب تجارية بين الدول بشأن تخفيض القيمة الخارجية للعملة المحلية.

٣. عدم تدخل الدولة للتأثير على ميزان مدفوعاتها.

وتتصف تحركات رؤوس الأموال في ظل قاعدة الذهب بأمرين:

الأول هو: ارتباط هذه التحركات بحركات السلع الداخلة في التجارة الدولية.

الثاني: توفر البيئة الملائمة لتدفقات رؤوس الأموال للاستثمار المباشر، وخاصة في

المستعمرات حيث ساعد ثبات قيم العملات المختلفة على هذا التدفق، وكانت السكك

الحديدية ومرافق البنية الأساسية هي أهم مجالات الاستثمار والجدير بالذكر أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت مستوردة لجانب من هذه الاستثمارات.

وقد كان استمرار هذا النظام رهناً باستمرار حالة الاستقرار عن طريق التزام كل الدول بقواعد اللعبة المعروفة غير أن اندلاع الحرب العالمية الأولى قد أدى إلى خروج معظم الدول عن هذه القاعدة وسنعرض لطبيعة النظام النقدي والتغيرات التي طرأت عليه خلال فترة ما بين الحربين.

## ٢) النظام النقدي بين الحربين:

بدأت نذر الحرب العالمية الأولى عندما انضمت ألمانيا والنمسا إلى جانب تركيا عام ١٩١٢م للحد من نفوذ مملكة الصرب، وتدهورت الأمور باغتيال ولي عهد النمسا في مدينة سرايفو في ٢٨/٦/١٩١٤م إذ أعلنت النمسا الحرب على الصرب ووقفت روسيا إلى جانب الصرب وألمانيا إلى جانب النمسا وبدأت الدول الأخرى في الإعلان تباعاً عن دخولها الحرب. وبدأت موجات عدم الاستقرار النقدي، واضطرت الدول إلى وقف تحويل العملات الورقية إلى ذهب، وزادت من إصدار النقد لتمويل الحرب، وبذلك خرجت الدول عن نظام قاعدة الذهب. وسادت قاعدة اللاقاعدة، وانتهت الحرب وخرجت أمريكا كأقوى دولة تملك أكبر رصيد من الذهب، وألمانيا تحمل عبئاً كبيراً جراء التعويضات التي فرضت عليها بعد الحرب.

- سارعت الدول إلى عقد مؤتمر بروكسل في عام ١٩٢٠م وفي جنوة عام ١٩٢٢م وطالبت المؤتمرات بالعودة إلى قاعدة الذهب، وفعلاً عادت إنجلترا إلى قاعدة الذهب عام ١٩٢٥م وفرنسا عام ١٩٢٨م وألمانيا عام ١٩٢٤م وعاد كثير من الدول إلى قاعدة الذهب. ولم تكن هذه العودة إلا عودة مؤقتة، إذ حل الكساد الكبير في ١٩٢٩م، وساد عدم الاستقرار، وأصبحت الحروب التجارية سمة للعلاقات بين الدول فخرجت بريطانيا مرة أخرى عن قاعدة الذهب في ١٩٣١م وتبعها عدد كبير من الدول، وأصبح نظام تعويم العملات هو الأساس الذي ارتكز عليه النظام النقدي العالمي في فترة ما بين الحربين. وقامت الحرب الثانية وتوقفت بعد ستة أعوام ١٩٢٩ - ١٩٤٤م. وخرجت الدول من الحرب وفي عنقها ديون كبيرة للولايات المتحدة وحلت أمريكا محل بريطانيا كدولة تقود النظام النقدي، وانكشفت الاستثمارات لمعظم الدول الاستعمارية، بينما تمدد الاستثمار الأمريكي وحل محل الدول التي انسحبت من المناطق التي كانت تستعمرها. وأصبحت أمريكا الدائن الرئيس لمعظم دول العالم، وصاحبة أكبر رصيد من الذهب، ومالكة معظم الاستثمارات المباشرة في مناطق مختلفة من العالم.

وحاول العالم إيجاد صيغة ملائمة لإدارة النظام النقدي، فتتادت إلى عقد مؤتمر عام ١٩٤٤م في «بريتون وودز»، وبدأ التاريخ النقدي في التغير منذ انعقاد هذا المؤتمر، والذي تشكلت فيه ملامح نظام نقدي جديد عاش من هذا التاريخ إلى يوم الناس هذا.

### ٢) النظام النقدي بعد الحرب الثانية:

يعتبر النظام النقدي الذي ساد بعد الحرب الثانية وليد بضع سنوات من التفاوض بين الولايات المتحدة من ناحية وبريطانيا ودول أخرى من ناحية ثانية، وتم إقراره في مؤتمر «بريتون وودز» الذي شاركت فيه ٤٥ دولة، اجتمع ممثلوها لمدة ثلاثة أسابيع للاتفاق على إنشاء صندوق النقد الدولي كهيئة تابعة للأمم المتحدة تدير النظام النقدي في العالم. وأهداف الصندوق التي وردت في المادة الأولى من اتفاقية إنشاء الصندوق هي:

( أ ) تشجيع التعاون النقدي عن طريق التشاور بين الدول في المسائل لئقدي.

(ب) تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف وتجنب التنافس في تخفيض قيم العملات.

(ج) تجنب فرض قيود على الصرف والتوصل إلى نظام متعدد الأطراف للمدفوعات

الدولية.

(د) توفير عوامل الثقة في النظام النقدي الدولي باستخدام موارد الصندوق لمساعدة

الدول الأعضاء على تصحيح الاختلالات الخارجية.

أما حصص الأعضاء فقد نصت المادة الثالثة على أن تكون ٢٥٪ من الحصة ذهباً ٧٥٪ من العملة الوطنية، وتحدد الحصة على أساس حجم الدخل القومي ومقدار التجارة الخارجية وحجم الاحتياطيات المملوكة للدولة، مع جواز مراجعة الحصص كل خمس سنوات، وقد تمت ١١ مراجعة خلال الفترة ١٩٥٠م حتى عام ١٩٩٨م وتختار كل دولة قيمة عملتها بالنسبة للذهب أو للدولار وتتعهد بالمحافظة على هذه النسبة ولا يتم تغييرها إلا بإخطار الصندوق والذي يوافق أو يعترض خلال ٧٢ ساعة من تاريخ طلب العضو.

والخلاصة إن النظام النقدي الدولي عقب الحرب الثانية قام على أساس إعطاء الدولار دوراً جوهرياً نظراً لما تملكه الولايات المتحدة من أرصدة ذهبية ضخمة مكنتها من أن يكون الدولار قابلاً للتحويل إلى ذهب عند سعر ثابت هو ٢٥ دولار لكل أوقية ذهبية.

واستمر الدولار يقوم بهذا الدور حتى تعافت الدول الأوروبية واليابان ونافست الولايات المتحدة، وبدأ الميزان التجاري الأمريكي يحقق عجزاً وبدأ الذهب يتسرب، ولم تعد أمريكا قادرة على الوفاء بتحويل الدولار إلى ذهب وأخيراً اضطرت الولايات المتحدة إلى اتخاذ مجموعة من القرارات في ١٥ أغسطس ١٩٧١م عجلت بوضع نهاية لنظام سعر الصرف الثابت القائم على اتفاق بريتون وودز وأهم هذه القرارات وقف تحويل الدولار إلى ذهب.

وبعد ذلك قام عدد من الدول بتعويم عملاتها، وانهار عملياً نظام بريتون وودز وتسود العالم اليوم الفوضى النقدية في الحقيقة وهناك حرب خفية بين العملات منها الحرب بين الدولار واليوان الصيني على سبيل المثال.

### ثالثاً: التضخم والكساد

ظاهرتان عرفتهما البشرية في القرن الأخيرة عندما اتخذت النقود سلعة تباع وتشتري، وتطبعها البنوك المركزية بالكمية التي تحلو لها. ومن ثم تخلت النقود عن حيادها الذي كان لها منذ أن اتخذ الإنسان نقوداً يجعلها أداة لتحديد القيمة النسبية للسلع والخدمات. ففي الظروف الطبيعية يحدث توازن بين كمية النقود المتداولة في سوق ما وبين حجم السلع والخدمات المعروضة في السوق، وتستقر الأسعار عند مستوى التوازن الطبيعي الذي يعكس تعادل قوى العرض وقوى الطلب، فإذا تخلت النقود عن حيادها وأصبحت سلعة تباع وتشتري ولها سعر يسمونه سعر الفائدة، عند ذلك يكثر المعروض منها ويرتفع المستوى العام للأسعار ويقع ما نسميه «التضخم» والذي كما قلنا لم تعرفه البشرية إلا مؤخراً.

❖ رب قائل يقول: كيف لم يعرف التضخم والكساد إلا مؤخراً مع أن التاريخ يخبرنا بحالات ارتفعت فيها الأسعار، وحالات انخفضت فيها الأسعار؟ ألم يكن ذلك تضخماً أو كساداً؟

وهنا علينا أن نفرق بين تضخم يقع بسبب كثرة النقود عن حجم السلع والخدمات، وبين ارتفاع الأسعار بسبب ظروف تنتج عنها قلة في المعروض كعدم نزول الأمطار أو حدوث زلازل، فهذا لا يوصف بأنه تضخم وإنما يمكن أن نطلق عليه لفظ «غلاء» كما أن الأسعار قد تنخفض بسبب زيادة في الإنتاج لوفرة في الأمطار مثلاً فيعم الرخاء، ولا يعد ذلك كساداً. وإنما يسمى «رخاء».

إذاً علينا أن نعرف التضخم والكساد، حتى لا نقع في الخلط بين الظاهرتين وبين الغلاء والرخاء اللذين يقعان لظروف طبيعية أو مناخية.

والحق أن من يعيش أيامنا هذه، وي شاهد الارتفاع التواصل في الأسعار مصحوباً بتدهور في القوة الشرائية للنقود في معظم أنحاء الدنيا، فإنه ليس بحاجة لأن نقدم له تعريفاً للتضخم، ذلك أن عالم اليوم يمكن تسميته بأنه عصر التضخم وبعبارة أخرى: التضخم هو ما نحن فيه.

❖ إن التضخم أو الكساد من آثار النظام النقدي الورقي أو الائتماني اللذين بينهما من قبل.

❖ إن التضخم يمكن تعريفه بأنه: عبارة عن كمية كبيرة من النقود تطارد كمية قليلة من السلع والخدمات. فهنا لا بد أن تتعادل كفتا الميزان وتزيد أسعار السلع والخدمات لتصل إلى حجم النقود التي تجرى وراءها.

وربما كان من الأوضح أن نعرف التضخم بأنه زيادة في كمية وسائل الدفع لدى المجتمع لا تقابلها زيادة في كمية السلع والخدمات بنفس النسبة.

فوسائل الدفع هنا تعنى النقود الورقية، وشبه النقود، أي النقود الائتمانية التي يخلقها النظام المصرفي الربوي عندما يتمكن من إقراض نقود دفترية تعادل مقلوب نسبة الاحتياطي المودع في البنك المركزي. فإذا كان البنك المركزي يشترط نسبة للاحتياط  $100 \div 10$  فإن البنك التجاري يستطيع أن يقرض من أية ودائع لديه ما يعادل  $10 \div 100$  أي 10 أضعاف، ومن ثم يخلق نقوداً تحدث زيادة كبيرة في حجم وسائل الدفع ومن ثم تحدث أثراً كبيراً في المستوى العام للأسعار، ونكون أمام ظاهرة التضخم.

### 🔍 مظاهر التضخم في القرن العشرين:

بنشوب الحرب العالمية الأولى بدأت مرحلة جديدة لقصة النقود في العالم، فبعد النجاح في تحويل النقود إلى سلعة والمتاجرة فيها، ثم النجاح في إباحة الريا وتسميته فائدة ثم التوصل إلى النقود الورقية التي بدأت مغطاة بالذهب بنسبة 100% فحازت الثقة، وفُضِّلَت في التعامل لخفة وزنها. وفي غمرة ثقة الناس بالنقود الورقية، وبدون مقدمات تم سحب الذهب من التعامل في بداية الحرب العالمية الأولى، وفرضت التشريعات التي تلزم الناس بقبول النقود الورقية، نقوداً إلزامية، لها قوة إبراء عام، ولا يحق لأي فرد أن يرفضها عند التعامل.

ويمكن القول بأن التضخم النقدي الذي يعاني منه العالم اليوم قد تم زرعه في أراضي الغرب خلال عصر النهضة، ونبتت شجرته مع أواخر القرن التاسع عشر وبشر بثماره ابتداء من عام 1914م وأعطى أعظم إنتاجه ابتداء من عام 1971م آخر عهد للبشرية بعملة دولة تقبل التحويل إلى ذهب.

على أن ذلك لا يعنى أن التضخم سيطر على كل الفترات فهناك مساحة لنقيض التضخم وهو الكساد، شغلها الكساد بجدارة في الدول الأوروبية والأمريكية والعالم التابع لهما، أهم هذه الفترات من عام 1922 - 1933م ومن 1937 - 1939م.

ويتمثل الكساد في زيادة السلع والخدمات عن حجم وسائل الدفع الموجودة في أيدي الناس، فيقل الطلب على السلع والخدمات، فتتخفص أسعارها وتخفص المصانع من إنتاجها. وتسرح بعض عمالها، فتقل القوة الشرائية في أيدي الناس وتنفص الأسعار مرة أخرى، ويسرح عدد آخر من العمال. وهكذا تنفشي البطالة في المجتمع، وتكاد تتوقف الحياة، حيث إن الكساد مدمر، والتعايش معه أصعب كثيراً من التعايش مع التضخم، حيث إن مظهر التضخم هو ارتفاع الأسعار، أما مظهر الكساد فهو البطالة والبطالة نقص في الإنتاج، أما ارتفاع الأسعار فالمفروض أنه مصحوب بعمالة كاملة.

ولدينا اليوم ظاهرة غريبة تتمثل في اجتماع آثار التضخم وآثار الكساد معاً، وهذه الظاهرة تشمل فترات ممتدة من 1971م إلى اليوم. فالعالم اليوم يشاهد آثار التضخم ماثلة للعيان في ارتفاع الأسعار ويشاهد آثار الكساد واضحة للعيان في انتشار البطالة، ولم تكن البطالة تجتمع مع ارتفاع الأسعار.

ولعل هذه المعلومة تنقلنا إلى الحديث عن آثار التضخم وآثار الكساد فيما يلي:

آثار التضخم: تتعدد الآثار الضارة للتضخم وأهمها ما يلي:

أ) يتسبب التضخم في ارتفاع نفقات المعيشة ويعانى أشد المعاناة أصحاب الدخل المحددة مثل الموظفين والذين يعتمدون على دخول محددة بعقود طويلة ثابتة. بينما يستفيد من التضخم أصحاب الدخل المفتوحة من التجار والسماسرة والحرفيين وكل من يبيع سلعة أو خدمة.

ب) يؤدي التضخم إلى انتشار عدم الرضا عن الواقع والقلق من المستقبل، حيث يعجز الفرد محدد الدخل عن التطلع إلى تحقيق آماله البسيطة في فترة زمنية مقبولة مثل امتلاك مسكن أو شراء سيارة أو الزواج، فكلما وفر مبلغاً لشيء من ذلك، تجاوزه الأسعار، ويضطر إلى محاولة الكرة من جديد، وهيهات، أن يسمح له التضخم بأن ينال ما يريد. إن السلعة التي كان ثمنها في مصر في عام ١٩٧٥م يبلغ ٧٥ قرشاً هي اليوم بـ ٧٥ جنيهاً (كيلو اللحم مثلاً) والفاكهة التي كان سعرها عام ١٩٧٥م قرشان سعرها اليوم خمسة جنيهاً (اليوسفي والبرتقال مثلاً) أي أن الأسعار زادت بنسبة ١٠٠٠٪ أو ٢٥٠٠٪ بينما راتب خريج الجامعة في عام ١٩٧٥م كان ٢٠ جنيه وهر اليوم ١٤٠ جنيه فالزيادة بنسبة ٧٠٠٪ أي أن زيادة الأسعار ١٠٠٠٪ والدخل ٧٠٠٪ (١٥ ضعفاً تقريباً أو ٢٦ ضعفاً).

ج) من الآثار المباشرة للتضخم فقدان الثقة في النقود الورقية التي تتآكل نتيجة لزيادة الإصدار النقدي المستمر فلا تحظى بثقة المدخرين فيسرعون بتحويلها إلى أشكال من الثروات توفر الثقة والأمان وأهمها العقارات والذهب والفضة. وهو استثمار غير منتج بل هو اكتناز في الحقيقة.

د) من آثار التضخم إعادة توزيع الثروة لصالح الأغنياء وأصحاب المهن الحرة، ضد ذوي الدخل المحددة من الموظفين والعمال وأرباب المعاشات حيث يستطيع الأولون زيادة دخولهم بما يتناسب مع ارتفاعات الأسعار، بل لديهم الفرصة ليرفعوا أسعار سلعهم وخدماتهم بما يتجاوز ارتفاع الأسعار. أما الفريق الثاني فهو الذي عليه أن يتخلى عن كل دخله لصالح الأولين فهم الذين يعانون ويدفعون من جهدهم وعرقهم ليثري الرأسماليون وأصحاب المهن الحرة.

هـ) يؤدي التضخم إلى نقل الثروة من الدائنين إلى المدينين، فالمدين قد اقترض نقوداً لها قيمة كبيرة، ويقوم بعد وقوع التضخم بإعادة نقود منخفضة القيمة، وفي هذه النقطة فإنني تعودت أن أضرب مثلاً من بيته سعيد مصر أقول فيه: ذهب أخ إلى أخيه يستعين به في سد حاجة له وطلب منه ١٠٠ جنيه فقال له الأخ ليس لدي ١٠٠ جنيه لكنني لا أتخلى عنك أسابيع الجاموسة وأعطيك ثمنها. وفعلاً في سنة ١٩٧٥م كان ثمن الجاموسة يقارب ١٠٠ جنيه وتم ذلك. فإذا جاء الدائن بعد عدة سنوات ليطلب من أخيه أداء ما عليه، فإنه سيطلب من ابنه أن يذهب إلى السوق ليبيع بطة ويعطي من ثمنها ١٠٠ جنيه لعمه ويعود بالباقي لأبيه.

## النقود والنظام النقدي

أ.د. يوسف إبراهيم يوسف

فالحلaxe أن الدائن أخذ جاموسة وأعاد بطة أو أعاد دجاجتين. وهذا يعني أن الثروة قد انتقلت من الدائن إلى المدين.

قضية الشيخ القرضاوي مع الناشر زهير الشاويش

أيضاً يقود التضخم إلى تآكل مدخرات الأفراد النقدية سواء احتفظوا بها لديهم أو أودعوها لدي البنوك حيث إن نسبة التضخم في معظم الدول تفوق معدل الفائدة الذي تقدمه البنوك ومن ثم تتآكل المدخرات بمقدار هذا الفرق.

كل الآثار السابقة على المستوى القومي، وهناك آثار على المستوى الدولي نمر عليها سريعاً مثل:

(١) تحتفظ البنوك المركزية في العالم الثالث بالجزء الأكبر من احتياطياتها في شكل نقد أجنبي، غالباً ما يكون الدولار، والانخفاض المستمر للدولار بفعل التضخم أم بقرار رسمي فإنه يعني تآكل هذه الاحتياطيات التي تحتفظ بها دول العالم الثالث.

(٢) تذويب فوائض البترول الذي تنتجه البلاد العربية بأكثر من حاجتها، وتحتفظ بثمنه في شكل عملات أجنبية أهمها الدولار، ويستخدم التضخم في تذويب هذه الفوائض عن طريق جعل معدل التضخم أعلا من سعر الفائدة، ويترتب على ذلك تناقص هذه الفوائض عاماً بعد آخر. فأجزم أن التضخم أداة تستخدمها الدول المتقدمة ويستخدمها الأغنياء والرأسماليون في الاستحواذ على موارد العالم وحرمان أصحابها من الدول الفقيرة منها.

(٣) انهيار نظام النقد العالمي مع تعدد أسعار صرف النقود المختلفة، وتعدد أسعار الفائدة واختلاف مستويات التضخم في الدول المختلفة كل ذلك تسبب في خلق أكبر سوق نقد عالمية عرفت في التاريخ، وتمثل سيولة دولية هائلة تندفع بسرعة هائلة بواسطة الشبكة العنكبوتية أو بطرق أخرى تتطلق شرقاً وغرباً بلا ضابط ولا تضخخ لأية رقابة والدافع الوحيد لهذه الحركات الهستيرية هو تحقيق أكبر ربح نقدي ممكن من الاتجار في النقود وليس الاتجار بالنقود.

### آثار الكساد:

لما كان الكساد هو المقابل للتضخم ومظهره انخفاض الأسعار وتفشى البطالة وزيادة السلع والخدمات في المجتمع عن كمية النقود المطروحة في المجتمع، فإننا نستطيع أن نقول: إن آثار الكساد هي على العكس من آثار التضخم، وتعريف الكساد عكس تعريف التضخم وعليه فإننا نستطيع أن نحيل على ما سبق أن قلناه في الكثير من المواضع. بيد أن للكساد آثاراً مدمرة تفوق آثار التضخم، بمعنى أن التضخم يمكن التعايش معه في ظل المعادلة التي وضعناها، أما الكساد فإنه يدمر المجتمع، إذ هو توقف عن الإنتاج

ولإغلاق للمصانع وبطالة للعمال، ولا تستمر الحياة طويلاً في ظل هذا المناخ، بينما هي مستمرة منذ زمن في ظل التضخم.

### علاج التضخم والكساد:

يمكن القضاء على التضخم بصفة عامة بوسائل عديدة منها ما هو مالي ومنها ما هو نقدي.

- فمن الوسائل المالية:

١- زيادة الضرائب.

٢- تخفيض الإنفاق الحكومي.

- ومن الوسائل النقدية:

١- خفض الإصدار النقدي.

٢- تقييد الائتمان برفع سعر الخصم وزيادة نسبة الاحتياطي القانوني.

- تقليل النقود في أيدي الناس بدخول السوق المفتوحة وبيع السندات والأسهم فيها.

- وسائل إدارية مثل التسعير الجبري وتجميد الأجور واتباع نظم الحصص التموينية.

- أما الكساد فيعالج بوسائل عكس الوسائل السابقة ومنها:

- تخفيض الضرائب.

- زيادة الإنفاق الحكومي.

- زيادة الإصدار النقدي.

- زيادة الائتمان بخفض سعر الخصم وتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني، ودخول

السوق المفتوحة للشراء منها.

فإذا اجتمع التضخم والكساد معاً، وهو الذي يعرف في الأدبيات الاقتصادية بـ

«الركود التضخمي» أو «التضخم الركودي» فكيف يكون العلاج؟

إن الفكر الاقتصادي لا يملك علاجاً لهذه الظاهرة. إنه يعرف علاج التضخم

بإحداث انكماش يعالج به التضخم، ويعرف التوسع في الإنفاق علاجاً للكساد.

بيد أن الانكماش يزيد البطالة، والتوسع يلهب الأسعار فما هو الحل؟ قلنا إن

الفكر الاقتصادي لا يملك حلاً. ومن ثم رأينا مظاهر التضخم ومظاهر الكساد تستشري

وتتفاقم معاً وعلى سبيل المثال، إن نظرنا إلى الحالة المصرية ومنذ عدة أعوام تجد الأسعار

المرتفعة التي فاقت مقدرة المصريين وتجد البطالة قد وصلت إلى سبعة ملايين، فإن ذهبنا

نعالج البطالة نتفاقم التضخم، وهو ما يحدث حالياً بكل أسف، حيث كل الفئات تتظاهر

طالباً رفع الأجور والمرتبات، وليس للاستجابة لهذه الطلبات من نتيجة غير ارتفاع الأسعار،

وإن ذهبنا نعالج التضخم بتقييد الأجور وخفض التوظيف تتفاقم البطالة.

## النقود والنظام النقدي

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

---

إنها النتيجة المنطقية للتعامل بالريا ، وإنها الحرب التي آذنا بها الله ورسوله. والمخرج منها العودة إلى تطبيق الشريعة بل العودة إلى الإسلام إذ مفارقة الشريعة مفارقة للإسلام.

ونسأل الله تعالى أن يتمخض الربيع العربي إلى عودة هذه الأمة إلى دينها ومن ثم تحكم شريعته ، ومن ثم الحذر من أعدائها الذين لا يألونها خبلاً قد بدت البغضاء من أفواههم وما تخفي صدورهم أكبر.

أمل أن أكون قد تمكنت من عرض قضية النقود بصورة تحقق لكم الفائدة

والله ولي التوفيق





**دورة: الاقتصاد التشريعيين**  
**«النقود والمؤسسات المصرفية»**

خلال الفترة من: ٩-١٢ جمادى الأولى ١٤٢٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

# سوق النقد الأجنبي

**الأستاذ الدكتور/ عادل محمد المهدي**

أستاذ الاقتصاد الدولي جامعة حلوان  
عميد المعهد العالي للعلوم الإدارية بالقطامية

مدينة نصر - القاهرة - جمهورية مصر العربية - تليفون ٢٤٠٣٧٥١٤ - ٢٢٦١٠٣٠٨ - ٢٢٦١٠٣١١ - تليفاكس ٢٢٦١٠٣١٢

Nasr City, Cairo, Egypt, Tel.: 24037514-22610308 - 22610311, TelFax: No. 22610312  
www.sakc.azhar.edu.eg E-mail: salehkamel@azhar.edu.eg and salehkamel@yahoo.com



## سوق النقد الأجنبي

الأستاذ الدكتور/ عادل محمد المهدي<sup>(\*)</sup>

### الأهداف التدريبية

- في نهاية هذه الجلسة التدريبية يصبح المتدرب قادراً على:
- التعرف على تطور أنظمة النقد والأسواق المالية الدولية
- التمييز بين أسواق النقد وأسواق رأس المال
- التعرف على مختلف عناصر النظام المالي
- التعرف على وظيفة أسواق رأس المال
- التعرف على أهم أدوات سوق النقد
- التعرف على أهم أدوات سوق رأس المال
- التعرف على أهم مؤشرات الأسهم في الأسواق العالمية
- التعرف على أسواق السندات الدولية

تطور نظم النقد الدولية  
من قاعدة الذهب إلى آليات السوق  
نظام النقد الدولي في ظل قاعدة الذهب (1870-1914)

قواعد اللعبة ومزايا قاعدة الذهب

نظام النقد في فترة ما بين الحربين: (1919-1939)

الظاهرة الاستعمارية والحروب وانحيار قواعد اللعبة

نظام النقد في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى 1973

نظام أسعار الصرف الثابتة وصندوق النقد الدولي

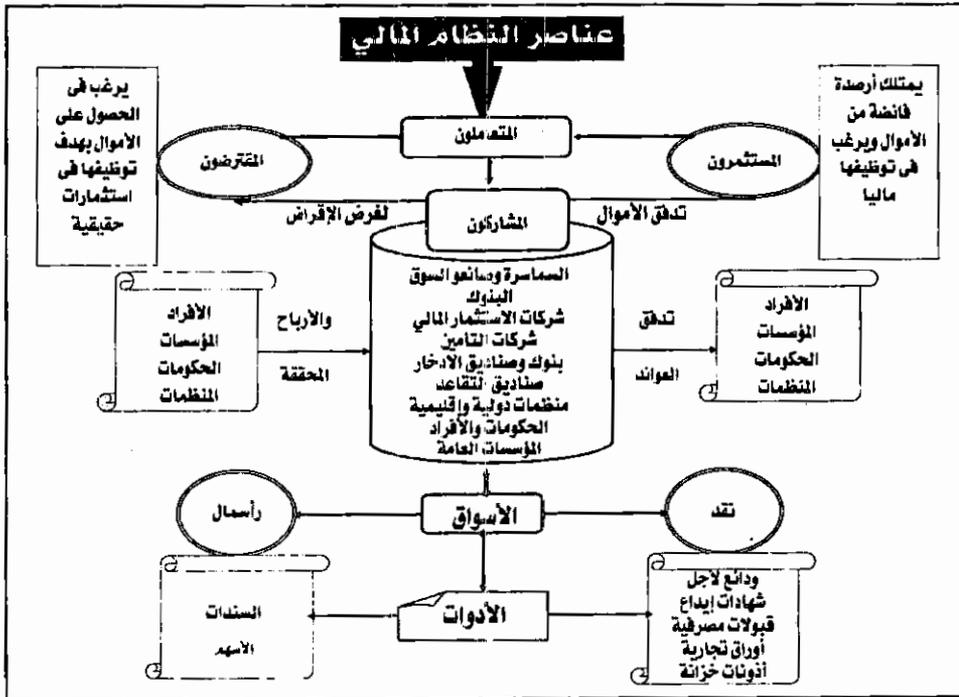
نظام النقد الدولي بعد عام 1973 حتى الآن

نظام أسعار الصرف الحرة أو المعومة

(\*) أستاذ الاقتصاد الدولي - جامعة حلوان - عميد المعهد العالي للعلوم الإدارية بالقطامية.

## مفهوم الأسواق المالية

- هي مجموعة المؤسسات المالية ( مثل البنوك ، شركات التأمين ، وصناديق الاستثمار والتقاعد ... الخ ) التي تتولى مهام نقل الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز.
- وينطوي ذلك على مجموعة من الأدوات المالية التي تناسب كافة فئات المدخرين والمقترضين أو المستثمرين .
- ومن المعروف في الأدب الاقتصادي تقسيم المجتمعات إلى ثلاث قطاعات أساسية :
  - القطاع السلعي (الإنتاج واكتساب الدخل - انفاق الدخل ومجالات الانفاق)
  - القطاع النقدي (يوفر الأدوات التي تسهل عمليات الإنتاج والتبادل)
  - القطاع الخارجي (يقوم بتنفيذ المعاملات الخارجية السلعية والخدمية والمالية)



### الوظيفة الأساسية للسوق المالي

تتلخص الوظيفة الأساسية للسوق المالي في:  
توفير آلية مناسبة لتسهيل عملية نقل أو تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز.

### هيكل سوق المال



### أدوات سوق النقد

#### (1) أذون الخزانة الحكومية Treasury Bills

وهي عبارة عن أداة دين قصير الأجل يصدرها البنك المركزي نيابة عن الحكومة. وتصدر لأجل مختلفة تتراوح بين 90 يوم إلى 365 يوم. ويتم استخدام حصيلة هذه الأذون لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

وتم طرح أول إصدار لهذه الأذون في مصر كجزء من برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري في يناير 1991 حيث بلغ متوسط معدل الفائدة عليها حوالي 14.2% بأجل استحقاق ثلاثة أشهر.

وفي سبتمبر من نفس العام تم طرح إصدار بلغ أجل استحقاقه ستة أشهر، وبلغ متوسط سعر الفائدة على هذا الإصدار نحو 19.7%.

ويبلغ رصيد أذون الخزانة حتى نهاية 2011 مبلغ 492 مليار جنيه.

### أدوات سوق النقد

## (1) أذون الخزانة الحكومية Treasury Bills

بيان بالعطاءات المطروحة حتى مارس 2012

العائد (%)	الأجل	تاريخ العطاء
13.833	91 يوم	2012/01/09
14.799	182 يوم	2012/03/22
15.829	273 يوم	2012/03/18
15.768	357 يوم	2012/03/22
3.844	363 يوم (US\$)	2012/02/21
15.85	2014-10-18	2011/12/19
16.36	2015-1-17	2012/03/12
15.97	2016-10-25	2011/12/19
16.78	2017-1-17	2012/03/12
16.880	2018-10-25	2012/03/19
13.040	2020-9-03	2011/01/03

### أدوات سوق النقد

## (2) شهادات الإيداع Certificates of Deposit

وهي عبارة عن أداة من أدوات الدين قصير الأجل، ويتم إصدارها في سوق النقد من قبل البنوك وبيعها للمودعين مقابل فائدة معينة يحصل عليها المودع كل ستة أشهر أو سنة. ويتم دفع القيمة الاسمية للشهادة عند حلول أجل استحقاقها. فقد تكون هذه الشهادة سنوية أو كل سنتين أو ثلاثية أو خماسية أو غير ذلك من الشهادات مختلفة الأجل.

وعادة ما يتم تسعير شهادات الإيداع، أي تحديد عائدها وفقاً لسعر فائدة يقع بين سعر الفائدة على أذون الخزانة المماثلة في الأجل الزمنية، وسعر الفائدة السائد على الودائع بين البنوك Interbank Rate

أدوات سوق النقد

(3) قروض نافذة الخصم Discount Windows

وهي نافذة يتيحها البنك المركزي كأحد المصادر الهامة للتمويل في سوق النقد، حيث تتيح هذه النافذة إمكانية الحصول على قروض قصيرة الأجل لتمويل بعض الالتزامات التي تواجهها البنوك وبعض المؤسسات المالية المؤهلة لذلك. وأغلب قروض نافذة الخصم قصيرة الأجل (أقصاها 15 يوم)، ويمكن تقديم القروض لفترة أطول بشروط محددة وأسباب مقبولة تقدمها الجهة طالبة القرض.

أدوات سوق النقد

(4) القبولات المصرفية Bankers' Acceptances

وهي أحد أهم وسائل الدفع بين المصدرين والمستوردين لكل دول العالم، وتعتبر حوالة Draft مسحوبة على أحد البنوك لصالح أحد المتعاملين في التجارة الدولية، ويضمن البنك دفع قيمة هذه الحوالة عند حلول أجل استحقاقها (عادة 90 يوما)، ويقوم البنك بوضع خاتم على وجه الحوالة بقبول البنك لها وضماتها "Accepted"

## سوق رأس المال

سوق رأس المال هي تلك السوق التي يجرى فيها التعامل على أدوات مالية طويلة الأجل (ذات أجال استحقاق تزيد في الغالب على سنة)، وقد تكون هذه الأدوات ضمن أدوات الدين كالسندات أو ضمن أدوات الملكية كالأسهم.

وتنشأ الأدوات المالية في سوق رأس المال بإصدارها في السوق الأولية **Primary Market** (سوق الإصدار)،

وحيثما يتم الانتهاء من عملية الإصدار تنشأ مجموعة أخرى من المؤسسات التي تعمل في السوق الثانوية (سوق التداول) لتقوم بتسهيل عمليات البيع والشراء للأوراق المالية السابق إصدارها، وهم البورصات والوسطاء وصانعي السوق.... الخ.

## أدوات سوق رأس المال

### أسهم رأس المال *Equity*

تمثل أسهم رأس المال حقوقاً للملكية في رأس مال الشركات المصدرة لهذه الأسهم. وهناك نوعان أساسيان من الأسهم: الأسهم الممتازة *Preferred Stock*، حيث يحصل بموجبها حامل السهم الممتاز على عوائد ثابتة قبل حملة الأسهم الأخرى (العادية).

الأسهم العادية *Common Stock*، حيث يحصل حامل السهم على عوائد من الجزء المتبقى من الربح بعد حامل السهم الممتاز، وهذا العائد غير ثابت ويعتمد على تقلبات الربح المحقق للمنشأة.

## أدوات سوق رأس المال

### (1) أسهم رأس المال *Equity*

تمثل أسهم رأس المال حقوقاً للملكية في رأس مال الشركات المصدرة لهذه الأسهم. وهناك نوعان أساسيان من الأسهم: الأسهم الممتازة *Preferred Stock*، حيث يحصل بموجبها حامل السهم الممتاز على عوائد ثابتة قبل حملة الأسهم الأخرى (العادية). الأسهم العادية *Common Stock*، حيث يحصل حامل السهم على عوائد من الجزء المتبقى من الربح بعد حامل السهم الممتاز، وهذا العائد غير ثابت ويعتمد على تقلبات الربح الحقيقي للمنشأة.

## أدوات سوق رأس المال

### (2) السندات *Bonds*

يعتبر السند أداة من أدوات الدين طويل الأجل (سنة إلى 25 سنة)، وتوجد أشكال عديدة للسندات منها:

سندات الشركات - سندات حكومية.

وفي كل حالة فإن هذه السندات تعتبر بمثابة صك دين لصالح حامل السند مقابل الشركة أو الجهة أو الدولة التي تقوم بإصدار هذا السند. وينطوي السند على تعهد بدفع (الفائدة) على السند كل عام، ولمدة زمنية معينة تمثل أجل السند، وعند انتهاء أجل السند يتم رد قيمته الاسمية لحامله.

### أمثلة عن أهم مؤشرات سوق الأسهم في العالم

- مؤشر استاندرد أند بور 500 *Standard & Poor's 500* ويطلق عليه (*S&P500*) وينبني هذا المؤشر على اساس أسهم 500 شركة.
- وهناك أيضا مؤشر *Standard & Poor's 400* لاسهم 400 شركة
- مؤشر داو جونز الصناعي *Dow Jones Industrial Average* وهو أشهر هذه المؤشرات رغم أن عدد الشركات الممثلة لا يتجاوز 30 شركة.
- مؤشر (*NYSE (New York Stock Exchange)* المركب وهو من المؤشرات الهامة التي تعكس حالة السوق ككل في أمريكا، ويتكون هذا المؤشر من أسعار أسهم 1500 شركة مسجلة في بورصة نيويورك.
- مؤشر (*AMEX (American Exchange Index)*) وهو عبارة عن متوسط مرجح لأسعار كل الأسهم المتداولة في البورصات الأمريكية.

### أمثلة عن أهم مؤشرات سوق الأسهم في العالم

- مؤشر نيكاي *NIKEI* لمتوسط أسعار أسهم الشركات المسجلة في طوكيو
- مؤشر الفاينانشيال تايمز 100 - *Financial times* لاسهم مائة من الشركات البريطانية في لندن، هذا بالإضافة إلى مؤشر الفاينانشيال تايمز 250 سهم.
- مؤشر داكس *DAX* في سوق فرانكفورت.
- مؤشر ستريتس تايمز - *Straits Time* في سنغافورة.
- مؤشر هانج سينج - *Hang seng* في هونج كونج.
- مؤشر كاك 40 - *CAC 40* في باريس.
- مؤشر سويس ماركت - *Swiss Market* في زيورخ.
- مؤشر البورصة المصرية *EGX30*

## أهم مؤسسات التقويم الدولية

• مؤسسة موديز لخدمة المستثمرين  
*Mody's Investors Service*

• مؤسسة ستاندرد أند بورز  
*Standard & Poors Corporation*

وهي مؤسسات تصنيف ائتماني للعديد من الشركات والحكومات والبنوك في العالم، كما تصدر تقارير دورية في هذا الشأن

## أسواق السندات الدولية

تعتبر أسواق السندات الدولية حديثة نسبيًا، إذ أنها بدأت تحتل مركزًا هامًا في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينيات من القرن الماضي. وأصبحت السندات في الفترة الحالية تمثل أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل.

أسواق السندات الدولية تنطوي على نوعين، وهما:

- |                     |                       |
|---------------------|-----------------------|
| Euro-bond Market.   | 1- السندات الأوروبية. |
| Foreign bond Market | 2- السندات الأجنبية.  |

## أسواق السندات الأوروبية

وهي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى، وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب.

فإذا قام مشروع مصري بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو زيورخ أو لوكسمبورج... الخ، فإن هذه السندات يطلق عليها "سندات أوروبية *Euro-bond*".

## خصائص السندات الأوروبية

1. تصدر هذه السندات الأوروبية في إطار خالي من القيود والرقابة أو الإجراءات التنظيمية التي تسود الأسواق المحلية،
2. لا تكون متاحة لاشتراك الجمهور في إصدارها وإدارتها، ولكنها تتم بواسطة بنوك الاستثمار أو التجمعات المصرفية التي يخول إليها حق إصدار وترويج السندات نيابة عن المقترض مقابل عمولة تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار،
3. عادة ما تكون الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الخضوع لأي نوع من الضرائب.
4. معدلات الفائدة المستحقة الدفع على السندات الأوروبية تتأثر عادة بظروف السوق وتفضيلات المستثمرين.

## السندات لأجنبية

وهي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها.

فإذا قام مشروع مصري بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي، وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك، فإن هذه السندات يطلق عليها "سندات أجنبية" *Foreign-bond*.

وتتميز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت هذه التكاليف بتكاليف إصدار السندات الأوروبية.





**دورة: الاقتصاد الشرعيين  
«النقود والمؤسسات المصرفية»**

خلال الفترة من: ٩-١٣ جمادى الأولى ١٤٢٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

# أسواق السلع العالمية

**الأستاذ الدكتور/ عادل محمد المهدي**

أستاذ الاقتصاد الدولي جامعة حلوان  
عميد المعهد العالي للعلوم الإدارية بالقطامية



أسواق السلع العالمية

الأستاذ الدكتور/ عادل محمد المهدي<sup>(\*)</sup>

**الأهداف التدريبية**

في نهاية هذا البرنامج يصبح المشاركون قادرين على:

- 1) فهم طبيعة الأسواق الدولية للسلع.
- 2) التعرف على عوامة الأسواق الدولية للسلع
- 3) التعرف على قضايا تحرير التجارة الدولية
- 4) التعرف على أهم اتفاقيات التجارة متعددة الأطراف.
- 5) التعرف على أهم اتفاقيات التجارة الحرة، مصر
- 6) فهم مختلف العوامل المؤثرة على الأسواق الدولية.
- 7) فهم متطلبات الدخول إلى الأسواق المستهدفة.
- 8) فهم أنظمة التوكيد الدولية للسلع
- 9) فهم العلاقة المتشابكة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف والاحتياطات الخارجية

**طبيعة الأسواق الدولية للسلع**

زيادة المنافسة في مختلف الأسواق.

الاتجاه نحو مزيد من تحرير التجارة وفتح الأسواق العالمية.

الاتجاه نحو مزيد من فتح الأسواق للاستثمارات الأجنبية.

الاتجاه نحو خفض القيود على دخول وخروج المنتجات.

الاتجاه نحو تخفيض الدعم المحلي ودعم الصادرات

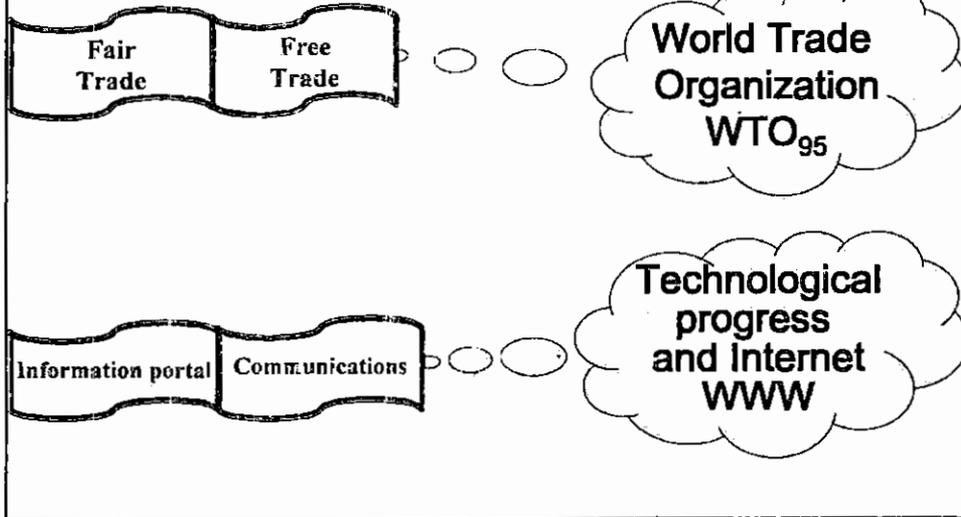
الاتجاه نحو توحيد المواصفات والمعايير

الاتجاه نحو نشر ثقافة الجودة والتأكيد على متطلبات الصحة والأمان.

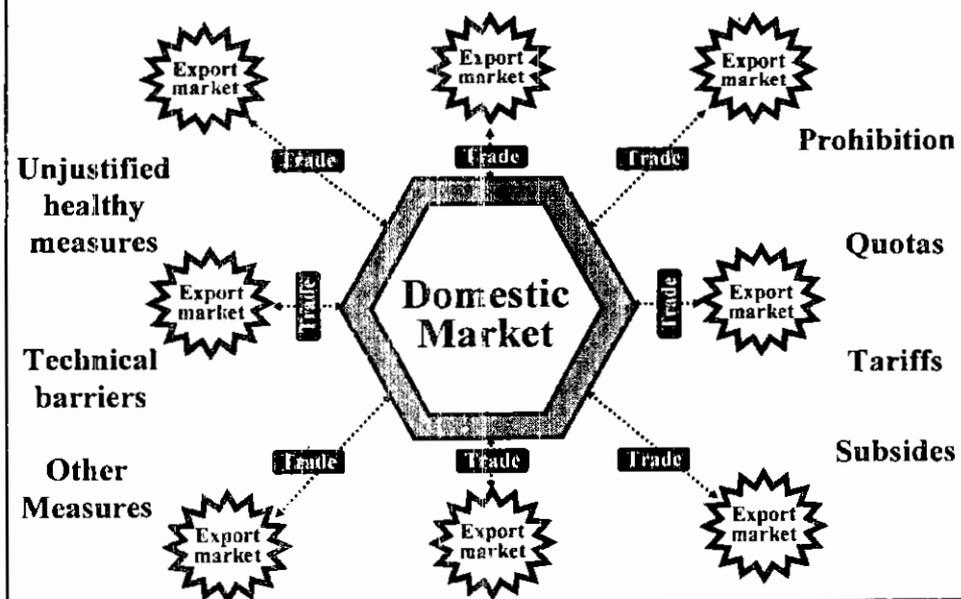
<sup>(\*)</sup> أستاذ الاقتصاد الدولي - جامعة حلوان - عميد المعهد العالي للعلوم الإدارية بالقطامية.

### أهم دوافع وعوامل عولمة الأسواق

There are two major forces led to Globalized market.



### Market Protection Measures before 1995



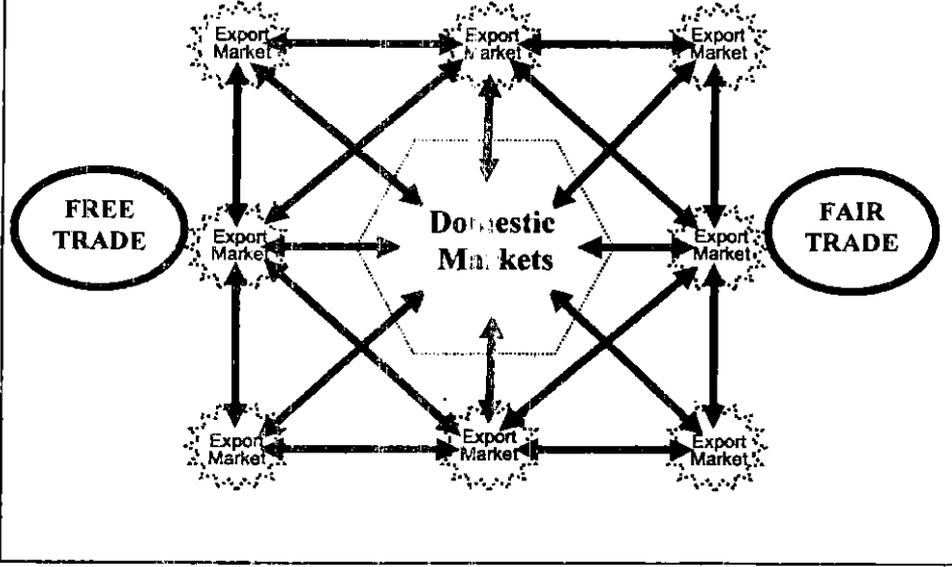
## WTO<sub>95</sub> Agreements

- - دخلت حيز الوجود في يناير 1995.
- - أصبحت مصر عضوا دائما منذ 1995.
- - عدد اعضائها الحاليين 153 عضوا
- - الحكومات المراقبة عندها 31 دولة.
- - يتطلب الانضمام لعضوية المنظمة.
- @ القبول غير المشروط لكل اتفاقات المنظمة.
- @ تهيئة التشريعات الوطنية لتتوافق مع التشريعات التجارية الدولية
- @ التزام الدول بجداول للتخفيضات.
- @ التزام الدول بجداول للخدمات والسلع الواردة في النصوص والاتفاقات.

## WTO<sub>95</sub> Agreements

- ملحق رقم (1) ويتضمن:
- (أ) الاتفاقيات متعددة الأطراف بشأن التجارة في السلع:
- (1) الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة 1994.
  - (2) إتفاق بشأن الزراعة.
  - (3) إتفاق بشأن تدابير الصحة والصحة النباتية.
  - (4) إتفاق بشأن المنسوجات والملابس.
  - (5) إتفاق بشأن القيود الفنية للتجارة.
  - (6) إتفاق بشأن إجراءات الاستثمار المتصلة بالتجارة.
  - (7) إتفاق بشأن إجراءات مكافحة الإغراق.
  - (8) إتفاق بشأن تحديد القيمة للأغراض الجمركية.
  - (9) إتفاق بشأن الفحص قبل الشحن.
  - (10) إتفاق بشأن قواعد المنشأ.
  - (11) إتفاق بشأن إجراءات تراخيص الاستيراد.
  - (12) إتفاق بشأن الدعم والإجراءات التعويضية.
  - (13) إتفاق بشأن الوقاية.
- (ب) الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات.
- (ج) إتفاقية حقوق الملكية الفكرية.
- ملحق (2) ويتضمن:
- تناهر بشأن القواعد والإجراءات التي تحكم  
تصوية النزاعات.
- ملحق (3) ويتضمن:
- آلية مراجعة السياسة التجارية.
- ملحق (4) الاتفاقيات عديدة الأطراف
- 1- إتفاق التجارة في الطائرات المدنية.
  - 2- إتفاق المشتريات الحكومية.

## Globalized Markets since 1995:2010



### تطور النظام التجاري من الجات الى منظمة التجارة العالمية

- - الاتفاق العام للتعريفات والتجارة (الجات) .
- تم توقيعها بواسطة 23 دولة عام 1947 ، متضمنة 11 دولة نامية .
- دخلت حيز التنفيذ في أول يناير 1948 ، ومصر طرفا متعاقدًا عام 1970
- منظمة التجارة العالمية .
- منظمة دائمة تم احلالها محل الجات ،
- الضلع الثالث للنظام التجاري الدولي
- أصبحت سارية المفعول في الأول من يناير 1995 .



## النظام التجاري العالمي

يقصد بالنظام التجاري الدولي

مجموعة القواعد *Rules*

والاتفاقيات *Agreements*

والإجراءات *Procedure*

والمؤتمرات *Conferences*

والقرارات *Decisions*

والمنظمات *Organizations*

التي تشرف على اتجاه وتداول السلع والخدمات بين دول العالم المختلفة، إضافة إلى توجيهه، وتقييم السياسات التجارية لهذه الدول، وبما يكفل تحقيق استقرارا مناسبا، ونموا مقبولا لحجم التجارة الدولية.

## متطلبات دخول الأسواق الإجبارية Legislations

هي متطلبات ضرورية للوفاء بمتطلبات:

SPS الصحة والأمان والبيئة

TBT المواصفات القياسية

وقد يتضمن ذلك:

- التبين والإظهار Labeling
- العلامات التجارية Trade mark
- التعبئة والتغليف Packing and Packaging
- علامات الأمان

## متطلبات دخول الأسواق الاختيارية Non-

## Legislations

Buyer requirements -متطلبات المشترين

Management systems -الأنظمة الإدارية

## محتويات بطاقة معلومات



Made in Egypt

اسم الشركة المنتجة أو الشركة المعبأة

مكان الصنع أو بلد المنشأ

العلامة التجارية

تاريخ الإنتاج والصلاحية

تعليمات التخزين والاستخدام

المكونات وكمياتها، والمواد المضافة ومكسبات الطعم أو الرائحة أو الألوان

الوزن الإجمالي والوزن الصافي قبل التعبئة

رقم التشغيل أو اللوح PATCH

الباركود Barcode

رمز التدوير في حالة إعادة تدوير أو استخدام العبوة

المحتوى الكحولي الذي يزيد عن 1.2% في المشروبات

أي معلومات عن نوعية المنتج وما إذا كان يخضع لعمليات هندسة وراثية

معلومات عن درجة التجميد والفك

مدة صلاحية العرض على الأرفف

مدة التخزين بعد الشراء



## متطلبات الصحة والأمان حالة المنتجات الغذائية

- ☞ قانون الغذاء الأوربي بنى على أساس نظام التتبع وتحليل المخاطر
- ☞ يتم التركيز على الحد الأقصى للمتبقيات في المواد الغذائية.
- ☞ نظام الجاب GAP يتضمن معايير لإدارة المزرعة واستخدام الأسمدة، ومكافحة الآفات، وحماية المحاصيل قبل وبعد الحصاد،
- ☞ تطبيق نظام الهاسب HACCP وهي شهادة مطلوبة لكل المنتجات الغذائية.

GAP: Good Agricultural Practices

HACCP : Hazard Analysis Critical Control Points

(BRC) British Retailer Consortium

FSSC 22000 Food Safety System Certification 22000



## متطلبات الصحة والأمان

حالة المنتجات المصنعة

- ☞ من الضروري تثبيت علامة الأمان على المنتجات المصنعة غير الغذائية.



- ☞ من أشهر العلامات المستخدمة عالميا هي علامة

- ☞ من أمثلة المنتجات المصنعة ذات العلاقة بقضية الأمان :

الآلات والمعدات - أجهزة الفولت المنخفض - اللعب - الأجهزة الطبية - خامات البناء - الكابلات - الغلايات -  
الأجهزة المنزلية الكهربائية - معدات حماية البيئة - الأجهزة التي تعمل بالغاز - المصاعد - معدات  
الضغط - قوارب الترفيه - معدات وأجهزة الاتصال - مخلفات التعبئة والتغليف - المعدات البحرية  
الخ...



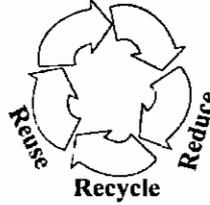


#### رابعاً: متطلبات بيئية :

- المنتجات والعبوات صديقة البيئة لها فرصة تسويقية أكبر في الأسواق الأوروبية
- البرنامج الأوربي للبيئة يتطلب تفعيل منظومة 3R في مجال العبوات وهي :  
Recycle- Reuse- Reduce
- ضرورة تبني الشركات المصدرة لنظام داعم للبيئة مثل ISO-14000
- ضرورة الالتزام بتصدير منتجات عليها بطاقة بيئية ECO-label

□ مواقع هامة للمتطلبات البيئية :

[www.iso.org](http://www.iso.org)  
[www.eco-label.com](http://www.eco-label.com)  
[www.eea.eu.int](http://www.eea.eu.int)  
[www.cbi.eu](http://www.cbi.eu)

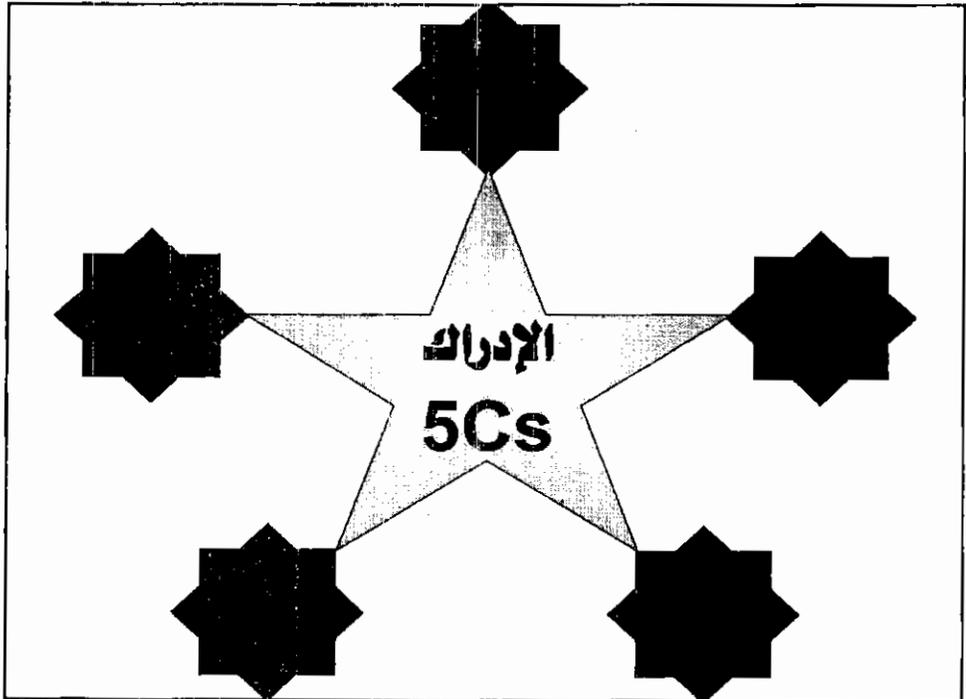
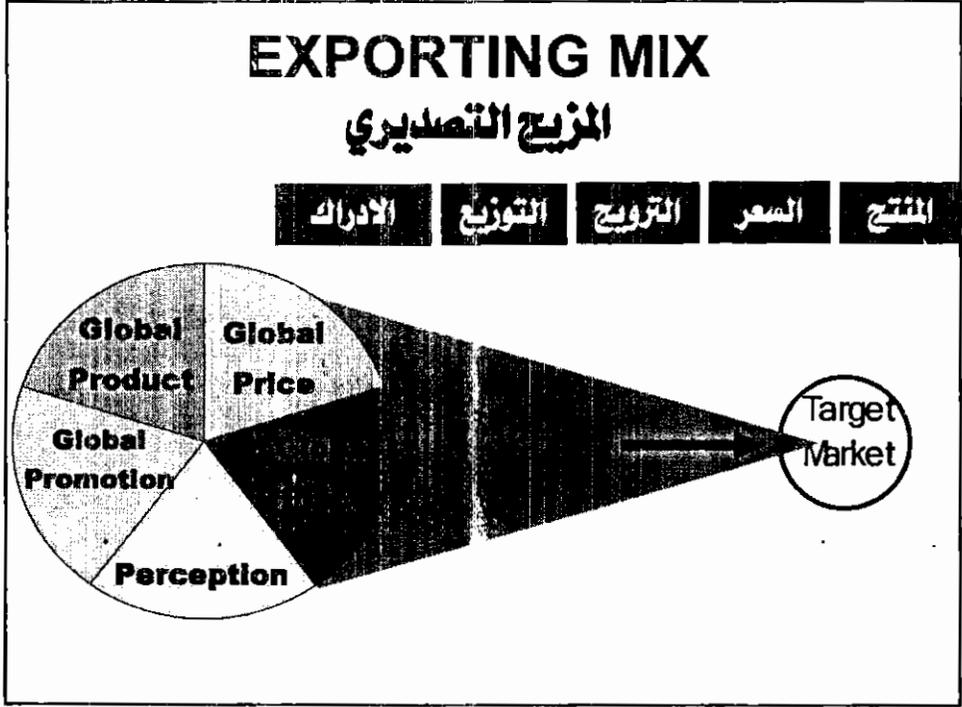


#### □ خامساً: متطلبات سوقية (غير تشريعية) :

- هي متطلبات خاصة بالدول مرتفعة الدخل لحماية المستهلك.
- ومتطلبات خاصة التجاوب مع الاذواق والثقافات.
- ومتطلبات خاصة بالتمويل.
- ومتطلبات خاصة بشروط التسليم.
- ومتطلبات خاصة بشروط الدفع.
- ومتطلبات خاصة باختيارات قنوات التوزيع.

□ مواقع هامة للمتطلبات التشريعية والفنية والسوقية :

[www.cbi.eu](http://www.cbi.eu)  
[www.trade-info.ccc.eu.int/tbt/index.cfm](http://www.trade-info.ccc.eu.int/tbt/index.cfm)



## أولا :المنتج Global Product

### WHAT MAKES A PRODUCT SUCCESSFUL

- تصميم المنتج وجودته وتحمله وتبسيط استخدامه.
- إشباع المنتج لحاجة العميل وتجاوز توقعاته.
- تهيئة المنتج للتجاوب مع متطلبات الصحة والأمان والبيئة.
- تهيئة المنتج للتجاوب مع المواصفات الفنية.
- الحصول على شهادات الاعتماد المطلوبة لدخول الأسواق الخارجية
- تثبيت العلامات المطلوبة للتصدير لمختلف الأسواق
- مراجعة مدى حاجة المنتج للإصلاح والصيانة وقطع الغيار.
- مراجعة أهمية العلامة التجارية للمنتج .
- لون وحجم ووظيفة المنتج.

### العوامل المؤثرة في تحديد السعر

- ☺ موقف المنافسين وأسعارهم
- ☺ التكاليف الثابتة والمتغيرة للإنتاج
- ☺ وضع التعادل
- ☺ المدى السعري وهامش الأمان.
- ☺ تغيرات الأسعار والتكاليف.
- ☺ تغيرات أسعار الصرف
- ☺ تكاليف التصدير وفقا لشروط التسليم وشروط الدفع.

## ثالثاً: الترويج Global Promotion

- يعطي العملاء معلومات عن بقية عناصر المزيح التسويقي
- إنشاء موقع إلكتروني
- نشر الموقع الإلكتروني لدى إحدى الشركات المضيفة.
- نشر الموقع الإلكتروني لدى المداخل الدولية المتخصصة.
- الاشتراك في محركات البحث العامة (يفضل بأولويات)
- الاشتراك في الأدلة الإلكترونية الدورية للفرص والمعلومات.
- الاشتراك في المعارض الدولية.
- توحيد أدوات وعناصر المزيح الترويجي لبناء الأيمدج.

## العلامة التجارية للمنتج

- أهمية العلامة التجارية
- حماية العلامات التجارية
- أسباب رفض تسجيل العلامات التجارية
- كون العلامة مصطلح عام (خلاط - دفاية)
- كون العلامة مصطلح وصفي (حلو - رابع)
- كون العلامة التجارية مضللة (سمن نباتي تحت العلامة "COW")
- كون العلامة منافية للنظام العام أو الأخلاق
- كون العلامة شعار رسمي أو علم دولة أو منظمة
- كون العلامة تنتهك الحقوق (سرقة العلامات - تقليد العلامات)
- عوامل هامة لاختيار العلامة
- سهولة القراءة - عدم التشابه - الاتفاق مع القواعد - العلامات فارغة المعنى

## رابعاً: التوزيع PLACE

### توفير البضاعة للعميل في المكان والزمان المرغوبين

- ◀ تحليل طبيعة قنوات التسويق وطبيعة المنتج .
- ◀ اختيار المستورد الوكيل وكيفية التعامل معه
- ◀ اختيار المستورد الموزع وكيفية التعامل معه .
- ◀ امكانية فتح فروع تابعة في الأسواق الخارجية
- ◀ متاجر الجملة والتجزئة وسلاسل السوبر ماركت.
- ◀ التمييز بين العميل المباشر وغير المباشر.

العملاء

قنوات التوزيع يجب أن تكون أقل تكلفة وأكثر كفاءة

المنتج

أهم اتفاقيات  
التجارة الحرة لمصر

### مفهوم التكتلات الإقليمية

العملية التي يتم بمقتضاها إزالة كافة العقبات التي تعترض وجه التجارة القائمة بين مجموعة الدول الأعضاء في مشروع التعاون الاقتصادي لتحقيق تجارة حرة للسلع، والخدمات ولعناصر الانتاج بين الدول الاعضاء.

عناصر ومحاور التكتل الاقليمي :

1. إزالة القيود الجمركية على تدفقات السلع والخدمات.
2. إزالة القيود غير الجمركية على تدفقات السلع والخدمات.
3. إزالة العقبات التي تعرقل انسياب حركات عناصر الانتاج.
4. تنسيق وخلق التجانس بين السياسات الاقتصادية المختلفة.

### أنواع التكتلات الإقليمية

#### 1- تكامل سطحي Shallow Integration

لا يتعدى إزالة الجمارك بين الدول الأعضاء مع وضع الكثير من العوائق غير الجمركية .

#### 2- تكامل عميق Deep Integration

يتعدى مجرد إزالة الرسوم الجمركية إلى توحيد المواصفات ووضع قواعد منشأ واتجاه لتحرير تجارة الخدمات بل والتكامل المؤسسي والتنظيمي وتنسيق السياسات الاقتصادية.

### درجات التكامل الاقتصادي

The Partial Preference	أولا : منطقة التفضيل الجزئي
The Free Trade Area	ثانيا : منطقة التجارة الحرة
The Customs Union	ثالثا : الاتحاد الجمركي
The common Market	رابعا : السوق المشتركة
The Economic Union	خامسا : الاتحاد الاقتصادي
The Monetary Integration	سادسا : الاندماج النقدي

### تجارب التكامل الاقتصادي العربي

- أولا : منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى
- ثانيا : اتفاقية التجارة الحرة بين مصر وتركيا
- ثالثا : الكوميسا
- رابعا : أغادير
- خامسا : المشاركة المصرية الأوربية
- سادسا : اتفاقية التجارة الحرة لمصر مع دول الميركسور

## أسواق السلع العالمية

أ.د/ عادل محمد المهدي

معيار التصنيف الدولي للسلع SITC	نظام التصنيف العالمي المنسق HS
نظام SITC يركز على الوظيفة الاقتصادية للمنتجات في مختلف مراحل الإنتاج والتصنيع .	نظام HS يركز على تقسيم المنتجات طبقاً للفئات التي ينتمي إليها المنتج بصرف النظر عن درجة التصنيع
نظام SITC تم تطويره بهدف تقسيم المنتجات الداخلة إلى التجارة الدولية على أساس الخصائص الطبيعية لها و مرحلة التصنيع والوظيفة الاقتصادية ويتناسب مع أنظمة العد والإحصاء ووضع التعريفات الجمركية .	تم تشييده عام 1988 واعتمد من قبل جميع الدول والمنظمات الدولية كنظام دولي منسق لتقسيم السلع المتاجر بها عالمياً. وتم عمل هذا التقسيم طبقاً لمعايير بسيطة وقابلة للتطبيق . وآخر إصدار للنظام المنسق تم عام 1996
وقد صدر حتى الآن ثلاثة إصدارات من نظام SITC وتم تطبيق النسخة الثالثة بدأ من عام 1988 ويحتوي النظام الأساسي على عشرة أقسام وتم تقسيم كل قسم إلى 67 قسم للتصنيف الذي يتضمن رقمين 261 قسم للتصنيف يتضمن ثلاثة أرقام 1033 التصنيف الذي يتضمن أربعة أرقام 3121 للتصنيف الذي يتضمن خمسة أرقام	ويحتوي هذا النظام في الوقت الراهن على 21 قسم و 99 فصل، وقد تم إضافة القسم رقم 22 لاستيعاب التجارة في الخدمات.
	وتحتوي الأقسام على:
	21 قسم
	99 فصل
	1241 بند على أساس تصنيف أربعة أرقام
	5113 فئة للسلع بكون ستة أرقام

الأقسام الجمركية حسب النظام المنسق HS	
1	حيوانات حية ومنتجات المملكة الحيوانية
2	منتجات المملكة النباتية
3	شعير ودهون وزيت
4	منتجات صناعات الأغذية
5	منتجات معدنية
6	منتجات الصناعات الكيماوية
7	راتنجات واللبائن اسطنامية
8	جلود وفراء ومنتجاتها
9	خشب , لجر خشبي , مصنوعات خشبية واللين
10	مواد مستعملة في صناعة الورق , ورق مقوى
11	مواد نسجية ومصنوعاتها
12	احذية واقطية رأس مقلات وشماس
13	مصنوعات من حجر , أو جبس , أو أسمنت أو حرير صغرى
14	لؤلؤ احجار كريمة وشبه كريمة , معادن ثمينة , معادن هادبة مكسوة بالقشرة
15	معادن هادبة ومصنوعاتها
16	الات وأجهزة ومعدات كهربائية
17	معدات النقل
18	أدوات البصريات والظروفرافيا والميخما والقياس والفحص والطب
19	أسلحة وذخائر وأجزاؤها
20	اصناف متنوعة غير منكورة ولا داخلة في مكان آخر
21	تحف فنية وقطع أثرية

الفصول الجمركية حسب النظام النسق HS	
التدليل	الوصف
القسم الأول: الحيوانات الحية والمنتجات الحيوانية - خمسة فصول - الفصول (1-5)	
01	حيوانات حية
02	لحوم واحشاء واطراف صالحه للاكل
03	اسماك وقشريات ورخويات
04	البان ومنتجاتها وبيض ومصسل
05	منتجات اخرى حيوانية الاصل
القسم الثاني: منتجات المملكة النباتية - تسعة فصول - الفصول (6-14)	
06	اشجار ونباتات اخرى حيه بصيلا وجزور
07	خضر ونباتات ودرنات صالحه للاكل
08	فواكه وثمار صالحه للاكل
09	بن وشاي ومته وبهارات والقابوية
10	حبوب
11	منتجات مطاحن وشعير ناشط ونشا حبوب
12	حبوب وثمار زيتية ونباتات طيبة وصاب
13	صمغ اللك اراتنجات وخلصات نباتية
14	مواد صفر ومنتجات نباتية

القسم الثالث: دهون حيوانية ونباتية وزيت ومشتقاتها ودهون معدة للاكل وشمع حيواني ونباتي فصل واحد - (15)	
15	شحوم ودهون وزيت وشموع نباتية وحيوانية
القسم الرابع: مواد غذائية ومشروبات ومشروبات روحية وخل وتبيغ وبدائل تبيغ تسعة فصول - الفصول (16-24)	
16	محضرات لحوم او اسماك او قشريات
17	سكر وممنومات سكرية
18	كاكاو ومحضراته
19	محضرات حبوب ودقيق ونشأ
20	محضرات خضر وفواكه واجزائها
21	محضرات غذائية متنوعة
22	مشروبات، سائل كحولية وخل
23	نفايات صناعة الاغذية-اغذية للحيوانات
24	تبيغ

## أسواق السلع العالمية

آ.د/ عادل محمد المهدي

القسم الخامس: المنتجات المعدنية - ثلاث فصول - الفصول (25-27)	
25	ملح، كبريت، أتربة، أحجار واسمنت
26	خامات معادن، خيث ورماد
27	وقود وزيوت معدنية ومنتجات تقطيرها
القسم السادس: المنتجات الكيماوية وما يرتبها: بها إحدى عشر فصلا - الفصول (28-38)	
28	منتجات كيماوية غير عضوية
29	منتجات كيماوية عضوية
30	منتجات الصيدلانية
31	أسمدة
32	خلاصات للدهان والصباغة وأصبغ
33	زيوت عطرية ورائحة ومنتجات ومحضرات لتجميل
34	صابون، محضرات فسيل وشموع صناعية
35	مواد زلائية وفراء
36	متفجرات، محضرات نارية وثقاب
37	منتجات تصوير فوتوغرافي أو سينمائي
38	منتجات كيماوية متنوعة

القسم السابع: اللدائن والمطاط ومصنوعاته - فصلان - (39-40)	
39	لدائن ومصنوعاتها
40	المطاط والمواد المطاطية
القسم الثامن: جلود وجلود خام وفراء ومصنوعاتها وسروج وحقائب سفر - ثلاث فصول (41-43)	
41	جلود خام ما عدا جلود الفراء
42	مصنوعات من جلود وأصناف المراجعة وما شابهها
43	جلود فراء طبيعية وصناعية
القسم التاسع: خشب ومواد خشبية والحجر والطين ومصنوعاتها ثلاث فصول - الفصول (44-46)	
44	خشب ومصنوعاته: حجر خشبي
45	الطين ومصنوعاته
46	مصنوعات حصر وسلال
القسم العاشر: مواد مستعملة في صناعة الورق ورق مقوى ثلاث فصول - الفصول (47-49)	
47	عجينة الورق والفضلات ورق
48	ورق ومصنوعات من عجائن الورق
49	كتب وصحف وصور

القسم الحادي عشر: مواد نسجية ومصنوعاتها أربعة عشر فصلا (50-63)	
50	حرير طبيعي
51	صوف، ويرانامر أو خشن
52	قطن
53	الياف نسجية نباتية أخرى
54	شعيرات تركيبية أو اصطناعية
55	الياف تركيبية أو اصطناعية غير مستمرة
56	حشو، لباد وأصناف صناعة الحبال
57	سجاد وأغطية أرضيات أخرى من مواد نسجية
58	نسيج خاص، دانتيل ومطرزات
59	نسيج مشريه أو مطليه
60	أقمشه مصنره وأصناف شغل الصنارة
61	البسه وتوابعها من مصنرات
62	البسة وتوابعها من شعر الصنرات
63	أصناف آخر جاهزه والبسه مستعمله

القسم الثاني عشر: احذية والاطية رأس مظلات وشماسي أربعة فصول (64-67)	
64	احذية وأجزاؤها
65	أغطية رأس وأجزاؤها
66	مظلات مطر، شماسي، عصى، مياط، وأجزاؤها
67	ريش ومحضرات منه، ازهار اصطناعية، مصنوعات من شعر بشري
القسم الثالث عشر: مصنوعات من حجر، أو جبس، أو أسمنت أو حرير صخري ثلاثة فصول (68-70)	
68	مصنوعات حجر واسمنت واسبتوس
69	منتجات من خزف
70	زجاج ومصنوعاته
القسم الرابع عشر: للؤلؤ، احجار كريمة وشبه كريمة، معادن ثمينة، معادن عادية مكسوة بقشرة - فصل واحد (71)	
71	للؤلؤ واحجار كريمة وحلى

## أسواق السلع العالمية

أ.د/ عادل محمد المهدي

القسم الخامس عشر: معادن عادية ومصنوعاتها - اثني عشرة فصلا (72-83)	
72	حديد وصلب وفولاذ
73	مصنوعات من حديد أو صلب أو فولاذ
74	نحاس ومصنوعاته
75	نيكل ومصنوعاته
76	النيوبر ومصنوعاته
77	محبوز للتوسع في النظام المنسق
78	رصاص ومصنوعاته
79	زنك وتوتياء ومصنوعاته
80	قصدير ومصنوعاته
81	معادن عادية أخرى ومصنوعاتها
82	صدد وأدوات قاطعة للمانعة
83	اصناف متنوعة من معادن عادية
القسم السادس عشر: آلات وتجهيزات وقطع مصنوعة منها ومسجلات صوت ومسجلات صوت وصورة وأجزائها فصلان (84-85)	
84	مفاعلات نووية - مراحل، آلات، أجهزة آلية وأجزائها
85	الآلات وأجهزه ومعدات كهربائية وأجزائها

القسم السابع عشر: عربات ومطائرات ومراكب وما يتعلق بها من تجهيزات النقل أربعة فصول (86-89)	
86	قاطرات وعربات وأجهزة إشارة
87	سيارات وجرارات، دراجات وأجزائها
88	مطائرات، سفن هوائية وأجزائها
89	سفن، قوارب وعائمات
القسم الثامن عشر: أدوات التصوير البصري والسينمائي وأجهزة القياس والفحص والتدقيق وأدوات طبية وجراحية وماعات وأدوات موسيقية ثلاثة فصول (90-92)	
90	أجهزة للبصريات والسينما وأجزائها
91	اصناف صناعة الماعات وأجزائها
92	أدوات موسيقية وأجزائها
القسم التاسع عشر: الأسلحة والذخيرة وأجزائها ومكملاتها فصل واحد (93)	
93	أسلحة وذخائر وأجزائها

<b>القسم العشرون : أثاث ولعب أطفال وأدوات رياضة ومصنوعات متنوعة ثلاث فصول (94-96)</b>	
94	أثاث , أثاث للطب والجراحة , أصناف فرش الأسرة وما يماثلها
95	لعب أطفال وأدوات رياضة وأجزاءها
96	مصنوعات متنوعة
<b>القسم الواحد والعشرون : الأعمال الفنية وقطع الديكور ومعاملات أخرى ثلاث فصول (97-99)</b>	
97	تحف فنية وقطع أثرية
98	معاملات خاصة لا تدخل في احصاء التجاره
99	اصناف متنوعة غير مبيئه

### أسواق السلع الدولية و ميزان المدفوعات

أولاً : تعريف وأقسام ميزان المدفوعات

ثانياً : الفائض والعجز في الميزان .

ثالثاً : تعريف سعر الصرف

رابعاً : نظام سعر الصرف وعلاقته بالتصادرات والواردات

خامساً : سعر الصرف والاحتياطيات الخارجية

**Thank you**







**دورة: الاقتصاد للشرعيين**  
**«النقود والمؤسسات المصرفية»**

خلال الفترة من: ٩-١٣ جمادى الأولى ١٤٣٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

# البيع الآجلة والمستقبليات

**الأستاذ الدكتور/ سمير عبد الحميد رضوان**

أستاذ الاقتصاد كلية اللغات والترجمة  
جامعة الأزهر

مدينة نصر - القاهرة - جمهورية مصر العربية - تليفون ٢٤٠٣٧٥١٤ - ٢٢٦١٠٣٠٨ - ٢٢٦١٠٣١١ - تليفاكس ٢٢٦١٠٣١٢

Nasr City, Cairo, Egypt, Tel.: 24037514-22610308 - 22610311, TelFax: No. 22610312

www.sakc.azhar.edu.eg E-mail: salehkamel@azhar.edu.eg and salehkamel@yahoo.com



## البيع الآجلة والمستقبلي

الأستاذ الدكتور/ سمير عبد الحميد رضوان (\*)

### مقدمة

إن التطور المذهل والسريع في تقنية المعلومات وثررة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمل **Intensive Labour Economics** إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة رأس المال، إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة ترك بصماته على أساليب التمويل للحكومات والشركات والتمويل المصرفي الذي ركن طويلاً إلى التقليد وعزف عن التطوير مكتفياً بما قدمته المنظومة المالية المصرفية من أدوات تقليدية لم تعد تتواءم مع متغيرات العصر والتطور المذهل في تقنية المعلومات والذي صاحبه ظهور الشركات متعددة الجنسيات **Multinational Corporations** والتي يطلق عليها البعض استحساناً عبارة القوميات، كما اقترن به خلق آليات جديدة كصناديق الاستثمار **Mutual funds** وبطاقات الائتمان **Credit Cards** وشهادات الإيداع **Certificate of Deposits [CDs]**، وأسهم الخزانة **Treasury Stocks**، وأدوات مالية مبتكرة لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية **Financial Markets** والسلعية **Commodity Markets** وأسواق المعادن النفيسة **Precious Metals Markets**، وإنما كانت ثورة في أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي يجري التعامل عليها في هذه الأسواق.

ولعل أهم تلك الأدوات قاطبة التي اقتحمت أسواق المال، وقدمها الفكر المالي هي المشتقات المالية **Financial derivatives** والتي لم يعد بوسع باحث مهما علا قدره أن يلم بها جميعاً، وإن كان البعض قد أجملها في العقود الآجلة **Forward Contracts**، وعقود الخيار **Option Contracts**، والعقود المستقبلية **Futures Contracts**، وعقود المبادلات **Swaps**، والمبادلات الاختيارية **Swaptions** والتي يطلق عليها البعض مشتقات المشتقات **Derivatives of Derivatives** فضلاً عن اتفاقيات إعادة الشراء **Repurchase Agreements** والتي اصطلح على تسميتها بعمليات الريبو (**Repo**) وغير ذلك كثير.

وكل هذه العمليات ولدت مع ما يسمى بالهندسة المالية **Financial Engineering**.

وقد ساعد على ابتكار هذه الأدوات، العديد من العوامل نذكر منها :

١- انهيار اتفاقية بريتون وودز "Bretton Woods" وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف **Acute increase in currency volatility** فكانت مدعاة لتطوير عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف .

٢. زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

٣. انهيارات أسواق الأوراق المالية العالية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية .

٤. المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية .

وإذا ما تحدثنا عن الابتكار فليس بوسعنا أن نتجاهل واحداً من أبرز الاقتصاديين الذين ساهموا في إثراء علم الاقتصاد ، ويقترن باسمه مصطلح الابتكار وهو الاقتصادي الأمريكي النمساوي "جوزيف شومبيتر" صاحب نظرية التنمية الاقتصادية **Theory of "Economic development"** والذي دعا إلى الابتكار .  
والابتكار عند "شومبيتر" إنما يقصد به:

١. أن يجلب إلى السوق منتج جديد متميز عن غيره ، وله وزنه في الأهمية .

**The bringing to market of a new and significantly different product .**

٢ - تقديم فن إنتاجي متقدم

**The introduction of a new production technique.**

٣. فتح أسواق جديدة

**The opening up of a new market.**

وهذا لا يختلف عما ذهب إليه الاقتصادي الفرنسي صاحب "قانون ساي للأسواق" من خلال رسالته "Traite`d economie politique"، والتي حث من خلالها على ضرورة استخدام المخترعات في مصانع الغزل وآلات البخار، وجميعها ذو ربحية عالية بعد أن أصبحت المنتجات الصناعية سلعاً أقل ربحية وأعلى ثمناً وأشق تسويقاً.

**The industry products have become commodities and increasingly both less profitable and more expensive to sell.**

لقد ساد الاعتقاد خلال العقود الماضية أن بإمكانية تكنولوجيا المعلومات تغيير أسلوب المنشآت التي تؤدي به أعمالها.

ولهذا ذهب بعض الكتاب إلى القول ان إدراك أهمية تكنولوجيا المعلومات **Information technology** في توفير ميزة تتفوق بها إحدى المؤسسات المالية على المؤسسات المتنافسة معها أعطى دفعة قوية لدراسة الحاجة لهذه التقنيات كوسائل استراتيجية لهذه المؤسسات .

ويرى "روبن فينشمان" **Robin finshman** صاحب مؤلف "الخبرة والابتكار" أن التكنولوجيا كالهواء الذي نتنفسه يعد متفصلاً للنظم الاقتصادية والاجتماعية، ولها

تأثيرها على هيكل وأداء المنشآت . ولطالما كانت شركات التأمين والبنوك مستخدمين رئيسيين لتكنولوجيا المعلومات بل ولصناعة الحاسبات ذاتها .  
وتجسد التكنولوجيا العديد من أنواع ثقافة المعرفة للأصول العلمية وكيف يمكن استخدامها في أغراض نافعة .

**Technology is often regarded as exogenous to social and economic systems . It embodies various kinds of technical about scientific principles and how they can be applied for useful purposes.**

وعلى الرغم أن الهندسة المالية قدمت العديد من الابتكارات تلبية لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تقي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر المالية، إلا أن ما كان بالأمس يمثل حلاً إبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة والصراف لم يعد موائماً وظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات، الأمر الذي دفع "بيتر دراكر" الاقتصادي الشهير إلى القول أن الصناعة المالية تواجه اليوم انحساراً في الربحية وتدهوراً في نوعية المنتجات التي تقدمها، الأمر الذي يقتضي إعادة روح الابتكار والتجديد، وإن السبب الرئيسي وراء ازدهار الأسواق والمؤسسات المالية نسبياً فيما مضى هي المبتكرات المالية ابتداء من اليورودولار واليوروبوند، مروراً ببطاقات الائتمان ثم الشركات متعددة الجنسيات، لكن هذه المنتجات تحولت بعد شيوعها وانتشارها من منتجات مربحة إلى سلع نمطية منخفضة الربحية أو ربما خاسرة .

**Financial services industry will have to reinvent itself if it is to continue to prosper in the 21st century . the products that fuelled its growth beginning with the Eurodollars and Eurobond can no longer sustain it , forty years ago they were innovations. Now they have become more commodities, which means they have become increasingly low profit if not unprofitable.**

ويرى دراكر أن أحد المتاعب الرئيسية في صناعة الخدمات المالية أن مؤسسات الخدمات المالية المهيمنة قد قدمت ابتكاراً رئيسياً وحيداً خلال ثلاثين عاماً .

**The dominant financial services institutions have made a single major innovation in thirty years.**

ويلمس بيتر دراكر جانباً هاماً بالنسبة لمختلف المؤسسات المالية وغير المالية، في أوروبا وأمريكا، وفي الدول النامية والأقل نمواً فيذكر أن بعض المؤسسات تجني أرباحاً على الرغم من أعبائها الثقيلة، وأن هذه العوائد لم يكن مصدرها الأتعاب التي يدفعها العملاء مقابل الخدمات ولكن من خلال المتاجرة في الأسهم والسندات والمشتقات والعملات والسلع بمعنى أنها دخول لا علاقة لها بالنشاط الرئيسي لتلك المنشآت، وأن المنشأة قد يحقق نشاطها الرئيسي خسائر يتم تغطيتها من خلال تلك الدخول .

**More and more of the income of top firms no longer comes from fees that client pay for services, it comes from trading for the firm's own account in stocks and bonds, in derivatives, currencies and commodities.**

## الهندسة المالية Financial Engineering

يطوق مصطلح الهندسة المالية العديد من لتقنيات المطبقة والتي تعتمد على البحث والتطوير، ويرتكز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر.

وتسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية ( كالبانوك، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وشركات إدارة مخاطر الائتمان، وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها ) برسم سياسات مالية قوية، وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة، واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية، والإقليمية والمحلية من حيث أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، ربحية الأسهم، حركة اتجاهات الأسعار ومعدل الدوران في سوقية الأسهم والسندات، ويقتضي ذلك أن تقوم المنشأة المالية بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية.

ويرى "توماس ليو" (K. Thomas Liaw) أن الهندسة المالية هي القدرة على الخلق والابتكار من جانب بنوك الاستثمار في تصميم ورقة مالية.

**Financial Engineering is the successful implementation of the investment bankers creativity in security design.**

ويرى أن المنافسة بين بنوك الاستثمار لمواجهة احتياجات المستثمرين والمقرضين كالتحوط والتمويل، وعمليات الموازنة وارتقاع العائد، وأغراض الضرائب قد دفعت إلى النمو المتفجر في أسواق المشتقات.

ومصطلح الهندسة المالية يعنى أشياء مختلفة لأناس مختلفين بطبيعتهم وهذا أمر لا يدعو إلى الدهشة لأن هذا المجال مازال مغلقاً ولم يتم تعريف هذا المصطلح تعريفاً محدداً.

**The term "Financial engineering" means different things to different people. This is not surprising because this field is not very well defined.**

ومفهوم الهندسة المالية مفهوم قديم أيضاً قدم التعاملات المالية لكنه قد يبدو حديثاً نسبياً من حيث التخصص.

### مفهوم الهندسة المالية

عرف "Finnerty" الهندسة المالية بأنها التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.

**Financial Engineering involves the design, the development and the innovative financial instruments and processes, and the formulation of creative solutions to problems in finance.**

والتعريف المتقدم يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- ١ - ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان .
- ٢ - ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري

من خلال الشبكة العالمية والتجارة الإلكترونية .

٣ - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد ، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية ، وهو ما يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

بينما عرف " صاحب موسوعة المشتقات " الهندسة المالية " بأنها عملية خلق منتجات مالية جديدة ، ويشار إليها أحياناً بالهندسة المالية وهو الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر.

**The process of creating new financial products is sometimes referred to as financial engineering. The innovation that have led to opportunities for risk management.**

### مجالات الهندسة المالية

تغطي الهندسة المالية المجالات الآتية:

- (١) الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض
- (٢) تخطيط الخدمات المالية للأفراد .
- (٣) أنشطة الاستثمار.
- (٤) تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين .
- (٥) إدارة الأعمال المالية لمختلف المنشآت والمؤسسات المالية والتجارية ، الخاصة والعامة ، المحلية و الدولية .

### ماهية المشتقات المالية

خلافاً لما هو متعارف عليه فيما يتعلق بالأسواق التي تتعامل في الأصول المالية التقليدية ، فإن أسواق المشتقات إنما تتعامل في أدوات تعاقدية **Contractual Instruments** ، يعتمد أداؤها على أداء أصول أو أدوات أخرى.

ويستفاد مما تقدم أن المشتقات ليست أصولاً مالية **financial Assets** ، ولا هي أصولاً عينية **Real Assets** وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين شخصين أحدهما بائع و الآخر مشتري ، ويترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر ، وهو الأمر الذي عبر عنه بعض الكتاب الغربيين بقولهم : " وتلك العقود ليست أوراقاً

مالية بالمعنى التقليدي، وإنما ينظر إليها باعتبارها اتفاقيات تجارية يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق وفقاً لما هو مجدول لها.

وقبل أن نشعر في عرض أهم التعريفات وأكثرها شيوعاً بين المحترفين **Professionals** في أسواق المال العالمية، والمصارف والمؤسسات المالية، فقد يكون من المفيد أن نشير ابتداءً إلى أنه إذا كانت أسواق الأوراق المالية يتردد بعض المحترفين في التعامل على أدواتها، ويخشى البعض اقتحام مجالها نظراً للجهالة التي تحيط بها، وصعوبة استيعاب وفهم المصطلحات والخرائط والمؤشرات التي تفصح عن توجهات السوق وحركة الأسعار بها، وهو الأمر الذي دعا أحد الكتاب الغربيين إلى تصدير مؤلفه عن البورصات بالعبارة التالية :

**I am to speak of what all people are busy about, but not one in forty understand.**

فإذا كان هذا هو شأن أسواق الأوراق المالية، فإن الأمر يزداد تعقيداً ويحتاج إجمالاً وتفصيلاً عند تناول أسواق المشتقات وهذا ما دعا أحد الكتاب الغربيين - في أحدث المؤلفات في تحليل الاستثمار - إلى القول :

" إن عمليات المشتقات لها مصطلحاتها الخاصة والتي ينبغي استيعابها وفهمها حتى يتسنى استخدامها". واستطرد قائلاً " وخلافاً للأوراق المالية الأخرى فإن اللغة المستخدمة لوصف العقود الآجلة والمستقبلية و الخيارية هي خليط من اللغات والتي يقتصر استخدامها على طائفة أو فئة معينة من الناس ( Jargon ) مما يؤدي إلى شيوع الخلط والالتباس فيما بين الناس.

ويظاهر الرأي المتقدم من ذهب إلى القول أن مشتقات الأسهم تشكل واحدة من أهم عناصر أسواق رأس المال، ومع ذلك فهناك قدسور عام في الفهم والتقدير لهذه الأدوات المعقدة إلى حد ما.

ليس هذا فحسب بل عاود أصحاب الرأي المتقدم التأكيد على أن مشتقات الأسهم أدوات مالية معقدة **complex financial instruments** وإنها غالباً ما تخترق مساحة من القوانين والنظم.

### تعريف المشتقات

نورد فيما يلي أهم التعريفات التي تناولتها المراجع الأجنبية والمؤسسات الدولية فيما يتعلق بالمشتقات المالية :

المشتقات المالية **Financial Derivatives** عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية (حسابات نظامية) [ **Off Balance Sheet Items** ] وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

• أما السلطات النقدية في هونج كونج **Hong Kong Monetary Authority** فقد

توسعت نسبياً في تحديد ماهية المشتقات بذلك على الوجه التالي :

"المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار . ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة ، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلاً عن المخاطر السوقية".

بينما عرفها صاحب كتاب مقدمة في المشتقات **An Introduction to Derivatives** بأنها أدوات تشتق عائداتها من أوراق مالية أخرى بمعنى أن أدائها يتوقف على أصول أخرى.

وقد خالف صاحب أصول الإدارة المالية **Fundamentals of financial Management** التعريفات المتقدمة حيث عرف المشتقات بأنها: " أية ورقة مالية تشتق قيمتها من ثمن أصل آخر يكون محلاً للتعاقد".

والذي عليه كل الكتاب ونحن معزم أن الأداة المالية (وهي العقد) هو الذي تُشتق قيمته من الأوراق المالية محل التعاقد والعكس ليس صحيحاً ولا معنى له .

وذهب آخرون إلى القول بأن " مشتقات الأسهم هي حق مشروط على الأسهم العادية أو مؤشرات أسعار الأسهم، وأن قيمتها تعتمد على قيمة الأسهم العادية أو مؤشر أسعار الأسهم.

ولا يكاد يختلف **Frank Reilly** عن غيره ممن تصدى لمفهوم المشتقات حيث عرف المشتقات بالآتي :

" الأداة المشتقة هي تلك التي يعتمد ما يؤول إلى المستثمر في النهاية - بمقتضى العقد المبرم - على قيمة الورقة المالية أو السلعة".

أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي **(IMF) International Monetary Fund** فهو تعريف بنك التسويات الدولية **Bank of International Settlements (BIS)** وهو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي .

" المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".

ويتسم التعريف المتقدم بالدقة المتناهية والوصف المنضبط في تحديد ماهية المشتقات، ويعد من التعريفات الجامعة المانعة النافية للجهالة والتي يتلقاها أهل العلم بالقبول.

ويكشف التعريف المتقدم القناع عن صورية أغلب العقود التي يجري إبرامها في تلك الأسواق حيث لا يجري تنفيذ أغلب هذه العقود وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق

الأسعار، فالعقد لا يقتضي تملك ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مراهنه من جانب الطرفين على محض اتجاهات الأسعار، وهذا ما خلص إليه أيضاً أحد كتاب الغرب فذهب إلى القول أن عقود المستقبلات والخيارات هي أوراق مالية والتي تمثل جانب المراهنة على أداء ورقة مالية واحدة أو حزمة من الأوراق المالية .

**Futures and options are securities that represent side bets on the performance of individual or bundle of security.**

بينما عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية " system national accounts group(SNA) على الوجه التالي:

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد . وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار . وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد الخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة.

والتعريف المتقدم كما نرى تصدى بقدر اكبر من التفصيل لماهية المشتقات وما تنطوي عليه، وأغراضها على سبيل الحصر .

ويكشف التعريف المتقدم عن مسألة في غاية الأهمية وهو أنه إذا ما كانت المشتقات تستخدم في إدارة المخاطر أو التحوط ضد المخاطر، إلا أنها أداة تنسم بقدر كبير من المخاطرة، ولذلك فالمتعاقدان وهم طرفي العقد أحدهما في حقيقة الأمر يباع للمخاطرة والآخر مشتري لها وهو ما يعبر البعض عنه بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل درجة المخاطرة . وآخرون على استعداد لتحمل المخاطرة آملين الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة Reward وقد تناول التعريف المتقدم عمليات المراجعة "Arbitrage" وهي أحد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر إلى التربح عندما تباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين . هنا يحرص الشخص المشتغل بعمليات المراجعة على الاستفادة من تباير الأسعار، فهو يشتري السلعة منخفضة السعر في أحد الأسواق ويسارع ببيعها بالسعر الأعلى في السوق الآخر . وتعتبر عمليات المراجعة من الاستراتيجيات الجاذبة للاستثمار .

ذلك أن آلافاً من البشر في المجتمعات الغربية على وجه الخصوص - يكرسون وقتهم في البحث عن فرص التربح من عمليات المراجعة. ومن أهم المزايا المترتبة على عمليات المراجعة أنه ما أن يشرع المستثمرون في الشراء من السوق ذات الأسعار المنخفضة، والبيع في الأسواق ذات الأسعار المرتفعة إلا وترتب على ذلك ارتفاع الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة حتى يصبح لدينا سعراً واحداً للسلعة الواحدة في جميع الأسواق وهو ما

يعرف بقانون السعر الواحد **The law of one price** وهو ما يعني أن السلع المتماثلة من جميع الوجوه لا يمكن أن تباع بأسعار مختلفة، وهو الأمر الذي يطرح على بساط البحث، السؤال التالي :

• ما الذي يخلق حينئذ فرص المراجعات ؟

والإجابة على ذلك أنه في الأسواق عالية الكفاءة لا ينبغي حدوث مثل هذه العمليات، ولكن ذلك يحدث أحياناً بسبب اختلال مؤقت بين العرض والطلب في لحظة معينة، ثم ما يلبث السعر أن يعود إلى التوازن بزوال الأسباب التي أدت إلى حدوث هذا الاختلال .

وتعتبر الثورة الحقيقية في نظرية تسعير الأصول **Asset pricing theory** هي نظرية تسعير المراجعات **Arbitrage Pricing Theory (APT)**، وإن شئت فقل نظرية تسعير الموازنات إذا أخذنا بالمحصلة النهائية لهذه الآلية وهو توارن الأسعار. وعلى الرغم من أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكلها منذ عدة قرون إلا أن نموها كان سريعاً في الآونة الأخيرة حيث يجري حالياً استخدامها على نطاق واسع من قبل المستثمرين الذين يحترفون التعامل في هذه الأسواق **Professional investors** ومن قبل الأفراد أيضاً **Individuals**.

ويرى المراقبون لأداء الأسواق العالمية أن مشتقات الأسهم **equity derivatives** تعد - بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية - أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري.

أما أول أنواع المشتقات ظهوراً على مسرح الاستثمار العالمي **the world investment scene** فهي صكوك الأوراق المالية التي تصدرها الشركات وتعطي لحائزيها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر معين في تاريخ لاحق **warrants**، وكذا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم **Convertible Bonds**، وقد استدل الدكتور 'فريبيون' على النمو المطرد في منتجات المشتقات والتوسع في تجارتها منذ بداية التسعينات بأن هذه الأدوات قد أدت دوراً بالغ الأهمية في الوفاء باحتياجات إدارة الاستثمار العالمي.

وإذا كانت المشتقات ليست وليدة اليوم، وأنها وجدت منذ عدة قرون إلا أنه من الثابت أيضاً أنه قد تم حظرها في الولايات المتحدة عام ١٩٣٦ بسبب بعض الفضائح **scandals** إلا إنه أعيد التصريح بها عام ١٩٨٢.

وقد شهدت العقود الأخيرة ظهور عقود الآجلة **Forward Contracts** والعقود المستقبلية **Futures Contracts** للمتاجرة في بعض المنتجات الأساسية كالمحاصيل الزراعية **Agricultural Commodities** والطاقة **Energy** والمعادن النفيسة **Precious Stones** والعملات **Currencies** والأسهم العادية **Common Stock** والسندات **Bonds**.

ولم يتوقف التعامل عند هذه الأدوات بل تجاوزها إلى ما يعرف بالتعامل على الأصول الافتراضية **hypothetical assets** كتلك التي تتم على مؤشرات الأسهم **stock indexes**، فضلاً عن المشتقات المختلطة **combination derivatives** كالعقود الخيارية والتي تسمح للمستثمر أن يقرر في تاريخ لاحق أن يدخل في عقد مستقبلي يتضمن ورقة مالية أخرى أو سلعة أخرى

وبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية، حيث توفر المشتقات في أسواق العقود المستقبلية والخيارية وسيلة بديلة للمضاربة بما يغني عن شراء الأسهم والسندات، حيث أصبح بوسع المستثمر شراء عقد اختيار أو عقد مستقبلي.

ليس هذا فحسب، بل أصبح بوسع أولئك الراغبين في تقليل حجم المخاطرة أو التخلص منها نهائياً اللجوء إلى أسواق المشتقات لنقل المخاطرة التي يتوجسون خيفة منها إلى أولئك الراغبين في تحملها أو زيادتها .

وقد دفع انهيار الأسواق العالمية في أكتوبر ١٩٨٧، ومن بعده عام ١٩٨٩ الكثرة من المستثمرين إلى طلب الحماية لأصولهم في أسواق العقود في صورة مشتقات الأسهم **Equity "Derivatives"** رغم أن هذه الأدوات نفسها من أدوات المخاطرة، وما تم تصميم المشتقات المالية إلا بغرض المتاجرة في مخاطر السوق حيث يجري بيع المخاطر وشرائها ونقلها من أولئك الذين يتوجسون خيفة منها إلى أولئك الذين يسعون في طلبها ولديهم الرغبة في تحملها. **All financial derivatives are designed for the purpose of trading market risk.** وإذا كان أحد أغراض المشتقات إدارة المخاطر، فإن إدارتها تعني شيئاً مختلفاً لكل مشارك في السوق ذلك أن من يدير الأصول أو الخصوم (**Assets, Liabilities Management "ALM"**) قد يبحث عن الحماية ضد التقلب الذي قد يطرأ على أسعار الأصول أو المؤشرات، بينما يبحث آخر عن الحماية ضد عدم تقلب الأسعار أو المؤشرات . إن الحماية من الخسائر المطلقة أو النسبية إنما هي فرصة لآخر لتحقيق الربح.

وإثر انهيار أسواق الأسهم في الولايات المتحدة، ولمدة ثلاث سنوات متصلة قضى خلالها المظنون، ومحللوا وول ستريت، والأدعاريهيون آلاف الساعات بغرض الكشف عن دور المشتقات في انهيار عام ١٩٨٧ ومن بعده انهيار عام ١٩٨٩ .

**For three years following the US stock market crash, regulators , Wall street analysts and academicians spent thousands of hours exploring the role of derivatives in the crash of 87 and the mini crash of 1989.**

ولم يجد بعض الكتاب الغربيين الأذكار تحمساً للمشتقات بدأ من تقرير حقيقة الدور الذي لعبته المشتقات في تدمير تلك الأسواق فذكر بعضهم :

## البيوع الآجلة والمستقبلية

أ.د. / سمير عبد الحميد رضوان

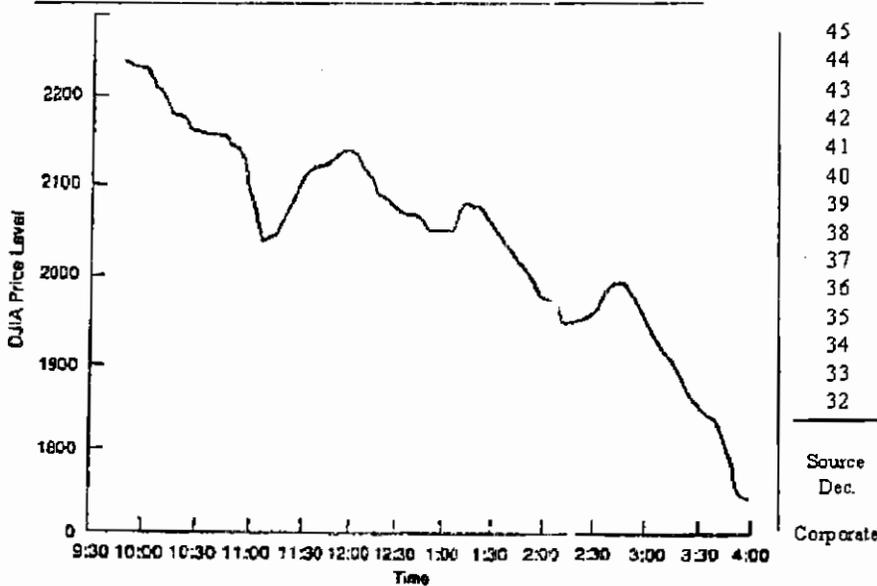
"إن أسواق العقود المستقبلية والاختيارات، قد لعبت دوراً مدمراً في أحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ والذي كان أشد سوءاً من أحداث الانهيار الذي اجتاحت هذه الأسواق عام ١٩٢٩".

ففي حين انخفض مؤشر داو جونز "Dow Jones" عام ٢٩ بمقدار ٣٨ نقطة في اليوم الأول لأحداث الانهيار وبنسبة ١٣٪، وواصل انخفاضه في اليوم التالي بمقدار ٣٠ نقطة تمثل ١٢٪ من متوسط الأسعار، إلا أنه لا وجه للمقارنة بين انهيار السوق في ذلك الحين والانهيار الذي شهدته هذه الأسواق في ١٩ أكتوبر ٨٧ والذي لعبت فيه المشتقات دوراً مدمراً، حيث سجل مؤشر داو جونز الصناعي "Dow Jones Industrial average" تراجعاً غير مسبوق لينخفض بمقدار ٥٠٨ نقطة، وتجاوزت بذلك الخسائر ٢٢٪ من متوسط أسعار اليوم السابق ( انظر الشكل رقم ٣ وكذا ٤، ٥، ٦ ).

ورغبة في وقف نزيف الخسائر التي مني بها المتعاملون في تلك الأسواق تم إغلاق معظم البورصات العالمية في الولايات المتحدة واليابان وهونج كونج وغيرها .

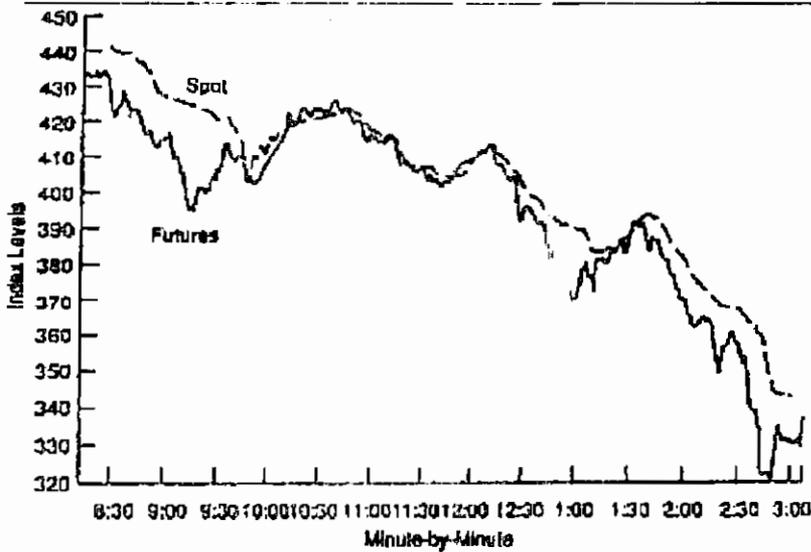
وعلى الرغم من ذلك راح البعض يبرئ المشتقات من أحداث الانهيار التي شهدتها هذه الأسواق، فذهب بعضهم إلى أن الخسائر الفادحة التي منيت بها بعض المؤسسات، وكذلك الأفراد، والدعاية السيئة والميل نحو إيجاد كبش فداء scapegoat أدى إلى إلقاء التبعة من قبل المتعاملين في الأسواق على أدوات المشتقات.

Figure 14 6  
Dow Jones Industrial Average One Minute Chart, Monday, October 19, 1987



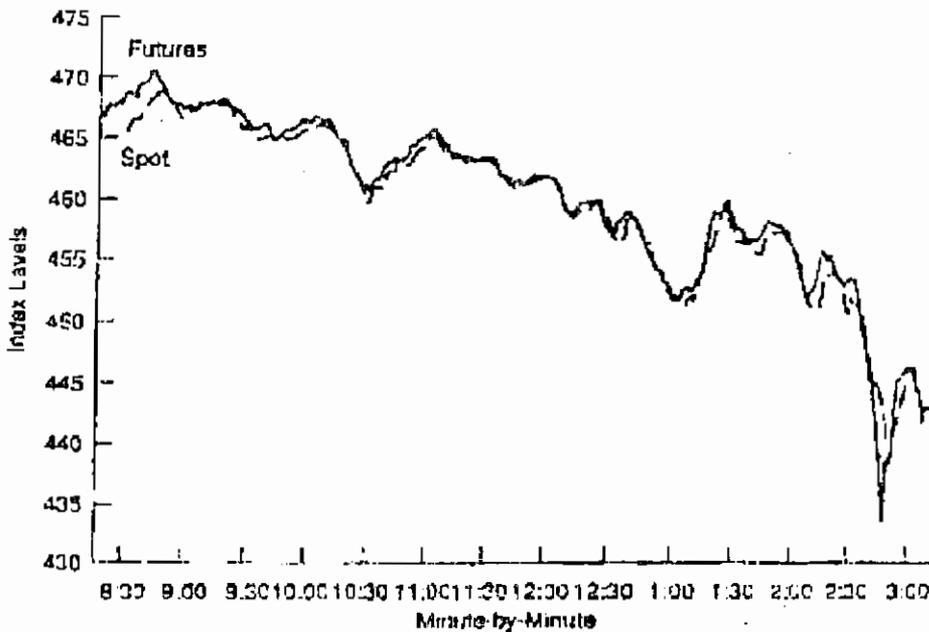
Source: Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms  
(Washington, D.C., U.S. Governmental Printing Office, January 1988)

Figure 14.7  
MMI Spot and Futures, October 19, 1987



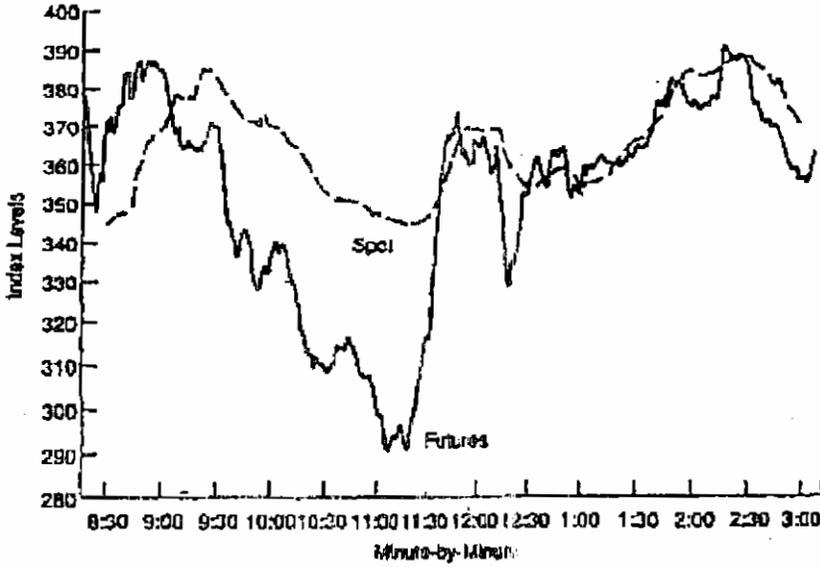
Source: Chicago Board of Trade, The Chicago Board of Trade's Response to The Presidential Task Force on Market Mechanisms, December 1987. Courtesy Chicago Board of Trade.

FIGURE 14.8  
MMI Spot and Futures, October 16, 1987



Source: Chicago Board of Trade, The Chicago Board of Trade's Response to the Presidential Task Force on Market Mechanisms, December 1987. Courtesy Chicago Board of Trade.

FIGURE 14.3  
MM: Spot and Futures, October 23, 1997



Source: Chicago Board of Trade, The Chicago Board of Trade's Response to the Presidential Task Force on Market Mechanisms, December 1997, Courtesy Chicago Board of Trade

بينما ذهب البعض إلى القول بأنه حتى في الحالات التي واجهت فيها بعض المؤسسات كوارث مالية، فإن ذلك لم يكن بسبب المشتقات ولكن بسبب سوء إدارة المشتقات . وقد تناول بعض الكتاب الغربيين دور المشتقات والمزايا التي تتحقق من استخدامها وذلك على الوجه التالي :

#### (١) استخدام المشتقات في إدارة المخاطر Risk Management

حيث يجري استخدام هذه الأدوات بفرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زيادتها . فمن يشتري عاجلاً في السوق الحاضرة Spot market ويبيع آجلاً في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات Futures markets إنما يلجأ إلى ذلك بفرض تحجيم المخاطرة، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المشتراة في السوق الحاضرة، فإن ذلك يعني بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حينئذ يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق بذلك كسباً "Gain" يعوضه ولو بقدر أقل عن خسارته في السوق الحاضرة .

وليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة . ويجد هؤلاء المستثمرون بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة .

Derivative markets enable those wishing to reduce their risk to transfer it to those wishing to increase it.

والى نفس هذا المعنى ذهب "جاك كلارك فرانسييس" فيما نصه 'أن منتجات المشتقات لها دور أساسي وهو نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى آخر، أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد'

ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون استثمارات معينة، أو يقومون بتصنيفية استثمار ما بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق أو إزعاج، أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة، قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثيرها على استراتيجية الاستثمار الشامل.

ولنفس المعنى ذهب صندوق النقد الدولي

**Risk can also be traded by purchasing or creating a different financial derivative investment.**

ويؤكد هنا صندوق النقد الدولي أن الأسواق المالية قد طورت وسائل غير محدودة للمتاجرة في المخاطرة من خلال استخدام أدوات المشتقات المالية .

٢) اكتشاف السعر (السعر الاستكشافي) Price discovery

تعد أسواق العقود الآجلة والمستقبلية وسيلة هامة للحصول على المعلومات عن توقعات المستثمرين للأسعار المستقبلية . ويعتقد الكثيرة من غير المحترفين أو الممارسين أن أسعار العقود الآجلة أو المستقبلية، و الأسعار المتوقع لها أن تسود السوق الحاضرة في وقت لاحق أنها شيئاً واحداً .

ورغم أن هذه القضية خلافية **controversial issue** إلا أن الإجماع "the consensus" منقده على أن الأسعار الآجلة والمستقبلية تنطوي على بيانات قيمة عن التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر. إلا أن تكلفة الحصول على تلك المعلومات ليست زهيدة، كما أن هذه المعلومات ليست بالضرورة دقيقة وقد تؤدي هذا المعلومات بالبعض إلى الشراء وبالبعض الآخر إلى التواري عن الأنظار . لذلك لم يكن مستغرباً أن تبادر أسواق العقود الآجلة والمستقبلية بتقديم هذه الخدمة مجاناً للجمهور رغم أنها لا تقل دقة عن تلك التي تقوم بها الجهات التي تتقاضى ثمن تقديم المعلومات . ومن المعلوم أن السوق تكون عند مستوى عال من الكفاءة حينما تكون المعلومات متاحة بتكلفة صفرية .

٣) مزايا تشغيلية **Operational advantages**

من المعروف أن الكفاءة التشغيلية هي أحد معايير ثلاثة تقاس بها كفاءة الأسواق وهذه المعايير هي

- أ) الكفاءة التبادلية **Transaction Efficiency** .
- ب) الكفاءة التشغيلية **Operational Efficiency** .
- ج) الكفاءة الهيكلية **Structural Efficiency** .

## البيع الآجلة والمستقبلية

د. / سمير عبد الحميد رضوان

وفيما يتعلق بالكفاءة التشغيلية هنا فتتعلق بتنفيذ عمليات البيع والشراء في السوق، والعلاقة بين الكفاءة و التكاليف علاقة عكسية، فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ارتفعت الكفاءة التشغيلية والعكس أيضا صحيح. ومن مزايا التعامل في أسواق المشتقات انخفاض العمولة التي يتقاضاها الوسطاء، وهذا في حد ذاته يعد أحد عوامل الجذب لتلك الأسواق .

ليس هذا فحسب، بل إن أسواق المشتقات وخاصة بورصات العقود المستقبلية والخيارات تتمتع بسيولة أكبر بالمقارنة بالأسواق الحاضرة . فعلى الرغم من أن أسواق الأسهم والسندات وهي الأسواق التقليدية تتمتع بالسيولة الكاملة بالنسبة للأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الكبرى، إلا أن السوق لا تستطيع أن تستوعب دائماً الصفقات الكبيرة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في السعر.

وفضلاً عن كل ما تقدم في هذا الصدد فإن أسواق المشتقات تسمح للمستثمرين بالبيع على المكشوف short sale دون أن يتعرضوا لآية عقبات في هذا الصدد، وعلى النقيض من ذلك فإن أسواق الأوراق المالية " التقليدية " تفرض العديد من القيود والتي تستهدف الحد من البيع على المكشوف ما لم يكن متعلقاً بالمشتقات المالية .

**securities markets impose several restrictions designed to limit or discourage short selling that are not applied to derivative transactions.**

### ٤ ) كفاءة السوق Market Efficiency

هناك ثمة علاقة تربط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات . فالتكاليف المنخفضة وسهولة التعامل ساهمت في قيام عمليات المراجحة ( أو الموازنة ) Arbitrage فيما بين الأسواق وهذه العمليات من شأنها إذابة الفروق السعرية فيما بين تلك الأسواق وفرض التريح من خلالها .

### ٥ ) المضاربة Speculation

توفر أسواق المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة فبدلاً من التعامل في الأسهم والسندات محل التعاقد ، فقد أصبح بوسع أي من المحترفين أو المتعاملين في هذه الأسواق أن يدخل السوق مضارباً من خلال عقود المشتقات، والكثرة منهم يفضلون المضاربة بالمشتقات على استخدام الأدوات التقليدية في عمليات المضاربة .

**Many investors prefer to speculate with derivatives rather than with the underlying securities.**

لذلك لم يكن مستغرباً أن يعلن جورج سوروس أن كثيراً من أدوات المشتقات لا تخدم غرضاً معيناً سوى تسهيل المضاربة على وجه الخصوص.

**George Soros has declared that many derivatives serve no purpose other than to facilitate speculation in particular.**

وأكثر من ذلك ذهب Alfred Steinherr في مؤلفه الحديث عن المشتقات إلى وصف

المشتقات بأنها "وحش المالية المفترس" *The wild beast of finance*: Derivatives وأنها (ديناميت) الأزمات المالية

**More recently , Alfred Steinherr , the author of Derivatives, the Wild Beast of Finance. 1998, described derivatives as the dynamite for financial crisis, and the fuse-wire for international transmission at the same time.**

وفي لجنة البنوك الأمريكية عام ٩٤ أعلن جورج سوروس أن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصاً لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة، ولم يكن بوسع هذه المؤسسات ممارستها قبل السماح لها بذلك .

**In April 94 Soros told the house banking committee, that some of these instruments appear to be specifically designed to enable institutional investors to take gambles which they would not otherwise be permitted to take.**

(٦) المضاربة على المعلومات

الذين يميلون إلى المتاجرة بالمعلومات التي تتوفر لديهم أو الأخبار التي ترد إليهم خاصة مثل المعلومات الداخلية **Inside Information** والتي لا تتاح لجميع المشاركين في الأسواق، يميلون إلى استخدام المشتقات عن استخدام الأدوات التقليدية .

**People who trade on news are more likely to use derivatives than traditional securities.**

(٧) آلية التخزين : *The Storage Mechanism*

تعتبر عملية التخزين حلقة اتصال بين الأسواق الحاضرة و أسواق المشتقات. وكثير من أنواع الأصول يمكن شراؤه وتخزينه، حتى حيازة ورقة مالية هي أحد صور التخزين . وبوسع كل إنسان أن يشتري سلعة ما ولتكن قمحاً أو ذرة ويقوم بحفظها في صومعة من صوامع الغلال . عملية التخزين هنا هي أحد أشكال الاستثمار والتي تمكن البائع من أن يبيع بسعر مختلف أملاً في الحصول على سعر أعلى في تاريخ لاحق، وهذا الأسلوب من شأنه توزيع الاستهلاك زمنياً .

ولأن الأسعار في حالة تقلب مستمر، فإن التخزين ينطوي على مخاطرة **entails risk**، وفي هذه الحالة يمكن استخدام المشتقات لتقليل مستوى أو درجة المخاطرة بتوفير وسيلة لتحديد السعر اليومي، وهو ما يعني التخلص من المخاطرة التي ينطوي عليها التخزين. ونتناول في فيما يلي أدوات وعقود المشتقات بقدر من التفصيل يفي بحاجة البحث.

وعلى الرغم من أن المشتقات تعد من أهم الأدوات المالية التي قدمها الفكر المالي والهندسة المالية إلا أن الكاتب الاقتصادي الشهير "بيتر دراكر" يرى أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاماً الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية، زعموا أنها علمية، ولكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في لاس فيجاس ومونت كارلو. ويرى أن هذه الأدوات إنما تم تصميمها من أجل المزيد من التريح من عمليات

المضاربة للمحترفين مع تقليل حجم المخاطرة التي يتعرضون لها:

Thirty years ago, the only innovations have been any number of allegedly "scientific" derivatives. But these financial instruments are not designed to provides a service to customers. They are designed to make the traders speculations more profitable and at the same time less risky. In fact they are unlikely to work better than the inveterate gamblers equally "scientific" systems for beating the odds at Monte Carlo or Las Vegas.

### تطور الابتكارات المالية

يشير "دراكر" إلى أن العقدين ما بين ١٩٥٠/١٩٧٠ قد شهدا العديد من الابتكارات التي مثلت طفرة في تاريخ الابتكار المالي :

• اليورودولار Eurodollar وسندات اليوروبوند Eurobond كانتا مجرد اثنتين من هذه الابتكارات.

• كانت هناك المؤسسات الاستثمارية والتي بدأت بابتكار أول صندوق استثمار وهو General motor mutual fund في عام ١٩٥٠ والذي تبعه ازدهاراً عظيماً في صناديق استثمار الشركات .

أما الستينات فقد شهدت ابتكار بطاقات الائتمان وهو الأمر الذي بعث الحياة في البنوك التجارية للبقاء (to survive) على الرغم من القروض التجارية التي كانت من الأعمال التقليدية للبنوك .

أما باقي المبتكرات Remaining Innovations فقد قدمها والتر ريسون Walter Wriston بعد أن تولى رئاسة " سيتي بنك " City Bank عام ١٩٦٧ ، وكان يرى بنفاز البصيرة ، أن البنوك ليست بأموالها ولكم بحجم معلوماتها .

**Banking is not what money, it is about information's.**

وهناك فناعة لدى كافة دوائر البحث والابتكار أن المعرفة التي أسفرت عنها البحوث العلمية، والابتكارات، وعمليات الإبداع تمثل المدخل الأساسي لتنمية القدرات الذاتية وتوليد التكنولوجيا.

ليس هذا فحسب، بل وأن الابتكار المالي هو القوة الذاتية التي تدفع النظام المالي نحو وظيفته في التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية.

ويرى روبرت ميرتون أن الهندسة المالية والابتكار المالي هي القوة الدافعة للنظام المالي العالمي لرفع مستوى الكفاءة الاقتصادية من خلال زيادة فرص اقتسام المخاطرة Risk Sharing وتخفيض تكاليف العمليات Lowering Transaction Costs وتكاليف المعلومات والوكالات .

ويضيف "ميرتون" أن عملية الهندسة المالية يمكن النظر إليها كعملية بناء لأدوات مالية معقدة لا تختلف في مضمونها عن قوالب البناء Building Blocks في تشييد المباني.

ولكن عناصر البناء هنا هي الأدوات المالية الموجودة، كالعائد، ومخاطر الائتمان، ومخاطر الأسعار، كأسعار الفائدة، وأسعار الصرف .

والسؤال الذي يطرح نفسه على بساط البحث هو:

- هل الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد ؟  
يجيب ميرتون على هذا التساؤل بقوله:

إن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وإنها منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها. "It is the means for implementing financial innovation" واستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليس شيئاً واحداً، وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى . فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية والتي يتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية، وخدمات، تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها فضل سبق في تقديمها للعملاء .

وينفي "روبرت ميرتون" ( الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد في مجال المشتقات )، ما يشاع أن الهندسة المالية والابتكار المالي إنما يشغلان ذوي الاهتمام بالرياضيات والممارسين الفنيين. ويرى أن الذي يعول عليه في قياس الابتكار المالي يجب أن يقاس بمدى تأثيره على فعالية النظام المالي وليس بحدائته، وأن قوة الهندسة المالية لا يجب أن تعرف بنماذجها الرياضية المعقدة وحساباتها وإنما من خلال ما تضفيه من مرونة إدارية واقتصادية تقدمها لمستخدميها. وبهذا تكون الهندسة المالية ويكون الابتكار المالي وثيق الصلة بجمهور عريض وليس بفتة معينة.

وليس مفاد ما تقدم أن الابتكار المالي وليد اليوم، ذلك أن العديد من الابتكارات رغم ما أعلن عن حدائتها لم تكن جديدة مطلقاً. وهناك العديد من الأمثلة على ذلك:

فعقود الاختيار، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية ليست أدوات مستحدثة، فإذا عدنا بالتاريخ إلى الوراء فسوف نكتشف أن سوقاً للأرز في أوساكا **Dojina Rice Market** كانت سوقاً آجلة في القرن السابع عشر، وأن أسواقاً منظمة للعقود المستقبلية وجدت في القرن الثامن عشر، وأن بورصات العقود المستقبلية في فرانكفورت أنشئت عام ١٨٦٧م، وفي لندن عام ١٨٧٧م. كما أنشئت بورصة لندن في نيويورك عام ١٨٧٢م، وتم التعامل في عقود الاختيار على السلع في بورصة شيكاغو للتجارة عام ١٩٢٠م، وبدأ التعامل في مصر في العقود الآجلة عام ١٩٠٧م.

وما هو أغرب من ذلك هو أن المشاكل التي أتت في بورصة أمستردام خلال القرن

السابع عشر حول المناورات والتلاعب في الأسعار، والإفراط في المضاربة، وتقلب الأسعار ومخاطر التوقف عن الدفع تماثل إلى حد كبير وما يقال حالياً عن الخيارات والعقود المستقبلية. إن أشياء كثيرة بقيت على ما هي عليه ولم تتغير بعد.

وإذا ما كانت عقود الخيار **Option Contracts** والعقود المستقبلية **Futures Contracts** ليست جديدة كلية، فإن تكاثر ونمو الأسواق المنظمة للأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت خلال العقود الثلاثة الماضية ليس مسبقاً.

ولعل تطوير هذه الأسواق التقليدية كان ضرورياً للغاية **absolutely necessary** لخلق منتجات مالية متنوعة لمواجهة احتياجات المستثمرين ومصدري الأوراق المالية الخاصة بالشركات.

وإذا ارتفعت مستويات كفاءة الأسواق، أصبح من الصعب بالنسبة للاستثمار التقليدي واستراتيجيات الإدارة المالية أن تحيي أو تغل أرباحاً مقبولة. فما كان بالأمس ابتكاراً أصبح اليوم سلعا منتشرة في ربوع الأسواق.

**The markets have grown more efficient making it more difficult for traditional investment and financial management strategies to squeeze out acceptable profits.**

### النقد الموجه للابتكار المالي

وقد تعرض الابتكار المالي لنقد عنيف من قبل الكثرة من الكتاب الاقتصاديين من ذوي الشهرة الذائعة من أمثال "بيتر دراكر" *Peter Drucker* الذي لم ير في المشتقات التي كانت أهم ما تمخض عنه الفكر المالي - كما تقدم - سوى أنها من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في مونت كارلو ولاس فيجاس، ليس هذا فحسب بل إن كوكبة من الأكاديميين والاقتصاديين في مختلف المجتمعات تناولوا بالنقد عمليات الابتكار المالي تحت عنوان "القيمة الاجتماعية للابتكار المالي" *The social value of financial innovation*، ويرى هؤلاء الكتاب أن العديد من الابتكارات المزعومة ليست سوى بدعة أو أكذوبة كبرى *giant fad* مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية وكذا المصدرين لأوراق الشركات، وأنها قد اقترنت بتوقعات غير وادعية لعوائد أعظم ومخاطر أقل، وان مؤسسات الخدمات المالية والبورصات (الأسواق المنظمة) تدعم هذه الابتكارات لأنها تترقب من وراء هذا النشاط الضخم أرباحاً وفيرة.

ولم يجد "روبرت ميرتون" وهو من أكثر الكتاب المتحمسين للمشتقات والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد بدأ أمام هذا النقد العنيف من أن يلين جانبه، فيذهب إلى أن ما تناوله هؤلاء الكتاب فيما هو أبعد من إهدار الموارد المباشرة في هذا النشاط، ومساندة التوقعات غير الواقعية فيما بين المستثمرين الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التكاليف وتشويه توزيعات رأس المال المستثمر وتقلب فعلي في أسعار أسواق رأس المال نتيجة عدم تحقق

التوقعات التي لم يصادفها الصواب، ولكن مالا يمكن إنكاره على الجانب الآخر هو أن هذه الابتكارات أدت إلى تحقيق فرص القطاع العائلي للحصول على عائد كفاء مقابل المخاطرة ومزيد من تغطية احتياجات الأفراد في كل دوائر الحياة تفصيلاً وفقاً لرغباتهم **and more effective tailoring to individual needs over the entire life cycle.**

ولكنه ينتهي إلى القول :

**Any virtue can readily become a vice if taken to excess and just so with the innovation.**

- أي أن كل فضيلة يمكن أن تصبح رذيلة إذا ما تم الإفراط فيها، وهكذا الأمر بالنسبة للابتكارات.

### الابتكار في العصور القديمة واقتسام المخاطرة

ويرجع بعض الكتاب عمليات الابتكار إلى العصور القديمة، وأنه ربما كان تقديم القروض الشخصية في روما القديمة ( اليونان ) أكثر أهمية من ابتكار مبادلات أسعار الفائدة . وأول أشكال الابتكار في العصور البدائية هو عملية القروض الأحادية من شخص لآخر . وهناك أدلة على أن القروض استخدمت في الحضارات القديمة وأنها تطورت طبيعي لاقتسام المخاطرة **Risk Sharing**

وفي روما القديمة تطورت الأعمال المصرفية إلى مدى بعيد، وعرفت البنوك قبول الودائع وإقراض النقود.

وأول نشاط مصرفي في العالم يرجع إلى عام ١٧٠٠ قبل الميلاد في " بابلون " . وظهر الصيارفة في العصور القديمة لم يكن من المسائل الظنية التي تحتاج إلى إقامة الدليل على صحتها فمن الثابت من الوثائق التاريخية للعصور الوسطى أن الكنائس التي كانت أديرة فيما سبقها من العصور كانت تذاخر بالمكتنيزات **Hoard** من النقود المعدنية والحلي والذهب والفضة، وأن هذه الثروة كان يجري إقراضها للأمرء والحكام **Lords** الذين كانوا في حاجة إلى النقود إما للقيام بالحروب أو للتخفيف من آثار المجاعات .

**Abbeys that possessed hoards of coined money and treasury of gold and silver ornaments often made loans to neighboring lords who needed money to carry on war or to alleviate famine conditions.**

أما الأدوات المائيتان الأكثر حداثة وهما الأسهم والسندات وكلاهما اقترن ظهوره بظهور شركات المساهمة وتقدم الفن الإنتاجي وتم تطويرهما في القرن السادس عشر. وأول شركة مساهمة كانت روسية وتم تأسيسها عام ١٩٥٢ .

### أسباب الابتكار المالي

هناك عدد من النظريات تتناول الأسباب التي دعت إلى نشأة الابتكار المالي، ويمكن تلخيص هذه الأسباب في أنها كانت استجابة لقيود معينة تعوق تحقيق الأهداف الاقتصادية كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة. وهذه القيود قد تكون قانونية، مثل منع

إنشاء عقود أو معاملات معينة بمقتضى النانون، أو قيود تقنية مثل صعوبة نقل منتجات معينة، أو قيود اجتماعية مثل تفضيل نوع معين من المنتجات على أخرى. ولذلك فإن الرغبة في تجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف هي التي تدفع المتعاملين للابتكار.

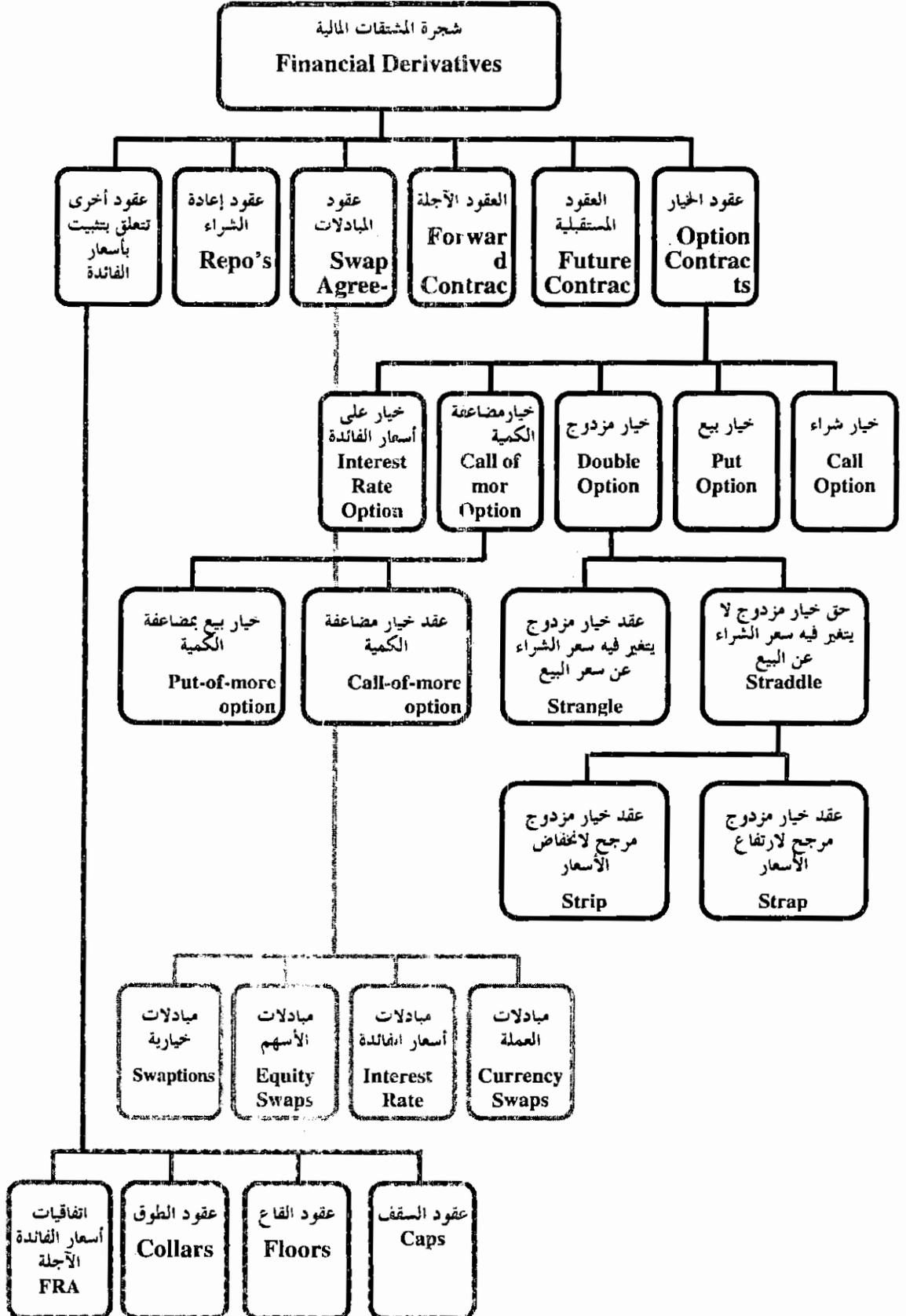
### الأثار الاقتصادية للابتكار المالي

ربما كان "منسكي" من أوائل الذين درسوا اثر الابتكار المالي على فعالية السياسات النقدية. يرى منسكي أن أدوات السياسة النقدية، مثل نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة سوف لا تجدي كثيراً على المدى المتوسط نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية. فعلى سبيل المثال استخدمت المؤسسات المالية عمليات إعادة الشراء ( **Repurchase Agreements** ) لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي.



# عقود المشتقات المالية

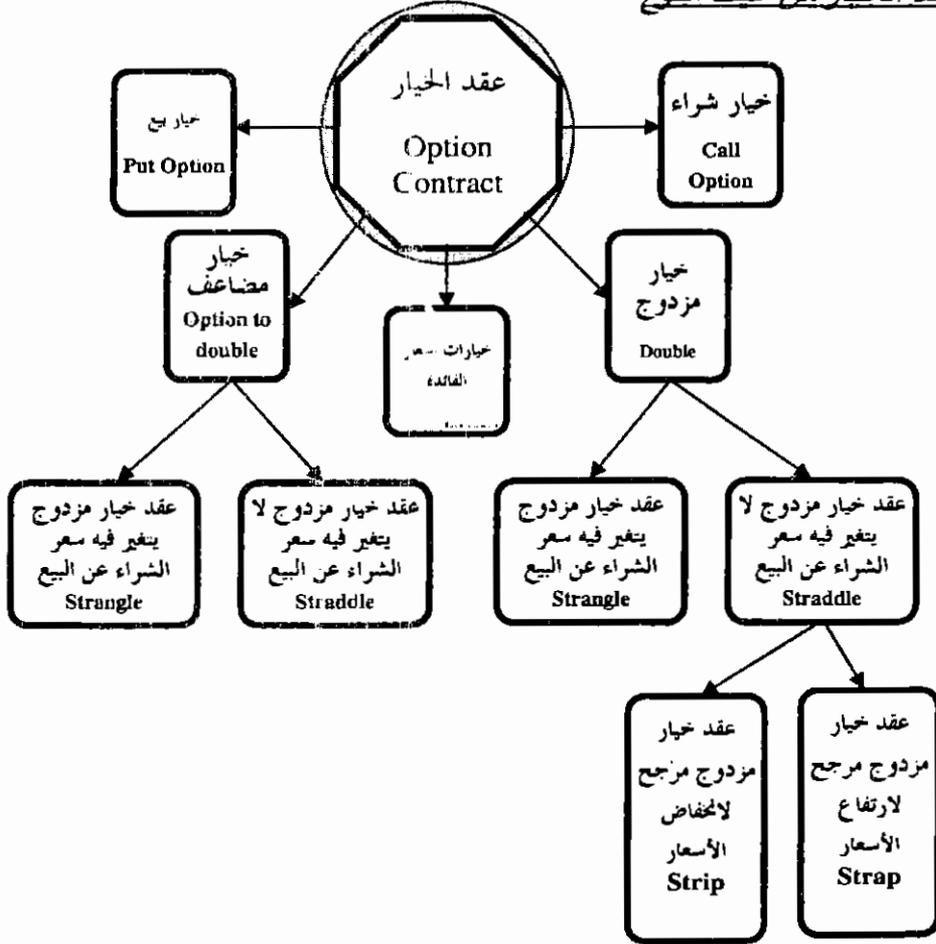




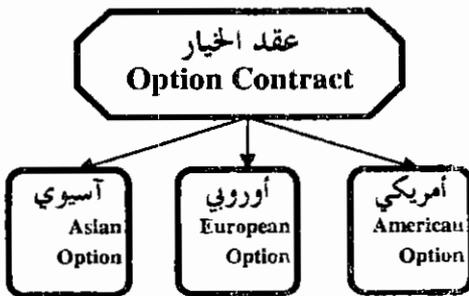
المبحث الأول  
عقود الخيار

Option contracts

عقد الخيار من حيث النوع



من حيث البلد المصدر



من حيث الغطاء



لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عيها في أسواق الأوراق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار. فثمة أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية، وإنما كانت ثورة في صيغ وأساليب التعامل في تلك الأسواق، وتمثل من وجهة نظر مراكز البحث والابتكار حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل، والتحوط في بيئة ترداد فيها المخاطر وعدم اليقين.

وكان من أكثر هذه الأدوات إثارة لأولئك الذين يبيعون المخاطرة، وأولئك الذين

يقبلون على شرائها هي عقود الخيار. "Option Contracts"

ورغم أن عقود الاختيار لم تكن وليدة هذا العصر، كما أنها ليست من نتاج ثورة المعلومات، ولا من الأدوات التي قدمتها مراكز البحوث والابتكار، فقد عرفها الفينيقيون والإغريق منذ أقدم العصور، ولكن الجديد إنه قد طرأ عليها التطوير وعلى بعض صيغها التغيير، واشتقوا منها أدوات أثروا بها عقود المشتقات.

ونظراً لأهمية هذه الأداة بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق فقد رأينا أن نصدر هذا

المبحث بعرض تاريخي لعقود الاختيار.

### عرض تاريخي لعقود الاختيار The history of Options

ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الاختيار إلى دولة الإغريق القديمة (٥٥٠ سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي (طاليس Thales) أحد الحكماء السبعة عند اليونان، فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق **Cornering the Market**.

وإذا كان البعض يشكك في مصداقية هذه الرواية. ولكن المؤرخين يرون في روايتها قرينة على أن نشاطاً من هذا القبيل حدث في حياة "طاليس".

وبدأ من "جولياس سيزار" **Julius Caesar** (٤٦ سنة قبل الميلاد) فإن الفينيقيين

والرومانيين تعاملوا في عقود بشروط متشابهة إلى حد كبير لعقود الاختيار الحالية.

وفي العصور الوسطى كانت المصدريات على بصيالات النباتات ذات الفصائل الزنبقية أمراً معتاداً، فقد ارتفعت أسعار شجيرات وبصيالات هذه النباتات، ولم تكن تتوقف عن الصعود، الأمر الذي أشعل حمى المضاربة عليها، فأنشئت سوقاً ثانوية نشطة لعقود اختيارات الشراء **Call Options** على شجيرات وبصيالات نبات التوليب **Tulip bulbs**. أما الذين كانوا يقومون بشراء هذه العقود فهم "الديلرز" وأما خيارات البيع **Put Options** فكانت تشتري من قبل الموردين **Suppliers**، وأما السوق التي كانت تباع وتشتري من خلالها هذه العقود فقد أنشئت في هولندا عام ١٦٣٤ م.

ومع أفضول القرن السابع عشر ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في

إنجلترا، إلا إنه بنشوب الحرب، وانهار شركة "South Sea Company" لم تعد عقود المشتقات تحظى بالقبول "Ill-favored" وصارت غير مشروعة "Ill-legal" واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مائة عام.

وبدأت عقود الاختيار في الظهور في الولايات المتحدة الأمريكية قبل أوفول القرن الثامن عشر بقليل وبعد عقد اتفاقية (شجرة الدلب) (Buttonwood tree Agreement)، وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين عقود الامتياز "Privilege" حيث تم بموجب هذه الاتفاقية انشاء بورصة نيويورك New York stock Exchange.

ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "رسل ساج" Russell Sage المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للاختيارات Over-the-Counter market for Options.

وفي عام ١٩٢٤ صدر قانون يسمح با التعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية S.E.C. إلا أن سوق الخيارات لم تجد في البداية إقبالا بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب أو النقصان في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل وكانت تقتضي التسليم الفعلي، وأنها تقتصر إلى الضمان كما كانت تفتقد صانع السوق.

بينما شهد عام ١٩٧٣ تغيراً ثورياً Revolutionary change في عالم الاختيارات، فقد قامت بورصة شيكاغو للتجارة - وهي أقدم وأكبر بورصة للتجارة في عقود السلع المستقبلية - بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط Chicago Board Options Exchange (CBOE) وفتحت هذه البورصة أبوابها للمتاجرة في عقود اختيارات الشراء Call option trading في السادس والعشرين من أبريل عام ١٩٧٣ بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيار البيع Put option trading قبل يونيو ١٩٧٧م.

ومنذ ذلك الحين فإن العديد من البورصات - وأغلبها من بورصات التجارة في السلع المستقبلية - بدأت التعامل في عقود الخيارات .

وعلى الرغم من أن نشاط السوق غير الرسمية للخيارات قد انخفض انخفاضاً شديداً لسنوات عديدة، إلا أن هذه السوق شهدت نشاطاً ملموساً في السنوات الأخيرة بعث فيها الحياة من جديد، وان كانت أغلب عقود المشتقات يجري تنفيذها من خلال الأسواق الرسمية للمشتقات.

**The vast majority of options trading is done on organised markets.**

وإذا كان التعامل على عقود الاختيار في الأسواق الرسمية كان قصراً على التعامل في الأسهم في بورصة شيكاغو عام ١٩٧٣ ولم تتجاوز إصدارات الأسهم المتعامل عليها ٢٥ إصداراً. إلا أن التعامل امتد إلى بورصة نيويورك (New York Stock Exchange (NYSE)، وبورصة أمريكا (America Stock Exchange (ASE)، وبورصة فيلاديفيا Philadelphia

Stock Exchange (PHLX)، ثم إلى البورصات العالمية الأخرى كبورصة لندن للعقود المالية المستقبلية والاختيارات ..

**The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE).**

كما أنه تطور ليغطي بقية المجالات التي يتم فيها تداول الأصول السلعية والمالية والمعادن النفيسة، فأصبح يوسع المتعاملين في هذه الأسواق التعامل في عقود الاختيار على الأسهم أو مؤشرات الأسهم، والمعادن الثمينة (النفيسة) والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى من سندات وغيرها.

**وجوه الاختلاف بين عقود الاختيار في السوق الرسمية وغير الرسمية :**

يرى بعض الكتاب أن من مثالب التعامل في عقود الاختيار من خلال السوق غير الرسمية عدم نمطية العقود، وكذا اللجوء إلى الوسطاء للبحث عن يقبل أن يكون الطرف الآخر في عقود البيع أو عقود الشراء، وأن ذلك يقتضي التفاوض حول جميع الشروط الخاصة بالصفقة ومنها:

حجم الصفقة . **Contract Size**

سعر التنفيذ الخاص بحق الشراء أو حق البيع . **Exercise Price**

مدة سريان العقد . **Expiration Date**

ثمن حق الخيار . **Option Price**

أية شروط أخرى يتفق عليها الطرفان . **Terms and conditions**

ويرون أيضاً أن من أهم ما يميز الخيارات المقيدة بالسوق الرسمية عن غير المدرجة بهذه السوق إنما يكمن في ضمانات تنفيذ العقد، ففي السوق الرسمية يكون حامل عقد الخيار على ثقة تامة أن الطرف الآخر سيؤدي بالتزامه كاملاً على أساس أن البورصة ذاتها ستكفل بذلك نيابة عن بائع حق الخيار. أما في الأسواق غير الرسمية فإن الضمان يأتي غالباً من خلال طرف ثالث يكون في العادة إحدى شركات الوساطة المشهورة .

وعلى النقيض من ذلك يرى آخرون أن شيكاغو لم تعد مركز صناعة الاختيارات .

**Options Chicago is no longer the center of the options industry**

ويرون أن من مزايا التعامل من خلال السوق غير الرسمية

١- **المزية الأولى:**

أن شروط عقود الاختيارات يمكن تصيلها **"Can be tailored"** وفقاً لاحتياجات

الطرفين.

٢- **المزية الثانية :**

هي أن السوق غير الرسمية هي سوق خاصة لا يتابع من خلالها جمهور العامة ولا

المستثمرون ولا المتنافسون العمليات التي تم تنفيذها، ويضيفون أن ذلك لا يعني أن العملية

غير قانونية أو مشبوهة، ويكشفون النقاب عن مزية عدم الإفصاح عن العمليات التي تم إنجازها في السوق غير الرسمية خلافاً لما يجري في السوق الرسمية، حيث أن صدور عدد كبير من الأوامر لشراء خيارات بيع من خلال السوق الرسمية هو بمثابة إشارة مرسله إلى السوق أن لدى البعض أخباراً سيئة الأمر، الذي يؤدي إلى نكوص السوق واضطرابه **Reeling Market** ترقباً لما تسفر عنه هذه المعلومات أو مدى صدق تلك التوقعات .

### ٣- المزية الثالثة :

وهي التي يضيفها الكتاب المتحمسون للسوق غير الرسمية هو أن التعامل من خلال السوق غير الرسمية غير مقيد بنظم معينة بالضرورة . ويضيفون أن القواعد التي تحكم هذه السوق هي البديهة والفضيلة السليمة وهي الأمانة والكياسة **Honesty and courtesy** وأن المؤسسات التي لا تستطيع أن تتواءم مع ذلك لن يكون بوسعها إيجاد الأطراف الأخرى التي تتعاقد معها .

على أنه قد يكون من المفيد أن تشير هنا إلى أن أغلب العقود التي يتم إنشاؤها من خلال السوق غير الرسمية ليست خيارات تقليدية كخيار على أحد الأسهم العادية **Common stock** حيث أن أغلب هذه العقود إما خيارات على السندات، أو أسعار الفائدة، أو السلع، أو المبادلات، أو العملات.

ورغم ما تقدم فيرى هؤلاء الكتاب - رغم تحمسهم للسوق غير الرسمية أنه من الإنصاف القول أن الأسواق الرسمية قد سدت حاجة السوق إلى عقود نمطية للاختيار **Standardized option contracts** والتي تقود البورصة من خلالها بتحديد شروط العقود، الأمر الذي يترتب عليه إمكانية التعامل على هذه العقود من خلال السوق الثانوية، وهذا من شأنه أن يجعل تلك العقود أكثر قبولاً وأكثر جاذبية **More accessible , more attractive**. ويرون أنه بتوفير قاعة للمعاملات **A Physical trading floor**، وتحديد القواعد والنظم، وتنميط العقود أمكن تسويق الخيارات كما يجري تسويق الأسهم . فإذا ما رغب حامل عقد الخيار في بيع العقد قبل انتهاء تاريخ سريته، أو إذا ما أراد بائع حق الخيار أن يتحرر من التزامه **To get out of the obligation** يبيع أو شراء السهم محل عقد الخيار فان هذه العملية يمكن ترتيبها من خلال بورصة الخيارات .

### متطلبات القيد في السوق الرسمية للخيارات

تحدد بورصة الخيارات الأصول التي يسمح للتعامل في الخيارات عليها . فإذا كان الأمر يتعلق بخيارات الأسهم فان البورصة تحدد الأسهم التي يمكن أن تكون محلاً للتعاقد في بورصة الخيارات . وقد كان يشترط أيضاً كأحد متطلبات القيد أن تكون الأسهم خاصة بمنشآت كبرى، إلا أن هذا الشرط كان في فترة سابقة وأصبح التعامل ممكناً على أسهم عدد غير قليل من المنشآت الصغيرة .

وقد كانت أحد القيود السابقة الموضوعة من قبل لجنة البورصة والأوراق المالية ( S.E.C) هو عدم السماح بالمتاجرة في عقود الاختيار على سهم معين سوى في بورصة واحدة، إلا أن بعض الدراسات التي أُجريت في هذا الصدد أثبتت أن قصر التعامل في عقود الاختيارات على سوق واحدة أنشأ وضع احتكاري، الأمر الذي اضطرت معه لجنة الأوراق المالية والبورصة (S.E.C) إلى السماح بالمتاجرة في عقود الاختيار على سهم معين في أكثر من بورصة ورأت أن ذلك من شأنه زيادة التنافس فيما بين البورصات على تقديم أفضل الأسعار .

**In Nov.1990 the (S.E.C) granted multiple listing to all new option classes.**

أما المتطلبات الأخرى للقيود والتي تتعلق أساساً بالشركة التي تكون أسهمها محل التعاقد فيمكن تلخيصها في الآتي :

- (١) أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال العامين الأخيرين لا تقل عن مليون دولار أمريكي بعد استبعاد أية أرباح غير عادية .
- (٢) ألا يقل عدد مساهمي الشركة عن ستة آلاف مساهم .
- (٣) أن يمتلك المساهمين من غير العاملين بالشركة ما لا يقل عن سبعة ملايين سهماً .
- (٤) أن يكون السهم قد بيع بما لا يقل عن ١٠ دولارات خلال الثلاثة الشهور السابقة .
- (٥) ألا يقل حجم التعامل على أسهم الشركة عن ٢.٤ مليون سهم خلال الإثني عشر شهراً الأخيرة .

### كيف يتم التعامل في السوق الرسمية :

إن صانع السوق الذي يحتل مقعداً في البورصة يؤهله للتعامل لحسابه الخاص يُعد مسئولاً عن مقابلة طلبات الجمهور لعقود الخيار .

فإذا ما كان هناك واحداً من الجمهور يرغب في أن يشتري أو أن يبيع عقد خيار، ولم يصادفه من يقبل من الجمهور أن يكون الطرف الآخر معه في عملية التعاقد، في هذه الحالة فإن صانع السوق Market Maker يقوم بهذا الدور . فما كان هناك بائعاً لعقد خيار إلا وكان مشترياً، وما كان هناك مشترياً لعقد خيار، إلا وكان بائعاً . ويستفاد من ذلك أن صانع السوق يقوم بدور عظيم الأهمية في هذا الصدد (بغض النظر عن رأينا في هذه المعاملات) وهو توفير سوق مستمرة للمتاجرة في الخيارات، ويعمل على توفير كافة الأسباب لهذه المعاملات.

وبخلاف صانع السوق فلدينا ما يسمى . **The floor Broker**

وظيفة الوسيط المنفذ للأوامر بقاعة التداول: **The floor broker**

بدايةً نود الإشارة إلى أن كلمة **Broker** لا تعني سمساراً كما هو شائع ولكنها تعني وسيطاً والمقصود بكلمة **floor** هي المقصورة أو القاعة التي يلتقي من خلالها أعضاء

لجنة البورصة من التجار والوسطاء **Dealers and brokers** وعلى هذا الأساس فإن كلمة **floor broker** تعني الوسيط المنفذ لعمليات عقود الخيار داخل القاعة الخاصة بها .

أما عن دوره، فهو يقوم بتنفيذ العمليات للجمهور. فإذا ما كان هناك شخصاً يرغب في شراء أو بيع عقد خيار، فإن عليه ابتداءً أن يفتح حساباً لدى إحدى منشآت الوساطة المالية **Brokerage firm**. وهذه المنشأة تستخدم غالباً وسيطاً لتنفيذ العمليات بالبورصة وهو **floor broker** والذي يقوم بهذه العمليات نظير أجر يتقاضاه من الشركة المعين من قبلها. فإن لم يكن لهذه الشركة أحد الوسطاء المنفذين بالبورصة، فإنه بوسعها الاستعانة بأحد المنفذين بأية شركة منافسة لتنفيذ الأمر وسيتقاضى عمولة مقابل تنفيذ كل أمر يرد إليه. وهذا الوسيط لا يعنيه في قليل أو أكثر ارتفاع السعر أو انخفاضه، وإن كان الوسيط سوف يعمل على الوصول لأفضل الأسعار لعميله.

وبخلاف هؤلاء وهؤلاء فهناك فئة "متخصصين" **Specialists** الذين يقومون بدور الديلرز بتنفيذ العمليات لحسابهم وبدور **The broker** بتنفيذ العمليات لحساب الغير مقابل الحصول على عمولة. وهؤلاء موجودون بالبورصات الأمريكية.

### ماهية عقود الاختيار: Option Contracts

عرف "ستيف كروول" عقد الاختيار بالآتي:

"هو عقد بين مشترٍ وبائع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً. ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس المشتري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر"

"An option is a contract between a buyer and a seller (Writer) that gives the buyer the right to buy or sell an asset at a prespecified price (exercise or strike , price) during a prespecified time period . The writer is obligated to honor the contract by purchasing or selling the asset at the exercise price. The buyer , on the other hand is under no obligation to exercise his right".

بينما عرفه "شانس" بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي المشتري حقاً - وليس التزاماً عليه - أن يشتري أو أن يبيع شيئاً ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد .

"An option is a contract between two parties – a buyer and a seller – that gives the buyer the right , but not the obligation , to purchase or sell something at a later date at a price agreed upon today"

أما "بنتون وروبرت بروكس" فقد عرفا عقد الخيار بمعنى قريب من التعريفين المتقدمين وذلك على الوجه التالي :

" الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك التزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه".

" An option is a contract giving the holder the right but not the obligation to buy or sell some item at a stated price before a stated time".

ويبين من جميع التعريفات المتقدمة أنها تتفق جميعاً في المضمون، وإن تباينت تبايناً محدوداً في حجم التفاصيل، إلا إنه قد يؤخذ عليها جميعاً أنها بينما تصدت لحقوق أحد الأطراف، فقد أغضت تماماً ما عليه من التزامات، ولا يتحقق هذا في عقد من العقود إلا أن يكون هبة أو تبرع وهو ما لا ينطبق على عقد الخيار. فإذا ما كان مشتري حق الخيار يدفع مقابلاً نظير تمتعه بهذا الحق يُعرف بثمن الخيار **Option price** فإن ذلك يمثل التزاماً من جانبه نظير تمتعه بهذا الحق.

ولا يغير من الأمر شيئاً أن يكون ثمن الخيار قد تم قبضه عند تحرير العقد وهو أحد العوضين، بينما بقي التزام الطرف الآخر قائماً إلى أن تنتهي مدة العقد، ومعلقاً على مشيئة من له حق الخيار في ممارسة هذا الحق من عدمه.

#### أنواع عقود الاختيار Types of option contracts

يقسم أغلب الكتاب عقود الاختيار إلى نوعين رئيسيين فقط هما :

عقد خيار البيع **Put option**، وعقد خيار الشراء **Call option**

There are two basic types of options:

The Put option and the Call option .

بينما يقسم بعض الكتاب هذه العقود إلى أربعة أنواع.

- |             |   |
|-------------|---|
| Put option  | (١) عقد خيار بيع                                    |
| Call option | (٢) عقد خيار شراء                                   |
| Strangle    | (٣) عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع    |
| Straddle    | (٤) عقد خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع |

Four types of privileges (option) are employed , the Put , the Call , the spread (Strangle) and the (Straddle).

أما التقسيم الذي وقع عليه اختيار الباحث فهو الذي تم استخلاصه من مختلف المصادر والمراجع الأجنبية والموسوعات والمعاجم المتخصصة التي تناولت موضوع المشتقات باستفاضة .

وهذا التقسيم لا يقف عند حدود الأصول وفروعها وإنما يتجاوزها إلى ما هو أبعد من ذلك وإن أهمل بعضها فقلقة فائدتها أو عدم شيوعها

- |             |                   |
|-------------|-------------------|
| Call option | (١) عقد خيار شراء |
| put option  | (٢) عقد خيار بيع  |

Double option	٣ - عقد خيار مزدوج
	ويتضرع عن هذا النوع الأخير من العقود نوعين :
Straddle	• عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع
Strangle	• عقد اختيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع
Option to double	٤) عقد خيار بمضاعفة الكمية
Put-of-more option	• عقد خيار بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية
Call-of-more option	• عقد خيار شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية
	(١) عقد خيار الشراء <i>Call option</i>

عرفه "فردريك ايملنج" بأنه عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر معين.  
بينما عرفه "جاك كلارك فرانسيس" بأنه خيار لشراء أسهم عادية لمنشأة ما بسعر معين خلال فترة معينة .

**"A call option is an option to purchase the common stock of a firm at a specified price within a specified period".**

بينما عرفه "فرانسيس هيرست" بأنه عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء ورقة مالية معينة في تاريخ معين وبالسعر المسمى في العقد .

**"The call is a contract to pay money for the right to buy a certain security on a given date at a named price".**

وجوه استخدام عقد خيار الشراء .

١ - يجري شراء حقوق اختيار الشراء من جانب أولئك الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم في السوق وهو ما يعبر عنه باستخدام حقوق الشراء في عمليات (المتاجرة أو المضاربة)

#### **The use of privileges in trading**

٢ - كما تستخدم عقود اختيار الشراء كأداة (للتغطية أو التحوط) **Hedging** أو التأمين ضد المخاطر ومثال ذلك :-

أحد المتعاملين في السوق باع على المكشوف مائة سهم من أسهم إحدى الشركات بسعر ١٢٠ دولار، والبائع على المكشوف مضارب دائماً على الهبوط، ولكي يؤمن نفسه ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، أي ضد الخسائر **To insure himself against loss** قام بشراء عقد خيار شراء **Call option** من السوق، فإذا فرضنا أن تكلفة شراء هذا العقد تبلغ ٣٥٠ دولار بواقع ٣.٥ دولار عن كل سهم، فإذا انخفض السعر إلى ١١٠ \$ فإنه يحقق ربحاً قدره ١٠٠٠ \$ من عملية البيع على المكشوف، فإذا ما كان عليه أن يتحمل ثمن حق الخيار وهو ٢٥٠ \$ فضلاً عن ٥٠ \$ تمثل عمولة سمسرة **Commission**، ٥٠ \$ ضريبة فإن صافي ربحه في هذه الحالة يبلغ ٥٥٠ \$ عبارة عن :

## البيع الأجلة والمستقبلية

أبو سعيد محمد الحميد رضوان

$$\$1000 = (\$50 + \$50 + \$300) - \$550$$

أما لو ارتفع السعر خلافاً لتوقعاته إلى ١٣٦ \$ فإن بوسعه استخدام عقد خيار الشراء في تغطية عملية البيع على المكشوف والتي تمت بسعر ١٢٠ \$ للسهم فإن خسارته لن تتجاوز في هذه الحالة ثمن الخيار المدفوع فضلاً عن عمولة السمسرة والضرائب وهي :

تمثل ثمن الخيار	\$300
ضرائب	\$50
عمولة	\$50
<hr/>	
جملة الخسائر	\$450

أما عن أسباب عدم تحمله أو تحديده خسارته بمقدار ثمن الخيار والعمولة والضرائب فلأن الفارق بين سعري التنفيذ والسوق في حالة الهبوط يعادل الفارق ما بين ذات السعريين في حالة الصعود .

ولإزالة الالتباس الذي قد يحدث نتيجة قصور في العرض، نعرض لمثال آخر نفضل به ما أجمل وتوضح به ما أبهم... بافتراض أن أحد المتعاملين في بورصة شيكاغو للخيارات تعاقد على شراء عقد اختيار شراء **Call option** لورقة مائية معينة بسعر ٨٠ \$ وكان السعر في السوق الحاضر حينذاك ٧٧.٦٢٥ \$ على أن تكون مدة سريان العقد ثلاثة أشهر . المشتري هنا - وهو دائماً كذلك - مضارب على الصمود ويتوقع ارتفاع السعر خلال تلك الفترة إلى ما يزيد على سعر التعاقد **Exercise price** وهو ٨٠ \$ فضلاً عن المبلغ المدفوع من جانبه مقابل حق الخيار وهو ما يطلق عليه ثمن الخيار **Option price** وقدره ١.٣٧٥ \$ .

في هذه الحالة إذا ارتفع سعر السهم في السوق فوق ثمن التعاقد (**Exercise or Striking, price**) كان من مصلحة مشتري حق الخيار بيعه في السوق قبل انتهاء فترة العقد

### ولنا أن نتساءل لماذا دخل الطرفان في عملية التعاقد ؟

تفسير ذلك أن المشتري كان يتوقع ارتفاع السعر فوق ٨٠ \$ قبل انتهاء فترة العقد. وعلى النقيض من ذلك فإن بائع الخيار ويطلق عليه (**Seller or Writer**) كان يتوقع ألا يصل السعر قبل انتهاء مدة التعاقد إلى ٨٠ \$ .

تفاوض البائع والمشتري على أن يكون ثمن الخيار ١.٣٧٥ \$ عن كل سهم يمكن أن ينظر إليه على أنه رهان من قبل المشتري على ارتفاع السعر فوق ٨٠ \$ قبل انتهاء العقد .

**The option price of \$1.375 which can be viewed as the buyer's wager on the stock's price would not get above \$80 before the option expired.**

والاحتمال الآخر هو أن كل من البائع والمشتري قد استخدموا عقد الخيار كأداة للتحوط ضد المخاطر .

FIGURE 24 STOCK OPTION QUOTATIONS

Tuesday, January 23, 1996

Composite volume and close for actively traded equity and LEAPS, or long-term options, with results for the corresponding put or call contract. Volume figures are official. Open interest is total outstanding for all contracts and reflects previous trading day. Close when possible is shown for the underlying stock on primary market. CB-Chicago Board Options Exchange, AM-American Stock Exchange, PH-Philadelphia Stock Exchange, PC-Pacific Stock Exchange, NY-New York Stock Exchange, CC-Commodity, P-Put.

### MOST ACTIVE CONTRACTS

Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put	Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put
Compaq	Feb 20	11,885	PC	2 1/2	4 1/2	Compaq	Feb 20	2,314	PC	1 1/2	4 1/2
Tor In	Feb 16	7,400	CB	1 1/2	1 1/2	BarclG	Feb 20	2,511	AAA	3 1/2	2 1/2
IBM	Feb 16	5,995	CB	1 1/2	1 1/2	TelMex	Feb 20	2,289	CB	1 1/2	2 1/2
Alfa	Jul 1	3,286	KC	1 1/2	1 1/2	GenMat	Jan 17	2,400	CB	1 1/2	1 1/2
Apple	Feb 25	2,446	AM	1 1/2	1 1/2	Dig Eq	Feb 20	2,494	CB	1 1/2	1 1/2
Compaq	Feb 20	2,349	PC	1 1/2	1 1/2	Compaq	Feb 20	2,329	PC	1 1/2	1 1/2
Tel In	Feb 20	2,314	CB	1 1/2	1 1/2	Intel	Feb 20	2,299	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,289	CB	1 1/2	1 1/2	Apple	Feb 20	2,279	AA	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,253	CB	1 1/2	1 1/2	Arata	Apr 25	2,114	KC	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,114	KC	1 1/2	1 1/2	TelMex	Feb 20	2,109	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,094	CB	1 1/2	1 1/2	BarclG	Apr 25	2,109	AA	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,094	CB	1 1/2	1 1/2	Dig Eq	Feb 20	2,109	AA	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,094	CB	1 1/2	1 1/2	Novia	Apr 25	2,076	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,076	AA	1 1/2	1 1/2	Intel	Feb 20	2,027	AA	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,027	AA	1 1/2	1 1/2	Chcp	Jan 17	2,027	AA	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,027	AA	1 1/2	1 1/2	Apple	Feb 20	2,023	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,023	AA	1 1/2	1 1/2	Cirrus	Jun 25	2,020	KC	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,020	KC	1 1/2	1 1/2	TelMex	Mar 25	2,015	KC	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,015	KC	1 1/2	1 1/2	TelMex	Feb 20	2,013	KC	1 1/2	1 1/2

Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put	Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put
ADC Tel	Feb 16	97	5 1/2	4 1/2	1 1/2	434	Feb 20	94	161	1 1/2	1 1/2
ABCO	Mar 16	75	6 1/2	15	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3 1/2	3 1/2	1 1/2	1 1/2
5 1/2	Feb 16	2	2	10	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
AAI	Mar 16	200	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
2 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
3 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
4 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
5 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
6 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
7 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
8 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
9 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
10 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
11 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
12 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
13 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
14 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
15 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
16 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
17 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
18 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
19 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
20 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
21 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
22 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
23 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
24 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
25 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
26 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
27 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
28 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
29 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
30 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
31 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
32 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
33 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
34 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
35 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
36 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
37 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
38 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
39 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
40 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
41 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
42 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
43 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
44 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
45 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
46 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
47 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
48 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
49 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2
50 1/2	Mar 16	147	2 1/2	2 1/2	1 1/2	45 1/2	Feb 20	3	3	1 1/2	1 1/2

Source: The Wall Street Journal, January 24, 1996.

## (٢) عقد خيار البيع Put option

عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقاً بأن يبيع لمحرر العقد وهو (بائع حق الخيار) أسهما - عادة ١٠٠ سهم بسعر معين متفق عليه هو (سعر التنفيذ) لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها.

**A put option is a negotiable contract giving the holder the right to sell stock to the writer – usually 100 shares – at a specified striking price for a specified period at a set premium .**

بينما عرفه "بنتون" و "روبرت بروكس" بالآتي:

"خيار يعطي حامله حقاً في أن يبيع أصلاً (كالأسهم العادية) بالسعر المسمى في العقد وقبل انتهاء مدته المحددة في العقد ."

**"Put option – An option giving the holder right to sell an item (Such as common stock ) at a stated price before a stated time"**.

بينما عرفه "فرانسييس هيرست" بأنه عقد على دفع مبلغ من المال مقابل أن يكون لمن دفع ثمن الخيار حقاً في أن يبيع لمن حرر له العقد ورقة مالية معينة في تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد .

**"The put is a contract to pay money for the right to sell a certain security on a given date at a named price"**.

ورغم أن أغلب التعريفات تتناول الأسهم العادية على أساس أنها الأدوات أو الأصول محل التعاقد، إلا أن ذلك ليس مقصوداً في ذاته ذلك أن الأسهم العادية وغيرها من الأدوات المالية أو الأصول يمكن أن تكون محلاً للتعاقد فالسندات، والعملات الأجنبية، ومؤشرات الأسعار كل ذلك يصلح أن يكون محلاً للتعاقد . وهو ما عبر عنه "جاك كلارك فرانسييس" بالآتي :

**Option can be written not only on common stock , but also on securities and other goods.**

**For example , option are actively traded and widely available on bonds , stock market indexes , foreign currencies , commodities futures contracts and even economic indexes .**

## وجوه استخدام عقود اختيار البيع .

- ١- يجري شراء عقود خيار البيع من جانب أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد وهو ما يعبر عنه باستخدام هذه العقود في المضاربة. **The use of privileges (Option) in trading**
- ٢- تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف **Short sale** وتفصيل ذلك أنه لما كان أمام المضارب الذي يتوقع انخفاض السعر أن يبيع على المكشوف أو أن يشتري خيار بيع (**Put option**) فإنه قد يفضل الأسلوب الأخير على الأسلوب التقليدي، وهو يتوقع أنه سيكون بمقدوره أن يشتري الأسهم بسعر التعاقد محققاً الفرق بين السعرين .

If the trader believes there is a drop in the price of certain stocks just ahead , he will buy a put instead of following the usual method of selling short .

٣ - يستخدم في التأمين ضد المخاطر .التاجر الذي يشتري ورقة مالية معينة وهو يأمل أن يرتفع سعرها فيما بعد ليبيعها ويغتنم الفرق بين سعري البيع والشراء ، قد يتحوط في ذات الوقت ضد أي هبوط في السعر ، فالأسعار تتقلب من يوم لآخر، بل ومن لحظة لأخرى صعوداً وهبوطاً ، ولذلك فإنه يقوم بشراء عقد خيار بيع Put option لتغطية عملية الشراء وسيمكنه عقد البيع من تعويض أي خسارة تلحق به إذا انخفضت الأسعار ، ذلك أنه سيقوم ببيع الورقة بنفس سعر شرائها . أما لو ارتفع السعر فلن يكون في حاجة إلى استخدام عقد خيار البيع وسيخسر في هذه الحالة ثمن شراء هذا العقد ويربح الفرق بين سعر التعاقد وسعر البيع

A person who buys a stock hoping to sell later at a higher price , may also buy a put as a hedge against a fall in price . the put enables him to sell the stock at the price for which he bought it .

وقد يكون من المفيد هنا أن نتوقف ولو قليلاً لتحليل سلوك المتحوطين Hedgers ضد المخاطر حتى نستبين أثر عملية التحوط على نشاطه السوقي.

لقد استرعى انتباهنا ونحن نتصدى لحالة الشخص أو الجهة التي استخدمت عقد خيار البيع للتحوط ضد مخاطر انخفاض الأسعار قياساً بابتداء شراء ورقة مالية معينة وهي تأمل وتتوقع أن يرتفع سعرها ، إلا أنها في ذات الوقت، كانت تخشى تقلبات السوق واتجاه الأسعار في غير صالحها ، فقامت بشراء عقد خيار بيع Put option يتيح لها بيع نفس الأوراق التي قامت بشرائها بنفس السعر الذي اشترت به هذه الأوراق، ويوصف تصرفها هذا بأنه تحوط Hedging ضد مخاطر انخفاض الأسعار . فماذا لو ارتفعت الأسعار ؟

إذا ارتفعت الأسعار وفق ما كانت تأمله وتتوقعه هذه الجهة انتقت الحاجة إلى تنفيذ عقد خيار البيع والذي لجأت هذه الجهة إلى إنشائه تحسباً لأي انخفاض في الأسعار ، ولكنها خسرت في نفس الوقت الثمن الذي دفعته مقابل أن يكون لها حق خيار البيع بإرادتها المنفردة ، فضلاً عن الضرائب وعمولة السمسرة .

أرأيت لو أن هذه الجهة لم تقم بإنشاء هذا العقد ، ما تحملت هذه الخسائر ، بينما هي قد أقدمت على إنشائه من قبيل التحوط ضد المخاطر (أو الخسائر) فإذا ما كانت الشركة أو الجهة قد قامت بالشراء أصلاً بعرض الاستثمار وليس المضاربة . كان عائد استثمارها سالباً فقد لا يعوض ارتفاع الأسعار لثمن الذي دفعته مقابل حق الخيار رغم صدق توقعاتها واتجاه الأسعار في صالحها .

أما إذا انخفضت الأسعار وهو الأمر الذي فكانت تتوحيص منه خيفة هذه الجهة ، فسوف تلجأ حتماً إلى استخدام عقد خيار البيع ، وستجنب بذلك خسائر الهبوط ، ولكنها ستخسر أيضاً - وإن كانت خسارتها تنحصر هنا في ثمن الخيار المدفوع مضافاً إليه العمولة والضرائب - . وتفصيل ذلك أنها ستقدم على بيع الأسهم بنفس السعر الذي اشترت به ، أما

الأعباء التي تحملتها هذه الجهة والتي تتمثل في ثمن خيار البيع **Option price** والضرائب **Taxes** وعمولة الشراء وعمولة البيع **Commission** فتمثل خسارة يقينية بالنسبة لهذه الجهة رغم تحوطها ضد الخسائر. ولهذا ينشأ إن الحماية من الخسائر المطلقة أو النسبية هي فرصة لآخر لتحقيق الربح على حسابه .

وقد يكون من المناسب هنا الإشارة إلى أغلب عقود اختيار البيع والشراء لا يتم تنفيذها، وأن أغلب المشترين لهذه العقود يؤثرون بيعها للغير بدلاً من تنفيذها. والمقصود ببيع وشراء عقود الاختيار هو بيع أو شراء الحق ذاته، فمن اشترى حق البيع أو حق الشراء له أن يبيع هذا الحق لغيره قبل انتهاء مدة سريان العقد. وهو ما عبر عنه "Madaura" بقوله :

**" Most investors who purchase call and put option sell their option for a profit rather than exercising them"**

وبينما يذكر "فريدريك ايملنج" صاحب (كتاب الاستثمار) أن أكثر من 50 % من

عقود اختيار الشراء لا يتم تنفيذها وأن مؤدى ذلك ارتفاع نسبة المخاطر في هذه البيوع .

**More than 50 % of call option are unexercised this suggests a principle , call option and put option are too risky .**

### (٣) عقد الاختيار المزدوج **Double Option**

هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحاملة الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهين بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شارياً وإذا انخفضت كان بائعاً، ومع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار، فلا غرو أن يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء، وينقسم هذا العقد إلى نوعين:

أولاً: عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع : **Straddle** وهو

أحد صور عقود الخيار التي تخول لصاحب الحق أن يشتري من أو أن يبيع إلى بائع الخيار عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد

وقد عرفته إحدى الموسوعات الكبرى بالآتي :

**"The straddle is the double privilege (option) of a put and a call . It secures to the holder the right to demand of the seller at a certain price , within a certain time , a certain number of shares of specified stock , or to require him to take at the same price , within the same time shares of stock"**.

والتعريف المتقدم يشير بوضوح إلى أن هذا العقد هو مزية مزدوجة لخيار بيع،

وخيار شراء، يضمن أو يخول لحامله الحق أن يبيع لمن باع له حق الخيار، عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد، بسعر معين، خلال مدة معينة، أو أن يشتري منه خلال نفس المدة وبنفس السعر الأسهم المسماة في العقد .

بينما عرفه "ايملنج" بأنه {عقد يجمع بين كل من خيار البيع وخيار الشراء، ويرى

أن هذه العقود يجري تصميمها للمضاربين الذين يضاربون على توجهات السوق سواء

بالصعود أو الهبوط } ويرى ايملنج أنه بشراء عقود اختيار البيع والشراء معاً فإن المضاربين إنما يقصدون بذلك تحديد أو تحجيم الخسائر في أي حالة من الحالتين .

**A straddle is a contract that combines a put and a call . straddles and spreads are designed for speculators who are trading on both sides of the market . By buying puts , calls , straddles and spreads , speculators tend to limit the total loss on any one or a series of trades .**

أما صاحب موسوعة المشتقات المالية فقد ذهب في تعريفه لهذا العقد إلى الآتي :

**Straddle is an option transaction that involves a long position in a put and a call with the same exercise price and expiration .**

وما أضافه هذا التعريف هو أن مشتري عقدي الخيار بنوعيه ، عقد البيع . وعقد الشراء يحتفظ بمركز طويل Long position فيما يتعلق بحق البيع ، وفيما يتعلق بحق الشراء لأنه مشتري في الحالتين ، والمشتري يوصف دائماً بأنه صاحب مركز طويل ، أما بائع حق الخيار فهو على النقيض من ذلك صاحب مركز قصير لأنه بائع للحق وليس مشتري له .

#### الأساليب العلمية لتطبيق العمليات المزدوجة الخيارية Applications of Straddles

العملية الخيارية المزدوجة straddle هي استراتيجية مناسبة للمواقف التي يغلب فيها الظن على المستثمر أن سعر ورقة مالية معينة سيتحرك ، فعلياً ، ولكن لا يعرف في أي اتجاه سيكون توجه الأسعار (أي للصعود أم للهبوط) .

**A straddle is an appropriate strategy for situation in which one suspects that the stock price will move substantially but does not know which direction it will go.**

#### أقسام عقد الخيار المزدوج Straddle

ينقسم عقد الخيار المزدوج إلى نوعين :

(أ) عقد اختيار مزدوج مُرجح لارتفاع الأسعار . (Strap)

(ب) عقد اختيار مزدوج مُرجح لانخفاض الأسعار . (Strip)

(أ) عقد الاختيار المرجح لارتفاع الأسعار Strap

ينطوي هذا العقد على شراء "عقدي خيار شراء Two calls" وعقد خيار بيع واحد one put وذلك إذا ما غلب على المستثمر الظن أن حركة الأسعار سوف تتجه إلى الصعود ، وإن كان غير موقن بذلك ، ويتوجس خيفة من تقلبات الأسعار في غير صالحه ولذلك فهو يبتغي أن يجمع بين الحسنين بشراء عقد خيار مزدوج يتحصن به في مواجهة المخاطر وأن يجني ثمار توقعاته من خلال زيادة حقوق الشراء على حقوق البيع .

وقد عرفه "فرانك ريلي" بالآتي :

**" A long strap position is the purchase of two calls and one put with the same exercise price , suggesting an investor who thinks stock price are more likely to increase".**

ووفقاً للتعريف المتقدم فإن عقد الخيار المزدوج المرجح لارتفاع الأسعار ينطوي على

شراء عقدي خيار شراء وعقد خيار بيع واحد لنفس مدة العقد وبنفس السعر، وينطوي على توقع ارتفاع السعر .

“ A strap is an option transaction that involves a long position in two calls and one put , or two calls for every put , with the same exercise price and expiration”.

ويضيف “Chance” :

لو افترضنا أن أحد المستثمرين توقع أن تكمن هناك حركة مؤثرة في اتجاهات الأسعار، وأن احتمالات الصعود عنده تفوق احتمالات الهبوط . في هذه الحالة سوف يتجه بإدراكه الحسي إلى زيادة عدد خيارات الشراء Calls بالنسبة لعدد خيارات البيع Puts . حينئذ نكون بصدد عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع السعر . وينتهي "شانس" بذلك الى تعريفه بالآتي:

“ A strap, then, is the special case in which two calls are purchased for each put”.

والجدول التالي يصور مركز لعقد خيار مزدوج يتضمن عقدي شراء وعقد بيع واحد وصافي الأرباح والخسائر التي تحققت في ظل أسعار متغيرة خلال مدة العقد .

#### EXPIRATION DATE PAYOFFS TO LONG STRAP AND LONG STRIP POSITION

##### A. Strap Position (Two Calls and One Put)

Net Profit	Cost of Options	Value of Puts	Value of Calls	SAS Stock Price of Expiration
\$ 5.85	\$-14.15	\$20.00	\$0.00	\$20.00
0.85	-14.15	15.00	0.00	25.00
-4.15	-14.15	10.00	0.00	30.00
-9.15	-14.15	5.00	0.00	35.00
-14.15	-14.15	0.00	0.00	40.00
-4.15	-14.15	0.00	10.00	45.00
5.85	-14.15	0.00	20.00	50.00
15.85	-14.15	0.00	30.00	55.00
25.85	-14.15	0.00	40.00	60.00

Source: Investment Analysis and Portfolio Management Frank Reilly, Keith C. Brown.

بإلقاء نظرة سريعة على الجدول المتقدم فسوف يسترعي انتباهنا إلى الآتي:

١ - كلما ارتفعت أسعار الأسهم أثناء مدة الخيار كلما ارتفعت قيمة خيار الشراء Calls وانخفضت على الجانب الآخر قيمة خيارات البيع Puts .

٢ - أن قيمة خيارات الشراء وصلت إلى أعلى مدى لها وهو ٤٠ دولار حينما بلغت القيمة السوقية للورقة المالية ٦٠ دولار لأنها سوق صاعدة Rising Market وعلى النقيض من

ذلك انخفضت قيمة خيارات البيع لتصبح ولا قيمة لها Worthless لكون السوق صاعدة ولا مجال فيها للمراهنة على الهبوط .

وهناك دائماً فرق إيجابي بين ثمن الخيار وقيمه الجوهرية . هذا الفرق الإيجابي يطلق عليه القيمة الزمنية Time value . والقيمة الزمنية تكون في أعلى مستوياتها لحظة إبرام العقد وتصبح ولا قيمة لها يوم انتهاء أجل الحق . وهذا يفسر ما يعنيه البعض بقولهم " إن حق الخيار يساوي أكثر وهو (حي) منه وهو (ميت) " worth more alive than dead .

( ب ) عقد اختيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار Strip

انتهينا من خلال العرض السابق إلى أن من يتعامل في عقود الاختيار، قد يكون مضارباً على الصعود، كما قد يكون مضارباً على الهبوط، ولكن في جميع الأحوال لا يأمن تقلبات السوق . ولذلك فإنه قد يلجأ إلى شراء عقد خيار مزدوج Straddle يؤمن به نفسه إذا ما اتجهت الأسعار في غير صالحه، وجاءت النتائج مغايرة للتوقعات .

ولكن نظراً لأن أحداً من المحترفين الذين يتعاملون في هذه الأسواق لا يستطيع أن يلغي توقعاته، ويود أن ينتج هذا العقد آثاره إذا ما وافقت النتائج التوقعات، لذلك فإن تعديلاً طفيفاً يجري على العقد المزدوج من خلال زيادة عدد حقوق الشراء Calls عن عدد حقوق خيار البيع Puts إذا ما كان مضارباً على الصعود، فنصبح الأمر كذلك أمام عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع الأسعار وهو ما يطلق عليه "Strap" و إما أن يلجأ إلى زيادة عدد حقوق البيع "Puts" عن عدد حقوق الشراء "Calls" إذا ما كان مضارباً على الهبوط، وحينئذ نكون بصدد عقد خيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار وهو ما يطلق عليه Strip .

وقد عبر "Reilly" عن هذا المعنى بقوله :

**" The long straddle position assumes implicitly that the investor has no intuition about the likely direction of future stock price movements. A slight modification of this format is overweighting either the Put or Call position to emphasize a directional belief while maintaining a contract that would profit from a price movement the other way.**

**An investor with a more " bearish" view could create a long strip position by purchasing two puts and only one call.**

ولم يذهب "Reilly" بعيداً عما تناولناه فهو يرى أن من يقوم بشراء عقد خيار مزدوج فليس لديه تصور يؤكد اتجاه الأسعار في مسار معين خلال مدة سريان العقد. ويرى أن تعديلاً طفيفاً على صيغة العقد المزدوج يرجح زيادة حقوق خيار البيع أو حقوق خيار الشراء تأكيداً لما يعتقد، أو يظن عليه الظن، أو يتوقعه، مع الاحتفاظية ذات الوقت بعقد يتيح له التربح من حركة الأسعار إذا ما اتجهت خلاف ما يعتقد ( بمعنى أنها قد تتجه إلى الهبوط ودون نقطة التعادل فيتربح أيضاً من هبوطها رغم تباينها مع توقعاته ). وينتهي إلى أن المستثمر الذي يظن بهبوط الأسعار (Bear) يستطيع أن ينشئ مركزاً طويلاً لعقد مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار بشراء عقدي خيار بيع، وعقد خيار شراء واحد .

بينما عرف "شانس" هذا العقد بسماته الأساسية على أنه " عملية خيارية تتضمن مركزاً طويلاً في عقدي خيار بيع وعقد خيار شراء واحد وبمعنى آخر عقدي خيار بيع لكل عقد شراء وبنفس سعر التعاقد ولنفس مدة العقد "

**" Strip : is an option transaction that involves a long position in two puts and one call, or two puts for every call, with the same exercise price and expiration.**

**ثانياً : عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع Strangle**

يشبه هذا العقد عقد الخيار المزدوج "Straddle Contract" من كل وجه غير أنه

يختلف عنه من حيث سعر التعاقد فقط (Exercise Price (Striking Price)

ففي العقد الأول لا يتغير سعر خيار الشراء Call option عن سعر خيار البيع Put option ، والأمر ليس كذلك في العقد محل العرض، بل هو وجه الخلاف الوحيد حيث يختلف سعر خيار الشراء عن سعر خيار البيع .

وقد تناول بعض الكتاب هذا العند بإبراز سماته الأساسية دونما حاجة إلى استفاضة أخذاً في الاعتبار وجوه التماثل بينه وبين العقد السابق باستثناء سعر التعاقد بينما تناوله البعض الآخر بمزيد من الاستفاضة .

ونعرض فيما يلي لأهم التعريفات التي تناولها بعض الكتاب .

عرف "ريلي" عقد الخيار المزدوج الذي يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع "The strangle" بأنه عقد يتضمن شراء ( خيار شراء، وخيار بيع ) في نفس الوقت، وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد، ولنفس مدة العقد، وعلى خلاف العقد المزدوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع The straddle فينطوي هذا العقد على سعر للشراء وسعر للبيع .

**" A strangle is the simultaneous purchase or sale of a call and a put on the same underlying security, with the same expiration date. Unlike the straddle, the options used in the strangle do not have the same exercise price."**

ويتفق صاحب معجم المشتقات مع التعريف المتقدم بل وسائر التعريفات التي تناولها الكتاب في شأن عقد الخيار المزدوج الذي يتغير فيه سعر الشراء عند سعر البيع "The strangle" ولكنه يقدم إضافة جديدة لم يتصد لها غيره من الكتاب وهي أن هذا العقد بشقيه يحقق خسارة فورية لو تم تنفيذ فور التعاقد لكونه :

#### Out of the money option

بمعنى أن سعر التعاقد على خيار الشراء يكون أعلى من سعر السوق وهو ما يعني خسارة يقينية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر، بينما سعر التعاقد على خيار البيع put option يكون أدنى من سعر السوق وهو ما يعني أيضاً تحقيق خسارة يقينية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر. ولهذا السبب دكان الثمن المدفوع مقابل هذا العقد option

price أدنى من الثمن المدفوع مقابل عقد الخيار المتزوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع the straddle وقد عبر عن هذه المعاني صاحب معجم المشتقات بالآتي:

**Strangle :** Buying a strangle involves buying a call option and a put option on the same underlying asset for the same maturity but at different strike prices, generally both out of the money. Since the options are out of the money, a strangle is cheaper strategy to set up than is a straddle.

بينما عرفه " شانس " بأنه شراء عقد خيار بيع وعقد خيار شراء إلا أن سعر التعاقد على خيار الشراء يزيد على سعر التعاقد على خيار البيع .

**Strangle:** " A long put at one exercise price and a long call at a higher exercise price."

إلا أن ما ذكره " شانس " لا يتفق تماماً مع ما ذكره غيره من الكتاب ووجه الخلاف بينه وبين غيره، هو أنه يرى أن ثمن التعاقد على خيار الشراء أعلى من ثمن التعاقد على خيار البيع بينما يرى الغير تباين ثمن التعاقد بين خيار الشراء والبيع إلا أن أحداً لم يقل بارتفاع سعر خيار الشراء عن سعر التعاقد على خيار البيع، ولذلك فرأيه مرجوح برأي أغلب الكتاب.

#### ٤ - عقد خيار بمضاعفة الكمية *Option to double*

يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها إذا رأى أن تنفيذ العقد في صالحه خلال مدة العقد. ولكن نظراً لتعاظم المخاطر التي يتعرض لها بائع هذا الحق فإنه يتقاضى ضعف ثمن الخيار الذي يتقاضاه مقابل حق الخيار سواء كان خيار شراء *call option* أو خيار بيع *put option* .

وينقسم هذا العقد إلى نوعين :

#### ١ - حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها *Call-of-more option*

ويخول هذا الحق لحائزه شراء ضعف الكمية المسماة في العقد إذا ما رغب في ذلك.

**Call-of-more option,** an option that gives the buyer the right to buy double the stated quantity of securities, if he so wishes.

#### ٢ - حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها *Put-of-more option*

ويخول هذا الحق لحامله أن يبيع له باع له حق الخيار (option seller) الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها إذا ما رغب في ذلك

**Put-of-more option,** an option that gives the seller the right to sell double the stated quantity of securities if he so wishes.

## المبحث الثاني أسواق العقود الآجلة والمستقبلية

### مقدمة في البيوع الآجلة :

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي، وحل صنع النقود محل صنع السلع والفائدة محل الربح، ولم يعد الاقتصاد الرمزي للمال والأثمان مرتبطاً ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الحقيقي. سلع والخدمات بوصف الاقتصاد الرمزي تعبيراً بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي، وتبرز المضاربة "بمفهومها الاقتصادي" بوصفها نشاطاً جوهرياً لرأس المال، لا يتحرك بهدف التصحيح - كما يزعم الزاعمون - وإنما بهدف الكسب والمزيد من الكسب لرأس المال.

إن من أخطر ما يجري الآن من إعادة هيكلة لأسواق النقد وأسواق رأس المال هو ما يمس آلياتها، حيث صارت الآلية الأساسية هي آلية القرض أو الدين، وحيث يجري التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض أو للمزيد من منح القروض.

لقد صار التعامل الآجل صناعة، ولكن أي صناعة !! إنها صناعة النقود، **How to make money**، فيما وصفه بعض الغربيين بأنه انتقال الثروة من جيوب الكثرة إلى جيوب القلة.

لقد زاد الإنتاج الصناعي بنسبة ٢٥% من عام ١٩٧٧ إلى عام ١٩٨٥ بينما زاد حجم التعامل الآجل خلال ذات الفترة بنسبة ٢٧٠%.

وليس هناك ما هو أدل على أن صناعة النقود حلت محل صناعة السلع من البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية التابع لصندوق النقد الدولي وتقرير البنك الدولي واللذان يجعلان الرأس تدور من فرط الدهشة إذ تشير البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية في أغسطس عام ٢٠٠٠م إلى أن قيمة العقود الآجلة في العالم قد قفزت إلى ٢٩٠.١ تريليون دولار في نهاية عام ١٩٩٨م، بينما تشير البيانات الإحصائية لتقرير البنك الدولي عن نفس العام إلى أن حجم التجارة الدولية عن عام ١٩٩٨م لم يتجاوز ٦٨ تريليون دولار.

في الستينات كانت السوق الآجلة مذبذبة بحركة السلع، وبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية كالأسهم والسندات، ولم يعد بهؤلاء حاجة إلى امتلاك الأصول المادية محل التعاقد حيث لم يعد التسليم أمراً ملزماً، ويكتفي بالتعويض أو التسوية النقدية.

ويكفي للدلالة على ذلك ما أثبتته بعض الكتاب الغربيين أن أقل من ٢% من العقود المستقبلية يجري تنفيذها في أسواق العقود المستقبلية.

بل إن صندوق النقد الدولي ذاته ذهب إلى تأكيد صورية تلك العقود في الدراسة التي أعدها عن المشتقات بقوله :

“ Any transfer of ownership of the underlying asset and cash flows becomes unnecessary”.

ووفقاً للنص المتقدم فإن دراسة الصندوق تؤكد أن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية المقابلة تصبح أمراً غير ضروري.

وخلص من ذلك بعض الكتاب الغربيين إلا أن هذه العقود لا تقتضي تملك ولا تسليم ولا تسلم وأن عقود الخيارات والمستقبليات تمثل جانب المراهنات على أداء ورقة مالية واحدة أو حزمة من الأوراق.

ولم يجد بعض الكتاب الغربيين غضاة من تقرير حقيقة يحاول البعض وأدها، وهو أن أسواق العقود المستقبلية والخيارات قد لعبت دوراً مدمراً في أحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ والذي كان أشد سوءاً من أحداث الانهيار التي اجتاحت هذه الأسواق عام ١٩٢٩م.

وذهب بعض الكتاب الغربيين وهم بصدد توجيه النقد للعقود الآجلة بأنها من قبيل القمار المقنن.

بل ذهب بعض الكتاب الغربيين في انتقاداتهم للأدوات التي يجري التعامل عليها في أسواق البيوع الآجلة والمستقبلية إلى أن العديد من الابتكارات لم تكن سوى بدعة أو أكذوبة كبرى **Giant fad** مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية بقصد التريح .

بل إن أحد عمالقة الاقتصاد وهو الأمريكي النمساوي الأصل “**Peter Drueker**” ذهب في وصفه لأدوات التعامل الآجل بالقول “إن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاماً الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية، زعموا أنها علمية، لكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في “لاس فيجاس” و “مونت كارلو” .

### عولمة الأسواق المستقبلية

وأخطر من كل ما تقدم أن أدوات المشتقات التي قدمتها مراكز البحث والابتكار الأمريكية على أنها تمثل حلاً لإبداعية لمشاكل التمويل والتحوط ضد المخاطر وإدارتها وتقليلها إلى أدنى حد ممكن، والتي بذل المهندسون المانيون الأمريكيون **Financial engineers** جهداً عظيماً لإبرازها وعرضها على العالم شرقاً وغرباً من خلال عمليات رياضية معقدة تحت اسم نظرية “قوالب البناء **Building Blocks**”، هذه الأدوات ثبت بما لا يدع ريباً في النفس أنه لا يجري التعامل عندها في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل الأمريكيين والمؤسسات الأمريكية وإنما يتم التعامل على تلك الأدوات التي تموج بها أسواق العقود والمستقبليات في الولايات المتحدة من غير الأمريكيين وهو أمر يستحق وقفة طويلة وطرح الموضوع على بساط البحث للرد على الغلاة والمتطرفين الذين يتعجلون استخدام هذه الأدوات إلى بلادنا وتشويه أسواقنا المحلية بأسوأ وأردأ ما قدم الفكر الغربي لغير

الأمريكيين تحت أسم العولمة التي ابتغى بها مسح الحضارات الأخرى وتهجينها بثقافة الغرب، فتحت عنوان عولمة الأسواق المستقبلية

#### “ Globalization of financial markets”

تناول أحد كبار الكتاب الأكاديميين في الولايات المتحدة الأمريكية قضية تعد من أخطر القضايا التي نسجلها على صفحات هذا البحث، تحت عنوان " مشاركة غير الأمريكيين في العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية". ( الدول العربية والإسلامية).

#### Non USA Participation in U.S Future Contracts.

ويقر الكاتب الذي أنصف الحقيقة - بقصد أو بغير قصد - أن العقود المستقبلية المالية على الأوراق المالية الأمريكية أصبح من الشائع التعامل عليها من قبل المؤسسات المالية غير الأمريكية والتي تحتفظ لديها أو يُمْرِّحُ محافظها بأوراق مالية أمريكية .

وبالكشف عن هذه الحقيقة المؤودة مزق هذا الكاتب الأقنعة التي توارت وراءها القوى المهيمنة على العالم، وكشف عن زيف اللافتات التي خدعت بعناوينها البراقة المفتونين بثقافة الغرب . ومع هذا ذهب الكاتب على استحياء محاولاً تبرير ذلك بقوله:

" إن هذه المؤسسات تستخدم العقود المالية المستقبلية لتقليل التعرض لمخاطر السوق الأمريكية أو تحركات أسعار الفائدة، واستطرد قائلاً أن بورصة شيكاغو للتجارة قد تجاوزت مع إقبال غير الأمريكيين على هذه العقود فسمحت بامتداد ساعات العمل بالبورصة لتغطية فروق التوقيت ( أو التغطية الزمنية للمناطق المختلفة ) ."

وحرصاً منا على تناول الحقائق دون تشويه وحتى لا نتهم بالتحريف أو التأويل نسوق النص كما ورد على لسان "Madura" الكاتب الأمريكي العظيم.

#### Globalization of Futures Markets

#### Non – U.S. Participation in U.S. Futures Contracts.

Financial futures contracts on U.S. securities are commonly traded by non- U.S. financial institutions that maintain holdings of U.S. securities. These institutions use financial futures to reduce their exposure to U.S. stock market or interest rate movements. The Chicago Board of Trade has allowed more access to non-US customers by expanding the trading hours of exchange to cover various time zones.

#### البيوع الآجلة والبيع إلى أجل:

وقبل أن نلج في مسألة البيوع الآجلة وحب علينا التنبية إلى أن ثمة خطأ شائع سرى بين العوام والخواص، منشأة الخلط بين البيع الآجل بمدلوله الاقتصادي **Forward Contracts** والدارج استعماله بين المشتغلين بأعمال البورصات خاصة، والبيع إلى أجل **Sale on credit** والذي اصطلح على تسميته ببيع النسيئة. ففي البيع الأول تأجيل الثمن والمثمن

ولا يترتب عليه بالتالي تسليم ولا تسلّم ولا يترتب عليه كذلك تمليك حقيقي ولا تملك بينما في البيع إلى أجل ينصب التأجيل على الثمن دون المثلّم.

وتنقسم العقود الآجلة من حيث ركني الإلزام والالتزام إلى نوعين رئيسيين:

**أولاً:** عقود آجلة باتة أو قطعية ( أي ملزمة ) **Binding Contracts** .

**ثانياً:** عقود اختيارية شرطية **Optional Contracts** .

• أما العقود الباتة أو القطعية :

"فهي التي يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد للمشتري، ويلتزم المشتري بدفع الثمن المتفق عليه وذلك في موعد ثابت لاحق لتاريخ التعاقد متفق عليه هو يوم التسوية **Settlement date**."

• أما العقود الخيارية الشرطية :

"فهي التي تعطي لمشتري الخيار حقاً في أن يشتري من أو أن يبيع إلى الطرف الآخر (وفقاً لشروط العقد) الأصل محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد -- إذا ما كان العقد أمريكياً أو في تاريخ التسوية إن كان العقد أوروبياً -- أو أن يفسخ العقد بإرادته المنفردة إذا رأى أن الأسعار تتجه في غير صالحه ويدفع نظير ذلك للطرف الآخر مبلغاً من المال عند إنشاء العقد مقابل أن جعل له حق الخيار، ويسمى هذا المبلغ بثمن الخيار **Option price** (ولا علاقة له بثمن الأصل محل التعاقد )

ولما كانت العقود الآجلة الباتة يتم التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية **OTC Markets**، كما يتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية (البورصات) "**Exchanges**" جرى تقسيم هذه العقود إلى نوعين فقط وذلك وفقاً للسوق التي يتم التعامل خلالها وهما :

**أولاً:** العقود الآجلة **Forward Markets** .

**ثانياً:** العقود المستقبلية **Futures Markets** .

وستناول كلا النوعين فيما يلي بقرار من التفصيل ويقدر ما تدعو الحاجة.

## أسواق العقود الآجلة والمستقبلية

### Forward and Futures Contracts Markets

على الرغم أنه قد جرت دائما التفرقة بين العقود الآجلة **Forward Contracts** والعقود المستقبلية **Futures Contracts** على أنهما شيئان مختلفان، إلا أنهما في الحقيقة وفي الأصل شيء واحد. فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحاً عقوداً آجلة، غير أنه تم التمييز بين تلك العقود التي تجري ترتيباتها **Arrangements** من خلال السوق غير الرسمية **OTC Markets**، وتلك العقود التي يتم عقدها من خلال السوق الرسمية. ففي السوق غير الرسمية يتم تفصيل **Tailoring** تلك العقود وفقاً لتفضيلات **Preferences** واحتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها. والأمر ليس كذلك في السوق الرسمية، فهي سوق منظمة **Organized Market** تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، وعقودها جميعاً نمطية **Standardised** ولا تخضع لتفضيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية. ووجود ثمة وجوه أخرى للاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية والتي نتجت عن إخضاع هذه العقود للقواعد والقوانين الحاكمة للتعامل في الأسواق الرسمية لا يغير من طبيعة هذه العقود من حيث كونها جميعاً عقوداً آجلة.

وقد ذهب صندوق النقد الدولي إلى تأكيد هذه الحقيقة من خلال الدراسة التي أعدها عن المشتقات المالية بقوله: "إن العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في سوق منظمة يطلق عليها (العقود المستقبلية)".

**Forward – type contracts traded on organized markets are called "Futures".**

وإلى نفس هذا المعنى ذهب "Chance". مؤكداً أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة، وشروطها نمطية ويتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية.

**A future contract is a forward contract that has standardised terms is traded on an organized market.**

وتشير الدراسة التي أعدها صندوق النقد الدولي إلى وجوه التقارب الشديد بين كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية استناداً إلى:

(١) أن كليهما من العقود الملزمة **Binding Contracts**

(٢) وأن كل عقد منهما لا يتوقف على غيره **Non Contingent**.

كما هو الحال في عقود المشتقات الأخرى التي يتوقف أداؤها على أداء الأصول الأخرى كحركة واتجاهات الأسعار للأصول المالية، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف وغيرها.

ويؤكد "Frank Fabozzi" وجوه الشبه بين العقدين بقوله:

"إن العقد الآجل تماماً كالعقد المستقبلي هو اتفاقية للتسليم المستقبلي لأصل ما بسعر معين في نهاية فترة معينة".

A forward contract , just like a futures contract , is an agreement for the future delivery of something at a specified price at the end of a designated period of time.

أهم وجوه الخلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية.

(١) بينما يجري التعامل على العقود الآجلة Forward contracts في السوق غير الرسمية Over-the-Counter (OTC) – counter market فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

(٢) العقود المستقبلية جميعها نمطية “Standardised” في بنودها وشروطها خلافاً للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين .

(٣) العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقاً لحركة واتجاهات الأسعار وسعر التسوية الذي تقرره لجنة من غرفة المقاصة Clearinghouse يومياً، ولذا اصطلاح على العقود المستقبلية Futures Market بأنها Marked-to-Market بمعنى أن مركز كل من المتعاقدين يتم تقويمه Valuating وتحديد الفروق بين سعر التسوية الحالي (والذي يمثل متوسط أسعار اليوم) وسعر التسوية لليوم السابق، وذلك من خلال التسوية اليومية Daily Settlement . فإذا ما كان الفرق ايجابياً أضيف مقدار الزيادة إلى حساب التأمين Margin account الخاص بمن يحتفظ بمركز طويل Long position (المشتري) والمودع لدى غرفة المقاصة Clearinghouse خصماً على حساب المتعاقد المحتفظ بمركز قصير (البائع)، أما العقود الآجلة فزرغم أن جمهور الكتاب يذكرون أن هذه العقود لا تخضع للتسويات اليومية إلا أنه ورد بأحد المراجع أن العقود الآجلة قد تخضع وقد لا تخضع لنظام التسوية اليومية وأن ذلك إنما يتوقف على رغبة طرفي التعاقد.

A forward contract may or may not be marked to market, depending on the wishes of the two parties.

(٤) في العقود المستقبلية يقوم طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي Initial margin لدى غرفة المقاصة Clearinghouse والتي تقوم بدورها كوسيط Intermediary وضامن Guarantor لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود . وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسئولاً أمام الآخر . فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء Default risk التي تمثل أحد مطالب التعامل في الأسواق غير الرسمية . كما يقوم الطرفان بإيداع تأمين آخر يطلق عليه Maintenance margin ويمثل المقدار أو الرصيد الذي يتعين الحفاظ عليه كحد أدنى بعد كل تسوية ، فإذا ما انخفض الرصيد عن حده المقرر فإنه يتعين زيادة الحد . أو رصيد التأمين إلى المستوى المطلوب . additional margin may be required بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في عقد آجل بإيداع هذا التأمين.

(٥) خلافاً للعقود الآجلة Forward contracts فإن العقود المستقبلية Futures contracts غير

ملزمة رغم أن أغلب الكتاب متفقون على أن كل من العقود الآجلة والمستقبلية ملزمة **Binding**، وهو ما ذهب إليه أيضاً صندوق النقد الدولي بقوله:

**Forward and futures are binding, non contingent contracts.**

وهو ما يعني أن العقود الآجلة والمستقبلية ملزمة ولا تتوقف على غيرها، إلا أن أحد المراجع الهامة التي يتصدر غلافها أحد أعلام الغرب في هذا المجال نفي نفياً قاطعاً لا يحتمل التأويل ما تناوله كتاب الغرب أن العقود المستقبلية ملزمة لأطرافها وذلك تحت عنوان تسليم السلعة محل التعاقد **Delivery of the underlying commodity** فذكر ابتداءً أن الذي يقبل على العقود الآجلة هم المستخدمون التجاريون الذين يسعون حقيقة في طلب السلعة ويدخلون في العقود الآجلة **Forward contracts** بغرض نقل ملكية سلعة في تاريخ لاحق. وذكر أن التسليم الفعلي من قبل طرفي العقد في العقود الآجلة هو الممارسة العادية، وأنه لا ينبغي أن يوفر العقد الآجل بديلاً للتسليم الفعلي، و يرى أنه على النقيض من ذلك تماماً أن العقد المستقبلي يتضمن حقاً في تعويض أو استخدام إجراء آخر للتسوية النقدية. وأقام على ذلك الدليل من خلال مجموعة من قرارات لجنة المتاجرة للسلع المستقبلية في الولايات المتحدة **Commodity Futures Trading Commission** وكذلك عدد من القرارات التفسيرية للجهات القانونية المعنية التي تظاهر هذا التوجه فيما يبدو أنه من قبيل التعديلات التي أضيفت للقوانين والنظم والقواعد الحاكمة للتعامل في أسواق العقود المستقبلية.

وقريباً مما ذكره "Francis" والذي هدم به أحد الأصول المتعارف عليها في الأسواق

المستقبلية أكد "Fabozzi" على ما يلي :

" رغم أن كلاً من العقود المستقبلية والآجلة تتناول شروط التسليم، إلا أن العقود المستقبلية لا يقصد تسويتها بالتسليم. ويضيف الكاتب، أن أقل من ٢٪ من العقود القائمة يتم تسويتها بالتسليم، ولكن العقود الآجلة على النقيض من ذلك يقصد بها التسليم.

**" Although both futures and forward contracts set forth terms of delivery, futures contracts are not intended to be settled by delivery. In fact, generally less than 2% of outstanding contracts, are settled by delivery. Forward contracts, in contrast are intended for delivery".**

ولذلك فقد صدق "Chance" حينما قال :

" إن السوق الرسمية ليست هي أفضل طريق لطلب السلعة".

**" The future market is not the best route for acquiring a commodity".**

وعلى الرغم من أن "Chance" يسلم بأن أغلب العقود المستقبلية في السوق الرسمية لا يتم من خلالها تسليم فعلي للأصول محل التعاقد إلا نادراً، إلا أنه لا يعزو ذلك لكون هذه العقود غير ملزمة ولكن لأنه يتم إقفال مركز المتعاملين في هذه الأسواق قبل انتهاء مدة التعاقد بالتعويض، أي يبيع العقود إلى الغير. وعلى الرغم من ذلك يشير "Chance" إلى أنه وفقاً للتقرير المالي للجنة المتاجرة في العقود المستقبلية "CFTC" لعام ١٩٨٩م فإنه تم إنشاء

٢٦٧ مليون عقد، بينما الذي انتهى بالتسليم الضعلي ١٧ مليون عقد فقط. بنسبة تقل عن ١٪، وأنه بينما تمت التسوية النقدية لأكثر من ٥٠ مليون عقد، فإن أقل من ٧٠٠ ألف عقد بقيت لأخر يوم تعامل عليها .

ويخلص من ذلك "Chance" - مناقضاً نفسه - إلى أن التسليم وإن كان سمة أساسية للعقود المستقبلية فنادر ما يحدث .

ويستفاد مما تقدم أن كافة المعاملات في أسواق العقود المستقبلية الرسمية إنما تستخدم كأداة للمضاربة أو للتحوط ضد تقلبات الأسعار، وأن من ابتغى الحصول الفعلي على سلعة ما فإن السوق الرسمية ليست هي الطريق الأفضل، وأن السبيل الوحيد المتاح وبلا خيار هو السوق غير الرسمية رغم ما يحيط بها من مخاطر عدم الوفاء Risk default أو السوق الحاضرة.

### أولاً: العقود الآجلة Forward contracts

على الرغم من أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن طويل وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع كالحبوب والأرز، إلا أنها كانت أقل ألفة. فخلافاً لأسواق الخيارات، فليس لدى هذه الأسواق ما تقدمه من تسهيلات، إذ ليس لهذه السوق وحتى وقتنا هذا مبنى "Building" أو كيان رسمي منظم كالسوق الرسمية، حيث أن هذه الأسواق تعمل من خلال قنوات اتصال غير رسمية Informal communication channels بين المؤسسات المالية الرئيسية.

وعلى الرغم من أن الأسواق الآجلة للصرف الأجنبي قد وجدت منذ زمن طويل إلا أنه لم يكن يجري تعامل على كثير من الأدوات الأخرى في الأسواق الآجلة في ذلك الحين ومع النمو السريع لأسواق المشتقات حدثت طفرة هائلة في الأسواق الآجلة للأدوات الأخرى. وأصبح الآن من السهولة بمكان الدخول في عقود آجلة لمؤشرات الأسهم أو الطاقة كما كان الأمر بالنسبة للعمليات الأجنبية. وتعد العقود الآجلة مفيدة إلى حد بعيد لأنها تيسر استيعاب العقود المستقبلية .

المخاطر في العقود الآجلة لا تتعلق بطرف دون الآخر، فكل طرف من طرفي التعاقد يتحمل مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته وهو ما يطلق عليه Credit risk ( Default risk or) وتختلف بذلك العقود الآجلة عن عقود الخيار والتي يتحمل فيها مخاطرة عدم الوفاء مشتري حق الخيار فقط .

ويرى بعض الكتاب الغربيين أن العقود الآجلة شائعة في حياة كل فرد في مختلف الشعوب والبلدان، بما يوحي وأن أحداً إلا وقد مارس هذه النوعية من العقود الآجلة، وساقوا للتدليل على ذلك بعض الأمثلة من حياتنا اليومية بعيداً عن الأسواق التي تذهب معاملاتها بالألبياب كعقود الطاقة والحبوب والعملات والمعادن النفيسة كالذهب والفضة والماس فهم

يروون أن من يوقع عقد استئجار شقة لمدة عام **A one year apartment lease** فإن ذلك يعني موافقة المستأجر على شراء خدمة استعمال الشقة لمدة إثني عشر شهراً تالياً بسعر يجري تحديده مسبقاً عند إنشاء العقد، وحينئذ نكون بصدد عقد أجل لشراء خدمة آجلة وبسعر متفق عليه مسبقاً.

ونتناول فيما يلي أهم التعريفات التي وقع اختيارنا عليها في شأن العقود الآجلة .

### تعريف العقد الآجل:

عرفه "Chance" " بأنه اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع لشراء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد".

" **A forward contract is an agreement between two parties, a buyer and a seller to purchase or sell something at a latter date at a price agreed upon today** " .

بينما عرف "Antony Saunders" العقد الآجل بالآتي:

" العقد الآجل هو اتفاقية تعاقدية بين مشتري وبائع لمبادلة أصل بنقد في تاريخ لاحق. والمشتري والبائع يحدد السعر والكمية عند التعاقد، ولكن التسليم والتسليم لسند يستحق بعد عشرين عاماً مقابل الثمن النقدي قد لا يتم " .

" **A forward contract is a contractual agreement between a buyer and a seller at time (O) to exchange an asset for cash at some later date. The buyer and the seller would agree on a price and quantity today (Time O) but the delivery (or exchange) of the 20-year bond for cash would not occur**".

بينما عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بالآتي:

" بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه. والعقود الآجلة ليست عقوداً مالية شرطية لأنها تتطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين .

" **Under a forward – type contract, the two counter parties agree to exchange an - underlying item – real or financial – in a specified quantity , on a specified date, at an agreed price . Forward – type contracts are unconditional financial contracts because there is an obligation to settle the contract on a specified date**".

أما "Kennth Gorbade" فيشير ابتداءً إلى أن عقود التسليم الآجل **Deffered**

**delivery contracts** بين المشتريين والبائعين من المسائل الشائعة في التجارة والتمويل . فالسلف الزراعي والصرف الأجنبي تم التعامل عليهما بيعاً وشراءً لتسليم مؤجل منذ ما يزيد على قرن.

وعرف العقد الآجل بالآتي:

" العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع . الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية، وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين

المتعاقدين . وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً .

“ A forward contract is a bilateral contract between a purchaser and a seller. The asset to be exchanged and the settlement price and the settlement date is mutually agreeable to the two transactors . When the settlement date arrives, the buyers tenders cash to the seller , and the seller delivers the previously agreed upon asset to the buyer ”.

أما “Edward Kleinbard” فقد عرف العقد الآجل بالآتي :

“العقد الآجل هو عقد ثنائي خاص مبرر لتفيذه والذي يقتضي تسليم كمية معينة من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل، ولا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان”.

“ A forward contract is a private bilateral executory contract that typically calls for the delivery of specified quantity of property at a fixed price at a set date in the future . The parties are not required to post collateral”.

ولنفس المعنى تقريباً ذهب “Dismond”، فقد عرف العقد الآجل بالآتي:

“العقد الآجل هو عقد على شراء أو بيع كمية محددة من سلعة ما بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه عند إنشاء العقد”.

“ A forward contract is a contract to purchase or sell a fixed quantity of a commodity of defined quality on a certain date in the future at a price agreed to day ”.

### التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية

بدون استخدام الوساطة المالية



باستخدام وسيط أو صانع سوق



### ثانياً: العقود المستقبلية Futures Contracts

يطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة **Organized Markets** وهي البورصة.

وتوفر العقود المستقبلية أداة بديلة للاستثمار في أصول حقيقية.

ومع هذا فثمة فروق عديدة بين الاستثمار في أحد الأصول من خلال إنشاء عقد مستقبلي، وبين الاستثمار في الأصل بعينه .

وتفصيل ذلك :

(١) إن الذي يستثمر أمواله في شراء أحد الأصول يدفع الثمن المقابل للبائع غير منقوص، أما الذي يستثمر أمواله في شراء عقد مستقبلي على أحد الأصول فلا يدفع سوى نسبة ضئيلة من القيمة الكلية للعقد المستقبلي تتراوح ما بين ١٠٪، ١٥٪ كضمان ابتدائي **Initial Margin**.

(٢) عند تغير ثمن الأصل محل التعاقد تزيد قيمة العقد مقارنة برأس المال المستثمر.

(٣) بينما الاستثمار في أحد الأصول المالية كالأسهم ليس محدوداً بمدة معينة، فإن الاستثمار في أحد العقود المستقبلية وعلى نفس السهم يمتد لفترة تقل عن سنة.

(٤) إن من يستثمر ماله في أحد الأصول قد يخسر نسبة كبيرة من رأس المال المستثمر، بينما المستثمر في عقد مستقبلي قد يخسر من المال ما يزيد على المال المستثمر.

من كان في حاجة فعلية إلى السلعة محل التعاقد فالطريق إلى ذلك ليس هو سوق

**Almost 100 types of futures contracts trade on U.S. Futures exchanges.**

والتعامل في العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية يتم من خلال أحد عشر بورصة للمعاملات المستقبلية وعلى نظام جلوبكس "Globex" الإلكتروني.

ومن الأسواق النشيطة التي تتعامل في العقود المستقبلية في غير الولايات المتحدة، بورصة سيدني، وهونج كونج، وطوكيو، وأوساكا، وباريس، ولندن، وسينجاپور، وتورنتو .

أما بورصة سيدني في استراليا ( SFE ) فهي السوق الرسمية للتعامل في العقود المستقبلية والخيارات وتعد حالياً البورصة العاشرة للعقود المستقبلية على مستوى العالم على أساس حجم التعامل .

أما بورصة هونج كونج للعقود المستقبلية **The Hong Kong Futures Ex.** فقد أسست عام ١٩٧٥م وتعاملت في العقود المستقبلية للقطن عام ١٩٧٧م، وتلا ذلك تعاملها في عقود السكر المستقبلية في نفس العام، وامتد تعاملها إلى فول الصويا **Soy bean** عام ١٩٧٩م، ثم عقود الذهب عام ١٩٨٠م .

وإذا ما تحدثنا عن بورصة طوكيو لعقود المستقبلية

**The Tokyo International Financial Futures Ex ( TIFFE ).**

فقد استلقت النظر حداثة إنشائها حيث أسست عام ١٩٨٩م، وأما أول العقود التي تمت بين جدرانها فكانت " اليوروين " "Euro Yen" لمدة ثلاثة شهور واحتلت هذه العقود المركز التالي لمركز الصدارة لأنشط العقود على مستوى العالم، ويتجاوز عدد العقود التي يتم إنشاؤها ٢٠ مليون عقد سنوياً وتتضاعف نسب النمو لهذه العقود من عام لآخر .

وإذا أشرنا إلى بورصة أوساكا **(The Osaka Securities Exchange (OSE))**

فهي ثاني أكبر بورصة يابانية بعد بورصة طوكيو.

أما بورصة سينجابور **The Singapore International Monetary EX. (SIMEX)**

فهي بورصة العقود المستقبلية والخيارات في سينجابور. وقد بدأ العمل بها في أغسطس ١٩٨٤م، وهناك اتفاقيات تبادلية بينها وبين بورصة شيكاغو للتجارة بحيث يمكن إغلاق المراكز لإحدى البورصتين في البورصة الأخرى . وفي عام ١٩٩٣م احتلت بورصة سينجابور المركز الرابع عشر من حيث حجم التعامل بين سائر بورصات العقود المستقبلية والخيارات في العالم.

ونتناول فيما يلي أهم التعريفات التي وقع اختيارنا عليها في شأن العقود المستقبلية

### تعريف العقود المستقبلية

عرف " انتوني سوندرز" العقد المستقبلي بالآتي :

" العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة . وهو اتفاقية بين مشترٍ وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق . ووجه الخلاف بين هذا العقد والعقد الآجل، أنه بينما يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل طول مدة العقد، فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية . ويستفاد من ذلك أن تسويات نقدية حقيقية تتم بصفة يومية بين المشتري والبائع استجابة لعمليات التسويات اليومية حيث توصف السوق بأنها **Marked to Market** .

ويستفاد مما تقدم أن أهم السمات الرئيسية المميزة للعقد عند "سوندرز" هي :

١. أن التعامل على هذه العقود يتم من خلال الأسواق الرسمية .
٢. أن التسوية من جانب غرفة المقاصة لا تتم في نهاية مدة العقد، وإنما تجري التسويات بصفة يومية استجابة لتغيرات الأسعار .

أما "شانس" فقد استهل تعريفه للعقود المستقبلية بما يراه من أهم السمات المميزة للعقود المستقبلية . فقد عرف العقد المستقبلي على النحو التالي:

" العقود المستقبلية عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة ، وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر".

**" A futures contract is a forward contract that has standardised terms is traded on an organized market and follows a daily settlement procedure in which the losses of one party to the contract are paid to the other party "**.

ويسترعى انتباهنا في التعريف المتقدم أنه استهل التعريف بما أغفله التعريف الذي سبقه وهو نمطية العقود المستقبلية ، فهي لا تباين من عقد لآخر وفقاً لرغبة المتعاقدين ، ولا يجري تفصيلها وفقاً لحاجة أحد الأطراف سواء من حيث حجم العقد أو مدة العقد أو سعر التعاقد .

أما "Reilly" فلم يضيف إلى التعريفات المتقدمة وإنما اجتزأ بعضها ، فعرف العقد المستقبلي بالآتي :

" العقد المستقبلي هو اتفاقية توفر للمتعاقدين تبادل مستقبلي لأصل معين ، في تاريخ تسليم مستقبلي معين ، في مقابل مبلغ نقدي معين في تاريخ التسليم ."

وأما Benton فقد استهل تعريفه للعقد المستقبلي بأهم سماته وهو أنه عقد أجل قابل للتداول ، وقابلية العقد للتداول تزيد من سيولته Liquidity خلافاً للعقود الآجلة في السوق غير الرسمية والتي توصف بأنها Liquid وقد عرف العقد المستقبلي بما يلي:

" العقد المستقبلي هو عقد أجل قابل للتداول . وهو اتفاقية على تسليم في تاريخ لاحق ، أو تسليم لمقدار أو كمية محددة بجودة معينة لأصل معين بسعر معين".

**" A futures contract is a marketable forward contract. A futures contract is an agreement to make delivery at a latter date, or to accept delivery of a fixed amount of a specific quality of an asset at a specified price"**.

ويضيف صاحب التعريف المتقدم أن العقود المستقبلية تتطلب إيداع وديعة ( لدى شركة المقاصة ) كتأمين أو ضمان Margin deposit بنسبة تتراوح ما بين نصف في المائة ، %١٠.

ويسترعى انتباهنا هنا عدم اتفاق الدكاتاب على نسبة الضمان وإن كان من الثابت أنها لا تتجاوز مطلقاً ٢٠% من قيمة العقد الصّلية .

بينما عرف Adrian Buckley صاحب المالية متعددة الجنسيات العقد المستقبلي بالآتي:

" العقد المستقبلي المالي هو اتفاقية لشراء أو بيع كمية نمطية من أداة مالية معينة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه بين الأطراف باستخدام أسلوب المناذاة في قاعة سوق منظمة للعقود المستقبلية ."

**" A financial futures contract is an agreement to buy or sell a standard quantity of a specific financial instrument at a future date and at a price agreed between**

the parties through open outcry on the floor of an organized financial futures exchange”.

ولا يكاد يختلف التعريف الذي قدمه “Jeff Madura” عن سائر التعريفات المتقدمة فهو يعرف العقد المستقبلي على الوجه التالي:

“العقد المستقبلي المالي هو اتفاقية نمطية لتسليم أو استلام مقداراً معيناً من أداة مالية معينة بسعر معين في تاريخ معين”.

ويضيف “Madura” أن العقود المستقبلية يتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة والتي تضع قواعد لها قوة الإلزام .

“ A financial futures contract is a standardised agreement to deliver or receive a specified amount of a specified financial instrument at a specified price and date . Financial futures contracts are traded on organized markets which enforce rules for such trading ”.

### أهم سمات وخصائص العقود المستقبلية Characteristics of futures contract

- ١ - نمطية شروط التعاقد Standard of terms فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد size ومدته expiration وصفاته أو جودته quality
- ٢ - ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم العقود عليه .
- ٣ - المتعامل في هذه العقود يودع تأميناً Initial Margin لا يتجاوز ٢٠٪ من القيمة الكلية للعقد وذلك خلافاً للعقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في السوق غير الرسمية والتي لا تتطلب إيداع مثل هذا التأمين من أي من أطرافها
- ٤ - العقود المستقبلية لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد . بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار. أما من كان مقصده الحصول على الأصل محل التعاقد فإما أن يلجأ إلى السوق الحاضرة Spot Market إن كانت حاجته إلى هذا الأصل عاجلة أو إلى السوق غير الرسمية لإنشاء عقد آجل إن كان راغباً في الحصول على هذا الأصل في وقت لاحق، حيث يتوفر في هذه السوق عنصري الإلزام والالتزام . إلزام البائع بتسليم العقود عليه للمشتري والتزام المشتري بسداد الثمن المقابل للأصل محل التعاقد .
- ٥ - يوسع المستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد آخر offset .
- ٦ - تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد في مستهل عقد الصفقة .

٧ - العقود المستقبلية توصف جميعها بأنها **Marked to Market** بمعنى أنها تخضع للتسوية اليومية **Daily Settlement** فيتم تعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد .

### ميكانيزم التعامل في العقود المستقبلية The Mechanics of Futures Trading

قبل أن يشرع العميل في إصدار أمر لإحدى شركات الوساطة المالية، يتعين على العميل أن يبادر ابتداءً بفتح حساب لدى شركة الوساطة المالية **Brokerage Firm** . ونظراً لارتفاع مخاطر التعامل في العقود المستقبلية، فإن العميل يطالب من خلال بورصة العقود المستقبلية بإيداع تأمين ابتدائي **Initial Margin** غالباً لا يقل عن \$ ٥٠٠٠ ويوقع على إقرار يتناول المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها .

**The individual must make a minimum deposit – usually at least \$ 5000 – and sign a disclosure statement acknowledging the possible risks.**

بينما يذكر **Madura** أن التأمين الابتدائي هو ما بين ٥%، ١٨% من القيمة الكلية للعقد المستقبلي يتم إيداعها لدى شركة الوساطة التابع لها العميل قبل تنفيذ العملية. ويضيف **Madura** أن الغالب أن شركات الوساطة تطلب تأميناً يزيد غالباً عما هو مطلوب من قبل بورصات العقود.

وعندما يشرع العميل في إعطاء الأمر لشركة الوساطة التابع لها والتي قام بفتح حساب لديها، تقوم شركة الوساطة بالاتصال بممثلها ببورصة العقود، والذي يتوجه فور تلقيه للأمر إلى القاعة التي يتم التعامل فيها على هذا النوع من العقود "The Pit" وفي هذه القاعة إشارات يدوية وأنشطة شفوية **hand signals and verbal activities** وهذه يجري استخدامها عند إعطاء الأوامر بعروض البيع أو طلبات الشراء **are used to place bids and makes offers** .

ويطلق على هذا الأسلوب أو الطريقة التي يجري بها تنفيذ العمليات في البورصات سواء كانت بورصات العقود المستقبلية والخيارات **Option & Futures Exchanges** أو بورصات الأوراق المالية **Stock Exchanges** أسلوب أو نظام المناداة **open outcry system** .

فإذا ما تم تنفيذ أمر العميل **when the order is Filled** يقوم ممثلو شركة الوساطة المالية الموجودين بالبورصة بإخطار الشركة بتنفيذ الأمر الصادر إليهم، ومن ثم تقوم الشركة بالاتصال تليفونياً بالعميل لتعزيز عملية التعاقد .

### دور غرفة المقاصة **The Role of the Clearinghouse**

بتعزيز العميل لعملية التعاقد يبدأ دور غرفة المقاصة . وهذه الجهة تعد وسيطاً وضامناً لكل عملية تعاقد، وفي غيابها يصبح كل من البائع والمشتري مسئولاً أمام بعضهما

البعض عن تنفيذ العقد . وتفصيل ذلك أن غرفة المقاصة تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بالتزاماته وتضمن للبائع التزام المشتري في الوفاء بالتزاماته، وتقوم بتسجيل جميع العمليات.

### التسويات اليومية Daily Settlements

لتأمين المتعاقدين وضمان وفاء أطراف التعاقد بالتزاماتهم تعتمد غرفة المقاصة على التأمين الابتدائي **Initial Margin** الذي يقود بإيداعه كل من البائع والمشتري لدى غرفة المقاصة فيما يعد ضماناً لعدم توقف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته، ويودع هذا التأمين في حساب العميل لدى غرفة المقاصة، وإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه، وقد يتلقى العميل ما يسمى **Margin call** من شركة الوساطة المالية التابع لها لكي يودع تأميناً إضافياً **Additional Margin** للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة **Maintance Margin**، ولذا فإن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي إنه ( وفقاً للمصطلح ) **Marked to Market** أي خاضع للتسوية اليومية .

### ميكانيزم العقود المستقبلية

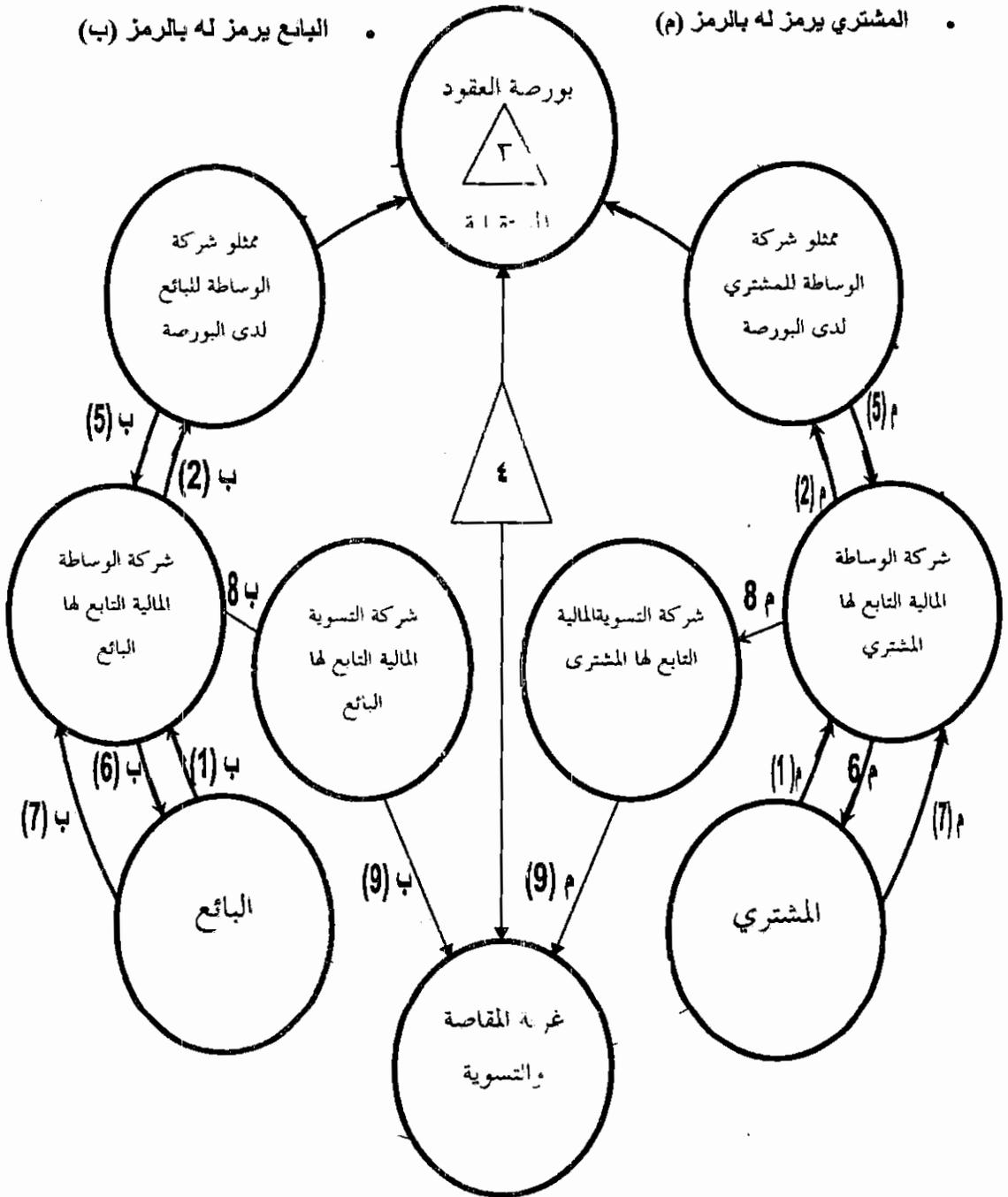
- يصور الشكل "٢٥" ميكانيزم العقود المستقبلية ودور كافة الأطراف التي تشارك في صناعة هذه العقود بدءاً من لحظة إنشائها إلى أن تتم تسويتها وفقاً للخطوات التالية :
١. يعطي كل من المشتري والبائع تعليماته لشركة الوساطة المالية التابع لها كل منهما لتنفيذ الأمر.
  - ٢- تطلب شركة الوساطة المالية التابع لها المشتري والأخرى التابع لها البائع من ممثليها بالبورصة تنفيذ الأوامر الصادرة إليهما .
  ٣. يلتقي الوسيط المنفذ للمشتري مع الوسيط المنفذ للبائع بالذاعة المخصصة ببورصة العقود .
  ٤. يتم إرسال تقرير بعملية التعاقد من بورصة العقود لغرفة المقاصة والتسوية .
  ٥. يقوم الوسيطان المنفذان للذاتان قامة بتنفيذ عملية التعاقد بإخطار شركة الوساطة التي يتبعها كل منهما بالسعر الذي تم به التعاقد .
  ٦. تقوم شركة الوساطة التابع لها المشتري والأخرى التابع لها البائع بإخطار المشتري والبائع بسعر التعاقد .
  ٧. يودع كل من المشتري والبائع تأميناً لدى شركة الوساطة التي يتبعانها ما بين ٥% إلى ١٨% من القيمة الكلية للعقد.
  ٨. تودع كل من الشركتين التأمين المودع لديها في شركة التسوية التي تتبع كل منهما.
  - ٩- تقوم شركتا التسوية بإعادة إيداع التأمين المودع لديهما لدى غرفة المقاصة والتسوية

### Clearinghouse

البيع الآجلة والمستقبلي

أ.أ. / سمير عبد الحميد رضوان

• المشتري يرمز له بالرمز (م) • البائع يرمز له بالرمز (ب)



- الشكل رقم ٢٥
- الخطوات مقتبسة من كتاب Introduction to Derivatives والتصوير للباحث

وقد يكون من المفيد الإشارة إلى أن أول غرفة مقاصة قد تم تأسيسها عام ١٩٢٥م ببورصة شيكاغو للتجارة. وغرفة المقاصة هي شركة مستقلة، وأصحابها هم فيها هي شركات التسوية والتي تتوسط في التعامل ما بين شركات الوساطة المالية وغرفة التسوية.

### تطور العقود المالية المستقبلية

#### The Development of Financial Futures

خلال ما يربو على ١٢٠ سنة فإن بورصات العقود المستقبلية السلعية باشرت دورها في تنفيذ العقود على السلع الزراعية والمعدنية وغيرها. وفي عام ١٩٧١م بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف، مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي (International Monetary Market (IMM) والتي تعد سوقاً معونة لبورصة شيكاغو للتجارة Chicago Mercantile Exchange والتي تخصص في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية. وكانت هذه هي أولى العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية financial Futures.

أما أول عقد مستقبلي على معدلات أسعار الفائدة Interest Rate Futures فقد ظهر عام ١٩٧٥ حينما نظمت بورصة شيكاغو عقوداً مستقبلية على الرهن العقاري الوطني الحكومي من خلال شهادات تعكس غلاتها معدلات أسعار الفائدة على الرهن العقاري.

وفي عام ١٩٧٦ قدمت سوق النقد الدولي "IMM" أول عقد مستقبلي على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة ٩٠ يوماً وهي أذون الخزانة "Treasury Bills".

وفي عام ١٩٧٧ بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحاً في كل الأزمان في الولايات المتحدة وهي العقود المستقبلية على سندات الخزانة U.S. Treasury Bond Futures وفي غضون فترة قصيرة أصبحت هذه الأداة من أكثر العقود نشاطاً لتتفوق على كثير من العقود المستقبلية للحبوب والتي كان يجري التعامل عليها منذ ما يزيد على مائة عام.

وفي عام ١٩٨٠ تم تقديم أحد العقود التي لقيت إقبالا ونجاحاً وهي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم Stock Index Futures Contract.

## متابعة حركة واتجاهات الأسعار في أسواق العقود المستقبلية

إن أي من المشتغلين بأعمال البورصات أو العقود المستقبلية لابد وأن يتابع من يوم لأخر بل ومن ساعة لأخرى توجهات الأسعار ومؤشراتها، وبالتالي الوقوف على ما حصده من أرباح أو ما مني به من خسائر. كما أن المؤسسات المالية التي تتخذ من العقود المستقبلية أداة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة أو الأصول المالية، مألها من محيص عن متابعة أخبار أسعار العقود المستقبلية، وما تتبني عنه من توجه للأسعار في السوق الحاضرة

**The spot market**

لذلك فإن قراءة الصحف الاقتصادية و المالية اليومية والتي تتناول إجمالاً وتفصيلاً حركات ومؤشرات الأسعار في بورصات الأوراق المالية، وبورصات العقود المستقبلية للسلع وللأصول المالية تعد أمراً بالغ الأهمية. وثمة أجماع لم يشذ عنه أحد أن أهم مصادر معلومات أسعار العقود المستقبلية هي صحيفة وول ستريت اليومية **Wall Street Journal**.

ولما كانت لهذه السوق مصطلحاتها **Terms** ولغتها **Jargon** وهي لغة غير مألوقة لغير المتعاملين بها، ويتعذر عند عدم الإلمام بها قراءة الصحف، لذلك رأينا أن نعرض لنشرة أسعار العقود المستقبلية لصحيفة **Wall Street Journal** عن يوم ٢٢ مارس ١٩٩١ للوقوف على كيفية قراءة هذه الصحف.

الشكل (7-3) يبين الكيفية التي تتناول بها صحيفة " وول ستريت جورنال " أسعار العقود.

ووفقاً للشكل المبين فإن العقود يجري تصنيفها في أربعة مجموعات متجانسة وهي : الحبوب وبنزور الزيوت **grains and oilseeds**؛ ماشية ولحوم **livestock and meat**، أغذية وألياف **food and fiber**، وأخشاب وأدوات مالية **wood and financials**.

ويتم تسجيل العقود المالية على صفحات الجريدة في صفحات مختلفة مع الخيارات **options**.

وإذا ما أمعنا النظر في الشكل رقم (7-3) فسوف يسترعي انتباهنا الآتي :

في السطر الأول تنصدر الأعمدة التالية المصطلحات التالية

					<b>Lifetime</b>	<b>Open</b>
<b>Open</b>	<b>High</b>	<b>Low</b>	<b>Settle</b>	<b>Change</b>	<b>High low</b>	<b>Interest</b>

ويقصد بهذه المصطلحات المعاني التالية

**Open price** وهو سعر الافتتاح

**Open Interest =** عدد العقود

**High =** أعلى سعر خلال اليوم

<b>Low =</b>	أدنى سعر خلال اليوم
<b>Settle = settlement price</b>	أي سعر التسوية ويمثل متوسط أسعار اليوم
<b>Change =</b>	وهو تغير سعر التسوية اليوم عن سعر التسوية لليوم السابق
<b>{ High life time</b> <b>Low life time</b>	أما العمودين التاليين فيمثلان أعلى سعر وأدنى سعر للسلعة طوال مدة العقد

Figure 7.3  
Figures Quotations in The Wall Street Journal, Trading Day of March 22, 1991

-GRAINS AND OILSEEDS-									
CORN (CBT) \$1,000 bu., cents per bu.					Lifetime		Open		
Open	High	Low	Settle	Change	High	Low	Settle	Chg	Interest
May	251 1/4	254 1/4	257	+ 1	206 1/2	235	235	73.779	
July	259 1/4	260 1/4	258 3/4	+ 1 1/2	208 1/4	241 1/2	241 1/2	81.277	
Sept	258 1/4	259 1/4	257 1/4	+ 1 1/2	207 1/4	240 1/2	240 1/2	14.772	
Dec	257 1/4	259	257 1/4	+ 1 1/4	205	240 1/2	240 1/2	46.907	
MY2	265 1/4	266	264 1/2	+ 1 1/4	205 1/4	240	240	5.427	
May	271	271	269 1/2	+ 1	209 1/2	250 1/2	250 1/2	250	
Est vol 50,000; vol Thur 40,188; open int 222,703 +7.462									
OATS (CBT) \$1,000 bu., cents per bu.					Lifetime		Open		
Open	High	Low	Settle	Change	High	Low	Settle	Chg	Interest
May	123 1/4	124 1/4	123 1/4	+ 1/4	103 1/4	111 1/4	111 1/4	4.782	
July	129 1/4	130 1/4	127 1/4	+ 1/4	104 1/4	117	117	6.427	
Sept	124	124 1/4	122	+ 1/4	103	122 1/4	122 1/4	478	
Dec	126 1/4	128 1/4	128 1/4	+ 1	109	131	131	533	
Est vol 1,700; vol Thur 1,331; open int 14,264 +152									
SOYBEANS (CBT) \$1,000 bu., cents per bu.					Lifetime		Open		
Open	High	Low	Settle	Change	High	Low	Settle	Chg	Interest
May	540	540 1/4	535	- 1/2	473	541	541	27,234	
July	541 1/4	542 1/4	537 1/4	- 1/2	474	542	542	37,914	
Aug	538	539 1/4	533 1/4	- 1/2	465	532	532	5,216	
Sept	542 1/4	543 1/4	537 1/4	- 1/2	470	540 1/4	540 1/4	5,212	
Nov	613	613 1/4	607 1/4	- 1/2	474	590 1/4	590 1/4	16,497	
MY2	624	624	619	- 1/2	469 1/4	623 1/4	623 1/4	2,200	
Mar	615	615	609 1/4	- 1/2	460	615	615	502	
Est vol 40,000; vol Thur 33,341; open int 106,100 -1.01									
SOYBEAN MEAL (CBT) 100 lbs., \$ per ton.					Lifetime		Open		
Open	High	Low	Settle	Change	High	Low	Settle	Chg	Interest
May	166.70	166.90	165.60	- 20	208.00	164.10	164.10	25,679	
July	170.00	170.50	169.50	- 20	209.00	168.00	168.00	15,430	
Aug	172.20	172.50	171.50	- 20	199.00	170.00	170.00	4,507	
Sept	170.80	171.00	170.50	- 10	193.50	171.80	171.80	4,142	
Oct	175.80	175.80	175.00	- 20	190.00	172.50	172.50	2,152	
Dec	176.00	177.00	176.20	- 10	191.50	175.00	175.00	3,720	
MY2	177.00	177.00	176.50	- 10	190.50	177.50	177.50	998	
Est vol 2,000; vol Thur 11,672; open int 57,018 -4									
S&P 500 INDEX (CME) 500 times index									
June	369.10	371.50	368.10	- 1.55	384.00	300.90	300.90	28,607	
Sept	371.20	374.25	371.00	- 1.60	386.90	304.90	304.90	2,469	
Dec	376.65	376.80	374.00	- 1.45	388.90	316.50	316.50	1,219	
Est vol 41,248; vol Thur 39,736; open int 122,795 +497									
Index prelim High 368.22; Low 365.50; Close 367.60 +90									
NIKKEI 225 INDEX (CME) 25 times NSE									
June	2739.5	2742.5	2725.5	- 75.0	2780.0	2165.0	2165.0	4,920	
Est vol 297; vol Thur 680; open int 4,999 +73									
The Index: High 2678.72; Low 2657.75; Close 2662.19 +163.4									
NYSE COMPOSITE INDEX (NYFE) 100 times index									
June	201.90	202.25	201.25	- 20	209.60	165.85	165.85	4,127	
Sept	202.15	204.25	201.00	- 33	210.50	173.10	173.10	206	
Est vol 5,822; vol Thur 5,746; open int 4,357 -45									
The Index: High 201.46; Low 200.20; Close 201.17 +34									
MAJOR MINT INDEX (CBT) 1256 times index									
Apr	601.50	609.70	604.20	+ 2.25	634.50	541.75	541.75	5,902	
May	601.25	608.75	604.75	+ 2.15	634.50	604.75	604.75	294	
June	602.25	610.75	607.00	+ 2.15	636.50	607.00	607.00	54	
Est vol 2,500; vol Thur 2,334; open int 6,230 +31									
The Index: High 606.69; Low 601.72; Close 605.51 +7.02									

TREASURY BONDS (CBT) - \$100,000; pts. 1/32 of 100%									
Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Interest	Open	High
June	94-10	94-15	94-01	94-14	+ 4	8.507	- .014	235,344	
Sept	95-21	95-25	95-12	95-24	+ 4	8.643	- .014	12,679	
Dec	95-27	95-04	95-24	95-04	+ 4	8.721	- .014	4,654	
MY2	92-10	92-19	92-10	92-19	+ 4	8.793	- .014	1,049	
June	.....	.....	.....	92-03	+ 4	8.850	- .014	514	
Sept	.....	.....	.....	91-20	+ 4	8.904	- .014	268	
Dec	.....	.....	.....	91-06	+ 4	8.955	- .014	153	
Est vol 180,000; vol Thur 263,349; open int 239,777 +3,497									
TREASURY BONDS (MCK) - \$50,000; pts. 1/32 of 100%									
June	94-11	94-20	94-01	94-19	+ 8	8.570	- .027	10,159	
Est vol 4,300; vol Thur 3,944; open int 10,216 +308									
T-BONDS (LIFFE) U.S. \$100,000; pts. 1/32 of 100%									
June	94-10	94-13	94-03	94-07	- 0.02	96.29	94-03	3,827	
Est vol 1,127; vol Thur 1,040; open int 3,827 -289									
GERMAN GOV'T. BOND (LIFFE)									
250,000 marks; \$ per mark (.81)									
June	84.80	84.99	84.75	84.84	- .07	84.80	81.30	69,729	
Sept	85.25	85.26	85.07	85.15	- .08	86.03	85.79	1,861	
Est vol 24,799; vol Thur 11,744; open int 71,428 +142									
TREASURY NOTES (CBT) - \$100,000; pts. 1/32 of 100%									
June	97-30	98-03	97-25	97-09	+ 2	8.298	- .010	65,009	
Sept	97-13	97-15	97-09	97-15	+ 1	8.379	- .005	607	
Est vol 8,300; vol Thur 13,700; open int 76,367 -748									
5 YR TREAS NOTES (CBT) - \$100,000; pts. 1/32 of 100%									
June	100-03	100-04	100-03	100-03	+ 1	7.17	- .01	74,499	
Est vol 4,500; vol Thur 4,298; open int 81,014 -414									
TREASURY BILLS (IMM) - \$1 MIL.; pts. of 100%									
Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Interest	Open	High
June	94.26	94.28	94.23	94.27	+ .01	5.73	- .01	32,241	
Sept	93.99	94.00	93.95	93.99	+ .02	6.01	- .02	4,817	
Dec	93.53	93.53	93.50	93.50	- .01	6.50	+ .01	609	
Yield									
Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Interest	Open	High
Est vol 4,393; vol Thur 5,812; open int 39,766 +411									
LIBOR-1 MO. (IMM) - \$1,000,000; points of 100%									
June	93.63	93.67	93.62	93.65	+ .02	6.25	- .02	4,130	
July	93.62	93.65	93.62	93.63	.....	6.37	.....	1,584	
Aug	93.55	93.57	93.52	93.57	+ .01	6.43	- .01	1,981	
Sept	93.40	93.40	93.40	93.40	- .02	6.60	+ .02	244	
Est vol 2,905; vol Thur 1,678; open int 8,322 -330									
MUNI BOND INDEX (CBT) - \$1,000; times bond buyer MBI									
June	90-07	90-10	90-04	90-09	.....	93-02	84-26	8,520	
Est vol 500; vol Thur 1,908; open int 8,541 +284									
The Index: Close 91-12; Yield 7.43									
EURODOLLAR (IMM) - \$1 million; pts of 100%									
Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Interest	Open	High
June	92.37	92.38	92.33	92.37	+ .01	6.62	- .02	264,007	
Sept	92.06	92.07	92.01	92.06	+ .02	6.14	- .02	122,604	
Dec	92.58	92.58	92.51	92.55	- .02	7.45	+ .02	83,076	
MY92	92.38	92.39	92.32	92.36	- .01	7.64	+ .01	54,203	
June	92.07	92.08	92.03	92.08	.....	7.14	.....	37,342	
Sept	91.81	91.80	91.77	91.82	+ .02	6.18	- .02	31,777	
Dec	91.54	91.53	91.50	91.53	+ .02	8.45	- .02	24,685	
MY93	91.27	91.29	91.24	91.28	+ .02	8.51	- .02	20,089	
June	91.38	91.41	91.34	91.40	+ .02	8.60	- .02	19,070	
Sept	91.29	91.32	91.27	91.32	+ .04	8.68	- .04	12,192	
Dec	91.12	91.15	91.10	91.14	+ .03	8.84	- .03	8,305	
MY94	91.08	91.11	91.06	91.11	+ .03	8.89	- .03	5,219	
June	90.99	91.03	90.96	91.02	+ .03	8.98	- .03	4,152	
Sept	90.93	90.96	90.92	90.96	+ .03	9.04	- .03	2,824	
Dec	90.83	90.85	90.81	90.85	+ .03	9.15	- .03	2,629	
MY95	90.78	90.79	90.77	90.81	+ .03	9.19	- .03	227	
Est vol 10,679; vol Thur 10,286; open int 662,731 -1,935									
EURODOLLAR (LIFFE) - \$1 million; pts of 100%									

Source : The Wall Street Journal, March 25, 1991

أما السطر التالي فيتوسطه اسم مجموعة السلع وهي هنا **grains and oilseeds** وأما السطر التالي مباشرة فيتناول الآتي:

اسم السلعة، يليها مختصر اسم البورصة، يليه حجم العقد **contract size** يليه وحدات التسعير **Units of quotation**.

أما السلعة هنا فهي "القمح" **corn** والبورصة التي تم التعامل من خلالها فهي بورصة شيكاغو للتجارة (CBT) وأما حجم العقد فهو ٥٠٠٠ باشيل (**Bushels**) ويرمز إليه **Bu** وأما الأسعار فهي "بالسنتات" **in cents**.

وإذا أعدنا كتابة الصف الأول وما يليه توطئة لقراءته :

	open	high	low	settle	change	high	low	open interest	Corn
May	2533/4	2541/4	252	2533/4	+1	3061/2	235	73779	

يمكننا القول :

تشير حركة الأسعار المنشورة بجريدة "وول ستريت جورنال" عن يوم ٢٥ مارس ١٩٩١ إلى أن حركة الأسعار على عقود القمح لشهر مايو ٩١ كانت على الوجه الآتي :

سعر الافتتاح	253 3/4	cent لكل Bushel
أعلى سعر خلال اليوم	254 1/4	" " "
أدنى سعر خلال اليوم	252	" " "
متوسط الأسعار خلال اليوم	253 3/4	" " "
التغير ويمثل الفرق بين	+ 1	" " "

سعر التسوية اليوم وسعر التسوية لليوم السابق

## المبحث الرابع عقود أخرى تتعلق بتثبيت أسعار الفائدة

### تمهيد :

من العقود الأخرى التي تتعلق بأسعار الفائدة، وتستأثر بعملياتها السوق غير الرسمية، ومن ثم يجري تفصيلها وفقاً لاحتياجات المؤسسات الراغبة في التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة، هي عقود الحد الأقصى للفائدة "Caps" والتي يطلق عليها أيضاً اتفاقيات السقف، وعقود الحد الأدنى للفائدة "Floors" ويطلق عليها أيضاً عقود القاع، وأخيراً عقود الطوق "Collars" والتي تجمع في آن واحد بين العقدين المتقدمين .

وهذه العقود تلقى قبولاً وإقبالاً متزايداً عليها من قبل المتعاملين عليها في هذه الأسواق سواء كانوا من المتحوظين "Hedgers" أو من المضاربين "Speculators"، ذلك أن أية عملية يقوم بها أحد المتحوظين لأبد أن يكون الطرف الآخر لها أحد المضاربين . فالأول يُعرض عن المخاطرة ويتجنبها فيقال عنه Risk averter والآخر يقبل انتقالها إليه وتحملها مقابل الحصول على ثمن المخاطرة Risk premium.

وينسب أغلب الكتاب - شرقاً وغرباً - هذه العقود إلى عقود الاختيار إفتتاتاً على الحقيقة، أو نقلاً عن الفيردون تمحيص، أو إمعان للنظر، أو تدقيق .

وقبل أن نعرض لمختلف التعريفات لهذه العقود التي تناولتها العديد من المؤلفات، والمعاجم المتخصصة والموسوعات فقد يكون من المفيد أن نعرض بقدر من التفصيل لما أمكننا استخلاصه عن ماهية هذه العقود حتى لا يختلط علينا الصحيح منها بالسقيم .

في الحياة العملية تلجأ العديد من المنشآت إلى الاقتراض من البنوك، أو طرح سندات في السوق الأولية للاكتتاب العام من قبل الجمهور بفرض تمويل نشاطها الجاري أو الاستثماري بقروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وفقاً لاحتياجات المشروع . أما الفائدة التي تتحملها هذه المنشآت كثمن للاقتراض فليست دائماً ثابتة ذلك أن أسعار الفائدة المعومة صارت أكثر جاذبية في التعامل وخاصة لدى البلدان والشعوب التي تسيطر عليها نزعة المضاربة وحب المخاطرة .

ويعد سعر "الليبور" "Libor" والذي يمثل متوسط أسعار الفائدة للبنوك القائمة في لندن London Inter-Bank Offered Rate هو الأكثر شيوعاً في الاستخدام بالنسبة لأسعار الفائدة المعومة Floating Interest Rates .

ولكن نظراً لأن أسعار الفائدة تتقلب صعوداً وهبوطاً من حين لآخر، لذلك فإن هذه المنشآت تتوجس خيفة من ارتفاع أسعار الفائدة، لأن ذلك يعني ارتفاع تكاليف التمويل، وزيادة التكاليف الثابتة، مما يؤثر على نتائج أعمال المنشأة . لذلك لم يكن مستغرباً والأمر كذلك أن تبحث المنشأة عن أفضل البدائل بين الأدوات والعقود المالية المتاحة لتأمين

نفسها ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة . وقد يقع اختيار المنشأة على عقد اتفاقية مبادلة لأسعار الفائدة **Interest Rate Swap** تبادل من خلالها دفعات الفائدة المعومة بأخرى ثابتة وذلك بعد تحديد المنشأة لسعر التعاقد والذي يكون غالباً قريباً جداً من أسعار الفائدة السائدة . وقد تقرر الدخول في اتفاقية مبادلة اختيارية **“Swaption” Swap option** ، أو الدخول في عقد خيار على أسعار الفائدة **Interest Rate option** وهو ما يطلق عليه أيضاً خيار المقترض، وقد تلجأ إلى عقد اتفاقية الحد الأقصى لسعر الفائدة **Cap** أو ما يسمى بعقود السقف، محل هذا العرض . والمفاضلة بين جميع هذه العقود أو الاتفاقيات - كبداية متاحة - يدخل في إطار استراتيجيات التحوط التي تتبناها المنشأة، وتنبؤاتها بتوجهات أسعار الفائدة، والدراسات المقارنة التي تعدها والتي تعتمد على استخدام النماذج الرياضية المعقدة للوصول إلى أدنى تكلفة كئمن للاقتراض يمكن أن تتحملة المنشأة .

فإذا ما وقع اختيار المنشأة على إنشاء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة (**Cap**) كأفضل البدائل المتاحة لتأمين المنشأة ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، فإنها تقوم بعقد اتفاقية مع طرف آخر يتم من خلالها تحديد سعر التعاقد **Exercise price** وهو هنا سعر الفائدة، والمقدار الذي يتم على أساسه احتساب الفائدة **“Notional Amount”** ومدة العقد وعدد الدفعات .

كما تقوم المنشأة بدفع تعويض للطرف الثاني **Up-front premium** مقابل التزامه بتعويض الطرف الأول عن أية زيادة في سعر "الليبور" على سعر التعاقد، وسواء طرأت هذه الزيادة عند استحقاق بعض هذه الدفعات أو تمت عليها جميعاً الواحدة تلو الأخرى . فإذا لم يطرأ أي تغير في سعر "الليبور" بالزيادة أو اتجهت الأسعار في المسار العكسي أي بالنزول، فليس هناك أي التزام على الطرف الثاني يتمين عليه الوفاء به . وفي الحالة الأخيرة فإن التعويض المدفوع للطرف الثاني مقابل تحمله للمخاطرة التي لم يشأ الطرف الأول في تحملها يعد من الخسائر اليقينية للطرف الأول، وإن كانت الخسائر في هذه الحالة حداً الأقصى مقدار التعويض المدفوع من الطرف الأول (المقترض) للطرف الثاني.

وإذا كان هذا هو شأن المقترض، فإن المقرض يكون على التقيض من ذلك تماماً، فالذي يمنح قرضاً بسعر فائدة معوم يخشى دئماً انخفاض أسعار الفائدة، وأئى له أن يأمن توجهات السوق بينما الأسعار تتقلب من حين لآخر، لذلك فإنه يلجأ إلى استخدام إحدى الأدوات أو العقود المالية لاستخدامها في التحوط ضد مخاطر انخفاض الأسعار . وقد يقع اختيار المقرض على اتفاقية مبادلة أسعار الفائدة **Interest Rate Swap**، وقد يلجأ إلى عقد اتفاقية الحد الأدنى لسعر الفائدة، (أو ما يطلق عليه اتفاقية القاع) **“Floor”** وهي الاتفاقية محل هذا العرض، فيحدد سعراً للتعاقد، يمثل الحد الأدنى لسعر الفائدة الذي يمكن أن يقبله كئمن للأموال التي أقرضها للغير، ويدفع تعويضاً للطرف الثاني (بائع العقد) **(Seller)**

(or writer) مقابل التزام هذا الأخير بتعويض الطرف الأول عن أية فروق في أسعار الفائدة تنتج عن انخفاض سعر "الليبور" عن سعر التعاقد.

ولما كانت المخاطرة تحيط بمن يشتري هذه العقود من كل جانب، رغم أن استخدامه لها كان بغرض درء المخاطر أو تقليدها إلى أدنى حد ممكن، فالمقترض يخشى ارتفاع أسعار الفائدة فيشتري عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة، ولكنها قد لا ترتفع فيخسر ثمن شراء العقد وهو الثمن المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وقد يكون مقرضاً ويخشى انخفاض أسعار الفائدة فيشتري عقد انخفاض الحد الأدنى لسعر الفائدة، وقد لا تتخفض فيخسر أيضاً ثمن شراء عقد القاع على سبيل المثال. لذلك فإن كلاً من المقرض و المقترض قد يلجأ إلى شراء عقد الطوق "Collar" والذي يجمع بين عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة Cap وعقد الحد الأدنى لسعر الفائدة Floor، فهو يقوم بشراء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة Cap إن كان يخشى ارتفاع الأسعار ويدفع ثمن انتقال المخاطرة للطرف الآخر، وفي نفس الوقت يبيع عقد الحد الأدنى لسعر الفائدة Floor ويقبض من الطرف الآخر تعويضاً مقابل تحمله لمخاطر انخفاض أسعار الفائدة. فإذا لم ترتفع الأسعار فإن التعويض الذي يقبضه مقابل تحمله مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، يعوضه عن الخسائر المتمثلة في الثمن المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة. وغالباً ما يكون التعويضين متماثلين.

ومع ذلك فإن هذا العقد أيضاً لا يخلو من مخاطرة لأن من يشتريه يفترض استقرار الأسعار وعدم صعودها أو نزولها إلا بقدر طفيف في أسوأ الحالات.

ولكن أرايت إن انخفضت الأسعار، في هذه الحالة فإن المقترض يخسر التعويض المدفوع من جانبه للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر ارتفاع سعر الفائدة، ويخسر مرة أخرى بتعويض مشتري عقد الحد الأدنى لسعر الفائدة "Floor" بقيمة الفرق بين سعر التعاقد وسعر الليبور.

فإذا قيل إنه لم يخسر شيئاً لأن التعويض الذي حصل عليه يعوض خسائره، قلنا نعم، يعوضه عن خسائر العقد الأول ولكن لا يعوضه عن خسائر العقد الثاني.

فإذا قيل وما فائدة هذا العقد إذن. قلنا إنما ينيد في حالة واحدة وهي ثبات الأسعار وعدم تقلبها صعوداً أو هبوطاً، أو تقلبها تقلباً طفيفاً غير مؤثر.

ونتناول فيما يلي أهم التعريفات لعقود الحد الأقصى لسعر الفائدة التي تناولتها مختلف المؤلفات .

### (عقود السقف) Caps عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة

أولاً: عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة

يعرف "Robert Brook & Benton Gub" عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة بالآتي :

" عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة هو اتفاقية مالية والتي تضع الحدود لتعرض المقترض بسعر فائدة معوم لمخاطر حركات الصعود في أسعار الفائدة . وعقد الحد الأقصى لسعر الفائدة هو سلسلة من عقود اختيار أسعار الفائدة والتي يضمن بائعها للمشتري أية زيادة في أسعار الفائدة على قرضه إذا ما ارتفع السعر فوق سعر التعاقد ."

**" An interest rate cap is a financial arrangement that limits the exposure of a floating rate borrower to upward movements in interest rates . A cap is a series of Interest rate call options in which the writer guarantees the buyer whatever additional interest he must pay on his loan if the rate on that loan goes above an agreed rate"**.

والتعريف المتقدم تناول هذا العقد على أنه سلسلة من عقود اختيارات الشراء لأسعار الفائدة مع أن عنصر التخيير هنا لا وجود له على الإطلاق على خلاف العقد الذي أشار إليه والذي يعطي للمقترض الحق في طلب تنفيذ العقد إذا اتجهت الأسعار في غير صالحه بالصعود أو فسخ العقد في حالة استقرار أسعار الفائدة أو انخفاضها .

وإلى نفس المعنى ذهب "Antony Saunders" بقوله:

" إن شراء عقد الحد الأقصى هو شراء عقد خيار شراء أو سلسلة من عقود الخيار على أسعار الفائدة ، فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة فوق سعر التعاقد (الحد الأقصى) فإن البائع لهذه العقد - وهو في الغالب بنكاً - يعوض المشتري . ولذلك فإن شراء عقد الحد الأقصى يشبه بوليصة تأمين ضد أية زيادة في أسعار الفائدة ."

وبالنظر إلى التعريف المتقدم، فعلى الرغم من سلاسته ومحاولة تقريب المعنى إلى ذهن القارئ إلا أن تبني فكرة الخيار كانت شدة وضوحاً من التعريف الذي سبقه عندما تناول صراحة أن عقد الحد الأقصى هو عقد خيار شراء ولذلك فنحن نتساءل هنا أيضاً أين نحن من عقود اختيارات الشراء في هذا العقد ؟؟

**" Buying a cap means buying a call option or a succession of call options on interest rates , if interest rates rise above the cap rate , the seller of the cap - usually a bank - compensates the buyer . As a result buying an interest rate cap is like buying insurance against an (excessive) increase in interest rates . The exercise dates in a cap agreement can be one or many"**.

بينما ذهب "Reilly" إلى تعريف عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة "Cap" بأنه سلسلة من التسويات النقدية لعقود خيارات أسعار الفائدة، فبائع هذا العقد يكون ملتزماً

في مقابل حصوله على ثمن الخيار المدفوع له عند إنشاء العقد بأن يدفع لمشتري العقد الفرق بين سعر " الليبور" وسعر التعاقد (وفقاً للمبلغ الذي تحتسب على أساسه الفائدة) عندما يكون هذا الفرق إيجابياً.

**" A cap agreement is a series of cash settlements interest rate options, typically based on LIBOR . The seller of the cap in return for the option premium that is usually paid at origination, is obliged to pay the difference between LIBOR and the exercise when ever the difference is positive.**

وقد تناول الكاتب في تعريفه ثمن الخيار The option premium ونحن نتساءل بدورنا وأين الخيار الذي بذل المشتري ثمنه لكي يكون له الحق في تنفيذ العقد أو فسخه؟ ما زال سؤالنا مطروحاً على بساط البحث، يبحث عن إجابة لما أثاره أغلب الكتاب الغربيين.

ولعل أدق هذه التعريفات هو الذي تناه به "روبرت ميرتون" الحائز على جائزة نوبل في المشتقات والذي المح إلى وجوه الشبه بين هذا العقد وعقود الخيار على أسعار الفائدة، لا من حيث الخيار ولكن من حيث الغاية التي ينشدها المقترض الذي يطلب الحماية ضد تقلب الأسعار وما قد يصاحبها من ارتفاع لأسعار الفائدة المعومة Interest floating rate

وقد عرف "روبرت ميرتون" عقود الحد الأقصى للفائدة بالآتي :

" عقد الحد الأقصى للفائدة (Cap) هو عقد بين طرفين والذي يوافق من خلاله أحد الطرفين (وهو البائع للعقد) على أن يدفع للطرف الآخر (مشتري العقد) الفرق بين سعر الفائدة المعوم والسعر الثابت السابق تحديده على مقدار معين ثابت طوال مدة العقد عند كل تسوية . وفي المقابل فإن مشتري العقد يدفع إلى البائع تعويضاً عند إنشاء العقد ."

ويضيف "ميرتون" ويمكن تشبيه هذا العقد بسلسلة من عقود خيار الشراء على أسعار فائدة معومة والتي تخول للمشتري الحق في الفرق بين السعر المعوم وسعر التعاقد.

**" A cap is a contract between two counterparties in which one counterparty (The seller or writer) agrees to pay to the other (The buyer) the difference between a floating rate (The reference rate) and a predetermined Fixed rate (The strike rate) on a fixed notional amount over the life of the contract at each settlement date. In return the buyer pay the seller an up front premium. A cap can be likened to a series of call option on a floating interest rate".**

ويكشف التعريف المتقدم النقاب عن أسباب الخلط بين مختلف الكتاب ذلك أن "ميرتون" هو من الكتاب الذين لهم باع طويل في المشتقات وممن يقتدي به وينقل عنه، وهو الحائز على جائزة نوبل عام ١٩٩٥ . وحينما أشار في تعريفه إلى أنه يمكن تشبيه عقد السقف أو الحد الأقصى لأسعار الفائدة بعقود خيار الشراء على أسعار الفائدة المعومة ساوى بعض الكتاب بينهما مع أن وجه الشبه يتعاقى بالغاية ولكنهما ليسا شيئاً واحداً والدليل على ذلك ما ذكره "Reilly" في تعريفه السابق والذي قدم له بالآتي :

**"Interest rate cap and floor agreements are equivalent to portfolios of interest rate option contracts."**

فجاء الخلط كما يبين مما تقدم نتيجة المحاكاة والنقل عن الغيردون الوقوف على مراد ومقصود من نقلوا عنه أو مفهوم التعريف ومنطوقه الذي ذكروه في كتبهم.

ولكن إذا كان هذا شأن كتاب الغرب فالأمر هين، ولكن حينما يتناول اتحاد المصارف العربية هذه العقود في دورياته التي تعتمد عليها كافة البنوك العربية ويطلق على عقود الحد الأقصى للفائدة "خيارات الغطاء Caps"، و"خيارات القاع Floors"، و"خيارات الطوق Collar option" مع أن الخيار في اللغة هو الاسم من الاختيار وهو طلب خير الأمرين إما بإمضاء العقد أو فسخه فليس ذلك إنصافاً للحقيقة العلمية بل هو انحدار به إلى الهاوية .

ونتاول فيما يلي مثلاً تطبيقياً لعقود الحد الأقصى لسعر الفائدة "Caps"

في الثاني من يناير اقترضت منشأة ٢٥ مليون دولار أمريكي ليتم سدادها على مدى عام . أما عن سداد الفائدة فسيتم على دفعتين، ربيع سنوية في ٢٥ إبريل، ٢٥ يوليو، ٢٥ أكتوبر، ٢٥ يناير التالي فإذا ما كان سعر "الليبور" الحالي ١٠٪، فإن المنشأة ستحدد سعر التعاقد عند ذات مستوى سعر "الليبور" حالياً وهو ١٠٪، ولذلك فإنها تقوم بشراء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة (السقف) "Caps" وتدفع تعويضاً مقدماً قدره ٧٠ ألف دولار أمريكي للطرف الآخر (البائع) "Seller or writer". أما الفائدة الخاصة بكل دفعة فتحسب وفقاً لعدد الأيام وعلى أساس السنة التجارية ٣٦٠ يوماً وعلى هذا الأساس فسوف يتم احتساب الفائدة.

قيمة القرض (عدد الأيام ÷ ٣٦٠) × سعر التعاقد

فإذا ما كان سعر الليبور يزيد على سعر التعاقد يلتزم البائع للعقد بسداد الفرق بين سعر الليبور وسعر التعاقد.

التاريخ	عدد الأيام	سعر الليبور %	الفائدة المستحقة بالدولار	التعويض المدفوع والمقبوض \$	القيمة الإستراتيجية \$	صافي التدفقات النقدية \$	صافي التدفقات النقدية بدون استخدام العقد \$
٢٥ يناير	—	١٠	—	(٧٠٠٠٠)	—	٢٤٩٢٠٠٠٠	٢٥٠٠٠٠٠٠
٢٥ إبريل	٩١	١٠,٦٨	٦٢١,٩٤٤	—	—	(٦٢١٩٤٤)	(٦٢١٩٤٤)
٢٥ يوليو	٩١	١٢,٣١	٦٧٤,٩١٧	٤٢٩٧٢	—	(٦٢١٩٤٤)	(٦٧٤٩١٧)
٢٥ أكتوبر	٩٢	١١,٥٦	٧٨٦,٤٧٢	١٤٧٥٨٢	—	(٦٢٨٨٨٩)	(٧٨٦٤٧٢)
٢٥ يناير	٩٢	—	٧٢٨,٥٥٦	٩٩٦٦٧	٢٥٠٠٠٠٠	(٢٥٦٢٨٨٨٩)	(٢٥٧٢٨٥٥٦)
			٢٨٢١,٨٨٩	٢٢٠٢٢٢	٢٥٠٠٠,٠٠٠	(٢٦١١٦٦٦)	٢٨٢١٨٨٩

{ الأرقام بين القوسين سالبة }

وبالنظر إلى الجدول المتقدم فسوف يدعى انتباهنا الآتي :

- جملة الفائدة المستحقة عن جميع الدفعات للمقرض (عمود رقم ١). (\$٢٨٣١٨٨٩)
- الوفورات التي حققها المقترض نتيجة شرائه لعقد الحد الأقصى للفائدة ويمثل الفرق بين التعويض المقبوض والمدفوع (عمود رقم ٢). \$٢٢٠٢٢٢
- صافي التدفقات النقدية وتمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة (Inflows - Outflows) والخارجة (\$٢٦١١٦٦١)
- بعد الدخول في الاتفاقية { العمود رقم (١) - العمود رقم (٢) = العمود رقم (٤) }.
- مكسب الشركة المتحوطة وهو \$٢٢٠٢٢٢ يمثل خسارة المضارب بنفس القيمة.
- افترض المثال المتقدم صعود سعر الليبور ولو حدث وأن استقر السعر خلال تلك الفترة أو تراجع لكانت خسارة الشركة المشتية للعقد ٧٠ ألف دولار أمريكي تمثل قيمة التعويض المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

أما احتساب الفائدة وفقاً لسعر الليبور فقد تم وفقاً للمثال المتقدم على الوجه التالي :

$$\$ ٦٣١٩٤٤ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٧٤٩١٧ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٧٨٦٤٧٢ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٧٣٨٤٥٦ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

ووفقاً لسعر التعاقد على النحو التالي :

$$\$ ٦٣١٩٤٤ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٣١٩٤٤ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٣٨٨٨٩ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٣٨٨٨٩ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

## ثانياً : عقود الحد الأدنى لسعر الفائدة Floors (عقود القاع)

عرف "روبرت ميرتون" عقد القاع بالآتي :

يمكن النظر إلى عقد القاع ( الحد الأدنى لسعر الفائدة ) Floors على أنه نقيض (عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة) Caps إنه عقد بين طرفين والذي يوافق من خلاله أحد الطرفين وهو بائع العقد (Seller or Writer) على أن يدفع إلى الطرف الآخر وهو مشتري العقد (The buyer) الفرق ما بين سعر التعاقد وهو السعر الثابت المحدد مسبقاً والسعر المعموم (السعر التأشيرى) على مقدار ثابت طول مدة العقد في كل تاريخ تسوية في مقابل قيام المشتري لهذا العقد بدفع تعويض للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر انخفاض أسعار الفائدة .

والتعريف المتقدم "لروبرت ميرتون" احائز على جائزة نوبل في المشتقات يعني عن سائر التعريفات لوضوحه الشديد ودلالته على معانيه.

### مثال تطبيقي

بافتراض أن أحد البنوك بصدد منح قرض قدره ١٥ مليون دولار أمريكي في ١٦ ديسمبر على أن يتم احتساب الفائدة وفقاً لسعر الليبور، والفائدة ربع سنوية في ١٦ مارس، ١٦ يونيو، ١٥ سبتمبر، ١٦ ديسمبر التالي .

قام البنك والذي لا يرغب أصلاً في تحمل مخاطر انخفاض سعر الليبور بشراء عقد الحد الأدنى لسعر الفائدة An interest rate floor بسعر تعاقد ٨٪ على أن يدفع للطرف الآخر (عند إنشاء العقد) ٣٠ ألف دولار أمريكي مقابل تحمله لمخاطر انخفاض أسعار الفائدة والتزامه بسداد الفرق بين سعري التعاقد وسعر الليبور للطرف الأول في حالة انخفاض سعر الليبور عن سعر التعاقد .

التاريخ	عدد الأيام	سعر الليبور %	(١) الفائدة المقبوضة	(٢) التعويضات المتبادلة	(٢) المبلغ الأساسي	(٤) صافي التلقيات النقدية	(٥) صافي التلقيات بدون استخدام العقد
			\$	\$	\$	\$	\$
١٢/١٦	—	٧,٩٢	—	(٢٠٠٠٠)	—	(١٥,٠٣٠,٠٠٠)	(١٥٠٠٠٠٠٠)
٣/١٦	٩٠	٧,٥٠	٢٩٧٢٧٥	٢٦٢٥	—	٢٠٠,٠٠٠	٢٩٧٢٧٥
٦/١٦	٩٢	٧,٠٦	٢٨٧٥٠٠	١٩١٦٧	—	٢٠٦٦٦٧	٢٨٧٥٠٠
٩/١٥	٩١	٦,٠٦	٢٦٧٦٩٢	٢٥٦٤٢	—	٢٠٢٢٢٢	٢٦٧٦٩٢
١٢/١٦	٩٢	—	٢٢٢٢٠٠	٧٤٢٦٧	١٥,٠٠٠,٠٠٠	١٥٢٠٦٦٦٧	١٥٢٢٢٢٠٠
			١,٠٨٤,٨٦٧	١٠١,٨٠٠	١٥,٠٠٠,٠٠٠	١,١٨٦,٦٦٧	١,٠٨٤,٨٦٧

بالنظر إلى الجدول المتقدم فسوف يسترعى انتباهنا الآتي :

## البيوع الآجلة والمستقبالية

أ.د. سمير عبد الحميد رضوان

• جملة الفوائد المستحقة للبنك عن جميع الدفعات وفقاً لسعر الليبور (العمود رقم (١)).	\$1, ٠٨٤,٨٦٧
الوفورات التي حققها البنك والتي تمثل الفرق بين سعر الليبور وسعر التعاقد مخصصاً منها المن المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله مخاطر انخفاض سعر الليبور	\$ ١٠١,٨٠٠
(العمود رقم (٢))	صافي التدفقات
النقدية الداخلة والخارجة	
<b>In flows _ out flows</b>	\$ ١,١٨٦,٦٦٧

- المكسب الذي حققه البنك "المقرض" نتيجة انخفاض سعر "الليبور" يمثل خسارة الطرف الآخر.
- افترض المثال المتقدم انخفاض سعر الليبور عن سعر التعاقد، ولو صادف أن ارتفع سعر الليبور أو تساوى مع سعر التعاقد لخسر البنك ٣٠ ألف دولار قيمة التعويض المدفوع من جانبه للطرف الآخر.

## عقد الطوق The Collar

عرف صاحب المالية متعددة الجنسيات "Adrian Buckley" عقد الطوق بأنه مزيج من عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة **Cap** وعقد الحد الأدنى لسعر الفائدة **Floor**، وأنه يوفر الحماية للمنشأة ضد ارتفاع أسعار الفائدة فوق مستوى معين، وأيضاً المقدرة على الاستفادة من هبوط الأسعار ولكن إلى مستوى معين فقط. فارتفاع أسعار الفائدة فوق مستوى سعر التعاقد يتم التعويض عنه من قبل الطرف الآخر، وإذا ما انخفض سعر الفائدة قامت الشركة بتعويض الطرف الآخر. (بمعنى أن الشركة تشتري عقداً يدفع عنها مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، وتبيع عقداً تدفع به عن الغير مخاطر انخفاض أسعار الفائدة مقابل الحصول على تعويض يقابل التعويض المدفوع من قبلها في عملية شراء العقد). انظر الشكل 16.8

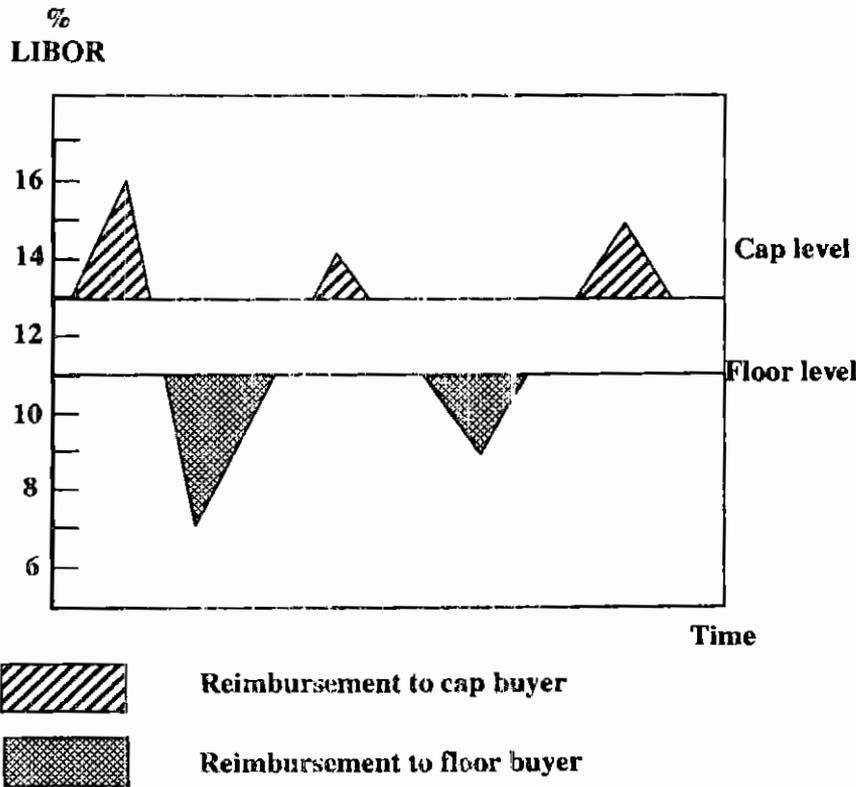


Figure 16.8 Example of a collar

ويراعى في هذه الصفقات أن يتم هيكلتها بحيث يكون التعويض عن شراء عقد "السقف" مساوياً للتعويض الذي تقبضه مقابل بيع عقد "القاع".

بإمعان النظر في الشكل [ 8 . 16 ] يسترعى انتباهنا وجود حاجزين علوي وسفلي . العلوي عند ١٣٪ يمثل الحد الأقصى لسعر الفائدة الموعوم (الليبور) وهو سعر التعاقد في عقد "السقف Cap" ، والسفلي عند ١١٪ و يمثل الحد الأدنى لسعر الفائدة الموعوم وهو سعر التعاقد في عقد "القاع Floor" .

كل تجاوز للحاجز الأول صعوداً أي فوق ١٣٪ يوجب التعويض بنفس مقدار الزيادة على بائع العقد "Cap" ، وكل تجاوز للحاجز السفلي هبوطاً أي بما يقل عن ١١٪ يوجب التعويض على بائع عقد القاع "Floor" . علماً بأن مشتري عقد السقف "Cap" هو نفسه بائع عقد القاع "Floor" وبائع عقد السقف "Cap" هو نفسه مشتري عقد القاع "Floor" وكل منهما يقبض تعويضاً من الآخر مقابل التزامه بدفع الفرق بين سعر التعاقد وسعر الليبور فمشتري عقد السقف يدفع تعويضاً للطرف الآخر مقابل تحمله مخاطر ارتفاع الأسعار ويقبض في نفس الوقت تعويضاً من مشتري عقد القاع مقابل تحمله مخاطر انخفاض أسعار الفائدة .

أما "شانس" فقد تناول في إيجاز شديد من خلال تعريفه لعقد الطوق الأثر المتبادل بين عقد السقف وعقد القاع بقوله :

" إن عقد الطوق The Collar هو مزيج من شراء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة (السقف) Cap وبيع عقد الحد الأدنى لسعر الفائدة (القاع) Floor ويستخدم عقد الطوق لتحديد الآثار المترتبة على ارتفاع سعر الفائدة والحد منها على حساب التخلي عن الآثار المترتبة على انخفاض أسعار الفائدة ."

**" An interest rate collar is a combination of the purchase of an interest rate cap and the sale of an interest rate floor. It is used to limit the effects of interest rate increases at the expense of giving up the effects of interest rate decreases.**

أما "روبرت ميرتون" فقد تناول تعريف عقد الطوق على الوجه التالي :

" يشتمل عقد الطوق على مزيج من عقد القاع Floor وعقد السقف Cap . ويعرف شراء عقد الطوق بشراء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة "Cap" وبيع عقد الحد الأدنى أو ما يعرف بعقد القاع "Floor" بسعر تعاقد لعقد السقف Cap يزيد على سعر التعاقد لعقد القاع Floor ، أما علاوة المخاطرة المقبوضة (أو ثمن المخاطرة أو التعويض) Premium مقابل بيع عقد الحد الأقصى Cap فإنها تعوض العلاوة أو التعويض المدفوع لشراء عقد القاع Floor . وأخر ما تم التوصل إليه هو عقد الطوق "المجاني" أو ذو التكلفة الصفرية Costless Collar والذي يتساوى من خلاله - تماماً - التعويض المدفوع مقابل عقد القاع Floor مع التعويض المدفوع مقابل عقد السقف Cap .

وهكذا فليس هناك تعويض يتم دفعه مقدماً بين الأطراف الداخلية في عقد الطوق المجاني .

وليس مفاد ما تقدم أن هذا العقد خالي من المخاطرة بل تحيطه المخاطرة شأنه شأن سائر عقود المشتقات المائية .  
ولنضرب لذلك مثلاً :

لو افترضنا أن "س" من الناس اشترى عقد سقف **Cap** من "ص" ودفع تعويضاً قدره ٥٠٠٠ دولار أمريكي لبائع العقد نظير تحمل الأخير لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، والتزامه بسداد الفرق بين سعر التعاقد وسعر "الليبور"، فإذا انخفض سعر "الليبور" خلافاً لتوقعات "س" خسر هنالك "س" قيمة التعويض المدفوع إلى "ص". فإذا كان "س" قد باع في نفس الوقت عقد قاع **Floor** إلى "ص" وقبض منه ٥٠٠٠ دولار مقابل تحمله مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، فإنه يعوض بالتعويض المقبوض التعويض المدفوع. ولكن نظراً لانخفاض أسعار الفائدة فإن "س" يتحمل خسائر غير محدودة يدفعها إلى "ص" بقيمة الفرق بين سعر التعاقد وسعر "الليبور".



## دورة: الاقتصاد الشرعيين «النقود والمؤسسات المصرفية»

خلال الفترة من: ٩-١٢ جمادى الأولى ١٤٢٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

# صكوك السندات

الأستاذ الدكتور / سمير عبد الحميد رضوان

أستاذ الاقتصاد كلية اللغات والترجمة

جامعة الأزهر

مدينة نصر - القاهرة - جمهورية مصر العربية - تليفون ٢٤٠٣٧٥١٤ - ٢٢٦١٠٣٠٨ - ٢٢٦١٠٣١١ - ٢٢٦١٠٣١٢ - تليفاكس ٢٢٦١٠٣١٢

Nasr City, Cairo, Egypt, Tel.: 24037514-22610308 - 22610311, TelFax: No. 22610312  
www.sakc.azhar.edu.eg E-mail: salehkamel@azhar.edu.eg and salehkamel@yahoo.com



## صكوك الاسنادات

الأستاذ الدكتور/ سمير عبد الحميد رضوان<sup>(\*)</sup>

قد يكون من المفيد قبل أن نشرع في تناول موضوع صكوك الاسنادات أن نتناول الأسباب الموضوعية التي تدعو إلى إصدار تلك الصكوك باعتبارها صكوك مديونية . من الطبيعي أن الفرد لا يقترض إلا حينما تدعوه الحاجة والضرورة إلى الاقتراض من أجل تمويل استهلاكى أو حتى استثمارى.

فالمشكلة الاقتصادية تفرض نفسها على الحكومات والأفراد. حيث غالباً ما يكون الدخل محدوداً بينما احتياجات الإنسان غير محدودة . ويجد المرء صعوبة فى التوفيق بين دخله المحدود واحتياجاته غير المحدودة . فليجأ إلى الاقتراض . والأمر كذلك بالنسبة للدول والحكومات مهما تباينت سياساتها . وكذلك الأمر بالنسبة للشركات . فموارد الدولة قد تكون محدودة بينما استخداماتها غير محدودة . وحينما تلجأ الدولة إلى تخصيص مواردها وتوزيعها على مختلف الاستخدامات . تجد نفسها مضطرة إلى الاقتراض ، فإن لم تفعل فإن ذلك يكون على حساب مختلف قطاعات المجتمع ، كقطاع الدفاع ، أو الأمن ، أو التعليم أو الصحة أو الإسكان أو البحث العلمى . الخ. وهو ما يعنى ترسيخ التخلف وزيادة الفقر . وانهيار الأخلاقيات ، والارتباط برباط التبعية والخضوع للدول الكبرى . لذلك تلجأ الحكومات وخاصة فى الدول النامية والدول الآخذة فى النمو والدول المتخلفة إلى الاقتراض لسد الثغرة التمويلية بين الموارد والاستخدامات من خلال الاقتراض إما من خلال الجهاز المصرفى أو من الأفراد . فإذا ما روى الاقتراض من الأفراد فإنها تقوم بإصدار صكوك الاسنادات لسد عجز دائم فى ميزانية الدولة أو إصدار أذون خزانة لسد عجز مؤقت فى ميزانية الدولة . وكلا الأدوات من أدوات المديونية.

وليس معنى ما تقدم أن الدول المتقدمة لا تقترض . فالولايات المتحدة الأمريكية تعد من أكبر الدول المدينة فى العالم . وهى التى تقدم القروض والمساعدات المشروطة للدول المتخلفة والنامية . وهذا الأمر قد يثير الدهشة والتساؤل لدى الكثير من العامة والخاصة . وحقيقة الأمر أن فلسفة النظام الرأسمالى تقدم القرض على رأس المال المملوك.

لقد انتهى الفكر المالى فى النظام الرأسمالى إلى أن التمويل بالدين Debt Financing هو أحد الخصائص الجوهرية للنظام الرأسمالى وهو ما ذكره Dong Noland عن منسكى Minsky أحد قادة الفكر الاقتصادى المعاصر بقوله Debt Financing is an essential characteristics of a capital economy.

ولذلك فعلماء التمويل والاستثمار فى المجتمع الرأسمالى يرون أن أفضل أنواع التمويل هو التمويل بالدين Debt Financing . فإذا ما كان أحد رجال الأعمال بصدد

تأسيس شركة ما ، فإن الهيكل التمويلي الأمثل ( مصادر الأموال ) كما يزعم «مودى جليانى وميلر» هو الذى يقوم افتراضا على الاقتراض بنسبة ١٠٠٪، وأن ذلك مؤداه نقل المخاطرة من أصحاب المشروع إلى الدائنين من خلال المتاجرة بأموال الغير وليس بأموال المؤسسين . بينما الشركة فى الأصل تقتضى تعدد الشركاء والا فكيف تكون شركة. وتقتضى بالتالى تعدد أنصبة رؤوس الأموال .

بينما الشركة فى الأصل تقتضى تعدد الشركاء وتعدد أنصبة رؤوس الأموال ، بينما يرى المعتدلون منهم أن الهيكل التمويلي الأمثل يقوم على مزيج من أسهم رأس المال والقرض (Debt+ equity) وأن هذا من شأنه تقليل تكلفة رأس المال **Cost of Capital** وهي الفائدة المدفوعة للممولين ، بينما أغلب الاقتصاديين وعلماء التمويل فى الغرب ومن نهج نهجهم وسار على دربهم فى الشرق يرون أن التمويل بالدين هو أرخص من التمويل عن طريق زيادة رأس المال.

وهذا التوجه تؤيده نظرية الرافعة المالية **financial leverage** ويطلق عليها الأمريكان "gearing". وهذا التوجه يقرر ما انتهى إليه "منسكي" أن القرض يمثل أحد الخصائص الجوهرية للنظام الرأسمالي. وتعرف الرافعة المالية بأنها استخدام أموال ذات تكلفة ثابتة بهدف زيادة ربحية السهم.

وتفصيل ذلك أنه إذا ما كانت إحدى المنشآت ترغب فى التوسع والتطوير ، أو عمليات إحلال وتجديد ، و تمويل بعض الأصول الرأسمالية ، وترغب فى زيادة رأس المال ، فقد انتهى الفكر المالي فى النظام الرأسمالي إلى أنه من الأفضل لتلك الشركة ألا تلجأ لزيادة رأس المال ، لأن ذلك وفقاً لتحليلهم مؤداه خفض ربحية السهم ، وأن أفضل سبل التمويل لزيادة رأس المال هو الاقتراض.

لا تتاجر بأموالك وإنما بأموال الآخرين ، ويرون أن تكلفة الاقتراض وهي الفائدة المدفوعة إنما هي **Tax deductible** أي أنه يتم خصمها من الوعاء الضريبي الأمر الذي يمثل مزية عنه فى حالة زيادة رأس المال. مع أن علماء التمويل المنصفين أثبتوا أن الرافعة المالية **Financial Leverage** سيف ذو حدين وأن المؤيدين للاقتراض إنما يتجاهلون المخاطرة والتي قد تؤدي إلى إفلاس المشروع.

**Financial leverage is a two edged sword.**

ولأن "منسكي" استشعر خطر التوسع فى عمليات الإقراض والاقتراض فلم يخف خشيته من الإفراط فى هذه الظاهرة التي تفتت فى المجتمع الرأسمالي من مرحلة لأخرى .

ويؤكد حقيقة أن الأزمات التي يتعرض لها النظام الرأسمالي وما يترتب عليها من مضار لا تؤخذ فى الاعتبار ، فما أن يتأكد المقرضون والمستقرضون من احتواء الآثار التي تمخض عنها عدم استقرار ما يترقبونه من فوائض أو أرباح ، إلا وتبع ذلك استئناف البنوك وأصحاب الأعمال لعمليات التمويل بالدين والتوسع فى النشاط الإقراضى.

**Once borrowers and lenders recognize that the down side of instability of profits has decreased, there will be an increase in the willingness and ability of business to debt- finance.**

وأكد منسكي ذلك في موضع آخر بقوله: " إن الرأسمالية يلازمها عدم الاستقرار، فكل أزمة يتم احتواؤها بنجاح، تشجع على المزيد من المخاطرة بالمضاربة والمزيد من مخاطر الإقراض والاقتراض".

**As Minsky observed, Capitalism is inherently unstable. as each crisis is successfully contained, it encourages grater speculation and risk taking in borrowing and lending.**

ومن صور التعامل بالدين :

الشراء الهامشي : Trading on Margin

يعتبر الكثير من الاقتصاديين وخبراء أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها أن الشراء الهامشي كان أحد الأسباب الرئيسية لانهييار الأسواق العالمية في الثلاثينات والتي واكبت أحداث الكساد الكبير عام ١٩٢٩ وكذا في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، وفي عام ٢٠٠٨. ومن الواضح أن هذه المضاربات المنشطة تؤدي إلى أضرار بالغة في شتى جوانب الحياة بالبلاد.

**Many economists believe that excessive margin trading was one of the factors that caused securities prices to rise as high as they did in the late 1920 and then decline to the depths which they did in the early 1930's. It would seem that excessive speculation was bad for the country as a whole<sup>(1)</sup>.**

وهذه المعاملة في حقيقتها تجمع بين الريا والقمار.

أما عن صورتها:

يتوجه العميل الذي ينشد الاستفادة من تقلبات الأسعار إلى إحدى شركات الوساطة المالية، ويعرب عن رغبته في استثمار ٥٠.٠٠٠ دولار أمريكي في شركة IBM الأمريكية.

يحاول الوسيط إغراء العميل باستثمار المزيد في أسهم هذه الشركة، ويقنعه بأن شراء المزيد من أسهم هذه الشركة سيحقق له من المال والثراء ما لم يدر في خلدته في يوم من الأيام.

ولأن المبلغ الذي يرغب العميل في استثماره هو كل ما يمتلكه من سيولة فائضة، تعرض عليه شركة الوساطة المالية أن تقرض مبلغاً مماثلاً وبسعر الفائدة السائد في السوق لتصل جملة المبلغ المستثمر إلى ١٠٠ ألف دولار أمريكي، وهذا القرض يعدل ٥٠٪ من جملة رأس المال المستثمر.

ومن الطبيعي أن يقع العميل أسيراً لهذا العرض المغري دون أن يفطن إلى إمكانية حدوث نزول في السعر يضاعف من خسارته، ذلك أن المشتري مضارب على الصعود دائماً

1) [Charles Amos Dice, stock market, p.163]

بينما البائع مضارب على الهبوط. المشتري يأمل أن يصعد السعر ويحقق ربحاً وبيعاً ويرد قيمة القرض إلى الوسيط، بينما لو هبط السعر فسوف تكون الكارثة حيث تمكن الوسيط من السيطرة على تفكير العميل واستغرق تماماً في احتمالات الريح، فإذا حقق كسباً انفتحت شهيته للمزيد من الشراء.

وإذا جاءت الريح بغير ما تشتهي السنن فانخفضت الأسعار، وقعت الكارثة وفقد كل ما يمتلك.

الوسيط الذي يقوم بإقراض العميل سوف يقوم بشراء أسهم شركة IBM وسوف يحتفظ لديه بالأسهم لحين سداد المقترض لديونه، ويحصل على عمولة مقابل تنفيذ الأمر، وكذا على فائدة مقابل القرض، وقد يقوم من جانبه بالاقتراض من أحد البنوك بضمان تلك الأسهم وبسعر فائدة يقل عن السعر الذي قام بالإقراض به.

وإذا كنا قد أطلنا في التمهيد لموضوع صكوك السندات. وبمعنى آخر صكوك المديونية فإنما أردنا أن نكشف عن زيف هذه الآلية الغربية. وأن الفكر الإسلامي قدم من البدائل ما يغنى عن هذه الأدوات الربوية لسد العجز في الموازنة العامة للدولة. ومن ثم الميزانية. أي لسد الثغرة التمويلية بين الموارد والاستخدامات.

ونعرض فيما يلي لصكوك السندات التي تصدر في مختلف بلدان العالم وأهم التعاريف الجامعة المانعة لها. ثم نتناول أنواع السندات التي تصدر في مختلف بلدان العالم وموقف الفقه الإسلامي. كما نتناول بالتعريف، أذون الخزانة باعتبارها من أدوات المديونية قصيرة الأجل ودورها في تحديد سعر الفائدة.

## صكوك السندات

### السندات : Bonds

ان مسألة اختيار أسلوب التمويل تعد من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية نظراً لما تنطوى عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل المنشأة وحقوق المساهمين ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها . فضلاً عما ينطوي عليه هذا الأسلوب أو ذلك من تصحيح أو تشويه للهياكل التمويلية وهياكل رأس المال .

ولما كانت السندات التي تلجأ إلى إصدارها الشركات وأحياناً الحكومات ومختلف الهيئات من أبرز الأدوات المالية **Financial Instruments** التي يقدمها الغريبيون على سائر البدائل بما فيها الأسهم العادية . اذا ما رغبت تلك الشركات في زيادة مواردها المالية تسليمًا للمفاهيم التي أفرزتها نظرية الرافعة المالية **Financial Leverage** وتلك الافتراضات التي يرجعون لها ولم تثبت صحتها . فلا غرو أن تحاكي معظم دول العالم الثالث بما فيها بعض الدول الإسلامية هذا الفكر فساروا على دربيهم ونهجوا وأهتدوا بهديهم .

ونظراً لأن الفائدة التي تفلها السندات يتم استقطاعها من الأرباح المحققة وصولاً للوعاء الخاضع للضريبة فيما اصطلح عليه الغريبيون أنها **Tax deductible** فان مؤدى ذلك انخفاض تكاليف التمويل . وكان ذلك أحد الأسباب التي دفعت أنصار هذا الفكر إلى التثبث بأفضلية التمويل عن طريق الدين .

فإذا ما أضفنا إلى ذلك أن لأسواق السندات في الدول الغربية ثقل خاص في ميزان التعامل وأن ٨٠٪ من الأوراق المالية المصدرة عام ١٩٧٦ في الولايات المتحدة الأمريكية كانت السندات فلا غرو أن توجد لهذه السندات أسواق دائمة فكان ذلك سبباً آخر لا يثار التمويل عن طريق الدين وبالتالي تفضيل السندات على غيرها من الأدوات المالية.

وفضلاً عما تقدم فان المتحمسين للتمويل من خلال الدين يرون ان بيع السندات وتسويقها أقل كلفة من سائر الأدوات المالية الأخرى .

**طبيعة السند:** هو صك مديونية وليس ملكية مشاركة أو ملكية يدر فائدة سنوية ولا يرتبط بما تحققه الجهة المصدرة له من أرباح أو خسائر. والسندات وسيلة من وسائل الحصول على التمويل الخارجى طويل الأجل وذلك إذا لم تلجأ الجهة المصدرة إلى زيادة رأس المال وإصدار أسهم جديدة .

**تعريف السند:** لعل أكثر التعريفات دقة تلك التي تناولها فقهاء القانون في مراجعهم والتي نختار منها :

١- السند صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض .

٢- السند هو الصك الذى يثبت دين الشركة أمام المقترض ويكون قابلاً للتداول بالطرق التجارية بحسب الشكل الذى يتخذه . فإذا كان اسمياً فإنه ينتقل بالقيود فى دفاتر الشركة و أما إذا كان السند لحامله فإنه ينتقل بالتسليم .

والتعريفات المتقدمة لا تغنى أحداها عن الأخرى . إذ تناول كل منها جانباً لم تتناوله التعريفات الأخرى . ولذلك فإن التعريف الذى نختاره هنا هو ما كان جامعاً لكافة التعريفات المتقدمة والذى يمكن أن نتناوله على الوجه التالى :

" السندات صكوك متساوية القيمة تمثل ديوناً فى ذمة الشركة التى أصدرتها وتثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحققهم فى الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربها كانت أو خسارة . واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك فى مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية . فينتقل السند بطرق القيد فى الدفاتر التجارية أن كان اسمياً وبالتسليم للمشتري أن كان لحامله "

#### خصائص السندات

وللسندات خصائص تتميز بها من غيرها من صكوك الديون العادية وأهمها :

- ١- قرض السندات قرض جماعى . فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حده ولكن مع مجموع المقرضين .
- ٢- قرض السندات يكون غالباً لمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات و ثلاثين سنة .
- ٣- السند كالسهم قابل للتداول فهو إما أن يكون اسمياً فتنتقل ملكيته بطريق القيد فى سجلات الشركة أو يكون لحامله فتنتقل ملكيته بطريق التسليم .

## وجوه الاختلاف بين الأسهم والسندات

وجوه الاختلاف بين الأسهم والسندات يمكن إيجازها فيما يلي:

- ١- السند جزء من قرض أى أنه دين فى ذمة الشركة، والعلاقة بين حامل السند والشركة هى علاقة الدائن بالمدين . بينما السهم جزء من رأس مال الشركة ولذلك فإن حامله شريك ويمكن تصوير علاقة الشركة بحامل السند بأن حامل السند صاحب حق ضد الشركة .
- ٢- لحامل السند فضلا عن حقه فى استرداد قيمة الصك كله فى ميعاد استحقاقه حق اقتضاء فوائد ثابتة من الشركة سواء حققت الشركة أرباحاً أو لم تحقق فإذا أخفقت الشركة ولم تتمكن من الوفاء بالتزاماتها، وتوقفت عن سداد الفوائد المستحقة عليها اعتبرت من الناحية الفنية معسرة insolvent . وبمقتضى القانون مفلسة أما حامل السهم فيحصل على عائد متغير يرتبط بنتائج أعمال الشركة إيجاباً وسلباً .
- ٣- ليس لحامل السند باعتباره دائناً أى حق فى التدخل أو الاشتراك فى إدارة الشركة وسيرها باعتباره أجنبياً عنها. أما حامل السهم فله بصفته شريكاً حق الاشتراك فى إدارة الشركة والرقابة على هذه الإدارة من خلال الجمعيات العممة للمساهمين والتي له حق التصويت فيها .
- ٤- لحامل السند ضماناً عاماً على أموال الشركة فلا يسترد أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم عند حل الشركة وتصفياتها إلا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة وكافة ديون الشركة . بينما حامل السند بعيد عن خطر المشاركة . فإذا أفلست الشركة تأذى حامل السند بإعسارها لأنه يشترك مع بقيمة الدائنين .
- ٥- يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية أى بخصم إصدار بينهما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية .
- ٦- يتم استهلاك السندات فى نهاية المدة المحددة للقرض أو خلالها وفقاً لما يقتضى به نصوص إصدار القرض ونشرة الاكتتاب . بينما لا يجرى على الأسهم ما يجرى على السندات فلا تستهلك وتظل قائمة بقيام الشركة .
- ٧- ليس هناك ميعاد لتوزيع الأرباح على المساهمين فإن ذلك رهن بانعقاد الجمعية العامة للمساهمين والمصادقة على الميزانية والحسابات الختامية للشركة بينما تدفع الفائدة على السندات فى ميعاد دورى محدد ومبين على الكوبون المرفق بالسند.

## أنواع السندات :

يمكن تصنيف السندات من حيث طبيعة الضمان المقدم للدائنين او وفقا للطريقة التي تدفع بها الفائدة، أو الشرط التي يسدد بها رأس مال القرض . أو حسب القرض الذي أصدرت من أجله أو وفقا للعملة التي تدفع به أو المنظمة التي أصدرتها إلى غير ذلك . ومع هذا فإن جميع السندات على اختلاف أشكالها يمكن أن تندرج تحت نوعين أساسين:

١- سندات حكومية

٢- سندات شركات

### أولا السندات الحكومية:

لما كانت السندات الحكومية تشترك والسندات غير الحكومية في خصائص واحدة إلا أنها تختلف عنها من حيث كونها مضمونة من الحكومة ، لذلك فإنه يمكن تعريفها بأنها صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً (مضموناً) في ذمه الحكومة ، وهي تفل عائداً غالباً ما يكون ثابتاً ولها آجال محددة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية .

### ثانيا سندات الشركات:

دأب فقهاء القانون وشراحه على تقسيم هذه السندات إلى خمسة أو ستة أنواع باعتبارها الأكثر شيوعاً وسوف نتناول هذه الأنواع ثم نعرض إلى غيرها من أنواع السندات التي تتفرغ عنها ، والتي تعرفها وتتعامل عليها المجتمعات الغربية ويقل أو يندر التعامل عليها في مصر أو الدول العربية .

#### ١- السندات العادية:

وهي السندات التي تصدر بقيمة إسمية محددة يدفعها المقرض عند الاكتتاب ويستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق ويحصل خلالها مدة القرض على فرائد ذات معدلات ثابتة منسوبة إلى قيمتها الاسمية .

#### ٢- سندات بخصم إصدار Deep Discount Bonds

وهي تلك التي تصدر بأدنى من قيمتها الاسمية إلا أن الشركة المصدرة تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند (علاوة الوفاء) وذلك علاوة - على الفائدة الثابتة والتي لا تدفع بصفة دورية وإنما يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض وغالباً ما تكون نسبتها أدنى عنها في السندات العادية وقد عرضت أحد المعاجم الأجنبية هذه السندات على الوجه التالي:

**Discount bond: A bond Sold at price less than its face value it maturity , interest is payable not annually , but in one sum at maturity .**

## صكوك السندات

د. / سمير عبد الحميد رضوان

### ٣- السندات ذات النصيب:

السند ذو النصيب سند عادى يصدر بالقيمة الاسمية ويقل فائدة ثابتة ويقل سعرها عادة عن أسعار الفائدة السائدة فى أسواق النقد ، والعوائد المالية المتاحة أيضا فى أسواق رأس المال ..

وتقوم الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات بإجراء سحب دورى عليها حيث تمنح السندات الفائزة جوائز مالية متفاوتة ويستخدم الفرق بين سعر الفائدة ( المدفوع والمتاح ) فى الوفاء بقيمة هذه الجوائز .

ولا تلجأ الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات إلى استهلاكها دفعة واحدة لما ينطوى عليه هذا الأمر من ضغط على سيولة الشركات أو تجميد لبعض وجوه الاستثمار التى قد تعتزم الشركة القيام بها ، لذلك تقوم الشركات المصدرة لهذه السندات باستهلاكها على فترة زمنية طويلة قد تصل إلى أربعين عاما ، وذلك من خلال السحب السنوى عليها ، ومن أمثلة هذا النوع من السندات فى مصر سند البنك العقارى المصرى ٣٪ ١٩٥١ والتي تمتد فترة استهلاكها إلى عام ٢٠٠١ م .

### ٤- السندات ذات الضمان الشخصى أو العينى :

وهى سندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية وتخول صاحبها فى الحصول على فوائد ثابتة إلا أنها تتميز عليها من حيث كونها مضمونة بضمان شخصى أو عينى لصالح أصحاب السندات كما هو الحال إذا ما ضمنت الحكومة أو أحد البنوك أو الشركات هذه السندات أو تقرر لحملة السندات رهن رسمى على عقارات الشركة

### ٥- السندات القابلة للتحويل

وهذه السندات تصدرها الشركات كما قد تصدرها الحكومات ، وكما يستدل من عنوانها فإنها قد تكون قابلة للتحويل إلى أسهم ، وقد تكون قابلة للتحويل إلى سندات ، وقد تجمع بين هاتين الميزتين فتكون قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات ولذلك فليس بمستغرب أن تختلف التقسيمات وتباين التعريفات التى تناولها علماء التمويل والاستثمار والتي يمكن الجمع بينها على الوجه التالى :

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم :

وهى تلك السندات التى تخول لحاملها الحق فى أن يستبدل بها عددا من الأسهم العادية التى تصدرها الشركة إذا ما رغب فى ذلك .

**Convertible bonds contain a special provision permitting the owners to exchange them for a stated number of shares of common stock at the discretion of the investors.**

وغالبا ما تعطى للمساهمين فى الشركة الحق فى أولوية الاكتتاب فى هذه السندات ويفضلها كثرة من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع

الذى ينمو بمعدلات عالية ، إلا أن تلقى هذه السندات باقبول من جانب المستثمرين والذى يترتب عليه تحولهم من دائنين للشركة إلى مساهمين فيها يتوقف على عدد من المسائل والتي من أهمها :

- أ- مدى تقبل المساهم أو ( المستثمر ) لمبدأ المخاطرة أو رفضه لها ، وبالتالي إقباله على الاكتتاب فى هذه السندات أو اعراضه عنها حيث تقل جاذبية هذه السندات أو تنعدم كأداة من أدوات الاستثمار لمن يناون عن المخاطرة بجميع درجاتها ومختلف أشكالها ،
- ب- العائد الذى يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً متضمناً ضمن المخاطرة المالية والاقتصادية Risk premium مع مقارنته بالعوائد المالية الأخرى المتاحة فى السوق المالية .
- ج- معدل النمو بالشركات : تعد مسألة النمو من المسائل التى يوليها المستثمرون والمحللون الماليون عناية خاصة عند تحديد القيمة الذاتية ( الحقيقية ) للأسهم Intrinsic value لذلك كان معدل نمو الأرباح بالشركة خلال السنوات اللاحقة ، وما يترتب عليه من آثار تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة فى أسواق الأوراق المالية ، ويعد من العوامل الأساسية التى قد تدفع المستثمر لتحويل من دائن للشركة إلى مساهم فيها .
- السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى :

هناك فريق آخر يستخدم المصطلح الأجنبى Convertible bonds للإشارة إلى تلك السندات التى تصدرها الحكومات والتى تخول لحاملها الحق فى أن يستبدل بها سندات أخرى فى تاريخ الاستحقاق إذا ما رغب حاملوا الصكوك فى ذلك

**Convertible bond , A bond specially one issued by a government which may be exchanged if the holder so wishes , for another kind of loan stock at the date of maturity instead of being repaid.**

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات :

#### Dual convertible bonds

وهذه السندات تصدرها الشركات وتتميز بكونها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو إلى صكوك سندات على الشركة ، وتحويل أصحابها الحق فى الحصول على فائدة ثابتة . وقد يكون سعر الفائدة للسندات السهلة مرتفعاً ، وقد يختلف الإصدار الجديد عن الإصدار السابق من وجوه عديدة

**A Dual convertible bond is convertible into either common stock or a fixed interest rate debenture. The fixed rate debenture may have a higher interest rate or other different features from the original debt instrument.**

وفضلاً عن الأنواع المتقدمة من السندات فإن ثمة أنواعاً أخرى منها لا تختلف عنها فى جوهرها وإنما تتفرع عنها ويجرى تصنيفها وفقاً لاعتبارات عديدة أخرى شكلاً وموضوعاً والتي يمكن أن نتناولها فى عجالة على الوجه التالى :

أولاً : من حيث الشكل :

١- سندرات لحامله Bearer bonds

٢- سندرات اسمية Recorded bonds

١- السندات لحامله :

وهى تلك السندات التى تكون ملكاً لحاملها ، وتعتبر من قبيل المنقولات المادية التى ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية .

٢- السندات الاسمية :

وهى تلك التى تحمل اسم صاحبها وتنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال عمليات التداول فى أسواق الأوراق المالية ، ويتم إثبات اسم المتنازل إليه بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك.

ثانياً : من حيث طريقة سداد الفائدة أو العائد :

لعل أكثر أنواع السندات من حيث الكم هى تلك التى تتعلق بالأسلوب الذى به سداد الفائدة أو العائد لأصحاب صكوك السندات وأهم هذه الأنواع :-

١- سندرات عادية Ordinary bonds

٢- سندرات المقارضة لإسلامية Modarabah Islamic bonds

٣- سندرات مشاركة فى الربح Profit sharing bonds

٤- سندرات ذات عائد متزايد لأجل معلوم Differed bonds

٥- سندرات ذات عائد معلوم floating rate Notes

٦- سندرات ذات عائد متغير Stepped coupon bonds

٧- سندرات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار Indexed bonds

٨- سندرات الدخل Income bonds

ونتناول فيما يلى التعريف بأنواع هذه السندات فى إيجاز :

- السندات العادية هى تلك التى تتيح لأصحابها الحصول على فائدة ثابتة خلال مدة القرض
- وأما السندات المشاركة فى الربح فهى تلك التى تخول لحاملها حق الحصول على حصة فى الربح الذى حققه المشروع إذا تجاوز الفائض المحقق قدراً معيناً فضلاً عن الفائدة الثابتة التى تغلها هذه السندات.

- أما سندات المقارضة الإسلامية يطلق عليها أيضا سندات انضارية الإسلامية فهي تلك الأداة الاستثمارية الرائعة التي قدمها الفكر الإسلامي كبديل للأدوات الربوية في أسواق رأس المال .

وهذه السندات يتم طرحها عادة للاكتتاب العام بغرض تمويل مشروعات معينة عند التكوين بعد أداء رأس المال بالكامل أو لتوجيه حصيلتها لبعض المشروعات القائمة والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بمنأى عن شبهة الربا وأدوات التمويل الربوي . ويرتبط العائد الذي يحصل عليه أصحاب هذه السندات بنتائج نشاط المشروع إيجابا وسلبا ، ويرتبط على ذلك تغير العائد الموزع بتغير الفائض المحقق حيث يتم توزيع الفائض القابل للتوزيع بنسبة شائعة من الربح وتقوم الجهة المصدرة لهذه السندات بإجراء التصفية التدريجية لها باستهلاكها . وينتقل المشروع كاملا إلى تلك الجهة بعد تمام الوفاء بقيمة السندات لأصحابها . ومن المعلوم انه يتمتع على هذه المشروعات التعامل بالفائدة آخذاً أو عطاءً أو التعامل في المحرم بيعا أو شراءً وإلا لما كان هناك مقتضى لإصدارها أصلاً .

- السندات متزايدة العائد فهذه السندات تصدر بأسعار فائدة غالباً ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية. إلا أنه يجري تصعيده تدريجياً حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقاً لسعر الفائدة. ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتاً.

- أما السندات ذات العائد الموعوم فقد نشأت في سوق لندن والعائد الذي تغله عادة نصف سنوي ويجرى تحديده على أساس متوسط أسعار ودائع بنوك لندن القائدة والمعروف بسعر الليبور لمدة ستة أشهر مضافاً إليه هامشاً محددًا بنسبة ربع أو نصف في المائة غالباً . وتخول هذه السندات لأصحابها حداً أدنى من العائد وتتراوح مدتها غالباً ما بين خمس وسبع سنوات ويمكن استهلاكها قبل هذا التاريخ

- سندات ذات العائد المتغير : تختلف هذه السندات عن السندات ذات الفائدة الموعومة من حيث ان سعر الفائدة لا يرتبط بسعر الليبور. وهي مع هذا تتميز بتغير سعر الفائدة عليها صعوداً وهبوطاً مما يجعلها أكثر جاذبية لقطاع عريض من الراغبين في الاستثمار في السندات .

- سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار : لما كانت القوة الشرائية للنقود ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطاً عكسياً فترتفع بانخفاضها وتنخفض بارتفاعها. الأمر الذي يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة التي قد تقل نسبتها عن نسبة التضخم . الأمر الذي يترتب عليه تدهور القوة الشرائية لأموال المستثمرين وتآكلها . لذلك لم يكن مستغرباً ان يستحدث الفكر المالي أداة مالية جديدة تتغير عوائدها المتمثلة في سعر الفائدة على فترات دورية لا تقل عن عام. ولا تزيد عن عامين حيث يتم تغير سعر الفائدة على ضوء ما يسفر عنه قياس التغير النسبي في مستوى الأسعار

## صكوك السندات

أ. / سمير عبد الحميد رشوان

- سندات الدخل: على الرغم من أن هذه السندات تخول لحاملها الحق في الحصول على فائدة ثابتة محددة السعر إلا أن هذا الحق مشروط بتحقيق الشركة المصدرة فائداً كافياً لتغطية الفائدة ، فإذا لم يكن الفائض كافياً للشركة تدفع عائداً أقل أو يسقط عنها السداد.

### ثالثاً : من حيث العملة المصدر بها السندات

السندات متعددة العملات ... وهذه السندات تصدر بإحدى العملات ويتم سداد قيمتها بعمله أخرى، ومن الأمثلة التطبيقية ما قامت به شركة الخطوط الأمريكية **American Air Lines**

من اقتراض ما يعادل ٤٤ مليون دولار بالفرنك السويسري على أن يتم استهلاك هذا القرض بالدولار الأمريكي بعد ثمانى سنوات، ويستحق حاملو السندات فائدة ثابتة بمعدل ٧.٥٪ بالفرنك السويسري، وبالإضافة إلى ذلك فإنه يجري زيادة قيمة القرض بمعدل ٨.٥٪ سنوياً كعائدة مركبة لتعويض المقرض عن تقلبات سعر الصرف ومخاطر العملة .

### رابعاً : من حيث الاسترداد

١. سندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينه **Irredeemable bonds**

وهذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد ، ولهذا فإن سدادها أبدياً

**A bond which has no stated maturity , on which therefore payable for ever**

٢. سندات لها صفة الاستمرارية

ويكون لحامها حق تقديمها للاستهلاك في تاريخ الاستحقاق أو أى تاريخ مستفيداً

من عوائدها

٣- سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة **Optional bonds**

ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك ، والأمر هنا يكون رهناً بمشيئة

المقرض فيسترد قيمة السند وقتما يشاء **Commodity bonds**

### خامساً : السندات السلعية :

وهي أحد أشكال السندات التي تسجح للمستثمر بمشاركة الجهة المصدرة لها في مخاطر تقلب أسعار السلع التي يحمل السند اسمها ومن السندات السلعية التي يجري إصدارها عادة السندات البترولية **Petro bonds** السندات المتعلقة بالمعادن النفيسة كسندات الفضة **Silver bonds** وسندات الذهب **Gold bonds** وسندات الطاقة أو الفحم **Cool bonds** .

وخلافاً للسندات المتعارف عليها فإن القيمة الاسمية لهذه السندات لا تتحدد بالنقود وإنما بقدر ما تمثله من وحدات السلعة كماً أو وزناً أو كيلواً أو حجماً .

فالسندات البترولية على سبيل المثال تكون فتاتها بعدد براميل البترول المدونة على الصك ، أما عن معدل الفائدة فهو أدنى غالباً مما يتعين على انجته المصدرة ان تدفعه مقابل الحصول على الأموال بالطرق التقليدية .

وتتأثر أسعار هذه السندات بالظروف الاقتصادية ومستويات الاسعار ، ففى حالات التضخم ترتفع أسعار السلع وترتفع معها أسعار السندات والعكس أيضاً صحيح فى حالات الكساد .

ويقلل أو يحدد من درجة المخاطرة حصول المستثمر على القيمة الاسمية للسندات كاملة بمقتضى الحد الأدنى لها ، وفى نفس الوقت فان هذه السندات تسمح للجهة المصدرة لها بالحصول على الاموال بأدنى تكلفة ممكنة.

#### سادساً : سندات الايروبوندا . Eurobonds

هو صك يمثل ديناً أو التزاماً فى ذمة جهة المصدرة وقد جرت العادة على إصدار هذا النوع من السندات بفئات صغيرة كى يذسب صغار المستثمرين ، وهذه السندات تعد من الأدوات المالية طويلة الأجل ، وتتراوح مدتها غالباً ما بين خمس وعشر سنوات .

أما الفائدة فيتم دفعها سنوياً بمعدل ثابت أو معوم وتتضمن هذه السندات عدة أنواع أهمها :

سندات بخصم إصدار لا تخول لصاحبها حق الحصول على فائدة **Zero coupon Bonds**

سندات ذات عائد معوم **Floating Rate Bonds**

سندات قابلة للتحويل **Convertible Bonds**

حيث يكون بوسع حاملها الحق فى استبدالها او الحصول فى مقابلها على عدد من الأسهم خلال فترة معينة من الزمن . **redetermined** محدد مسبقاً

سندات ذات ضمانات لشراء أسهم او سندات **Bonds with Warrants**

وهذه السندات تخول لحاملها الحق أو تعطى حق الخيار لشراء عدد من الأسهم بسعر محدد خلال فترة سابقة مقابل السداد نقداً أو شراء سندات جديدة بشروط القرض السابق ، فإذا ما رغب حامل الصك فى ذلك فما عليه إلا فصل الجزء الملحق بالسند .

وتصدر هذه السندات كما يبين من اسمها بواحدة من عملات عديدة ، وان كان نصيب الدولار هو الأكبر إلى حد بعيد وليس معنى ذلك أن إصدار سندات بالفرنك السويسرى فى سويسرا يجعلها من الايروبوندا ذلك أنه يشترط أن تقرض هذه السندات فى سوق دولية حتى يمكن اعتبارها كذلك. ويجرى التعامل على هذه السندات من خلال تجار الأوراق المالية **Dealers** شأنها فى ذلك شأن الأوراق التى يجرى التعامل عليها فى الأسواق غير الرسمية وشخصية حامل السند غير معلومة للكافة باستثناء الوسطاء الماليين الذين

## صكوك السندات

أ.د/ سمير عبد الحميد رضوان

---

يقومون بتنفيذ عمليات البيع والشراء ، وليس هناك سجلات للمالكين ، ويسعى للحصول على هذه السندات غالباً المستثمرون من أصحاب الأرصدة المودعة خارج الولايات المتحدة الأمريكية .

وتصدر سندات الايروبولد عادة بواسطة الشركات الأمريكية

### سابعاً : سندات الايروبولد Eurodollar Bonds

هذه السندات هي ذاتها الايروبولد غير أنها تصدر بالدولار الأمريكي .

### ثامناً : سندات الساموراي Samorai

الأصل في التسمية ( الساموراي ) ترجع إلى طبقة المحاربين الارستقراطيين اليابانية هذا عن الأصل اللغوي واصطلاحاً فهذه السندات تصدر بالين الياباني في اليابان وقد كان لنمو الأسواق المالية اليابانية والقبول العام للين الياباني كعملة دولية وعالمية وكذلك لمعدلات سعر الفائدة المغرية ، أبلغ الأثر في إنعاش هذا النوع في سوق السندات .

## أسواق النقد

ونحن بصدد الحديث عن أسواق النقد فلا يفتونا ابتداءً الحديث عن أول ظهور للنقود في عالمنا منذ بدء الخليفة.

ورد في بعض المصادر أن أول قطعة نقدية معلومة التاريخ ترجع إلى عام 687 قبل ميلاد المسيح عليه وعلى نبينا أفضل الصلاة والسلام، وقد وردت إشارة في كتاب الله العزيز الحكيم إلى استخدام النقود المعدنية (الفضة) في العصور السحيقة كما ورد في سياق الآيات الكريمة عن أصحاب الكهف إذ يقول الله سبحانه وتعالى على لسانهم:

﴿فَابْعَثُوا أَحَدَكُمْ بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنْظُرْ أَيَّ أَزْكَى طَعَامًا فَلْيَأْتِكُمْ بِرِزْقٍ مِنْهُ وَلْيَتَلَطَّفْ وَلَا يُشْعِرَنَّ بِكُمْ أَحَدًا﴾ [الكهف: ١٦] صدق الله العظيم.

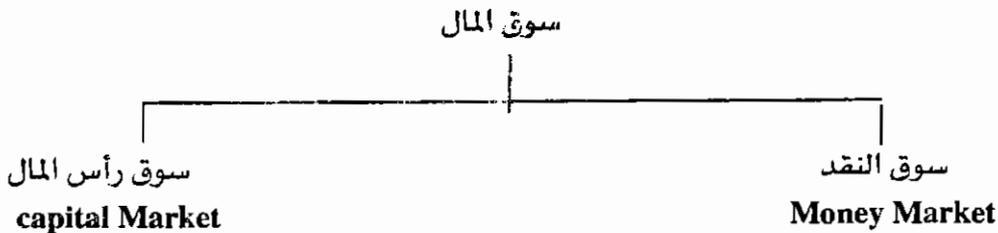
بل وورد في إنجيل متى إشارة إلى ذلك حيث جاء فيه «ودخل يسوع إلى هيكل الله وأخرج جميع الذين كانوا يبيعون ويشترون في الهيكل وقلب مواقد الصيارفة.

وأول ظهور للنقود الورقية كان على أيدي الصاغة الذين كان يحتفظون بودائع الذهب الخاصة بالغير في خزائهم الحديدية الآمنة **safe and secured** مقابل عمولة الايداع. ويحصل المودع على إيصال، وبدأ المودعون يستخدمون هذه الإيصالات لتسوية حساباتهم فيما بينهم، فكان ذلك أو ظهور لأوراق البنكنوت.

### تعريف: سوق النقد:

هي سوق المعاملات النقدية قصيرة الأجل **short term loans Market** والخالية من عنصر المخاطرة **Free of risk** وتعد بديلا لأسواق الأوراق المالية التي تشهد تقلبات عنيفة من وقت لآخر في أسعارها ومخاطر يتوجس المستثمرون منها خيفة.

وهي أحد مكونات سوق المال **Financial Market** وبمعنى آخر هي أحد شقي سوق المال كما يبين من الشكل التالي:



والعلاقة التي تربط بين السوقين تتمثل في حركة انتقال الأموال فيما بين السوقين، فالسوق النقدية تصب في سوق رأس المال، وسوق رأس المال تصب في سوق النقد، حتى إنه ليسق أحيانا وضع حد فاصل بينهما باعتبار أن العمليات التي تبدأ في سوق النقد تنتهي غالبا في سوق رأس المال.

## صكوك السندات

أ.د/ سمير عبد الحميد رضوان

### أثر سعر الفائدة على انتقال الأموال

تتعلق هذه المسألة فيما يعرف بالنقود الرخيصة أو السهولة **Cheap or Easy Money**

والنقود الغالية **Dear or tight Money**

وينصرف مفهوم النقود الرخيصة إلى الآتي:

عندما تعتمد السلطات النقدية إلى خفض سعر الفائدة للتشجيع على الاقتراض ولبعث الانتعاش في النشاط الاقتصادي، أما النقود الغالية ويطلق عليها أيضا **Tight Money** فينصرف هذا المصطلح أيضا إلى الحالة التي ينخفض خلالها المعروض النقدي **Money supply** ويجرى تقييد الائتمان والحد منه، ورفع سعر الفائدة إلى ثمن الاقتراض، فيعرض الراغبون في الاقتراض عن الاقتراض وذلك كوسيلة لمحاربة التضخم من جانب السلطات النقدية.

ويرى بعض كتاب التمويل والاستثمار أن زيادة المعروض النقدي بسعر فائدة منخفض يشجع على الاقتراض والتحول إلى سوق رأس المال، وحينما ترتفع أسعار الفائدة ينسحب المستثمرون من سوق رأس المال إلى سوق النقد.

ولا نزاع في الرأي أنه حينما يقبل أحد المستثمرين على الاستثمار فإنه يقارن بين العائد المتوقع من الاستثمار أو معدل الكفاية الحدية لرأس المال وبين الفائدة التي يمكنه الحصول عليها فيما لو أودع أمواله في أحد البنوك.

### أهم مؤسسات سوق النقد

Central Bank	١. البنك المركزي
Commercial Banks	٢. البنوك التجارية
Discount houses	٣. بيوت الخصم
Money Dealers	٤. تجار النقود

أما فيما يتعلق بالبنك المركزي فيمثل السلطة النقدية في أغلب بلاد العالم، ويتربع على عرش الجهاز المصرفي، ويتصدر قمته، وهو بنك وحيد، إذ لا يمكن تصور وجود عدة بنوك مركزية تتولى ذات المهام من ناحية إصدار أوراق البنكنوت، أو الإشراف على البنوك، والرقابة على الائتمان، ورسم السياسة النقدية والائتمانية، والتحكم في العرض الكلي للنقود، بما يتفق وحجم النشاط الاقتصادي وحجم السلع والخدمات التي ينتجها المجتمع، أما البنوك التجارية فهي مؤسسات مالية، لا تمتلك الجزء الأعظم من الأموال التي توظفها ولكنها تستدينها من الآخرين، والعلاقة بين البنك والعميل هي علاقة المدين بالدائن، فالبنك يعد مقترضا للنقود التي أودعها العملاء لديه ويقترضها بدوره إلى آخرين.

(الموسوعة الألمانية)

**The relationship of the bank to customer is that of debtor and creditor. The bank in effect borrows the money that is deposited with it by its clients.**

أما الموسوعة البريطانية فقد عرفت البنك انتجارى بأنه التاجر الذى يتعامل فى النقود وبدائلها كالشيكات والكمبيالات وأن عمله الأساسى هو الاقتراض من الأفراد والشركات، ومن خلال تلك الأموال يقوم البنك بعقد القروض ومنح الائتمان.

٢- بيوت الخصم Discount Houses

فهى مؤسسات مالية فى المدن تتخصص فى خصم الكمبيالات بمعنى قيام حاملها بصرف قيمتها قبل ميعاد استحقاقها من تلك البيوت. على أن تقوم هذه البيوت فى تاريخ الاستحقاق بتحصيلها وتقوم هذه البيوت بدفع القيمة لحاملى هذه الكمبيالات بعد خصم الفائدة وفقا لجداول القيمة الزمنية للنقود.

ويطلق على هذه البيوت أيضا مصطلح Acceptance houses إلا أن ما يميزها هو أنها لا تقبل خصم هذه الكمبيالات ما لم تكن مضمونة السداد.

أهم أدوات سوق النقد:

تتمثل فى اذون الخزانة - الأوراق التجارية - شهادات الايداع. ونتناول هنا اذون الخزانة باعتبارها من أهم أدوات هذه السوق ويتم من خلالها تحديد اسعار الفائدة.

أذون الخزانة: Treasury Bills (T.BILLS)

هى أحد أدوات الدين قصيرة الأجل التى تصدرها الحكومات.

Short\_ term Debt Instrument sold by governments

وأهم ما يميز هذه الأداة قصر أجلها حيث تتراوح مدتها ما بين ٩١ يوما وهو حدها الأدنى، ٣٦٤ يوما وهو حدها الأقصى، وتعد من أقل أدوات سوق النقد مخاطرة وأعظمها سيولة.

وفى الولايات المتحدة الأمريكية تصدر هذه الأذون بفضئات حدها الأدنى ١٠٠٠٠ دولار، أما عن عملية الإصدار ذاتها فما كان من هذه الأذون يستحق بعد فترة طولها ٥٢ أسبوعا أى ٣٦٤ يوما فيجرى إصداره شهريا.

**New 91 and 182 Day T. bills are issued weekly, whereas 52 weak T. bills are issued monthly.**

وتباع هذه السندات بخصم At Discount من القيمة الاسمية Face value، ولذلك فليس هناك ثمة عوائد أخرى تقوم بسدادها الجهة المصدرة. ويمثل الفرق بين ثمن الشراء Purchase price والقيمة الاسمية Face value العائد الذى يحصل عليه المستثمر، وبمعنى

آخر فإن سعر الخصم والذي حدده بنفسه مقدم العطاء، Bidder يمثل العائد المطلوب تخفيضه من جانب المستثمر Required Rate of Return وتلعب اذون الخزانة دوراً هاماً تبرزه النظرية المالية وبسبب انعدام مخاطرة التوقف عن الدفع من قبل الجهة المصدرة No Risk of Default واستحقاقها خلال فترة قصيرة للغاية. Very short term Matarty ولأن لها عائداً معروفاً مسبقاً A known Return ولأنه يجرى التعامل عليها في أسواق نشطة Traded in active Market. ولأنه يمكن (خصمها) والاقتراض بضمانها.

لذا فإن هذه الأداة تعتبر من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، الخالية من عنصر المخاطرة والتي توائم الكثرة من المستثمرين. وخاصة البنوك وصناديق الاستثمار والصناديق الخاصة وشركات التأمين والأفراد.

وأذون الخزانة أحد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية - Indirect Monetary policy Instrument. فمن خلالها يتم امتصاص فائض السيولة لدى البنوك وهو ما يعنى تمكين الجهاز المصرفى من توظيف فائض السيولة لديه بعائد مجز، مع الاحتفاظ بنسبة السيولة المقررة من قبل البنك المركزى (lar) liquid Asset Ratio وهى فى مصر حالياً ٢٠٪ بالنسبة للودائع بالعملة الوطنية، ٢٥٪ بالنسبة للودائع بالعملات الأجنبية.

يقوم البنك المركزى باستخدام اذون الخزانة فى تنفيذ عمليات الريبو Repurchase Agreement ويتطلع البنك الى تنفيذ عمليات الريبو المضاد Reverse Repo فى الآونة القريبة، وهذا الأمر الذى نعود له بعد قليل.

ويعتبر البنك المركزى عند قيامه بطرح اذون الخزانة للبيع بأسلوب المزاد Auction وقبوله العطاءات من مختلف الجهات والأفراد Bidders سوقاً أولية Primary Market وحينما يجرى التعامل على هذه الأذون فى مرحلة تالية فإننا نكون بصدد سوق ثانوية Secondary Market بقى أن نشير. قبل أن تنتقل لعمليات «الريبو» وعمليات «الريبو المضاد» إلى أن اذون الخزانة لا تختلف عما يسمى Zero coupon bonds من حيث أن كلاً من النوعين لا تقترن به أية توزيعات فى صورة كوبيونات ووجه الخلاف بين اذون الخزانة وهذه السندات هو أنه بينما لا تزيد مدة الأذون على سنة فقد تمتد الأخرى لآجال طويلة.

عمليات إعادة الشراء (Repo) Repurchase Agreement (Repo) هى اتفاقية بين مقترض ومقرض على أن يبيع الأول ورقة مالية حكومية للثانى على ان يشتري مرة أخرى ما باع. It is an agreement between a borrower and a lender to sell and repurchase a government security بينما عرفها صندوق النقد الدولى على النحو التالى:

أن ثمة «مشتري» يوافق على شراء أوراق مالية من البائع مقابل سعر معين ووقت معين، ويوافق كذلك على أن يبيع نفس هذه الأوراق مرة أخرى للبائع فى وقت لاحق وبسعر متفق عليه عند بداية العملية.

A Repurchase transaction involves a «Buyer» agreeing to buy securities from the seller for a certain price at a certain time, and also agreeing to sell those

same securities back to the seller at some future point, at a price agreed at the commencement of the transaction.

ورغم أننا في مصر قد شرعنا منذ منتصف عام ٩٣ في تنفيذ عمليات الريبو، إلا أن هذه العمليات لا تسلم من نقد حيث تصطدم آلية هذه العمليات بنصوص وأحكام القانون المدنى المصرى حيث تنص المادة ٤٦٥ من هذا القانون بأنه اذا احتفظ البائع عند البيع بحق استرداد المبيع خلال مدة معينة وقع البيع باطلا.....

ولما كانت الإقرارات المقدمة من البنوك ببيع ما لديها من أذون تنص على التزامها بشراء ذات الأوراق، فإن عمليات الريبو والأمر كذلك تقع باطلة.

### عمليات الريبو المضاد Reverse Repo

ويتعاقد من خلاله الطرف القائم بعملية الريبو المضاد على ان يشتري ورقة مالية حكومية بسعر معين على أن يبيعها مرة أخرى بسعر محدد سلفاً زمناً ومقداراً، والبائع هنا هو البنك المركزى. **To sell it back at a predetermined price and time.**

وأغلب البنوك يود التوسع فى قبل هذه العمليات حتى يتمكن من توظيف فائض السيولة لديه، وبما يغطى على قصور البنك فى توظيف أمواله فى الأنشطة الرئيسية التى أنشئت هذه البنوك من أجلها وهى مجمع المدخرات وتوظيفها فى تمويل النشاط الاقتصادى وعمليات التنمية الاقتصادية.

ولعمليات الريبو المضاد سلبياتها كذلك من حيث إن الفائدة التى يتحملها البنك المركزى لتوظيف فائض السيولة لدى البنوك تمثل عبئاً ثقيلاً وتؤثر بالتالى على أرباح البنك المركزى

### أذون الخزانة Treasury Bills

ثمة وجه كبير للتشابه بين سندات الخزانة والسندات المقدمة **Zero coupon bonds** من حيث أن كلا من النوعين لا تقترن به أية توزيعات فى صورة كوبونات، وإنما يتمثل العائد الذى يحصل عليه حامل هذا النوع من السندات فى الفرق بين سعر الشراء وقيمه الاسمية المدونة على الصك، ووجه الخلاف بين تلك الاذون وسندات الخزانة أن هذه الأخيرة لا تزيد مدتها عن عام بينما قد تمتد الأخرى لآجال طويلة.

### كيفية تحديد سعر أذون الخزانة

أ- إذا كانت المدة عاماً كاملاً

$$P = \frac{F}{(1+2)}$$

أما بالنسبة للمدة فتختص هنا تماماً حيث لا تزيد المدة عن عام ولو افترضنا أن قيمة العائد المطلوب تحقيقه ١٠٪ سنوياً فإن القيمة الحالية هنا

## صكوك السندات

أ.د/ سمير عبد الحميد رضوان

$$\frac{100}{(1.10)} = \frac{100}{(0.10 + 1)} = 90.9$$

ولدينا طريقتان لاحتساب العائد

أولاً: العائد على أساس سعر الخصم **yield on discount Basis**:

$$\frac{F - P}{F} \times \frac{360}{\text{Number of days to Maturity}}$$

$$\frac{\text{الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \frac{360}{\text{عدد الأيام حتى تاريخ الاستحقاق}}$$

فلو افترضنا أن القيمة الاسمية للسند ١٠٠ جنيه وسعر الشراء ٩٥ جنيهاً والمدة ١٨٢ يوماً

$$0.098 = \frac{360 \times 5}{182 \times 100}$$

ولو افترضنا أن العائد على أساس سنوي

$$\%4.9 = \frac{360 \times 5}{364 \times 100}$$

الطريقة الثانية احتساب المعدل على أساس المعادل لعائد السند

### Bond yield equivalent

$$\frac{P}{\text{Purchase Price}} \times \frac{365}{\text{Number day to maturity}}$$

فالمدّة هنا تكون على أساس ٣٦٥ يوماً بدلاً من ٣٦٠ يوماً وينسب الفرق بين السعيرين الى

القيمة الشرائية وليس القيمة الاسمية.

وإذا انتقلنا من حالات الافتراضية الواقع فسوف يكون بوسعنا تقويم سوق السندات في

مصر في ضوء المعطيات المتقدمة.

### التوازن المالى ونظرية كمية النقود: Quantity theory of money

يدور النشاط الاقتصادى لأى مجتمع فى دائرتين إحداهما مادية والأخرى نقدية.

وتتمثل الدائرة المادية فى التدفقات السلعية (العرض الكلى) أما الدائرة النقدية

فإنها تتمثل فى التدفقات النقدية (الطلب الكلى) لمقابلة هذه التدفقات السلعية.

وبالتالى للحفاظ على استقرار الأسعار فإنه من المتعين أن يتساوى التغير فى التدفقات

النقدية مع معدل التغير فى التدفقات السلعية ، وبمعنى آخر أنه يجب تعادل معدل التغير فى

الطلب الكلى مع معدل التغير فى العرض الكلى وهو ما يطلق عليه معامل الاستقرار النقدي وفقاً للمعادلة التالية:

$$\% \frac{\Delta \text{ن.ق.أ}}{\text{ن.ق.أ}} = \% \frac{\Delta \text{م}}{\text{م}}$$

أى:

$$\% \frac{\text{التغير في الناتج القومي الإجمالي}}{\text{الناتج القومي}} = \% \frac{\text{التغير في كمية النقود}}{\text{الرصيد النقدي}}$$

وعندما تكون نسبة تغير كمية النقود مساوية لنسبة التغير فى الناتج القومى الاجمالي فإن ذلك يعنى ثبات القوة الشرائية للنقود.

ويعتبر معامل الاستقرار النقدي من أهم المعايير التى تستعين بها المؤسسات الدولية عند دراسة التوازن المالى والاقتصادى والسياسات النقدية لبلد ما.

ومن المعروف أنه عند عدم تعادل التغير فى العرض النقدي مع معدل التغير فى التدفقات السلعية يتعرض الاقتصاد الوطنى لاختلالات بالغة الضرر فى صورة تضخم inflation ينعكس أثرها على ارتفاع الأسعار أو فى صورة انكماش deflation تنعكس آثاره فى صورة تدهور للأسعار أو انخفاض مستوى الانتاج أو تكديس المخزون السلعي أو ظهور عمالة عاطلة.unemployment.

وتحدد نظرية إيرفارد فيشر irvard Fisher العلاقة بين المستوى العام للأسعار وكمية النقود وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{كمية النقود} \times \text{سرعتها} = \text{حجم السلع والخدمات} \times \text{متوسط الأسعار}$$

$$MV = PT$$

حيث: M تمثل كمية النقود

V تمثل سرعة دوران النقود velocity

T كمية المبادلات (الناتج القومى لاسلع والخدمات)

P المستوى العام للأسعار

$$\frac{\text{الناتج القومي الاجمالي}}{\text{الرصيد النقدي}} = \text{معدل الدوران (Rate of turn over or velocity)}$$

وفى الولايات المتحدة الأمريكية كان الناتج القومى الاجمالى عام ٨٤ نحو ٣٦٦٠ بليون دولار وكان حجم العرض الكلى للنقود خلال ذات السنة ٥٤٠ بليون دولار، وهو ما يعنى أن متوسط سرعة التداول أو معدل الدوران لكل دولار فى المتوسط تم انفاقه على السلع والخدمات بلغ ٦.٨ مرة.

**In 1984 with a GNP of 3660\$ Billion and an average money supply of 540\$ Billion during the year, the velocity of money was 6.67per annum. This means that each Dollar on the average was spent about 6.8 times in purchasing goods and services during 1984<sup>(2)</sup>.**

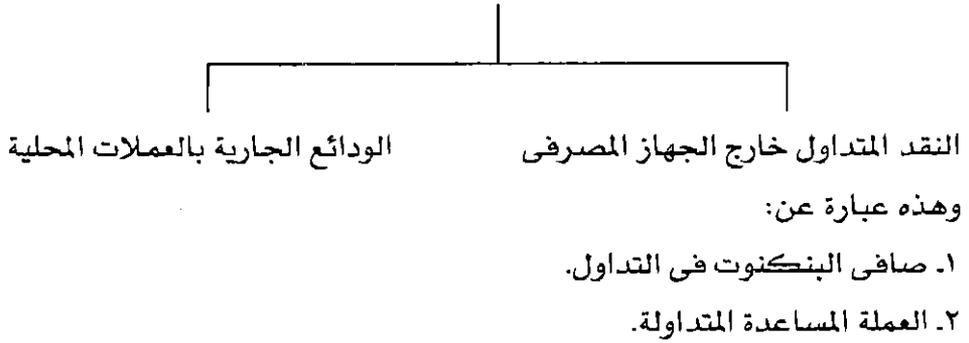
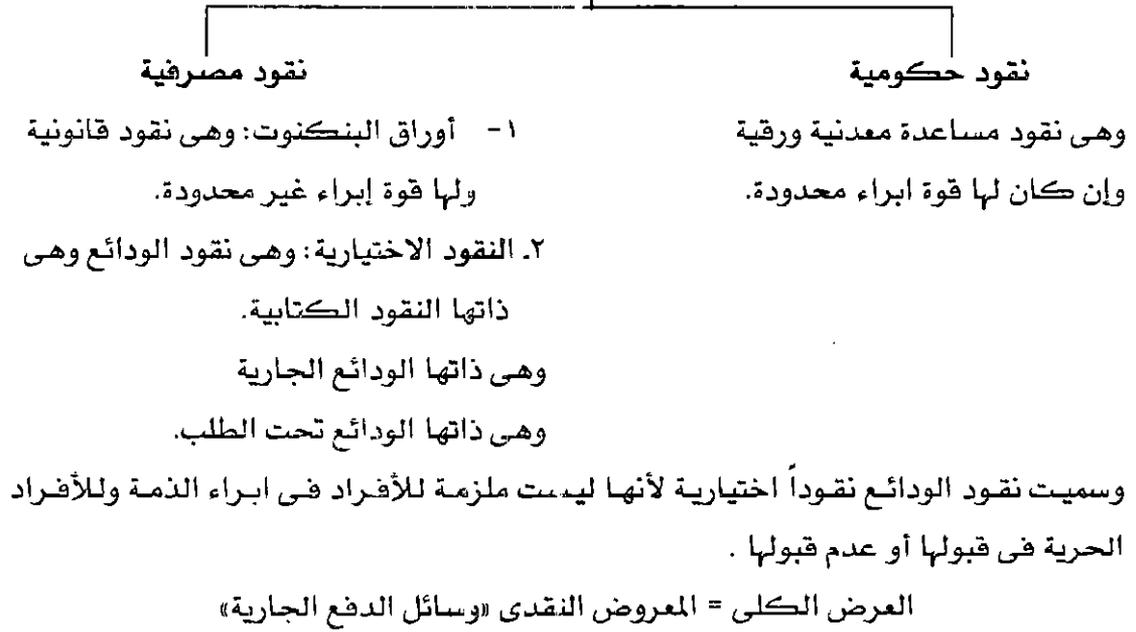
### العرض الكلى للنقود

يتكون العرض الكلى للنقود Total money supply :

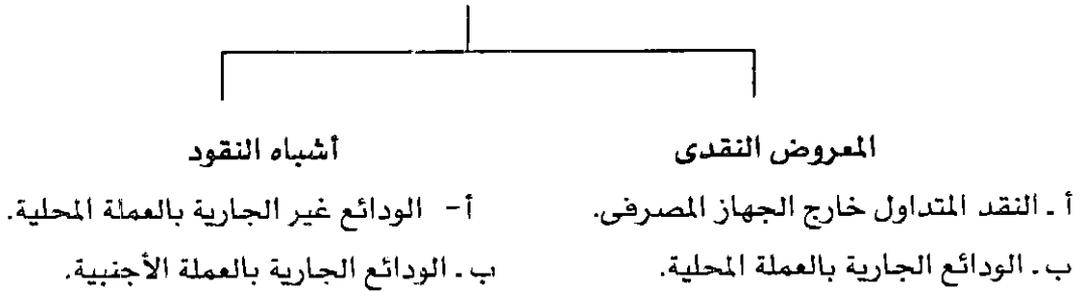
- ١- النقود المساعدة token money سواء كانت معدنية أو ورقية وهى التى تصدرها الحكومة ممثلة فى وزارة المالية.
- ٢- أوراق البنكنوت والتى تقوم بإصدارها البنوك المركزية وتتمتع بقوة ابراء غير محدودة.
- ٣- النقود الكتابية أو ما يعرف بالحسابات الجارية أو الودائع تحت الطلب أو الودائع الجارية وهذه تصدرها البنوك التجارية فى صورة شيكات وتتمتع بالقبول العام فى التبادل.
- ٤- ولا تمثل النقود المساعدة سوى نسبة دئيلة للغاية فى العرض الكلى للنقود حيث أنها تتمتع بقوة ابراء محدودة رغم كونها جزء من النقود القانونية، بينما تحتل النقود الكتابية وهى التى تصرف بالحسابات الجارية مركزاً نسبياً يتزايد باستمرار مع تزايد درجة التقدم الاقتصادى والاجتماعى فى الدولة، إذ يجرى تداولها عن طريق الشيكات والتى تلقى قبولاً عاماً فى التداول وإن لم يكن لها صفة الالتزام ولذلك تشكل جزء من عرض النقود وتتوقف أهميتها على تطور الوعى المصرفى فى المجتمع.

أما أوراق البنكنوت فتحتل مركزاً وسطاً بين الأنواع الثلاث فى التداول المتقدمة، بينما تحتل المركز الأول فى الدول المتخلفة اقتصادياً ويرى بعض الاقتصاديين أن النقود المصرفية بنوعها تمثل أكثر من ٩٠٪ من العرض الكلى للنقود سواء فى البلاد المتقدمة أو المتخلفة اقتصادياً.

### النقود اثنانوية



### هيكل السيولة المحلية



### النقود الكتابية :

وهى ذاتها نقود الودائع أو الودائع الحارية وتتمتع هذه النقود بالقبول العام فى الوفاء بالالتزامات.

إن قدرة البنوك على خلق نقود الودائع أعطت السلطات النقدية مرونة كبيرة فى تحديد العرض الكلى للنقود.

### الودائع لأجل:

لا تعتبر نقوداً لأنها لا تتمتع بالقبول العام فى الوفاء بالالتزامات إذ لا يمكن تحويلها بسرعة الى نقود قانونية إلا بخسارة عند الطلب ولذا تعد من أشباه النقود Near money أو Quasi money.

### أشباه النقود

على الرغم أنه ليس أمراً مقبولاً عند جمهرة الاقتصاديين النقديين اعتبارها أحد مكونات العرض الكلى للنقود، نجد أنها قريبة جداً من النقود إذ يمكن تحويلها بعد ملء استثمارها وفى فترة قصيرة للغاية إلى نقود.

## النظريات الحاكمة لسعر الفائدة

### تعريف سعر الفائدة

سعر الفائدة هو السعر الذى يقوم المقترض بدفعه مقابل استخدام النقود المقترضة. وهو أداة من أدوات السوق النقدية.  
قالوا عن الفائدة:

١- إنما هي ثمن للأجل أو الانتظار «خضوعاً» للمفهوم الفريى « القيمة الزمنية للنقود

### Time value of money.

٢- أنها ثمن الحرمان من الاستهلاك.

٣- أنها ثمن التضحية لمدة عاجلة (الاستهلاك) فى مقابل الحصول على فائدة آجلة.

٤- أنها مقابل ربحية رأس المال أو إنتاجيته .

٥- أنها تعويض عن انخفاض القوة الشرائية للنقود.

٦- وأخيراً وفقاً للتعريف المتقدم أنها الثمن المدفوع مقابل استعمال النقود.

وحقيقة الأمر أن سعر الفائدة غالباً ما يتحدد في البنوك فى ضوء سعر الخصم الذى تحدده البنوك المركزية فى العالم.

### أسباب تغير سعر الفائدة بتغير الأسباب

١- تحقيق مكاسب سياسية **Political short- term gains** فتخفيض سعر الفائدة قد يؤدي إلى رواج اقتصادى قصير الأجل، ولذا تلجأ الحكومات فى حالة الركود الاقتصادى إلى تخفيض سعر الفائدة وبالتالي زيادة الطلب على أموال الاستثمار مما يؤدي الى حالة من الانتعاش الاقتصادى

٢- التضخم: فى حالات التضخم تنخفض القوة الشرائية للنقود فيقوم المقترض بتعويض المقرض من خلال الفائدة المدفوعة له.

٣- الاستثمارات البديلة: أن المقترض لديه الخيار بين توظيف أمواله فى مختلف الاستثمارات، فإذا ما وقع اختياره على أحدهما، فإنه يضحى بالعوائد إذا كان فى الامكان الحصول عليها من استثمارات أخرى.

٤- مخاطر الاستثمار: هناك دائماً ثمة مخاطرة وهى إفسار المقترض أو حتى إفلاسه أو نفيه أو هروبه (abscond).

٥- تفضيل السيولة **Liquidity preference** حيث يفضل كثير من الناس أن تتوفر لديهم سيولة نقدية بصفة دائمة وذلك من خلال الاحتفاظ بالنقود أو توظيفها في أصول يمكن تحويلها بسهولة الى نقدية سائلة.

٦- الضرائب، فلأن عوائد نشاط البنوك وهى الفائدة تخضع للضريبة، فقد يصر المقرض على سعر فائدة أعلى حتى يعرضه عن المبالغ المدفوعة كضريبة بمعنى يحملها للمقترض.

### سعر الفائدة الحقيقي:

يعكس هذا السعر القوة الشرائية لحصيلة الفائدة، إذا جرى حسابه بتعديل السعر الاسمى الذى يتقاضاه بأن يأخذ فى الاعتبار معدلات التضخم.

مثال: فلو أن سعر الفائدة الاسمى ١٠٪ فإن جملة ١٠٠ جنيه فى نهاية السنة تصبح ١١٠ اجم فى حساب المودع.

ولو ثبت أن معدل التضخم ١٠٪ سنويا أيضا فإن المودع يعود رصيده الحقيقى إلى ١٠٠ جنيه فقط تمثل حجم السلع والخدمات التى يمكن الحصول عليها بغير ارتفاع الأسعار.

لذلك فإن معدل الفائدة الحقيقى وفقا احتسابه وفقا للمعادلة الآتية . معادلة فيشر

### Fisher equation

$$R = \frac{1+i}{1+p} \quad ١$$

حيث R تمثل الفائدة أو العائد الحقيقى.

P تمثل معدل التضخم

i تمثل معدل الفائدة الاسمى

ومعنى ذلك أن العوائد الحقيقية المتوقعة على استثمار ما يتم احتسابه وفقا لما تقدم.

### أسعار الفائدة السوقية **Market interest rates**

من الأمور المسلم بها أنه ليس لدينا سعر واحد للفائدة فلدينا سعر الفائدة فى سوق النقد وهذه تختلف أيضا باختلاف الآجال، وسعر الفائدة فى سوق السندات **Bond Market**، وسعر خصم الكمبيالات **Rate of Discount on Bills of exchange** وكذلك فى أسواق العملات الآجلة **Futures currency Markets** وغير ذلك.

## النظرية الكلاسيكية في تحديد سعر الفائدة Classical theory of interest

تعرف هذه النظرية سعر الفائدة بأنه العنصر الذي تتعادل عنده المدخرات مع الاستثمار أى المعروض النقدي مع الطلب على أموال الاستثمار.

**It is the element that equates saving and investment.**

أى أنه سعر الفائدة الذي يتعادل عند العرض والطلب وهناك اختلاف فى الرؤى بين المؤيدين للنظرية الكلاسيكية لسعر الفائدة.

**Proponet of classical theory of interest**

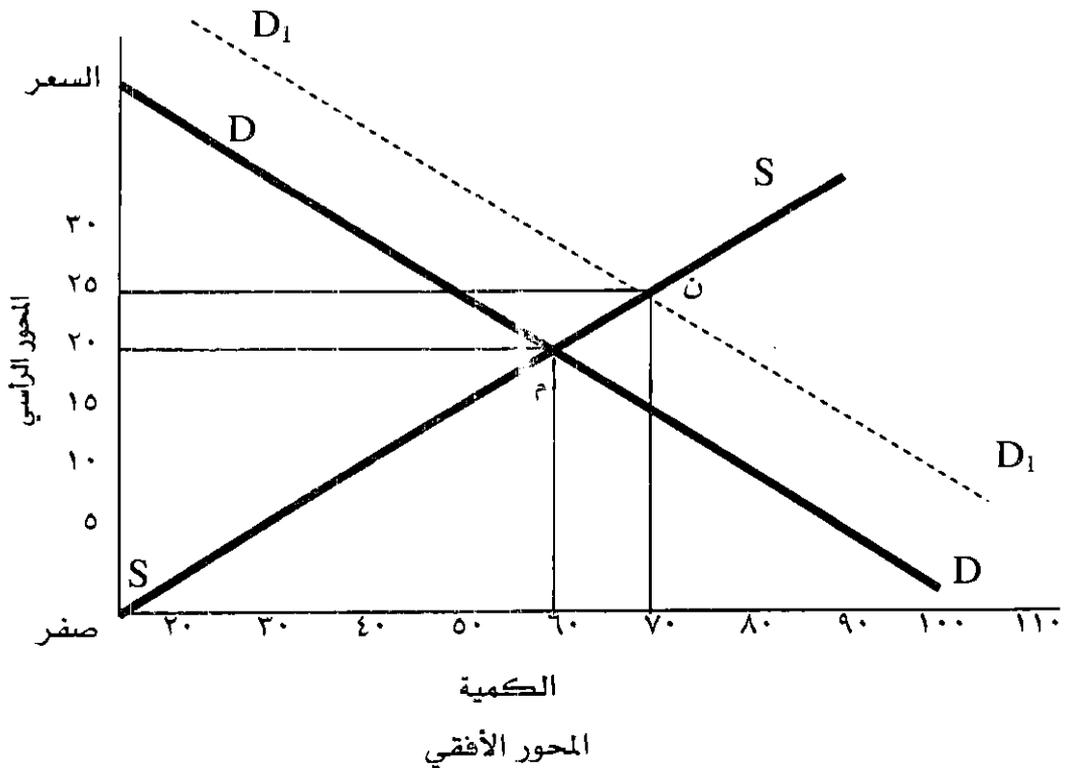
**Marshall** مارشال

وفقاً لما يراه مارشال فإن سعر الفائدة هو الثمن المدفوع لاستخدام رأس المال، وهذا السعر يتحدد عند نقطة التوازن الذى يحدث من خلال تفاعل الطلب الكلى على رأس المال مع العرض المتوقع.

**According to Marshall, the interest rate is the Price paid for the use of capital. The rate is determined by the equilibrium formed by the interaction of the aggregate demand for capital and its forthcoming supply.**

انظر الشكل (١)

كيفية تحديد سعر الفائدة وفقاً لنظرية الكلاسيكيين



المنحنى SS يمثل المعروض النقدي ويتجه من أسفل إلى أعلى  
 المنحنى DD يمثل جانب الطلب على رأس المال ويتجه من أعلى إلى أسفل.  
 المنحنى  $D_1D_1$  يمثل الزيادة في الطلب على رأس المال بسبب موجة من التفاؤل بين  
 المستثمرين ويتجه إلى اليمين تعبيراً عن الزيادة  
 المحور الصادي ( الأفقى) يمثل الكميات المطلوبة والمعروضة.  
 المحور السيني (الرأسى) يمثل سعر الفائدة.  
 النقطتين «م» ، «ن» يمثل سعر الفائدة.  
 النقطتين «م» ، «ن» تمثلان نقطتى التوازن والتان يلتقيان عندهما منحنى الطلب  
 والعرض وتحدد عندها أسعار الفائدة.  
 بينما يرى كينز أن سعر الفائدة الذى يعتمد على طلب وعرض النقود فى النظرية  
 الكلاسيكية أمراً مضللاً **misleading**.

يرى كينز أن سعر الفائدة يؤثر حتماً على الميل الحدى للإدخار.

**John Many and Keynes: the interest rate influences the marginal propensity to save.**

ويرى أن المدخرات ترتبط بمستوى الدخل . ومن ثم ينبغي أن يكون سعر الفائدة  
 عند النقطة التى يقطع فيها منحنى الطلب على رأس المال عند مستويات أسعار فائدة مختلفة

( كما يرون روبرتسون، وهيكس) **Hilks, Robertson**

**According to Keynes the interest rate definitely influences the marginal propensity to save. Saving also linked to the level of income.**

### سعر الفائدة لا تأثير له على الادخار

خلافاً لما يراه كينز فإن سعر الفائدة له تأثير محدود للغاية أو لا يؤثر على المعروض  
 النقدي أي عرض النقود أي زيادة المدخرات.  
 فبعض الأفراد يدخرون أموالهم بغض النظر عن سعر الفائدة تحسباً لآية ظروف  
 طارئة تحيط بالأسرة أو لمواجهة حالات التضخم.  
 والبعض يدخر لمعاونة أولاده بغض النظر عن سعر الفائدة وخاصة مع زيادة حجم  
 البطالة في الدول النامية والمتخلفة.  
 والبعض يدخر أيضاً لأنه بخيل على نفسه وأسرته بحكم طبيعته ، ولن يغير من هذه  
 الطباع انخفاض سعر الفائدة أو تغييرها فهو سيدخر في جميع الأحوال.

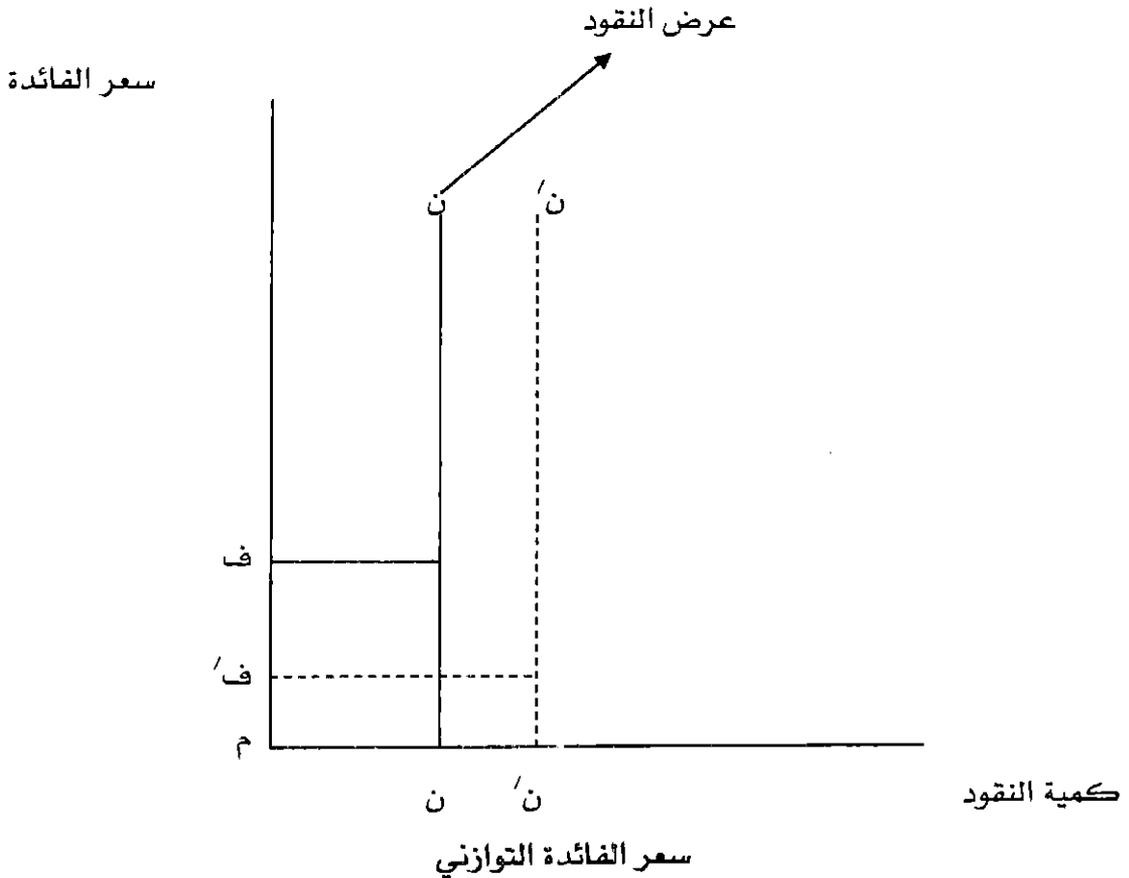
### سعر الفائدة التوازني:

غنى عن البيان أن السلطات النقدية تحدد كمية النقد المتداول مستقلة تماماً عن معدل الفائدة وسوف تتغير كمية النقود المعروضة زيادة ونقصاً طبقاً للسياسة النقدية المتبعة سواء عن طريق سياسة السوق المفتوحة، أو سعر الخصم، أو نسبة الاحتياطي النقدي أو السياسة الائتمانية.

والواقع أنه قد تكون هناك عدة اعتبارات اقتصادية وغير اقتصادية وراء سياسات التحكم في كمية النقد المتداول ولكننا نستطيع القول إن التغيرات في حجم النقد المتداول ستكون متوقفة على قرارات البنك المركزي.

وعليه يمكننا القول أن تحديد سعر الفائدة التوازني يتحقق عندما يتعادل الطلب على رأس المال (الطلب على النقود) بهذا السعر مع كمية النقد المعروضة (انظر شكل رقم ٢).

شكل رقم (٢)



## صكوك السندات

أ.د/ سمير عبد الحميد رضوان

يتحدد هنا سعر الفائدة التوازني بتعادل كمية النقود المعروضة مع التفصيل النقدي، وأنه باستطاعة السلطات النقدية التأثير في سعر الفائدة عن طريق زيادة المعروض النقدي إلى م ن' فينخفض سعر الفائدة إلى م ف' ويزداد تفضيل الأفراد للنقد السائل بدافع المضاربات نتيجة هذا الانخفاض فينخفض سعر الفائدة التوازني بمعنى انتقال رؤوس الأموال من سوق النقد إلى سوق رأس المال بدافع المضاربات عن انخفاض سعر الفائدة والعكس أيضاً صحيح.

وبالنظر إلى الشكل رقم (١) سوف نلاحظ التقاء منحنى الطلب على رأس المال والعرض عند النقطة م.

عندما كانت الكمية المطلوبة والمعرضة (٦٠) كان يقابلها السعر ٢٠ ومع زيادة الطلب واتجاه المنحنى إلى اليمين ليصبح  $D_1D_1$  تعبيراً عن زيادة الطلب مع بقاء أو ثبات العرض نجد عند الكمية ٧٠ كان السعر ٢٥ حيث ارتفع السعر نتيجة زيادة الطلب على رأس المال مع افتراض ثبات العرض والذي يتمثل في المدخرات.

ومعنى ذلك عملاً أن المعروض النقدي Money Supply لا يتأثر بالفائدة بل العكس هو الصحيح، ولكن كينز يرى أن هناك حدوداً لما هو في إمكانات السلطة النقدية أن تفعله عندما تصبح مرونة الطلب على السيولة النقدية لا نهائية عند سعر منخفض جداً.





**دورة: الاقتصاد للشرعيين**

**«النقود والمؤسسات المصرفية»**

خلال الفترة من: ٩-١٢ جمادى الأولى ١٤٢٣هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠١٢م

# **موقف الفقه الإسلامي من العقود والأدوات المتعامل عليها في أسواق المشتقات**

**الأستاذ الدكتور / سمير عبد الحميد رضوان**

أستاذ الاقتصاد - كلية اللغات والترجمة

جامعة الأزهر



## موقف الفقه الإسلامي من العقود والأدوات المتعامل عليها في أسواق المشتقات

الأستاذ الدكتور/ سمير عبد الحميد رضوان ❁

### تهديد

يتصدى هذا الفصل لموقف الشريعة الإسلامية من سائر العقود والبيوع التي يجري التعامل عليها في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية .

وقد يكون من المفيد قبل أن نشرح في عرض موقف الفقه الإسلامي من هذه البيوع أن نتوقف قليلاً عند بعض المسائل التي عرضنا لها آنفاً لما لها من أهمية في طرح تصور شامل لطبيعة ونوعية تلك البيوع التي تموج بها تلك الأسواق والتي قدمتها مراكز البحث والابتكار كأدوات لإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية والمصرفية، والمنشآت الخاصة والحكومية، وسائر الأفراد والجهات، خاصة وأنه لا نظير لهذه المعاملات في أسواقنا ؛ وأخذاً في الاعتبار أن الحكم على الشيء فرع من تصوره . ونمر على تلك المسائل مر السحاب حتى لا ينسحب البساط من تحت أقدامنا، أو أن ننزلق في التفاصيل التي تموج بها هذه البيوع .

ومن المسائل التي تطرح تصوراً عاماً لتلك البيوع ما يلي :

- إن سوق الأوراق المالية سوق كسائر الأسواق تلتقي من خلالها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث أنه يجري التعامل في الأسواق السلعية على أصل الثروة وهي أصول مادية ملموسة سواء كانت سلعاً استهلاكية أو وسيطة أو استثمارية، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي صكوك الأسهم التي في حوزة المساهمين أو صكوك السندات التي تمثل حقوقاً أو التزامات في ذمة أصحاب المشروع . ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين إذا ما رغب في الانسحاب من الشركة، ظهرت الحاجة إلى أسواق الأوراق المالية حيث تباع الحقوق وتشتري دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع . ويطلق على هذه السوق "السوق الحاضرة" .
- وبظهور المشتقات المالية لم يعد المضاربون وإن شئت فقل المقامرون في حاجة إلى التعامل

في الأصول التقليدية التي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية وهي الأسهم والسندات حيث توفر عقود المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة بما يفني عن تملك تلك الأصول التي تتناولها هذه العقود حيث يجري انتقال ملكية هذه العقود من شخص لآخر أو من جهة لأخرى قبل تواريخ استحقاقها أو نفاذ مدة سريانها .

● لا يجري تنفيذ أغلب العقود التي يجري إبرامها في تلك الأسواق، فهذه العقود لا يقصد المتعاقدون بعقدتها تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم؛ ولا يقتضي أن يكون البائع مالكا أصلاً لما يبيع، ولا المشتري مالكا وقت العقد للمال الذي يبذله في الشراء، ولا تخرج هذه العمليات عن كونها مراهنه من جانب طرف العقد على محض اتجاهات الأسعار .

● المشتقات المالية ليست أصولاً مالية كما أنها ليست أصولاً عينية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود إلا أنها مضافة إلى أجل، لا من حيث الثمن فقط ولكن من ناحية الثمن والمثمن، بمعنى أنها تتطوي على بيع دين بدين، وتشتق هذه العقود قيمتها من أصول أخرى تكون محلاً للتعاقد، بمعنى أن أدائها يتوقف على أداء أصول أخرى .

● بالرغم من أن المشتقات المالية يجري استخدامها في إدارة المخاطر أو التحوط ضد المخاطر، إلا إنها تتسم بقدر كبير من المخاطرة، فالمتعاقدان في حقيقة الأمر أحدهما بائع للمخاطرة والآخر مشتر لها، وهو ما يعني أن شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في تقليل بعض المخاطر المالية أو التخلص منها، وجهة أخرى تسعى إلى تحمل المخاطر نيابة عن الآخرين وهي تأمل في الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة .

● أكد صندوق النقد الدولي على صورية تلك العقود في الدراسة التي أعدها عن المشتقات بقوله «إن انتقال ملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية المقابلة أمر غير ضروري» «Any transfer of ownership of the underlying asset and cash flows becomes unnecessary».

● يقر كتاب الغرب أن أقل من ٢٪ (اثنين في المائة) من العقود القائمة يتم تسويتها بالتسليم وهذا إقرار من جانبهم أيضاً بصورية هذه العقود.

In fact generally less than 2% of outstanding contracts are settled by delivery.

● ذهب عدد كبير من الكتاب إلى أن عقود المشتقات من عقود القمار، فذهب بيتر دراكر إلى القول «إن المنتجات العلمية خلال الثلاثين عاماً الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها علمية، لكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في «لاس فيجاس» أو «مونت كارلو».

- بل وذهب بعض الكتاب في انتقاداتهم للمشتقات إلى أن المتعاملين في هذه الأسواق قد وُصفوا بأنهم أكثر من مقامرین .
  - وذهب البعض في إدانة هذه الأدوات ووصفها بأنها من قبيل القمار المتضمن إلى القول: «إنه لن يكون بالوسع الإفلات من النقد الموجه إلى عقود الخيار والعقود المستقبلية بأنها تسهم في رعاية القمار المقنن .
- Futures and options markets probably will never escape the criticism that they faster legalized gambling
- ذهب دافيد كورتين صاحب كتاب العولة والمجتمع المدني إلى كشف النقاب عن حقيقة ما يجري في هذه الأسواق إلى القول «إن أكثر من تريليون دولار» تتداولها الأيدي التماساً لعوائد مالية قصيرة الأجل دون أن تكون لها أية علاقة بالإنتاج أو التجارة في أي سلع أو خدمات فعلية.
  - ويضيف، لقد أصبح النظام المالي المعولم نادياً عملاقاً للقمار حيث يراهن فيه اللاعبون أو المقامرون على التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الصكوك المالية بحثاً عن مكاسب فورية لا علاقة لها بالمساهمات الإنتاجية، وهي لا تضيف قيمة لأي منتج حقيقي، وإنما تعتمد على استخلاص الثروة من بين أيدي الآخرين<sup>(١)</sup>.
  - إن التحوط ضد المخاطر لا يترتب عليه درء المخاطر أو حتى تقليلها، بل تظل باقية على ما هي عليه، وإنما ينصرف الأمر إلى مجرد تحويل المخاطرة من الشخص أو الجهة التي تسعى في طلبها .
  - وأخيراً وليس آخراً، فقد قدمنا الدليل على زيف تلك الأدوات التي قدمتها مراكز البحث والابتكار باعتبارها مشتقات مالية، وأنها من جنس القمار والرهان، وأن هذه الأدوات تتطوي على مخاطر جسيمة تضر بالمؤسسات المالية والقوى الإنتاجية، وقد كان دليلنا دامغاً وداحضاً لكل ما تروجه دوائر البحث والابتكار، بما أثبتناه من عدم السماح للأمريكيين بالتعامل في أسواق العقود المستقبلية على أوراق الشركات الأمريكية، أما غير الأمريكيين فقد تم توفير كافة التسهيلات إليهم للتعامل على المشتقات في الأسواق الأمريكية.

(١) العولة والمجتمع المدني، ديفيد سي كورتين، ص ٢١، ترجمة شوقي جلال، المكتبة الأكاديمية بالدقي/ القاهرة.

ويتكون هذا الفصل من المباحث التالية

المبحث الأول: موقف الفقه الإسلامي من البيوع الأجلة والمستقبلية

المبحث الثاني: موقف الفقه الإسلامي من عقود الاختيار

المبحث الثالث: موقف الفقه الإسلامي من عقود تثبيت أسعار الفائدة

## المبحث الأول موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة والمستقبلية

### البيع الآجلة والبيوع إلى أجل

قبل أن نلج في مسألة البيوع الآجلة وجب علينا التنبه إلى أن ثمة خطأ شائع لم يسلم منه المشتغلون بأعمال الوساطة المالية والبورصات أو العاملون في مجال التمويل والاستثمار، منشؤه الخلط بين البيع الآجل بمدلوله الاقتصادي والذي يعد السمة الأساسية للتعامل في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية، والبيع إلى أجل والمصطلح عليه أيضاً ببيع النسيئة. ففي البيع الأول تأجيل الثمن والمثمن، ولا يترتب عليه بالتالي تسليم ولا تسلّم، ولا تملك حقيقي ولا تملك، بينما ينصب التأجيل في البيع إلى أجل وهو بيع النسيئة على الثمن دون المثمن، ويطلق على البيع الآجل Forward Contracts أما البيع إلى أجل أو ما يسمى ببيع النسيئة فيطلق عليه Credit Sale .

### تعريف البيع الآجل :

سبق تعريف البيع الآجل بأنه اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع بفرض شراء أو بيع سلعة معينة أو عملة معينة، أو ورقة مالية معينة في تاريخ مستقبلي لاحق يعرف بتاريخ التصفية أو تاريخ التسوية، وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد .

ويستفاد من التعريف المتقدم أنه لا يترتب على هذا العقد تملك ولا تسلّم ولا تسلّم فالثمن والمثمن مؤجلين إلى يوم التصفية . بمعنى أن العقد لا يترتب عليه آثاره عند إنشاء العقد وإنما يتم تأجيلها إلى يوم التصفية .

وإذا ما كان التعامل يتم من خلال بورصة العقود وهي سوق رسمية للعقود المستقبلية Future Contracts فيوسع المضارب أن يتنازل عن العقد بنقل ملكيته إلى آخر قبل تاريخ التسوية أما إذا كان التعامل يتم من خلال أسواق العقود الآجلة Forward Contracts Markets وهي أسواق غير رسمية فالتسليم يكون ملزماً في تاريخ التصفية وليس بوسع المضارب نقل ملكية العقد إلى آخر قبل تاريخ التسوية .

### الخيارات المتاحة للمضارب في تاريخ التصفية :

أمام المضارب في تاريخ التصفية الخيارات التالية :

الخيار الأول : أن يقوم المضارب بتسليم الأصل محل التعاقد تسليماً فعلياً إن كان بائعاً ويتسلمه أن كان مشترياً.

وأغلب العمليات الآجلة وبنسبة ٩٨% تجرى على المكشوف بمعنى أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يبيعها وقت إبرام العقد . ومن الأمور المسمم بها أن المشتري مضارب دائماً على الصعود ، بمعنى أنه يتوقع صعود أسعار الأصول محل التعاقد ولذلك فهو يشتري آجلاً ويبيع عاجلاً بينما البائع يتوقع دائماً هبوط السعر ولذلك يقال إنه مضارب على الهبوط فيبيع عاجلاً بسعر مرتفع على أن يعاود شراء ما باعه بسعر منخفض ويحصل على فرق السعر .

هذا وتنقسم العمليات الآجلة إلى قسمين رئيسيين :

(١) عمليات باقة قطعية .

(٢) عمليات آجلة اختيارية .

وسوف نعالج من خلال هذا المبحث العمليات أو البيوع الآجلة الباقة القطعية .

### البيوع الآجلة الباقة القطعية

#### ماهية العمليات الباقة :

عرفها البعض بأنها تلك التي بت فيها فلا يمكن فسخها أو إلغاؤها ، بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها<sup>(١)</sup> .

بينما عرفها البعض بأنها العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين ، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة ، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المباعة التي تعهد بتسليمها والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه<sup>(٢)</sup> .

الذي نستخلصه من التعريفين المتقدمين أن العمليات الباقة القطعية هي التي يتحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى يوم التصفية أو يوم التسوية Settlement Date فيلتزم المشتري بدفع الثمن ، والبائع بتسليم المبيع ، ولا خيار لأحدهما في فسخ العقد ، أو إلغائه بمعنى أن العقد يكون لازماً فلا يستقل أحد طرفيه بفسخه ، إلا أن لكل من المتعاقدين أن يصفي مركزه بأن يبيع نقداً أي عاجلاً ما اشتراه آجلاً ، وله أو عليه الفرق بين سعر التعاقد وسعر التصفية.

ونتناول فيما يلي مثالاً تطبيقياً نقصل به ما أجمل ونوضح به ما أبهم حتى نتمكن من طرح تصور شامل لطبيعة وأساليب أداء تلك البياعات .

(١) د. إبراهيم محمد أبو العلا ، بورصات الأوراق المالية والقطن ، مكتبة معهد التخطيط القومي م ٨٤ ، ٦٥٨ / ٤٠٣٥

(٢) د. عبد العزيز مهنا ، الأسواق وتصريف المنتجات ، ص ١٤ ، دار الكتب المصرية ي / ١٨٣٠٧

مثال :

بفرض أن أحد المضاربين على الصعود (وهم الذين يتوقعون ارتفاع أسعار بعض الأصول) تعاقد في ١٥ يونيو ٢٠٠٠م على شراء مائة سهم من أسهم الشركة "س" تسليم أول يوليو ٢٠٠٠ بسعر السهم مائة دولار وهو يأمل ويتوقع ارتفاع السعر في تاريخ التصفية، إلا أنه فوجئ بانخفاض سعر السهم إلى ٩٠ دولار أمريكي .

أمام هذا المستثمر أن يلجأ إلى واحدة من ثلاث :

الأولى : استلام الأوراق المتعاقد عليها استلاماً فعلياً، ودفع الثمن المقابل، وهذا الاحتمال يكون قائماً إذا ما كان المشتري راغباً في تملك العقود عليه، إلا أن هذا الاحتمال أقرب إلى الافتراضات النظرية منه إلى الواقع، لأنه يصطدم بالغرض الذي تبرم من أجله هذه العقود وهو المضاربة على فروق الأسعار، ولو كان المتعاقد راغباً حقاً في الاستثمار لكان توجهه إلى أسواق البيوع الحاضرة، أما ما يزعمه البعض بأن التوجه إلى أسواق العقود المستقبلية لشراء أصول مالية أو عملات أجنبية بغرض تثبيت السعر خشية ما يعتري الأسعار من تغيرات وتقلبات، فهو قول مدحوظ بأن التحوط ضد المخاطر ينطوي في حد ذاته على مخاطرة وقد أسقطنا حجج القائلين بالتحوط ضد المخاطر بمعاملات تنطوي على مخاطر أخرى في الصفحات المتقدمة .

موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة :

للقوف على موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة نعالج من خلال هذا المبحث

المسائل التالية :

- ١- مدى اتصال العقد بأحكامه وآثاره .
- ٢- حكم بيع الإنسان ما ليس عنده .
- ٣- حكم بيع الإنسان ما لم يقبضه .
- ٤- حكم بيع الكائي بالكائي .
- ٥- حكم بدل التأجيل .

أولاً : من حيث مدى اتصال العقد بأحكامه وآثاره :

تقدم القول في موضع سابق أنه ليست كل العقود تترتب عليها آثارها في الحال، فبعض العقود تترتب عليها آثارها فور انعقادها، وبعضها يتأخر ترتيب الأحكام عليه إلى زمن مستقبل يحدده المتعاقدان، والبعض الآخر لا تترتب عليه أحكامه مطلقاً وذلك إذا ما كان العقد معلقاً على شرط غير محقق الحصول . وانتهينا إلى أن الأصل في العقود التنجيز

إلا عقدي الوصية والإيضاء فإنهما مضافان دائماً إلى ما بعد الموت . والعقد المنجز تترتب عليه آثاره الشرعية بمجرد انعقاده، أما عن الأثر الشرعي الذي يترتب عليه عقد البيع فهو انتقال ملكية المبيع إلى المشتري وانتقال ملكية الثمن إلى البائع .

هذا من ناحية العقود المنجزة، أما العقود المضافة إلى أجل، وهي موضوع هذا البحث فهي تلك العقود التي لا تتصل بآثارها وأحكامها . وإذا كانت بعض العقود لا تتعقد إلا مضافة إلى أجل فإن من العقود ما لا ينعقد بصيغة مضافة ولذا جرى تقسيم الفقهاء لهذه العقود من حيث انعقادها أو عدم انعقادها إلى عدة تقسيمات نتناولها على الوجه التالي :

(١) عقود لا تكون إلا مضافة، وهي عقود الوصية والإيضاء فإنها تكون دائماً مضافة إلى ما بعد الموت ولا يمكن أن تتصل بأحكامها وآثارها .

(٢) عقود لا تتعقد بصيغة مضافة وهي العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال كعقد البيع وعقد الزواج .

(٣) عقود يصح أن تكون منجزة ويصح أن تكون مضافة إلى المستقبل، وهي عقود التمليك التي لا يمكن تحقيق مقتضاها متصلة بصيغها كالإجارة والإعارة والمزارعة فإنها لتمليك المنافع، والمنافع لا تملك دفعة واحدة<sup>(١)</sup> .

ولما كانت العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال كعقود البيع لا تتعقد بصيغة مضافة إلى أجل لأن هذه العقود إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك والتملك في الحال، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى، فلا تدل على العقد فلا ينعقد بها<sup>(٢)</sup> .

وقد يقال إن السلطان الأول في إنشاء العقد وآثاره التي تترتب عليه هو لإرادة المتعاقدين، لكن الفقه ينظر إلى الأمر نظرة أخرى، وهي أن إرادة المتعاقدين هي التي تنشئ العقد حقاً، لكن الشريعة تتدخل في ترتيب ما لكل عقد من حكم وآثار<sup>(٣)</sup> . فإذا ما كان العقد شريعة المتعاقدين في القانون الوضعي بالنسبة لآثاره وكل ما اشتمل عليه ما لم يكن مخالفاً للنظام العام، فكل ما ارتضاه العاقد من أحكام يكون صحيحاً واجب الوفاء ولو انطوى على غبن فاحش . أما في الشريعة الإسلامية فالأمر مختلف تماماً . وتفصيل ذلك أن

(١) الإمام محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٦١ - دار الفكر العربي.

(٢) المرجع السابق، ص ٢٦١.

(٣) د. محمد يوسف موسى، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي / ص ٤١٠ - ٤١١، دار الفكر العربي عام ١٩٨٧م.

الإرادة في الشريعة الإسلامية تنشئ العقد فقط، بينما أحكام العقود وآثارها تكون من الشارع لا من العاقد، فإفادة البيع نقل الملكية من البائع إلى المشتري واستحقاق البائع للثمن، وغير ذلك من الأحكام ليس من ذات الإيجاب والقبول ولكن لأن الشارع جعل ذلك العقد طريقاً لثبوت هذه الآثار. ومسألة أن آثار العقد لا تكون إلا بحكم من الشارع وأن العقود ما هي إلا أسباب جعلية شرعية لأحكامها وآثارها يكاد يجمع عليها الفقهاء، وقد صرحت بهذا كتب الفقه وبنيتها كتب الأصول وذكرتها كتب الفروع<sup>(١)</sup>.

وبالنظر إلى العقود التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة يبين من أول وهلة أن هذه العقود لا تترتب عليها آثارها فور إنشائها، رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التمليك في الحال، حيث لا يتم عند إنشاء هذه العقود تسليم الثمن ولا المثمن، وإنما تتأجل آثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية. ولذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لأحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى، فلا تدل على العقد، فلا تتعقد بها. ولكن عقد البيع من العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال، لذلك فإنه لا ينعقد بصيغة مضافة إلى أجل<sup>(٢)</sup>.

(١) المرجع السابق، ص ٤١٢، الشيخ الإمام محمد أبو زهرة، مرجع سابق، ص ٢٥٦ - ٢٦٤.

(٢) ومن عجب أن ذهب أحد العلماء المعاصرين إلى الاستشهاد ببعض النصوص التي وردت في كتب الفروع عن بعض الأئمة الذين ارتضتهم الأمة لأمر دينها، فرح يلوي أعناق تلك النصوص وهو بصدد الاستدلال على سلامة البيوع التي تتم في أسواق البيوع الآجلة عابداً إلى الخلط بين الألفاظ التي وردت في عبارات الفقهاء وأقاموا على أساسها الأحكام، وذات الألفاظ التي شاع استعمالها في العلوم غير الشرعية والتي لا تدل على معانيها، فقد ذهب الدكتور محمد الشحات الجندي صاحب كتاب معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية إلى القول بالآتي :

تقوم المضاربة على التعامل الآجل فتعقد الصفقات بين البائع والمشتري على أن يتم التنفيذ في أجل محدد، وهو ما يثير مدى شرعية البيع الآجل. وأردف قائلاً: ولو أردنا التعرف على رأي الفقه في هذا النوع من التعامل لوجدنا الآتي :

- ♦ يرى الحنفية أن البيع إلى أجل معلوم جائز.
- ♦ يبيع الآجال جائزة عند المالكية إذا انتضت التهمة فيها.
- ♦ يرى الشافعية أن من باع بثمن موجل لم يجز إلى أجل مجهول.

وانتهى إلى القول بالآتي :

إن ملاحظة رأي الفقهاء في البيع المرجل نجد أنه يتردد بين الإباحة والحظر، وإن كان الرأي الغالب هو إجازة البيع المرجل على أن يكون الآجل معلوماً، وأن تتجه النية إلى تسليم البيع في الأجل المحدد.

وهذا الذي قاله لا أساس له ولا سند، ولا دليل ولا برهان، بل هو قول موغل في الغلط، خالف فيما انتهى إليه ما أجمع عليه فقهاء الأمة سلفها وخلفها من عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل إلا أن يكون مسلماً، أما عن استدلاله بما ذكره الفقهاء في كتبهم فقد كان استدلالاً باطلاً وتحريفياً للكلم عن مواضعه. فمن المعروف أن البيع الآجل الذي تناوله الفقهاء في أبواب البيوع، هو البيع الذي تأجل فيه الثمن دون المثمن، والبيع بهذا المعنى يختلف عن البيع الآجل في البورصات والذي لا يدل لفظه على معناه لغة ولا شرعاً، إذ يتأخر فيه تسليم المبيع كما يتأخر فيه تسليم الثمن إلى الأجل الذي حدده المتماقدان، فلا البائع يملك المبيع للمشتري عند <

وقد ذكر ابن رشد الحفيد الإجماع على عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل فقال،  
وأجمعوا على أنه لا يجوز بيع الأعيان إلى أجل، وأن من شرطها تسليم المبيع إلى المبتاع بأثر  
عقد الصفقة<sup>(١)</sup>.

ورغم أن الدكتور السنهوري عمد إلى تفنيد الإجماع بما ذكره ابن القيم في أعلام  
الموقعين بقوله «فلا الشارع أوجب أن يكون كل بيع مستحق التسليم عقيب العقد، ولا  
العقدان التزما ذلك، بل تارة يعقدان العقد على هذا الوجه وتارة يشترطان التأخير إما في  
الثنن وإما في المثمن، وقد يكون للبائع غرض صحيح ومصلحة في تأخير التسليم للمبيع،  
كما كان لجابر رضي الله عنه غرض صحيح في تأخير تسليم بعيره إلى المدينة فكيف يمنعه الشارع  
ما فيه مصلحة له ولا ضرر على الآخر فيها إذ قد رضي بها كما رضي النبي صلى الله عليه وآله بتأخير  
تسليم البعير<sup>(٢)</sup>. وقد فند الإمام ابن حزم ما انتهى إليه ابن القيم في شأن حديث جابر  
واستثناء ركوب البعير، فقال أما عن حديث جابر في الجمل وشرطه ظهره، فركوب  
الجمل كان تطوعاً من رسول الله صلى الله عليه وآله، وإذ صح أن هذا البيع لم يتم، ولم يوجد في شئ من  
ألفاظ ذلك الخبر أصلاً أن البيع تم بذلك الشرط، فقد بطل أن يكون في هذا الخبر حجة  
في جواز بيع الدابة واستثناء ركوبها أصلاً<sup>(٣)</sup>. زد على ذلك أن جمهور الفقهاء لا يجيزون أي  
شرط يخالف مقتضى العقد، وما خالف عندهم مقتضى العقد فهو باطل، فالنهي عن العقد  
قد يرد على أركانه، كما قد يرد على شروطه، وقد يرد على وصف يقترن بهذه  
الأركان، فإذا ورد النهي على الأركان أو شرائطها بطل العقد.

ومع هذا لم يبد الدكتور السنهوري موافقته صراحة لما نقله عن الإمام ابن القيم،  
بل راح يبرر ما أجمع عليه الفقهاء بالتالي :

وفي رأينا أن السبب في عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل لا يرجع إلى الفرر، بل يرجع  
إلى اعتبارات معروفة في الصياغة الفنية في الفقه الإسلامي. فالتأجيل لا يكون إلا في  
الديون إذ هي التي تحملها الذمة، أما الأعيان فلا تحملها الذمة فلا يجوز في القياس  
تأجيلها<sup>(٤)</sup>.

=إنشاء العقد، ولا المشتري يملك الثمن للبائع، وهو ما يعني تأخر آثار العقد إلى يوم التصفية وهو اليوم المحدد  
للتفويض. ومثل هذه العقود التي تتعلق بالتمليكات لا يجوز إضافتها إلى أجل والا كانت غير مودية لإحداث آثار  
العقد التي رتبها الشارع، وغير محققة لهذا المقتضى، فلا ينسقد بها انعقد، وهو ما يعني أن عقد البيع من  
العقود التي لا يجوز إضافتها إلى أجل.

(١) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد، ج ٢، ص ١٩٨، دار الكتب الحديثة - شارع الجمهورية

(٢) أعلام الموقعين عن رب العالمين - المجلد الأول - مرجع سابق، دار الحديث - خلف الجامع الأزهر - ص ٣٥٩

(٣) المحلي لابن حزم، مرجع سابق، ج ٨، ص ٤١٨ - دار التراث.

(٤) د. عبد الرزاق أحمد السنهوري، مصادر الحق في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ج ٣ / ٥٠ الهامش - دار إحياء التراث العربي.

ثانياً: موقف الفقه الإسلامي من

- ١- بيع الإنسان ما لا يملك .
- ٢- بيع الإنسان ما لم يقبض .

لما كانت السمة الغالبة للبيوع الآجلة أنها تتم على المكشوف، بمعنى أن البائع لا يمتلك الأصول التي يبيعها، ومن غير المعتاد أو المألوف امتلاكه لها، فالبائع إنما يدخل السوق مضارباً على الهبوط<sup>(١)</sup> متوقعاً انخفاض أسعار الأصول التي يتعاقد على بيعها عند حلول

(١) تناولنا في موضع سابق ويقدر كبير من الإسهاب والتفصيل مفهوم المضاربة عند الاقتصاديين، وذكرنا أنها تنصرف إلى معنى واحد وهو التوقع، ومن ثم تقدير فرص الكسب لاغتنامها، واحتمالات الخسائر لتجنبها. وذكرنا أن البائع الذي يشتري في يومه لبيع في غده يوصف بأنه مضارب على الهبوط، بمعنى أنه يتوقع انخفاض أسعار الأصول التي يعرضها للبيع، فيبيع في يومه بثمن مرتفع، على أن يعاود في غده شراء ما باعه بثمن منخفض ليحقق بذلك ربحاً رأسمالياً لعدم تعلقها أو ارتباطها بريحية المنشأة أو نتائج أعمالها. أما المشتري في تلك السوق فيوصف بأنه مضارب على الصعود، بمعنى أنه يتوقع ارتفاع أسعار الأصول التي يقرر شراؤها، فيشتري في يومه بثمن منخفض على أن يعاود في غده بيع ما اشتراه بثمن مرتفع محققاً بذلك هامشاً من الربح يتمثل في الفرق بين السعرين.

ومما يوسع له أن لفظ المضاربة استخدم وشاع استخدامه بين عامة الناس وخاصتهم - إلا من عصمه الله - في غير معناه ليشير إلى المقامرات التي تجري في أسواق رأس المال وأسواق العقود الآجلة والمستقبلية، ولم يكن هذا الأمر مستغرباً، فقد أشار ابن خلدون في مقدمته إلى أنه "لما فسدت ملكة اللسان العربي استعمل كثير من كلام العرب في غير موضعه ميلاً مع هجئة المستعربين في اصطلاحاتهم المخالفة لصريح اللغة العربية (مقدمة ابن خلدون للعلامة عبد الرحمن بن خلدون، ص ٣٤٠، دار مكتبة الهلال ببيروت) واللغة العربية كما يقول الإمام الشاطبي من أهم العلوم الخادمة للشرعية وعلوم اللسان، هادية للصواب، إذ أنها فقه التعبد بالألفاظ الشرعية الدالة على معانيها كيف تولخا. وتؤدي "الاعتصام للإمام أبي إسحق إبراهيم بن موسى بن محمد الشاطبي الفرناطي - ج ٢، ص ٩٤/٢٩٣ - دار مروان للطباعة والنشر والتوزيع" ولفظ المضاربة من الألفاظ الشرعية الدالة على معانيها وقد عرفها صاحب لسان العرب بالآتي:

المضاربة لغة: مأخوذة من الضرب في الأرض نطلب الرزق، قال الله تعالى: (وأخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله) سورة المزمل الآية ٢٠، ويقال فلان يضرب المجد أي يكسبه ويطلبه، والطيور الضوارب التي تطلب الرزق وقال وهي مفاعلة من الضرب في الأرض والسير فيها للتجارة (لسان العرب لابن منظور، مرجع سابق، مادة ضرب، ص ٢٥٦٦ طبعة دار المعارف)

أما المعجم الوسيط فقد عرف المضاربة بالآتي :

كلمة المضاربة مشتقة من الفعل ضارب، ويقال ضارب لفلان في ماله أي اتجر له فيه على أن له حصة معينة من الربح، «وضارب في السوق» أي اشترى في الرخص وتربص حتى يرتفع السعر، وأضاف المعجم أنها كلمة مستحدثة. (المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية، مادة ضرب، ص ٥٥٧ - شركة الإعلانات الشرقية).

وقال الإمام أبو الحسن الماوردي «أعلم أن القراض والمضاربة اسمان لمسمى واحد، فالقراض لغة أهل الحجاز والمضاربة لغة أهل العراق وفي تسميته قراضاً تأويلان، أحدهما وهو تأويل البصريين أنه سمي بذلك لأن رب المال قطعه من ماله، والقطع يسمى قراضاً والتأويل الثاني وهو تأويل البغداديين أنه سمي قراضاً لأن لكل واحد منهما صنفاً صنفاً كصنفاً صاحبه في بذل المال من أحدهما ووجود العمل من الآخر. أما المضاربة فهي تسميتها بذلك تأويلان: أحدهما أنها سميت بذلك لأن كل واحد منهما يضرب في الربح بسهم، والثاني أنها سميت بذلك لأن العامل يتصرف فيها برأيه واجتهاده» (المضاربة للإمام أبي الحسن علي بن محمد بن حبيب الماوردي، ص ١١٧ / ١١٨ - دار الوفاء للطباعة والنشر - القاهرة)

أما المضاربة في الاصطلاح فقد تم تعريفها بالآتي :

<=

تاريخ التسوية أو ما يطلق عليه البعض تاريخ التصفية، وأنه سيكون بوسعه حينئذ شراء ذات الأصول التي سبق التعاقد على بيعها بسعر أقل من السعر الذي باع به، محققاً بذلك هامشاً من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، ومن هنا يمكن تكييف البيع الآجل على أنه :

١- بيع الإنسان لما ليس عنده .

٢- بيع الإنسان ما لم يقبض .

أما عن كونه ينطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده، فلأن المعقود عليه لم يكن في حيازة البائع عند إنشاء العقد، ولا يعد الشيء موجوداً إن كان محتمل الوجود أو لم يكن وجوده يقيناً. وأما عن كونه ينطوي على بيع الإنسان ما لم يقبض، فلأن البائع باع ما لم يكن في ملكه، وغلب على ظنه أنه سيكون بمقدوره أن يشتري من السوق الأصل الذي تعاقد على بيعه، سواء كان أصلاً مالياً أو أصلاً عينياً ملموساً .

#### = المضاربة اصطلاحاً:

قال ابن قدامة الحنبلي المضاربة وتسمى قراضاً أيضاً ومعناها أن يدفع رجل ماله إلى آخر ليتجر له فيه على أن ما حصل من الربح بينهما حسب ما يشترطانه، قال وأجمع أهل العلم على جواز المضاربة في الجملة. (المغني لابن قدامة، مرجع سابق، ص ٢٦ - مكتبة جمهورية مصر - الحسين).

أما البهوتي صاحب كشف القناع عن متن الإقناع، فقد عرف المضاربة في كتابه (الروض المربع شرح زاد المستتقع) بالآتي: المضاربة من الضرب في الأرض، وهو السفر للتجارة - قال الله تعالى ﴿وآخرون يضرِبون في الأرض يبتغون من فضل الله﴾ [المزمل: ٢٠] وتسمى قراضاً ومعاملة وهي دفع مال معلوم (لمتجر) أي لمن يتجر (به ببعض ربحه) أي بجزء مشاع معلوم منه (الروض المربع شرح زاد المستتقع لمنصور بن يونس البهوتي - ص ٤٠٢ - دار المؤيد - مؤسسة الرسالة).

أما صاحب القوانين الفقهية المالكية فعرف المضاربة بالآتي: القراض ويسميه العراقيون المضاربة، وصفته أن يدفع رجل مالاً لآخر ليتجر به ويكون القرض بينهما حسبما يتفقان عليه من النصف أول الثلث أو الربع، وذلك بعد إخراج رأس المال. (القوانين الفقهية لمحمد بن أحمد بن جزي الكلبي الفرناطي، ص ١٨٦، مطبعة النهضة بتونس عام ١٩٢٦).

أما صاحب كفاية الأخبار الشافعي فعرف المضاربة بالآتي :

القراض والمضاربة بمعنى واحد، والقراض مشتق من القرض وهو القرض لأن المالك قطع قطعة من ماله ليتجر فيها وقطعة من ربحه، وحده في الشرط عقد على نقد ليتصرف فيه العامل بالتجارة فيكون الربح بينهما على حسب الشرط من مساواة أو مفاضلة، (كفاية الأخبار في حل غاية الاختصار لأبي بكر محمد بن الحسيني - ص ٢٠١ - دار إحياء الكتب العربية - عيسى البابي الحلبي وشركاه)

أما صاحب بداية المبتدى الحنفي فقد عرف المضاربة بالآتي: المضاربة عقد على الشركة بمال أحد الجانبين والعمل من الجانب الآخر ولا تصح إلا بالمال الذي تصح به الشركة ومن شرطها أن يكون الربح بينهما مشاعاً لا يستحق أحدهما دراهم مسماة، ولا بد أن يكون المال مسلماً للمضارب (بداية المبتدى في فقه الإمام أبي حنيفة لعلي بن أبي بكر بن عبد الجليل الميرغنتاني، مرجع سابق، ج ١، ص ١٧٨).

وذكر ابن المنذر في الإجماع الآتي: «وأجمعوا على أن القراض بالدنانير والدرهم جائز، وأجمعوا على أن للعامل أن يشترط على رب المال ثلث الربح أو تصفه أو ما يجتمعان عليه بعد أن يكون ذلك معلوماً جزءاً من أجزاء» (الإجماع لابن المنذر، ص ٥٨ - دار الكتب العلمية - بيروت).

أولاً موقف الفقه الإسلامي من بيع الإنسان ما ليس عنده:  
الحنفية:

• قال صاحب الهداية شرح بداية المبتدى:

قال، ولا يجوز بيع السمك قبل أن يصطاد لأنه باع ما لا يملكه ولا في حظيرة إذا كان لا يؤخذ إلا بصيد مقدور التسليم، ومعناه إذا أخذه ثم ألقاه فيها ولو كان يؤخذ من غير حيلة جاز إلا إذا اجتمعت فيها بأنفسها ولم يسد عليها المدخل لعدم الملك<sup>(١)</sup>.

• وقال صاحب فتح القدير، ( قوله ولا يجوز بيع السمك في الماء )، بيع السمك في البحر أو النهر لا يجوز، فإن كانت له حظيرة فدخلها السمك، فإما أن يكون أعدها لذلك فما دخلها ملكه وليس لأحد أن يأخذه، ثم إن كان يؤخذ بغير حيلة اصطلياد جاز بيعه لأنه مملوك مقدور التسليم، وإن لم يكن يؤخذ إلا بحيلة لا يجوز بيعه لعدم القدرة على التسليم عقيب البيع، وإن لم يكن أعدها لذلك، لا يملك ما يدخل فيها فلا يجوز بيعه لعدم الملك<sup>(٢)</sup>.

• أما صاحب حاشية ابن عابدين :

فقد عقب على بيع العشب والكلأ، فقال إن الكلأ ما لا ساق له والشجر له ساق فلا تدخل فيه حتى يجوز بيعها إذا نبتت في أرضه لكونها ملكه، وصرح منلاخسرو بفساد هذا البيع وصرح في شرح الوقاية ببطلانه وعلله بعدم الإحراز، وكان الشارح لما رأى القول بالفساد معللاً بعدم الملك حمله على أن المراد به البطلان لأن بيع ما لا يملك باطل كما علم مما مر ولكنه لا يوافق غرض المصنف فلعدم الملك لاشتراك الناس فيه اشتراك إباحة لا ملك فلأنه لا يحصل للمشتري فيه فائدة لأنه لا يملكه بدون بيع<sup>(٣)</sup>.

الشافعية :

• قال المزني، قال الشافعي أخبرنا مالك عن أبي حازم بن دينار عن ابن المسيب أن رسول الله ﷺ نهى عن بيع الغرر ... قال، ومن يبيع الغرر عندنا بيع ما ليس عندك وبيع الحمل في بطن أمه والعبد الأبى والطير والحوت قبل أن يصادا وما أشبه ذلك<sup>(٤)</sup>.

(١) الهداية شرح بداية المبتدى لعلبي بن أبي بكر بن عبد الجليل الميرغيناني أبو الحسين، مرجع سابق، ج ٢، ص ٤٢، المكتبة الإسلامية، بيروت.

(٢) شرح فتح القدير لمحمد بن عبد الواحد السيواسي، ج ٦، ص ٤١٠، دار الفكر، بيروت.

(٣) رد المحتار على الدر المختار على متن تنوير الأبصار لمحمد أمين بن عمر بن عابدين المشهور بكتاب حاشية ابن عابدين، ج ٥، ص ٦٦ - دار الفكر - بيروت.

(٤) مختصر المازني بهامش كتاب الأم للإمام الشافعي، ج ٢، ص ٢٠٤ طبعة مصورة عن طبعة بولاق ١٣٢١هـ.

• وقال صاحب المذهب في حكم بيع ما لا يملك :

«ولا يجوز بيع ما لا يملكه بغير إذن مالكة لما روى حكيم بن حزام أن النبي ﷺ قال: لا تبع ما ليس عندك ولأن ما لا يملكه لا يقدر على تسليمه فهو كالطير في الهواء أو كالسمك في الماء»<sup>(١)</sup>.

المالكية:

فتشت في أغلب كتب فقه المالكية عن حكم بيع الإنسان ما ليس عنده، فلم أوفق على نص صريح في هذا الصدد إلا أنه استوقفني ما ذكره صاحب الفواكه الدواني وهو: «أما السمك في الماء والطير في الهواء فهو ممتنع إجمالاً»<sup>(٢)</sup> وبإمعان النظر في النص المتقدم، رأينا أن علة المنع هنا لا تخرج عن إحدى اثنتين:

الأولى : إما لكونه غرراً، بمعنى أن المعقود عليه يتردد بين الوجود والعدم أو بين الحصول وعدم الحصول أو بين الحصول والفوات .

الثانية : وإما لكونه غير مملوك لصاحبه عند إنشاء العقد، كما صرح بذلك صاحب الهداية بأنه لا يجوز بيع السمك في الماء قبل أن يصطاد لأنه باع ما لا يملكه، أو ما صرح به صاحب فتح القدير بعدم جواز بيعه لعدم الملك .<sup>(٣)</sup>

أما الكتاب الثاني من كتب المالكية الذي تناول مسألة ملكية المعقود عليه للبائع عند إنشاء العقد فهو كتاب الشرح الصغير بمؤله: «وبقي من شروط اللزوم أن يكون العاقد مالكاً أو وكيلاً عنه وإلا فهو صحيح غير لازم»<sup>(٤)</sup>.

ويستفاد من النص المتقدم أن البيع يكون صحيحاً ولو لم يكن المعقود عليه مملوكاً للبائع عند إنشاء العقد غير أنه لا يكون لازماً وغير اللازم هو ما يستقل أحد طرفيه بفسخه ويعبر عنه عند الحنفية بالجانز .

ومع هذا فليس بوسع باحث أن يغفل أو يتجاهل ما ذكره الإمام الشيخ محمد أبو زهرة في كتابه القيم الملكية ونظرية العقد - وذلك من قبيل أمانة العرض - ولو كان ذلك مشكلاً في البحث حيث ذكر فضيلته الآتي:

(١) المذهب في فقه الإمام الشافعي، إبراهيم بن علي يوسف الشيرازي أبو إسحاق، ج ١، ص ٢٦٢ - دار الفكر - بيروت .

(٢) الفواكه الدواني على رسالة أبي زيد القيرواني، مرجع سابق، ج ٢، ص ٨٠ .

(٣) الهداية، مرجع سابق، ج ٢، ص ٤٢، شرح فتح القدير للسيواسي، مرجع سابق، ج ٦، ص ٤١٠ .

(٤) الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الإمام مالك للشيخ أحمد بن محمد بن أحمد الدردير، ج ٤، ص ١٩، مطبعة عيسى البابي الحلبي وشركاه .

«وقد كان مذهب مالك أقل تمسكاً بشرطية وجود العقود عليه لينعقد العقد، فأجاز العقد على معدوم سيوجد إذا كان العقد عقد تبرع كالوقف والهبة، ولم يجز العقد إلا على موجود في عقود المعاوضات ولو كان سيوجد لأن ذلك يؤدي إلى الفرر والقمار في عقود المعاوضات»<sup>(١)</sup>

والنص المتقدم يستفاد منه خلافاً لما ذكره صاحب الشرح الصغير - عدم جواز بيع الإنسان ما لا يملكه أو ما ليس عنده .

وهذا ما أميل إليه ويستقيم مع ما ذكره صاحب الفواكه الدواني: «أن بيع السمك في الماء والطير في الهواء ممتنع إجمالاً»<sup>(٢)</sup> والعلة الظاهرة لكونه معدوماً عند إنشاء العقد، وبمعنى آخر ليس في ملك البائع عند إنشاء العقد .

الحنابلة:

● قال صاحب المغني:

«إذا باع طائراً في الهواء لم يصح مملوكاً أو غير مملوك، أما المملوك فلأنه غير مقدور عليه، وغير المملوك فلا يجوز لعلتين إحداهما العجز عن تسليمه والثانية أنه غير مملوك له»<sup>(٣)</sup>.

وذكر في موضع آخر قول النبي ﷺ لحكيم بن حزام «لا تبع ما ليس عندك» قال، رواه ابن ماجه والترمذي، وقال حديث حسن صحيح، يعني ما لا تملك، لأنه ذكره جواباً له حين سأله أنه يبيع الشيء ثم يمضي فيشتره ويسلمه<sup>(٤)</sup>.

وقال ولا يجوز أن يبيع عيناً لا يملكها ليمضي ويشترها ويسلمها، رواية واحدة، وهو قول الشافعي، ولا نعلم فيه مخالفاً لأن حكيم بن حزام قال للنبي ﷺ «إن الرجل يأتيني فيلتمس من البيع ما ليس عندي، فأمضي إلى السوق فأشتره ثم أبيع منه»، فقال النبي ﷺ «لا تبع ما ليس عندك»<sup>(٥)</sup>.

□ وقال صاحب الروض المريع :

ويشترط في صحة البيع سبعة شروط وذكر في الرابع منها «أن يكون العقد من

(١) الإمام الشيخ محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد، مرجع سابق، ص ٢٦٧/٢٦٨ قال والنص منقول من رسالة العقود والشروط للشيخ أحمد إبراهيم بك .

(٢) الفواكه الدواني على رسالة أبو زيد القيرواني، مرجع سابق، ج ٢، ص ٨٠ .

(٣) المغني لابن قدامة، مرجع سابق، ص ١٥١، ج ٤، مسألة ٣٠٤٩، الناشر مكتبة القاهرة، الصناديقية بالأزهر .

(٤) المرجع السابق، مسألة ٣٠٥٤، ص ١٥٤، ١٥٥ .

(٥) المرجع السابق، مسألة ٣٠٥٥، ص ١٥٥ .

مالك للمعقود عليه أو من يقوم مقامه كالودكيل والولي» لقوله ﷺ لحكيم بن حزام: «لا تبع ما ليس عندك» قال، رواه ابن ماجة والترمذي وصححه<sup>(١)</sup>.

وقال صاحب كتاب الإرشاد إلى سبيل الرشاد :

«ولا يبيع ما ليس عنده، فإن فعل كان البيع باطلاً لقول النبي ﷺ لحكيم بن حزام «لا تبع ما ليس عندك»<sup>(٢)</sup>.

وقال ابن القيم :

«يبيع الإنسان ما ليس عنده من قسم القمار والميسر لأنه قصد أن يربح على هذا لما باعه ما ليس عنده والمشتري لا يعلم أنه يبيعه ثم يشتري من غيره، وأكثر الناس لو علموا ذلك لم يشتروا منه بل يذهبون ويشترون من حيث اشتري»<sup>(٣)</sup>.

الظاهرية:

● يرى ابن حزم أن عدم القدرة على تسليم المعقود عليه لا تفسد البيع إذا صح الملك عليه قبل ذلك وإلا فلا يحل بيعه فقال: يبيع العبد الأبق عرف مكانه أو لم يعرف جائز، وكذلك يبيع الجمل الشارد عرف مكانه أو لم يعرف، وكذلك الشارد من سائر الحيوان، ومن الطير المنفلت وغيره إذا صح الملك عليه قبل ذلك، وإلا فلا يحل بيعه. قال وأتينا بالبرهان على وجوب بيع الغائبات<sup>(٤)</sup>

ويستفاد مما تقدم أيضاً أن الظاهرية لا يجيزون بيع الإنسان ما لا يملكه .

الزيدية:

قال صاحب الروضة الندية شرح الدرر انبئية :

ولا يحل بيع ما ليس عند البائع لحديث حكيم ابن حزام قال: قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيسألني عن البيع ليس عندي أبيعه منه ثم ابتاعه من السوق فقال ﷺ: «لا تبع ما ليس عندك» قال، أخرجه أحمد وأهل السنن وصححه الترمذي وابن ماجة، والمراد بقول ما ليس عندك أي ليس في ملكك وقدرتك، وفي بيع ما ليس عنده بيع مال غيره بغير إذنه لأنه غرر لا يدري هل يجيزه غيره أو لا وهو قول الشافعي<sup>(٥)</sup>.

(١) الروض المربع شرح زاد المستتقع للبهوتي، مرجع سابق، كتاب البيع ص ٣٠٧

(٢) الإرشاد إلى سبيل الرشاد للشريف محمد بن أحمد بن محمد بن أبي موسى الهاشمي، كتاب البيوع وما يتعلق بالبيوع، ص ١٩٩، الناشر مؤسسة الرسالة - القاهرة .

(٣) رسالة القياس في الشرع الإسلامي لابن القيم، مرجع سابق، ص ٤٦/٢٨ دار الأفاق الجديدة - بيروت، وأعلام الموقعين عن رب العالمين لابن القيم ج ١ ص ٢٥٧ مرجع سابق وزاد المعاد ج ٤ ص ٢٦٢ مرجع سابق

(٤) المحلي لابن حزم، مرجع سابق، ص ٣٩٠/٢٨٨ .

(٥) الروضة الندية شرح الدرر البهية لأبي الطيب صديق بن حسن بن علي الحسيني القنوجي البخاري، ج ٢، ص ١٠٦، مكتبة دار التراث ٢٢ ش الجمهورية القاهرة .

□ وقال صاحب السيل الجرار المتدفق على حدائق الأزهار:

«واعلم أن الشارع قد نهى عن بيع المعاموم على العموم، فقال لحكيم بن حزام لما قال له: يا رسول الله يأتيني الرجل فيسألني عن البيع ليس عندي أبيعه منه ثم أبتاعه من السوق؟ فقال ﷺ: «لا تبع ما ليس عندك» أخرجه أحمد وأهل السنن، وقال الترمذي حسن صحيح، وأخرجه ابن حبان في صحيحه، وقد روى من غير وجه عن حكيم<sup>(١)</sup>.

● وقال في نيل الأوطار في باب بيع ما لا يملكه ليمضي فيشتره ويسلمه عن حكيم بن حزام قال، قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيسألني عن البيع ليس عندي ما أبيعه منه، ثم أبتاعه من السوق، فقال ﷺ: «لا تبع ما ليس عندك»، رواه الخمسة. قال الحديث أخرجه أيضاً ابن حبان في صحيحه وقال الترمذي حسن صحيح، وقد روى من غير وجه عن حكيم اهـ.

قال وقوله «لا تبع ما ليس عندك» أي ما ليس حاضراً عندك ولا غائباً في ملكك وتحت حوزتك<sup>(٢)</sup>.

وما ذكره الشوكاني يستقيم مع مقصود النص وعلّة النهي وهو ما ندين الله عليه ويتفق والقطرة التي خلق الله الناس عليها. والنص ظاهره التحريم لما لم يكن في ملك الإنسان ولا داخل تحت مقدرته لتسليمه لمن يشتره.

بيع الإنسان ما ليس عنده عند أهل السنن وأصحاب الحديث<sup>(٣)</sup>.  
□ سنن الترمذي:

«حدثنا قتيبة - حدثنا هشيم عن أبي بشر عن يوسف بن ماهك عن حكيم بن حزام قال: أتيت رسول الله ﷺ فقلت يأتيني الرجل فيسألني من البيع ما ليس عندي أبتاع له من السوق ثم أبيعه، قال لا تبع ما ليس عندك» (الحديث ١١٥٢).  
□ وفي سنن أبي داود:

«حدثنا أبو عوانة عن أبي بشر عن يوسف بن ماهك عن حكيم بن حزام قال يا رسول الله ﷺ يأتيني الرجل فيريد مني البيع ليس عندي فأبتاعه له من السوق، فقال لا تبع ما ليس عندك» (الحديث رقم ١٤٧٧٢).

(١) السيل الجرار المتدفق على حدائق الأزهار لشيخ الإسلام محمد بن علي الشوكاني ج ٢ ص ١٥ - طبعة المجلس الأعلى للشئون الإسلامية ١٤١٥ هـ ١٩٩٤ م.

(٢) نيل الأوطار شرح منتهى الأخبار من أحاديث سيد الأخيار محمد بن علي بن محمد الشوكاني، ج ٥، ص ١٦٦ - مكتبة الدعوة الإسلامية، شباب الأزهر.

(٣) المصدر: موسوعة الحديث الشريف - ترقيم العالمية، ورواه صاحب نيل الأوطار في باب النهي عن بيع ما لا يملكه فيمضي فيشتره ويسلمه، ص ١٥٥، ج ٥، مرجع سابق.

□ وفي سنن النسائي :

«حدثنا زياد بن أيوب، قال حدثنا أبو بشر عن يوسف بن ماهك عن حكيم بن حزام قال، سألت رسول الله ﷺ فقلت يأتيني الرجل فيسألني من البيع ما ليس عندي أبيعه منه ثم أبتاعه من السوق، قال لا تبع ما ليس عندك» (الحديث رقم ٤٥٢٤).

□ وابن ماجه في التجارات :

«حدثنا محمد بن بشار، حدثنا محمد بن جعفر، حدثنا شعبة عن أبي بشر، قال سمعت يوسف بن ماهك يحدث عن حكيم بن حزام قال، قلت يا رسول الله الرجل يسألني البيع وليس عندي أفأبيعه قال : لا تبع ما ليس عندك» (الحديث رقم ٢١٧٨).

حكم بيع الإنسان ما لم يقبض في الفقه الإسلامي :

١- الحنفية :

● قال شمس الدين السرخسي صاحب المبسوط وبيع المبيع قبل القبض لا يجوز لحديث عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده أن النبي ﷺ نهى عن بيع ما لم يقبض، ولما بعث رسول الله ﷺ غياث بن أسد قاضياً وأميراً، قال انهم عن أربعة :

□ بيع ما لم يقبضوا

□ وعن ربح ما لم يضمنوا .

□ وعن شرطين في بيع

□ وعن بيع وسلف<sup>(١)</sup>.

وقال، وليس لمشتري الطعام أن يبيعه قبل أن يقبضه لما روي أن النبي ﷺ نهى عن بيع الطعام قبل أن يقبض، وكذلك ما سوى الطعام من المنقولات لا يجوز بيعه قبل القبض عندنا، وقال مالك رحمه الله يجوز لأن النبي ﷺ خص الطعام بالذكر عند النهي فذلك دليل على أن الحكم فيما عداه بخلافه، وإلا فليس لهذا التخصيص فائدة، وحجتنا ما روي عن النبي ﷺ أنه نهى عن بيع ما لم يقبض (وقال) ﷺ لغيث بن أسد حين وجهه إلى مكة قاضياً وأميراً، سر إلى أهل بيت الله وانهم عن بيع ما لم يقبضوا، وكلمة ما للتعميم فيما لا يعقل، ثم تخصيص الشيء بالذكر عندنا لا يدل على أن الحكم فيما عداه بخلافه، قال الله تعالى ﴿فَلَا تَظْلِمُوا فِيهِنَّ أَنْفُسَكُمْ﴾ [التوبة: ٣٦] وذلك لا يدل على أنه يجوز ذلك في غير الأشهر الحرم، كيف وراوي هذا الحديث ابن عباس رضيهما (وقال) به روايته وأحسب كل

(١) المبسوط لشمس الدين السرخسي المجلد السادس ج ١٢، ص ١٦٢ - دار المعرفة للطباعة والنشر ببيروت

شيء مثله، والكلام في هذه المسألة ينبني على أصل وهو أنه عند مالك فيما سوى الطعام البيع لا يبطل بهلاك المعقود عليه قبل القبض وعندنا يبطل لفوات القبض المستحق بالعقد كما في الطعام<sup>(١)</sup>.

□ وقال صاحب الاختيار لتعليل المختار

قال : ( لا يجوز بيع المنقول قبل القبض ) لأنه ﷺ نهى عن بيع ما لم يقبض، ولأنه عساه يهلك فينفسخ البيع فيكون غرراً، وكذا كل ما يفسخ العقد بهلاكه كبطل الصلح والإجازة لما ذكرنا وما لا يفسخ العقد بهلاكه يجوز التصرف فيه قبل القبض كالمهر وبدل الخلع والصلح عن دم العمد لأنه غرر فيه<sup>(٢)</sup>.

٢- الشافعية :

● روي الإمام الشافعي في الأم عن سفيان بن عيينة عن عمرو بن دينار عن طاوس عن ابن عباس رضي الله عنه قال «أما الذي نهى عنه رسول الله ﷺ أن يباع حتى يقبض الطعام، قال ابن عباس برأيه ولا أحسب كل شيء إلا مثله، قال الشافعي وبهذا نأخذ، فمن ابتاع شيئاً كائناً ما كان فليس له أن يبيعه حتى يقبضه<sup>(٣)</sup>.

□ وقال صاحب كفاية الأخيار الشافعي فيما يحرم من البيوع :

«ولا يبيع ما ابتاعه حتى يقبضه، تقدير الكلام، ولا يجوز بيع الذي ابتاعه حتى يقبضه سواء كان عقاراً أو غيره، أذن فيه البائع أم لا، وسواء أعطى المشتري الثمن أم لا، وحجة ذلك ما روى حكيم بن حزام قال : قلت يا رسول الله إني أبتاع هذه البيوع فما يحل لي وما يحرم علي، قال يا ابن أخي، لا تبيعن شيئاً حتى تقبضه، قال البيهقي إسناده متصل وفيه أحاديث أخر<sup>(٤)</sup>».

□ وقال صاحب المهذب :

«ولا يجوز بيع ما لم يستقر ملكه عليه كبيع الأعيان المملوكة بالبيع والإجازة والصداق وما أشبهها من المعاوضات قبل القبض<sup>(٥)</sup>».

(١) المرجع السابق، المجلد السابع، ج ١٢، ص ٨، والحديث أخرجه البيهقي في السنن الكبرى ج ٥، ص ٣١٢  
 (٢) الاختيار لتعليل المختار للإمام عبد الله محمود بن موردين محمد أبي الفضل معمد الدين الموصلني المتوفى ٦٨٣هـ ص ٩ كتاب البيوع، طبعة الأزهر الشريف ١٤٢٠هـ - ٢٠٠٠م.  
 (٣) الأم للإمام الشافعي، مرجع سابق، ج ٣، ص ٦٠.  
 (٤) كفاية الأخيار حل في غاية الاختصار للإمام تقي الدين أبي بكر الحسيني الدمشقي الشافعي، ج ١، ص ٢٤٧ - عيسى البابي الحلبي وشركاه.  
 (٥) المهذب في فقه الإمام الشافعي للشيرازي، مرجع سابق، ج ١، ص ٢٦٢.

### ٣- المالكية :

□ قال صاحب القوانين الفقهية :

في باب «بيع الطعام قبل قبضه»، فمن اشترى طعاماً أو صار له بإجارة أو صلح أو أرش جناية أو صار لامرأة في صداقها فلا يجوز له أن يبيعه حتى يقبضه ويجوز له أن يهبه أو يسلفه قبل قبضه.<sup>(١)</sup>

□ وقال صاحب كفاية الطالب الرياني :

« ومن ابتاع طعاماً ربوياً كان أو غيره فلا يجوز بيعه قبل أن يستوفيه لما صح من نهيه ﷺ عن ذلك واحترز بالطعام عن غيره فإنه يجوز قبل قبضه»<sup>(٢)</sup>.

□ وقال صاحب الكافي في فقه أهل المدينة :

«كل ما اشتريت من العروض كلها الحيوان والعقار والثياب وغير ذلك ما خلا المبيع من الطعام على الكيل فلا بأس عند مالك أن يبيع ذلك كله قبل أن يقبضه»<sup>(٣)</sup>  
□ أما صاحب بداية المجتهد ونهاية المقتصد :

فقد خالف فقهاء المالكية فيما انتهوا إليه أن غير الطعام يجوز بيعه قبل القبض بقوله:

«أما ما كان بيعاً بعوض فلا خلاف في اشتراط القبض فيه وذلك في الشيء الذي يشترط فيه القبض واحد من العلماء. وأما ما كان خالصاً للرفق: أعني القرض، فلا خلاف أيضاً أن القبض ليس شرطاً في بيعه، أعني أنه يجوز للرجل أن يبيع القرض قبل أن يقبضه»<sup>(٤)</sup>.

### ٤- الحنابلة:

□ قال صاحب الإرشاد إلى سبيل الرشاد:

«ومن ابتاع ما ليس بمكيل ولا موزون فله بيعه قبل قبضه وكذلك العقار»<sup>(٥)</sup>.

□ وقال صاحب الروض المربع شرح زاد المستنقع :

( ومن اشترى قليلاً ونحوه ) وهو الموزون والممدود والمذروع (صح) البيع ولزم بالعقد

(١) القوانين الفقهية لابن جزي : محمد بن أحمد بن جزي الكلبلي الفرباطي ج ١ ، ص ١٧٠ - مطبعة النهضة بتونس ١٩٢٦ .

(٢) كفاية الطالب لأبي حسن المالكي، مرجع سابق، ج ٢، ص ١٩١، دار الفكر، بيروت

(٣) الكافي في فقه أهل المدينة لابن عبد البر، مرجع سابق، ص ٣١٩ باب بيع ما اشترى قبل أن يقبض .

(٤) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد، مرجع سابق، ج ٢، ص ١٨٤ .

(٥) الإرشاد إلى سبيل الرشاد، مرجع سابق، كتاب البيوع، ص ١٨٧ .

حيث لا خيار (ولم يصح تصرفه فيه) ببيع أو هبة أو إجارة أو رهن أو حوالة (حتى يقبضه) لقوله ﷺ «من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه» متفق عليه، قال (وما عداه) أي عدا ما اشترى بكيل أو وزن أو عد أو ذرع، كالعبد والدار (يجوز المشتري فيه قبل قبضه)<sup>(١)</sup>. □ إلا أن ما ورد عن فقهاء الحنابلة ليس محل اتفاق تماماً فقد ذكر صاحب المغني:

قال من اشترى ما يحتاج إلى قبضة لم يجز بيعه حتى يقبضه وكل ما يحتاج إلى قبض إذا اشتراه لم يجز بيعه حتى يقبضه لقول النبي ﷺ «من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه» متفق عليه، ولم أعلم بين أهل العلم خلافاً.. وأما غير ذلك فيجوز بيعه قبل قبضه في أظهر الروايتين ويروى مثل هذا عن عثمان بن عفان رضي الله عنه، وسعيد بن المسيب والحكم وحماد والأوزاعي واسحق.

إلا أنه ذكر رواية أخرى لأحمد «لا يجوز بيع شيء قبل قبضه واختاره بت عقيل» وهذا الذي ذكره ابن عقيل ما ندين الله عليه لقول رسول الله ﷺ لغيث بن أسد حينما بعته إلى مكة قاضياً وأميراً أنهم عن بيع ما لم يقبضوا وبيع ما لم يضمنوا. وهذا عام في الطعام وغير الطعام وهو أيضاً ما ذكره ابن عباس الذي روى الحديث «ولا أحسب كل شيء إلا مثله»<sup>(٢)</sup>.

#### ٥- الظاهرية:

ذكر ابن حزم حديث رسول الله ﷺ «إذا ابتعت بيعاً فلا تبعه حتى تقبضه، قال والقول فيه كالقول في الآية ﴿وَأَشْهَدُوا إِذَا بَايَعْتُمْ﴾<sup>(٣)</sup> سواء سواء لأنه لا يبيع بينهما إلا بعد التفرقة أو التخيير، وإلا فلم يبتع المبتاع أصلاً ولا باع البائع البتة.

وما يستفاد من قوله موافقته على ما ذهب إليه الفقهاء رغم محاولة الانتقاص من شأن ما ذكره بعبارة ملتوية مثل قوله وان رغمت أنوف المخالفين.<sup>(٤)</sup>

#### بيع الإنسان ما لم يقبض عند أصحاب الحديث

روى البخاري في صحيحه في باب بيع الطعام قبل أن يقبض وبيع ما ليس عندك:<sup>(٥)</sup>

● «حدثنا علي بن عبد الله حدثنا سفيان، قال الذي حفظناه من عمرو ابن دينار سمع

(١) الروض المربع شرح زاد المستتقع، مرجع سابق، ص ٢٣٦/٢٣٧.

(٢) المغني لأبن قدامة، مرجع سابق، ص ٨٦، الحديث سبق تخريجه.

(٣) سورة البقرة الآية ٢٨٢.

(٤) المحلى لأبن حزم، مرجع سابق ج ٨، ص ٢٥٨.

(٥) البخاري بشرح السندي، ج، كتاب البيوع، ص ١٦ دار أحياء الكتب العربية، عيسى الباب الحلبي وشركاه.

- طاوسا يقول سمعت ابن عباس رضي الله عنهما يقول: أما الذي نهى عنه النبي ﷺ فهو الطعام أن يباع حتى يقبض، قال ابن عباس ولا أحسب كل شيء إلا مثله.
- وقال حدثنا عبد الله ابن مسلمه حدثنا مالك عن نافع عن ابن عمر رضي الله عنهما أن النبي ﷺ قال من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه . زاد إسماعيل من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يقبضه.
  - وقال حدثنا يحيى ابن بكير حدثنا الليث عن ابن يونس عن ابن شهاب قال أخبرني سالم ابن عبد الله أن ابن عمر رضي الله عنهما قال لقد رأيت الناس في عهد رسول الله ﷺ يبتاعون جزافاً يعني الطعام يُضربون أن يبيعوه في مكانهم حتى يؤووه في رحالهم.
  - وروى مسلم في صحيحه في باب بطلان بيع المبيع قبل القبض: «حدثنا يحيى ابن يونس حدثنا حماد عن عمرو ابن دينار عن طاوس عن ابن عباس أن رسول الله ﷺ قال من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه، قال ابن عباس وأحسب كل شيء مثله»<sup>(١)</sup>
  - وفي رواية أخرى لمسلم: «حدثنا إسحق بن إبراهيم ومحمد بن رافع وعبد بن حميد قال ابن رافع حدثنا، وقال الآخرون أخبرنا عبد الرازق أخبرنا معمر عن ابن طاوس عن أبيه عن ابن عباس قال، قال رسول الله ﷺ من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يقبضه، قال ابن عباس وأحسب كل شيء بمنزله الطعام».
  - وروى مسلم أيضاً في صحيحه عن يحيى بن يحيى، قال قرأت على مالك عن نافع عن ابن عمر قال كنا في زمان رسول الله ﷺ نبتاع الطعام فبيعت علينا من يأمرنا بانتقاله من المكان الذي ابتعناه فيه إلى مكان سواه قبل أن نبيعه.
  - روى أيضاً في صحيحه عن حرمله بن يحيى قال حدثنا ابن وهب أخبرني يونس عن ابن شهاب أخبرني سالم ابن عبد الله أن أباه قال قد رأيت الناس في عهد رسول الله ﷺ إذا ابتاعوا الطعام جزافاً يُضربون في أن يبيعوه في مكانهم وذلك حتى يؤووه إلى رحالهم.
- ويعقب على هذه الأحاديث الإمام النزوي بقوله وفي هذه الأحاديث النهي عن بيع المبيع حتى يقبضه البائع، قالوا ونقل الإجماع على بطلان بيع الطعام المبيع قبل قبضه، قالوا وإنما الخلاف فيما سواه.<sup>(٢)</sup>

(١) صحيح مسلم بشرح النووي ج ١٠، ص ١٦٨ / ص ١٧١ - المطبعة المصرية ومكتبتها.

(٢) صحيح مسلم بشرح النووي ج ١٠، ص ١٦٨ - ص ١٧١ - باب بطلان بيع المبيع قبل القبض، مرجع سابق.

□ وروى ابن حجر العسقلاني عن ابن عمر رضي الله عنهما قال:

ابتعت زيتاً في السوق، فلما استوجبت له لقيني رجل فأعطاني به ربحاً حسناً فأردت أن أضرب على يد الرجل، فأخذ رجل من خلفي بذراعي، فالتفت، فإذا هو زيد بن ثابت، فقال، لا تبعه حيث ابتعته حتى تحوزه إلى رحلك فإن رسول الله ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم. رواه أحمد وأبو داود واللفظ له وصححه ابن حبان والحاكم.<sup>(١)</sup>

□ وروى صاحب نيل الأوطار في باب نهى المشتري عن بيع ما اشتراه قبل قبضه الأحاديث التالية:

١- عن جابر قال، قال رسول الله ﷺ: «إذا ابتعت طعاماً فلا تبعه حتى تستوفيه»، رواه أحمد ومسلم.

٢- وعن أبي هريرة قال: نهى رسول الله ﷺ أن يشتري الطعام ثم يباع حتى يستوفى، رواه أحمد ومسلم. ولمسلم أن النبي ﷺ قال: «من اشتري طعاماً فلا يبعه حتى يكتاله».

٣- وعن حكيم بن حزام قال، قلت يا رسول الله إنني اشتري بيوعاً فما يحل لي منها وما يحرم علي؟ قال إذا اشتريت شيئاً فلا تبعه حتى تقبضه، رواه أحمد.

٤- وعن زيد بن ثابت أن النبي ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم، رواه أبو داود والدارقطني.

٥- وعن ابن عمر قال، كانوا يتبايعون الطعام جزافاً بأعلى السوق فنهاهم رسول الله ﷺ أن يبيعوه حتى ينقلوه، رواه الجماعة إلا الترمذي وابن ماجه.

٦- وعن ابن عباس أن النبي ﷺ قال: «من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه»، وقال ابن عباس ولا أحسب كل شيء إلا مثله، رواه الجماعة إلا الترمذي.

● قال الشوكاني حديث حكيم بن حزام يعم كل بيع، ويجاب عن حديث ابن عمر وجابر الذين احتج بهما مالك ومن معه بأن التصييص على كون الطعام المنهي عن بيعه لا يستلزم عدم ثبوت الحكم في غيره، قال وكفى في رد هذا المذهب حديث حكيم فإنه يشمل بعمومه غير الطعام وحديث زيد بن ثابت فإنه مصرح بالنهى في السلع.<sup>(٢)</sup>

(١) بلوغ المرام من أدلة الأحكام للإمام ابن حجر العسقلاني - كتاب البيوع، حديث ٧٥٥، ص ١٩٤ - دار الجيل - بيروت

(٢) نيل الأوطار شرح منتقى الأخبار من أحاديث سيد الأئمة، كتاب البيوع، ج ٥، ص ١٥٧ - ١٦٠، مكتبة الدعوة الإسلامية شباب الأزهر.

والذي ذكره الشوكاني هو ما ذكره فقهاء الحنفية في رد ما ذهب إليه المالكية، والأحاديث في مجملها، تشير إلى أن النهي يشمل السلم وذيره وهي أسطع برهاناً وأظهر ثبوتاً من الشمس في وضوح النهار.

### بيع الكائي بالكائي

أولاً : الكائي في اللغة:

قال صاحب مختار الصحاح الكائي في اللغة هو النسيئة، وقال في معنى الحديث الذي روى عن نبيه ﷺ عن بيع الكائي بالكائي فقال هو بيع النسيئة بالنسيئة وكان الأصمعي لا يهزمه.<sup>(١)</sup>

وقال صاحب لسان العرب: «وكائ الدين أي تأخر، والكائي والكلأة النسيئة والسلفة» وذكر حديث رسول الله ﷺ وفسره بما قاله أبو عبيده أنه يعنى النسيئة بالنسيئة.<sup>(٢)</sup>

وقال في المعجم الوسيط: كالأ الدين كلئاً: تأخر فهي كائي وكال، وكالأ بصره في الشيء: رده فيه، وكالأ الله فلاناً كلئاً وكلاءً. وكلاءة: حفظه، وفي التنزيل ﴿ قُلْ مَنْ يَكْلُؤُكُمْ بِاللَّيْلِ وَالنَّهَارِ مِنَ الرَّحْمَنِ ﴾ [الأنبياء: ٤٢]<sup>(٣)</sup>

ثانياً: حكم بيع الكائي بالكائي في الفقه الإسلامي:

١- الحنفية:

• قال الجصاص في أحكام القرآن في مسألة بيع الكائي بالكائي:

ومن أبواب الريا الدين بالدين وقد روى موسى بن عبيده عن عبد الله بن دينار عن ابن عمر عن النبي ﷺ أنه نهى عن الكائي بالكائي، وفي سجع الألفاظ عن الدين بالدين وهما سواء. وقال في حديث أسامه ابن زيد إنما الريا في النسيئة إلا انه في العقد عن الدين بالدين، ومعنى عنه بمقدار المجلس لأنه جاء له أن يسلم دراهم في كرا<sup>(٤)</sup> حنطه وهما دين بدين إلا أنهما افترقا قبل القبض بطل العقد، وكذلك بيع الدراهم بالدنانير جائز، وهما دينان، وان افترقا قبل التقابض بطل.<sup>(٥)</sup>

(١) مختار الصحاح لمحمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، مادة كالأ ص ٥٧٥ دار ومكتبة الهلال - بيروت.

(٢) لسان العرب لأبن منظور، مرجع سابق، مادة كالأ.

(٣) المعجم الوسيط، مرجع سابق، مادة كالأ، ج ٢، ص ٨٢٥.

(٤) الكرا = ٤٠ أردباً.

(٥) أحكام القرآن للجصاص، أحمد بن علي الرازي الملقب بالجصاص وكنيته أبو بكر الذي انتهت إليه رئاسة المذهب الحنفي في عصره، ج ٢، ص ١٨٦، مرجع سابق.

□ وقال صاحب بدائع الصنائع :

ومنها ألا تكون الأجرة منفعة هي من جنس المعقود عليه كإجارة السكنى بالسكنى والخدمة بالخدمة والركوب بالركوب والزراعة بالزراعة حتى لا يجوز شيء من ذلك عندنا وعند الشافعي لأن هذا في معنى بيع الدين بالدين لأن المنفعتين معدومتان وقت العقد فكان بيع الكالئ سديداً.<sup>(١)</sup>

□ قال صاحب شرح فتح القدير :

قال، قال مالك لا بد شرعاً من قبض أحد العوضين كي لا يلزم الكالئ بالكالئ أي الدين بالدين.<sup>(٢)</sup>

٢- الشافعية :

□ قال أبو حامد الغزالي في الوسيط:

الشرط السادس (في السلم) تسليم رأس المال في المجلس لأن رأس المال إذا كان ديناً كان بيع الكالئ بالكالئ وان كان عيناً فيجب تعجيله لأنه احتمال الغرر في المسلم فيه لحاجه فيجبر ذلك بتأكد العوض الثاني بالتعجيل.  
ثم لا خلاف أنه لو كان رأس المال نقداً ولم يعينه ثم عينه في المجلس كفاه لأن المجلس كالحریم فله حكم الابتداء وكذلك القول في بيع الدراهم بالدراهم في الصرف.<sup>(٣)</sup>

□ وقال صاحب الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع

أما بيع الدين بالدين فلا يصح سواء اتحد الجنس أم لا للنهي عن بيع الكالئ بالكالئ وفسر ببيع الدين بالدين منقول من أرض وشجر ونحو ذلك.<sup>(٤)</sup>

٣- المالكية:

□ قال صاحب القوانين الفقهية :

وينقسم البيع من وجه آخر أربعة أقسام إحداهما أن يعجل الثمن والمثمن وهو بيع النقد، الثاني أن يؤخر الثمن والمثمن وهو بيع الدين بالدين وهو لا يجوز.<sup>(٥)</sup>

(١) بدائع الصنائع للكسائي، مرجع سابق، ج ٤، ص ١٩٠.

(٢) شرح فتح القدير لمحمد بن عبد الواحد السيواس، مرجع سابق، ج ٧، ص ١٣٦.

(٣) الوسيط للإمام محمد بن محمد بن محمد الغزالي أبو حامد، ج ٣، ص ٤٣٦ دار السلام للنشر - بيروت.

(٤) الإقناع في حل ألفاظ أبي الشجاع - محمد الشرييني الخطيب، ج ٢، ص ٢٨٠ دار الفكر بيروت.

(٥) القوانين الفقهية لأبن جزى مرجع سابق، ج ١، ص ١٦٥.

□ أما صاحب الكافي في فقه أهل المدينة فقال:

انه مما نهى عنه الكالئ بالكالئ، وهو الدين بالدين قال وهذا باب يشعب ويتشعب  
وتكثر فروعه على مذهب مالك.<sup>(١)</sup>

وذكر ابن رشد الحفيد صاحب بداية المجتهد ونهاية المقتصد إجماع الفقهاء على  
عدم جواز بيع الدين بالدين فقال، أما بالنسيئة فلا يجوز بإجماع لا في العين ولا في الذمة  
لأنه الدين بالدين المنهي عنه.<sup>(٢)</sup>  
٤- الحنابلة:

□ قال صاحب المغنى بيع الدين بالدين لا يصح وذلك بالإجماع.<sup>(٣)</sup>

□ وقال ابن القيم في أعلام الموقعين أنه قد ورد النهى عن بيع الكالئ بالكالئ، وقال،  
والكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض كما لو أسلم شيئاً في شيء في الذمة وكلاهما مؤخر  
فهذا لا يجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ.<sup>(٤)</sup>  
٥- الزيدية:

□ قال صاحب الروضة الندية شرح الدرر البهية ونهى عن «الكالئ بالكالئ» أي  
المعدوم بالمعدوم لحديث ابن عمر والدارقطني والحاكم وسححه أن النبي ﷺ «نهى عن  
بيع الكالئ بالكالئ» قال، ورواه الشافعي بلفظ نهى عن الدين بالدين، وقال ويؤيده ما  
أخرجه الطبراني عن رافع بن خديج أن النبي ﷺ «نهى عن بيع الكالئ بالكالئ دين  
بدين».

قال وفي إسناده موسى بن عبيده الزيدي وهو ضعيف، وقد قال أحمد فيه لا تحل  
الرواية عنه عندي، ولكن إجماع الناس على أنه لا يجوز بيع دين بدين انتهى.<sup>(٥)</sup>  
بيع الكالئ بالكالئ عند أصحاب الحديث :

□ روى ابن حجر العسقلاني عن ابن عمر رضي الله عنهما أن النبي ﷺ نهى عن بيع الكالئ  
بالكالئ، يعنى الدين بالدين. رواه إسحاق والبراء بسند ضعيف.<sup>(٦)</sup>

(١) الكافي في فقه أهل المدينة لأبن عبد البر، مرجع سابق، ص ٢٦٤.

(٢) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد، مرجع سابق، ج ٢، ص ١٥٧.

(٣) المغنى لابن قدامة، مرجع سابق، ج ٤، مسألة ٢١٩٢، ص ٢٢٤.

(٤) أعلام الموقعين عن رب العالمين لابن القيم، مرجع سابق، ج ١، ص ٣٥٠.

(٥) الروضة الندية شرح الدرر البهية - مرجع سابق، ج ٢، ص ٩٩.

(٦) بلوغ المرام من أدلة الأحكام للإمام ابن حجر العسقلاني، حديث برقم ٧٩٦، ص ٢٠٦ دار الجيل  
بيروت.

□ ورواه الشوكاني في باب النهي عن بيع الدين بالدين في نيل الأوطار قال:

«عن ابن عمر أن النبي ﷺ نهى عن بيع الكائى بالكائى» رواه والدارقطنى.  
وقال الشوكاني الحديث صححه الحاكم على شرط مسلم وتعقب بأنه تفرد به موسى ابن عبيده كما قال والدارقطنى وابن عدى، وقد قال فيه أحمد لا تحل الرواية عنه عندي ولا اعرف هذا الحديث عن غيره، وقال ليس هذا أيضا حديث يصح ولكن إجماع الناس على انه لا يجوز بيع دين بدين، وقال الشافعي أهل الحديث يوهنون هذا الحديث.<sup>(١)</sup>  
وأيا كان رأى أهل الحديث فالإجماع منعقد على عدم جواز بيع الكائى بالكائى.  
الإجماع: ذكر ابن المنذر في كتاب الإجماع:

«أنهم قد اجمعوا على أن بيع الدين بالدين لا يجوز».<sup>(٢)</sup>

□ وقال صاحب المغنى:

«بيع الدين بالدين لا يصح وذلك بالإجماع».<sup>(٣)</sup>

□ وقال ابن رشد الحفيد في بداية المجتهد ونهاية المقتصد.

«أما بيع النسيئة بين الطرفين فلا يجوز بإجماع لا فى العين ولا فى الذمة لأنه الدين بالدين المنهى عنه».<sup>(٤)</sup>

ومن جماع ما سلف بين أن بيع الدين بالدين لا يجوز بإجماع الفقهاء.  
بدل التأجيل وحكمه فى الفقه الإسلامى:

تقدم القول فى موضع سابق أن لكل من المتعاقدين فى أسواق البيوع الآجلة أن يؤجل الموعد المحدد لتنفيذ العقد والمصطلح على تسميته فى البورصات بموعد التصفية إلى موعد لاحق، ويتم ذلك كما سبق أن أوضحنا بنقل مركزه إلى غيره من المضاربين أو الممولين الراغبين فى استثمار أموالهم مقابل فائدة تسمى ببدل التأجيل، حيث يقوم هذا الممول باستلام الأوراق المالية بدلا من المضارب ودفع قيمتها نقداً حسب سعر التصفية ثم يبيعه إلى المضارب الراغب فى تأجيل مركزه آجلاً مقابل الحصول على زيادة فى قيمه القرض مشروطة ومحدده سلفاً زمنياً ومقداراً وترتبط بمدته التأجيل فتزيد بزيادتها وتقل بقصرها وتعرف هذه الزيادة ببدل التأجيل.

(١) نيل الأوطار للشوكاني، مرجع سابق، ج ٥، ص ١٥٦. باب النهى عن بيع الدين بالدين وجوازه بالعين ممن هو عليه.

(٢) الإجماع لابن المنذر، ص ٥٢، مسألة ٤٨٢، دار الكتب العلمية ببيروت.

(٣) المغنى لابن قدامة، مرجع سابق، مسألة ٢١٩٢، ص ٢٢٤.

(٤) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد، مرجع سابق، ج ٢، ص ١٥٧.

قال صاحب نظرية العقد في الشريعة الإسلامية :

وقد اجمع العلماء على أن الزيادة في اتدين نظير الأجل من قبيل الربا المحرم شرعا بنص الكتاب وأن من ينكره أو يمارى فيه فإنما ينكر أمراً قد علم من الدين بالضرورة.<sup>(١)</sup>

وقال الرازي الشهير بالخصاص صاحب أحكام القرآن :

معلوم أن ربا الجاهلية إنما كان قرضاً مؤجلاً بزيادة مشروطة فكانت الزيادة بدلاً من الأجل فأبطله الله تعالى وحرمه وقال ﴿ وَنُتِبْتُمْ فَلكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ ﴾<sup>(٢)</sup> وقال تعالى ﴿ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا ﴾<sup>(٣)</sup> حظر أن يؤخذ للجل عوض، ولا خلاف أنه لو كان عليه ألف درهم حالاً فقال له أجلني أزدك فيها مائة درهم لا يجوز.<sup>(٤)</sup>

وذكر صاحب المغنى في هذا المعنى أن كل قرض شرط فيه أن يزيده فهو حرام بغير خلاف.<sup>(٥)</sup>

الإجماع:

وذكر ابن المنذر في إجماعاته إجماع الفقهاء على أن المسلف إذا شرط عشر السلف هديه أو زيادة فأسلفته على ذلك إن أخذه الزيادة ربا.<sup>(٦)</sup>  
السنة :

روى ابن حجر العسقلاني عن علي قال: قال رسول الله ﷺ «كل قرض جر منفعة فهو ربا». قال رواه الحارث عن أبي أسامة.<sup>(٧)</sup>

ويبين مما تقدم أن بدل التأجيل هو من قبيل ربا النسيئة المحرم شرعاً بالكتاب والسنة وإجماع الأمة.

ونخلص من جميع ما ذكرناه إن البيع البات في أسواق البيوع الآجلة والمستقبلية والذي لا يترتب عليه تملك المبيع للمشتري، لا الثمن للبايع عند إنشاء العقد ويتأخر فيه

(١) بحوث في الربا للإمام الشيخ محمد أبو زهره ص ١٨ - دار الفكر العربي.

(٢) سورة البقرة آية ٢٧٩.

(٣) سورة البقرة آية ٢٧٨.

(٤) أحكام القرآن للخصاص، ج ٢، ص ١٨٦.

(٥) المغنى لأبن قدامة، مرجع سابق، ج ٤، ص ٣٦٠.

(٦) الإجماع لابن المنذر، مرجع سابق، ص ٥٥، مسألة ٥٠٨.

(٧) بلوغ المرام من أدله الأحكام للإمام ابن حجر العسقلاني، مرجع سابق، ص ٢١٠، الحديث ٨١٢. قال وإسناده ساقط، وله شاهد ضعيف عن فضالة بن عبيد عبد البيهقي، وآخر موقوف عن عبد الله بن سلام عند البخاري.

تسليم الثمن والمثلن إلى يوم التصفية المحدد لتفويض العقد غير جائز من جميع الوجوه عند جمهور الفقهاء ولذات الأسباب التي تقدم تفصيلها والتي نوجزها فيما يلي:

١. العقود المضافة إلى أجل التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة لا تفيد التمليك في الحال، لذلك كانت صيغته العقد غير مؤديه لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى، لذلك فإنها لا تدل على العقد فلا ينعقد بها وقد ذكرنا اتفاق الفقهاء على عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل إلا في السلم.

٢. إن هذا البيوع تطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده وجمهور الفقهاء على عدم انعقاد هذا البيع.

٣. لما كان البيع في أسواق البيوع الآجلة يقوم في أغلبه على بيع الإنسان ما اشتراه قبل أن يقبضه وهو ما يسمى في البورصات بالبيع على المكشوف، فقد استبان لنا من العرض المتقدم أن الجمهور على عدم جواز هذا النوع من البيوع.

٤. لما كانت البيوع التي تجرى في هذه الأسواق يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل فيها تسليم الثمن كانت من قبيل النسبية بالنسبة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكائي بالكائي المنهي عنه شرعاً بإجماع الفقهاء .

٥. جرت العادة على أن يقوم المضارب بتأجيل مركزة إلى تاريخ لاحق إذا لاح له تعرضه لخسائر في موعد التصفية وذلك مقابل سداده لمبلغ من المال يسمى ببدل التأجيل لمن ينقل إليه مركزه سواء كان مضارباً يرغب في أجيل التسليم أو ممولاً يرغب في تمييز أمواله.

وحيث إن بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زمنياً ومقداراً يدفعها المستقرض وهو المضارب للمقرض وهو الممول لذلك فإن بدل التأجيل بهذا المعنى من ربا النسبية المحرم شرعاً. الأمر الذي يستفاد عنه فساد هذه البيوع من جميع الوجوه .

**توصيات مجمع الفقه الإسلامي :**

وقد جاء ضمن توصيات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في شأن هذه البيوع ما يلي<sup>(١)</sup>:

(١) المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة الدورة السابعة للمجمع صدر القرار التالي سنة ١٤٠٤هـ حول سوق الأوراق المالية والبضائع. نقلاً عن كتاب المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي د. على أحمد السالوس، الطبعة الثانية، مكتبة الفلاح، الكويت، ص ٤٥٢ .

خامساً: إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجرى على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجرى في السوق المالية غير جائزة شرعاً لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد، وهذا منهي عنه شرعاً لما صح عن رسول الله ﷺ «لا تبع ما ليس عندك» وكذلك ما رواه أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت رضي الله عنه أن النبي ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم.

سادساً: ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين :

- (أ) في السوق المالية لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما إن الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.
- (ب) في السوق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمه البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.

## المبحث الثاني موقف الفقه الإسلامي من عقود الاختيار

**موقف الفقه الإسلامي من البيوع المتعارف عليها ببيع الخيار في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية**  
الخيار لغة: هو الاسم من الاختيار وهو طلب خير الأمرين بإمضاء البيع أو فسخه، وهذا المعنى الذي اختاره ابن الأثير في النهاية وذكره صاحب لسان العرب قريب من المعنى الشرعي.<sup>(١)</sup>

الخيار شرعاً: عرفه صاحب أحكام المعاملات الشرعية بالآتي:  
«هو ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في إمضاء انعقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك له».<sup>(٢)</sup>  
وقال صاحب أنيس الفقهاء:

«الخيار اسم من الاختيار، ومنه خيار الرؤيا، وفي درر الأحكام» وخيار الشرط أنواع فاسد وفاقاً كما إذا قال «اشتريت على أني بالخيار، أو على أني بالخيار أياماً، أو على أني بالخيار أبداً، وجائز وفاقاً، وهو أن يقول على أني بالخيار ثلاثة أيام فما دونها، ومختلف فيه وهو أن يقول على أني بالخيار شهراً أو شهرين فإنه فاسد»، ثم أبي حنيفة وزفر والشافعي رحمهم الله جائز.<sup>(٣)</sup>

وقد شرع الخيار ليكون وسيلة إلى كمال الرضا، ودفع الغبن، ومنع التفرير، والأمن من الانخداع.<sup>(٤)</sup>

قال صاحب روضة الطالبين، يجوز شرط الخيار للعاقدين ولأحدهما بالإجماع ويجوز أن يشترط لأحدهما يوم، ولآخر يومان أو ثلاثة، فإن شرطه لغيرهما فإن كان الغير أجنبياً فقولان أحدهما يفسد البيع، وأظهرهما يصح.<sup>(٥)</sup>

وتثبت الخيارات بأحد أمرين، إما باشتراط العاقد، وإما بتقرير الشارع، ولهذا ذهب المالكية إلى تقسيم الخيار إلى قسمين (ترو و نقيصة) أما خيار الترو ويقال له أيضاً خيار الشرط فهو الذي ينصرف إليه لفظ الخيار عند الإطلاق، وقد عرفه صاحب الشرح الصغير بالآتي:

(١) لسان العرب لابن منظور، مرجع سابق، مادة خَيْر، ص ٣٨٤.  
(٢) مختصر أحكام المعاملات الشرعية (العقد) للشيخ الخفيف، ص ١٢٠، مطبعة السنة المحمدية، القاهرة.  
(٣) أنيس الفقهاء في تعريفات الألفاظ المتداولة بين الفقهاء لقاسم القونوي - ج ٢١، ص ٢٠٥ - دار الوفاء، جدة.  
(٤) الشيخ محمد خاطر مفتي الديار المصرية السابق، محاضرات في الفقه الإسلامي، ط ١، ص ٦٦/٦٥، دار وهدان للطباعة والنشر ١٣٨٩ هـ، ١٩٧٠ م.  
(٥) روضة الطالبين وعمدة المفتين للإمام النووي، ج ٢، ص ٤٤٦، المكتب الإسلامي، بيروت.

«هو بيع وقف بته أي لزومه على إمضاء ممن له الخيار من مشتري أو بائع أو غيرهما، ويحصل بشرط من المتبايعين ولا يكون بالمجلس، وسمي خيار ترو لما فيه من معنى النظر والتأمل في إبرام البيع من عدمه»<sup>(١)</sup>.

قال الشيخ أحمد الصاوي المالكي، قوله ولا يكون بالمجلس أي فإنه غير معمول به على مشهور المذهب، واشتراطه مفسد للبيع لأنه من المدة المجهولة وإن ورد به الحديث، وهو قوله ﷺ «البيعان بالخيار ما لم يفترقا»<sup>(٢)</sup>، وهذا الحديث - وإن كان صحيحاً - لكن عمل أهل المدينة مقدم عليه عند مالك، لأن عملهم كالتواتر، والتواتر يفيد القطع بخلاف الحديث، فإنه خبر آحاد وهو إنما يفيد الظن. ونقل ابن يونس عن أشهب أن الحديث منسوخ، وبعضهم حمل التفرق في الحديث على تفرق الأقوال لا تفرق الأبدان<sup>(٣)</sup>.

وقد ثبت خيار الشرط بما روي في الصحيحين عن ابن عمر رضي الله عنهما، قال ذكر رجل لرسول الله ﷺ وهو حبان «إنه يخدع في البيوع» فقال له: «من بايعت فقل لا خلافة، ثم أنت بالخيار في كل سلعة ابتعتها ثلاث ليال، إن رضيت فأمسك وإن سخطت فاردها على صاحبها»<sup>(٤)</sup>.

وذكر ابن رشد الحفيد أن عمدة الجمهور في جواز بيع الخيار حديث حبان بن منقذ وفيه «ولك الخيار ثلاثاً» وما روي في حديث ابن عمر «البيعان بالخيار ما لم يفترقا إلا بيع الخيار»<sup>(٥)</sup>.

واستدل الشافعي بهذين الحديثين على جواز بيع الخيار في كتابه الأم<sup>(٦)</sup> وقال صاحب القوانين الفقهية «والخيار المشروط هو خيار التروي للاختيار والمشورة» وفيه خمس مسائل، المسألة الأولى في حصصه: يجوز أن يشترطه البائع أو المشتري أو

(١) الشرح الصغير للشيخ/ أحمد بن محمد بن أحمد الدردير، ج ٤، ص ١٧٥، عيسى الباب الحلبي.

(٢) الحديث رواه البخاري ومسلم بالاتفاق عن ابن عمر رضي الله عنهما، ورواية أخرى عن حكيم بن حزام بلفظ «البيعان بالخيار ما لم يفترقا فإن صدقا وبيننا بورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتمتا محقت بركة بيعهما». انظر صحيح مسلم باب من يخدع في البيوع ج ١٠، ص ١٧٦، واللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان، باب الصدق في البيع والبيان، ص ١٢٧، والبخاري بشرح السندي في باب البيعان بالخيار، ج ٢، ص ١٢، دار إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه.

(٣) الشرح الصغير، مرجع سابق، ج ٤، ص ١٧٥.

(٤) الحديث أورده الشوكاني في باب شرط السلامة من القبن، ج ٥، ص ٢٨٧، دار الحديث، وقال رواه البخاري في تاريخه وابن ماجه والدار قطني. ورواه أيضاً صاحب اللؤلؤ والمرجان فيما اجتمع عليه الشيخان في باب من يخدع في البيع بلفظ إذا بايعت فقل لا خلافة، واللفظ للبخاري.

(٥) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد، ج ٢، ص ٢٦٧، ط دار الكتب الحديثة.

(٦) الأم للإمام الشافعي، الجزء الثالث، باب بيع الخيار، ص ٣، ط بولاق.

كلاهما ، ثم لمن اشترطه أن يمضي البيع أو يردده ما لم تنقض مدة الخيار أو يظهر منه ما يدل على الرضا إذا اشترطاه معاً.<sup>(١)</sup>

وقال القدوري البغدادي الحنفي، خيار الشرط جائز في البيع للبائع والمشتري ولهما الخيار ثلاثة أيام فما دونها ولا يجوز أكثر من ذلك عند أبي حنيفة.<sup>(٢)</sup>

وقال صاحب المبسوط «قال رحمه الله بلغنا عن رسول الله ﷺ أنه قال «من اشترى شاة محفلة فهو يؤخر النظرين ثلاثة أيام» وفي رواية يخير النظرين ففيه جواز اشتراط الخيار.<sup>(٣)</sup>

ورغم ما ذكره صاحب مراتب الإجماع أنهم قد «اتفقوا أن البيع بخيار ثلاثة أيام بلياليها جائز»<sup>(٤)</sup>، فقد ذكر صاحب الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية أن خيار الشرط مخالف لمقتضى العقد، ولذلك قانوا أن الأصل والقياس أن يكون شرطاً فاسداً مفسداً لعقد المعاوضة ولكن الفقهاء أجازوه استحساناً لسببين :

أحدهما: ورود الأثر بصحته وإجازته، فقد ورد في الحديث أن حبان بن منقذ كان يغبن في البياعات فقال له النبي ﷺ إذا بايعت فقل لا خلافة، ولي الخيار ثلاثة أيام . فهذا الحديث صريح في إجازة الشرط، ومن المقرر أن ورود الأثر بصحة شرط يجعله صحيحاً، وإن كان مخالفاً لمقتضى العقد، لأن النص في الشريعة حاكم على العقود، لا خاضع لأقيستها .

ثانيهما: إن الحاجة قد تدعو إليه، فقد يخشى أحد العاقدين الانخداع إما لعدم الصفق في الأسواق، أو لأنه لم يكن ذا خبرة تامة بصنف العقود عليه، وقد يريد أن يشاور من يهيمه الرضا بالمعقود عليه . فكان من مقتضى هذا أن يعقد العقد مشروطاً لنفسه حق الفسخ أمداً حتى يستطيع أن يدرأ عن نفسه التغيرير ومغبته باستشارة أهل الخبرة وحتى يضمن رضا من يهيمه رضاه، ونرى من هنا أن الحكمة في شرعية خيار الشرط هي الاستيثاق من الرضا والتمكن من أسبابه والاحتياط له بحياطته بكل دواعي العلم ليكون على بينة تامة، ومعرفة صحيحة .<sup>(٥)</sup>

(١) القوانين الفقهية لابن جزي، مرجع سابق، ج ١، ص ١٨٠ .

(٢) اللباب في شرح الكتاب للميداني على المختصر المشتهر باسم الكتاب للإمام أبو الحسين أحمد بن محمد القدوري .، باب خيار الشرط، ص ٢٢٧ .

(٣) المبسوط لشمس الدين السرخس، المجلد السابع، ج ١٣، ص ٣٨، دار المعرفة للطباعة والنشر، بيروت

(٤) مراتب الإجماع لابن حزم، ص ٩٩، دار الأفاق الجديدة، بيروت .

(٥) الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، للإمام محمد أبو زهرة، مرجع سابق، ص ٣٩٠ .

ولعل ذلك أحد الأسباب التي دعت الظاهرية إلى إبطال شرط الخيار، يقول ابن حزم، وكل بيع وقع بشرط خيار للبائع أو للمشتري أو لهما جميعاً أو لغيرهما خيار ساعة أو يوم أو ثلاثة أيام أو أكثر أو أقل فهو باطل تخيراً إنفاذه أو لم يتخيراً. وقال ابن حزم، أما احتجاج أبي حنيفة والشافعي بحديث منقذ وأن النبي ﷺ جعل له الخيار ثلاثة أيام فيما اشترى فعجب عجيب جداً أن يكونا أول مخالف لهذا الحديث وقولهما بفساد بيعه جملة إن كان يستحق الحجر ويخضع في البيوع، أو جواز بيعه جملة ولا يردده إلا من عيب إن كان لا يستحق الحجر، وقال ابن حزم أن كل ما قالوه لا حجة لهم فيه لأن خبر المصراة إنما فيه الخيار للمشتري أحب البائع أم كره، لا يرضى منه أصلاً، ولا بأن يشترط في حال عقد البيع. وأما خبر منقذ فكذلك أيضاً لأنه إنما هو خيار يجب لمن قال عند التبايع (لا خلافة) بائعاً كان أو مشترياً سواء رضي بذلك معاملة أو لم يرض لم يشترطه الذي جعل له في نفس العقد<sup>(١)</sup>.

ويعلم مما تقدم أن الظاهرية لا يجيزون شرط الخيار ويبطلونه .

أما الحنابلة فيجيزون بيع الخيار، قال صاحب الإرشاد إلى سبيل الرشاد، وبيع الخيار جائز إذا ضرباً أجلاً معلوماً، وإن كان أكثر من ثلاث، فإن مات من له الخيار قبل انقضاء مدته بطل الخيار ولم يرثه ورثته . قال احمد رضي الله عنه ثلاثة أشياء لا تورث ما لم تقع المطالبة بها قبل الموت، خيار الشرط، والشفعة، والحدود<sup>(٢)</sup>.

وقال صاحب السيل الجرار المتدفق على حدائق الأزهار:

«ويصح ولو بعد العقد لا قبله شرط الخيار مدة معلومة لهما أو لأحدهما أو لأجنبي، وقال، وهذا الخيار جاءت به السنة الصحيحة منها ما يثبت في الصحيحين وغيرهما من حديث ابن عمر أن النبي ﷺ قال: «المتبايعان بالخيار ما لم يتفرقا» وفي رواية أو يخير أحدهما الآخر.

قال، وفي الباب أحاديث كثيرة تدل على ثبوت خيار الشرط، منها قصة حبان بن منقذ<sup>(٣)</sup>.

وأما القسم الثاني وهو خيار النقيصة ويطلق عليه أيضاً خيار العيب، فقد قسمه المالكية قسمان، الأول ما وجب لفقد شرط والثاني ما وجب لظهور عيب في المبيع<sup>(٤)</sup>.

(١) المحلى لابن حزم، مرجع سابق، ج ٨، ص ٣٧٨/٣٧٠ .

(٢) الإرشاد إلى سبيل الرشاد، ص ٢٠٠، مؤسسة الرسالة .

(٣) السيل الجرار المتدفق على حدائق الأزهار للشوكاني، مرجع سابق، ج ٣، باب الخيارات، ص ١٠٦، ١٠٧ .

(٤) الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الإمام مالك، ج ٤، ص ١٩٨، عيسى الحلبي .

وقد عرفه الشافعية بأنه كل ما ينقص العين أو القيمة نقصاً يفوت به غرض صحيح<sup>(١)</sup>.

بينما عرفه صاحب كشاف القناع بقوله : العيب نقيصة يقتضي العرف سلامة المبيع منها غالباً<sup>(٢)</sup>.

وقد عرف صاحب المغني العيوب بأنها النقائص الموجبة لنقص المالية في عادات التجار، لأن البيع إنما صار محلاً للعقد باعتبار صفة المالية، فما يوجب نقصاً فيها يكون عيباً، والمرجع في ذلك إلى العادة في عرف أهل هذا الشأن وهم التجار<sup>(٣)</sup>. ولا أحسب أننا بحاجة إلى الإفاضة أو الدخول في تفاصيل خيار النقيصة أو العيب لعدم اتصاله بالبحث .

#### رأي الفقه المعاصر في بيوع الخيار التي تتم في البورصات

قبل ان نعرض لأراء الفقهاء المعاصرين في مسألة البيوع الخيارية الشرطية التي يجري التعامل عليها في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية، يتعين علينا ابتداءً إزالة وجوه الالتباس فيما اشتبه على كثير من الناس في مسألة بيع الخيار في الشريعة الإسلامية من ناحية، والبيوع الخيارية الشرطية في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية من ناحية أخرى .

إن إلقاء نظرة عابرة على المفاهيم الأساسية للعمليات الخيارية الشرطية في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية وماهية هذه البيوع وأنواعها ووجوه النقد التي وجهت إليها، لا تذر للباحث خياراً إلا أن يقرر وهو على بينة من أمره، وعلى قناعة تامة، انعدام الصلة فيما بين بيع الخيار في الشريعة الإسلامية، وبيع الخيار، في أسواق العقود المستقبلية، وأنهما شيئان مختلفان، ولعل وجه الشبه الوحيد فيما بينهما اتفاقهما في الألفاظ والمباني، بينما وجوه التناقض بينهما على الجانب الآخر غير متناهية في المقاصد والمعاني . فالخيار في الشريعة الإسلامية إنما شرع - كما تقدم القول - لكي يكون وسيلة إلى كمال الرضا ودفع الغبن، ومنع التفرير، والأمن من الانخدال، بينما الخيار في بورصات العقود والأسواق المستقبلية إنما يتم على محض المراهنة على اتجاهات الأسعار ولذلك فهو من جنس الرهان والقمار، وفضلاً عما ذكره الكتاب الغربيون أن المضاربين في العقود المستقبلية والخيارات يوصفون بأنهم أكثر قليلاً من كونهم مقامرين وهو الأمر الذي تناولناه في موضع سابق

(١) نهاية المحتاج، مرجع سابق، الجزء الثالث، ص ١٠٨ .

(٢) كشاف القناع على متن الإقناع، مرجع سابق، ج ٣، ص ٢١٥ .

(٣) المغني لابن قدامة، ج ٤، ص ١١٥، مكتبة القاهرة .

ونحن بصدد الحديث عن صناعة المخاطر ، وقد ذهب اتحاد المصارف العربية أيضاً إلى التأكيد على أن عمليات الخيار التي تتم على المكشوف ( وندراً ما تتم على خلاف ذلك). هي قمار حقيقي له أصوله وفنونه ولاعبوه وله بالطبع نتائجه<sup>(١)</sup>. ومن المفارقات بين الخيارين ، أن الخيار في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية يباع ويشترى شأنه في ذلك شأن سائر السلع التي تباع وتشتري في الأسواق وهو الأمر الذي يكشف النقاب عن حقيقة هذه البيوع وإنما لا تشترك مع بيع الخيار في الشريعة الإسلامية سوى في المسميات اللفظية. فثمن الخيار يمثل الثمن المبذول من قبل من يشتري حق الخيار لمن يبيع له هذه الحق ، في مقابل أن يكون لمشتريه حق مطالبة الأخير أن يشتري منه إن كان الخيار شراء أو أن يبيع إليه إن كان الخيار بيعاً ، أو أن يكون له الخيار في أن يشتري منه أو أن يبيع إليه الأصل محل التعاقد خلال مدة الخيار إن كان الخيار مزدوجاً. ولذلك فنحن لا نجد وجهاً للتشابه بين بيع الخيار في الشريعة الإسلامية وبيع الخيار في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية .

الرأي الوارد بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية في بيع الخيار<sup>(٢)</sup>

تصدت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية لحكم البيوع الشرطية الخيارية التي تتعد في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية فعرضت لآراء مختلف المذاهب في مسألة خيار الشرط وخلصت من هذه الآراء إلى أن خيار الشرط جائز عند فقهاء المسلمين عدا الظاهرية .

ولما كان أحد أركان عقد الخيار في هذه الأسواق بل والباعث عليه هو أن يدفع من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق مبلغاً من المال مقابل تحويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار إذا ما استبان له اتجاه الأسعار في السوق في غير صالحه ، أو تنفيذه إذا ما اتجهت الأسعار حسبما توقع في صالحه ، إلا أن الموسوعة ذهبت إلى أن المال الذي يأخذه بائع حق الخيار من المشتري هو حق للبائع لا يرد إلى دافعه وكان وجه استدلالهم على ذلك قوله تعالى ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾<sup>(٣)</sup> وقوله ﷺ: «المسلمون عند شروطهم إلا شرطاً أحل حراماً أو حرم حلالاً»<sup>(٤)</sup> ، وأنه لما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن يبيع حقه هذا .

(١) الهندسة المالية ، اتحاد المصارف العربية ، مرجع سابق ، ص ١٢٥ .

(٢) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، بحث عن البورصة ورأي التشريع الإسلامي ، ج ٥ ، ص ٣٨٧ .

(٣) سورة المائدة الآية رقم (١)

(٤) رواه الترمذي وصححه ، وصححه ابن حبان من حديث أبي هريرة رضي الله تعالى عنه قال ابن حجر العسقلاني وقد انكروا عليه لأن رواية كثير بن عبد الله بن عمرو ضعيف ، انظر بلوغ المرام ، باب الصلح ، حديث ٨٢١ .

ولم تخص الموسوعة بهذا الرأي العمليات الشرطية البسيطة دون غيرها، بل ألحقت بها في قياس سقيم غيرها من البيوع الشرطية التي تتم في هذه السوق فجاء في الموسوعة: «وكما جوزنا العمليات الشرطية البسيطة، فإننا نرى جواز العمليات الشرطية المركبة لنفس الأسباب».

وحينما أنتقلت الموسوعة لبيان حكم العمليات المضاعفة لم تجد الموسوعة ما يقدر في صحة هذه البيوع فذكرت أن العمليات التي يكون للبائع الحق في مضاعفة بيع الكمية التي باعها كما يكون للمشتري نفس الحق وذلك بسعر يوم التعاقد مقابل تعويض يدفعه الراغب في المضاعفة عند اتضاح الأسعار، ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض حسب كمية الزيادة وموضوع المخزون، ان ذلك جائز أيضاً إذا كانت الكمية المضاعفة معلومة، وكان وجه الاستدلال على هذا الحكم في الموسوعة أن هذا شرط لا يحل حراماً ولا يحرم حلالاً والمسلمون عند شروطهم .

رأي صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية:

استهل الباحث تحليله الفقهي لهذه العمليات بتنفيذ الآراء التي انتهت إليها الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية والتي ارتأى الباحث عدم مصادقتها للصواب وذهب الباحث إلى أن العقود الشرطية الأجلة غير صحيحة استناداً إلى الآتي:

- ١ - تعارض شروطها مع بعض المبادئ العامة في أحكام المعاملات .
  - ٢ - أن هذه الشروط تعتبر من الشروط الفاعلة في مختلف المذاهب .
  - ٣ - عدم صحة هذه البيوع لاشتراكها في العلة مع بعض العقود غير المشروعة .
- ونجتزي من التفاصيل التي ساقها الباحث ما يعضد حجته ويبرز فكرته ولا يخل بالمعاني وبالقدر الذي يسمح به البحث<sup>(١)</sup>.

١ - من حيث تعارض هذه الشروط مع بعض المبادئ العامة في أحكام المعاملات :

- (أ) تعارض العقود الأجلة الشرطية مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط.
- (ب) تعارضها مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات .

(٢) أما من حيث تعارضها مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط:

ذكر الباحث انعقاد الإجماع على أن خيار الشرط مخالف للأصل مخالف للقياس، ومع ذلك أقره الفقهاء استحساناً نظراً لحاجة الناس فيما يجدونه من معاملات واستدل على

(١) أحمد محيي الدين، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ص ٢٦٦ وما بعدها ( أصلها رسالة ماجستير) وطبع على نفقة بنك البركة .

ذلك بما نقله عن ابن رشد بقوله: «الخيار في البيع أصله غرر وإنما جوزته السنة لحاجة الناس إلى ذلك»، واستطرد الباحث قائلاً أن الخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد. وأضاف الباحث، وهو بصدد تنفيذ الرأي بصحة البيوع الشرطية المركبة أن خيار الشرط لم يبيح من أجل أن يقدر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتر أو أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراه أو البائع لمزيد من السلعة المباعة «في حالة البيوع المضاعفة» إذا رأى أن ذلك يحقق له مكاسب.

#### ( ب ) تعارض البيوع الشرطية مع قاعدة العدل:

كشف الباحث القناع عما يشوب هذه البيوع من عيوب وما تنطوي عليه من ظلم لأحد العاقدين بقوله: «وعدم العدل في العقود الآجلة الشرطية يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر، فبعد أن يكون قد عرف مستوى الأسعار القائمة في السوق، ويقارن بينها وبين أسعار التعاقد فإنه يختار هل ينفذ العقد أم يفسخه، " وذلك في العقود الشرطية البسيطة «وهل يستزيد من البيع أو الشراء أم يكتفي بالكمية المتعاقد عليها، وذلك في العقد المضاعفة، وهل يختار وضع البائع أم المشتري» وذلك في العقود الخيارية المزدوجة».

وقد أرتأي الباحث أن كل هذه البيوع تنطوي على ظلم وجور، ونقل عن ابن تيمية قوله: «والأصل في العقود جميعها هو العدل فيه بُعثت الرسل وبه أنزلت الكتب».

#### ٢ - اعتبار هذه الشروط من الشروط الفاسدة في العقد :

عرض الباحث وهو بصدد إثبات فساد هذه الشروط لآراء الفقهاء في مختلف المذاهب، ونسوق في هذا الموضوع بعضاً منها لبيان وجوه الفساد فيها، غصي المذهب الحنفي ذكر الزيلعي في «تبيين الحقائق» أن البيع الفاسد هو الذي يشترط فيه شرط فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد، ويتأمل البيع الشرطية يبين أنها جميعاً تتضمن منفعة لأحد العاقدين لا يقتضيها العقد، وفي الفقه الحنفي ذكر صاحب «كشف القناع الشرطية الفاسدة التي يحرم اشتراطها ومنها :

◀ كل شرط يقتضي إنشاء عقد جديد يبطل البيع، وهو بيعتان في بيعه، المنهي عنه، والنهي يقتضي الفساد .

◀ إذا كان الشرط منافياً لمقتضى العقد .

وقد عقب الباحث على ذلك أن البيع مع خيار الزيادة هو اشتراط لعقد جديد يتناول

الكميات الزائدة عن عقد البيع الأساسي، كما أن البيع بشرط الانتقاء أي أن يحدد أحد العاقدين هل هو مشتر أو بائع فيه منافاة لمقتضى عقد البيع.

ويكاد يتفق المذهب الشافعي مع المذهب الحنفي، ولذا نقل الباحث عن صاحب المجموع قوله: «أن الشرط الفاسد هو الشرط الذي ليس من مقتضى العقد ويتعلق به غرض يورث التنازع وينافي مقتضى البيع»<sup>(١)</sup>.

ولما كان المالكية يرون أنه مما يخل بصحة البيوع هو ما يتضمن الشروط من صنفى الفساد والغرر، فقد استدلل الباحث على فساد هذه الشروط بقول ابن رشد «فما كان دخول هذه الأشياء فيه كثيراً من قبل الشرط أبطله وأبطل الشرط» وذكر الباحث أن هذه البيوع تشتمل على غرر مؤثر وجهالة فاحشة .

### ٣ - قياس العقود الشرطية على بعض المعاملات الفاسدة المحرمة:

كشف الباحث النقاب عن اشتراك البيوع الأجلة الشرطية في العلة مع بعض العقود غير المشروعة واستدل بذلك على عدم صحتها، وفصل وجوه الفساد في هذه البيوع فيما يلي:

(أ) تضمن البيع بشرط الانتقاء غرراً فاحشاً، إذ لا غرر أكثر من أن لا يدري المتعاقد حين العقد أهو بائع أم مشتر.

(ب) في البيع بشرط الزيادة جهل بمقدار المحل حيث لا يعلم كل من البائع والمشتري مقدار المباع أو المشتري.

(ج) إن الأصل في عقد البيع أنه من العقود اللازمة من الجانبين وإنما أبيع شرط الخيار استحساناً للحاجة إليه ولا حاجة تدعو إلى شرط الانتقاء أو شرط الزيادة .

(د) ذكر الباحث أن البيع بشرط التعويض فيه علة النهي عن بيع العريون والجمهور على أن بيع العريون لا يجوز لأنه مأل بغير عوض .

### رأي الباحث:

يتفق رأينا مع التخريج الفقهي لأحكام البيوع الشرطية التي تناولها صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية والذي انتهى من خلاله إلى عدم مشروعية البيوع الشرطية الأجلة وعدم صواب الرأي الذي جاء بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ولكننا نتوقف عند ما ذكره من بيع العريون، ونعقب عليه وعلى ما ورد في شأنه في البحوث المقدمة للمؤتمر السادس لمجمع الفقه الإسلامي وذلك في الصفحات التالية.

(١) المجموع للإمام النووي، ج ٩، ص ٣٤٦، دار الفكر، بيروت.

وإذ نقر صاحب تلك الرسالة فيما قدمه من أسباب فساد هذه البيوع، وما توصل إليه من أحكام، وهو الأمر الذي يقينا عن إعادة ذكرها، فإننا نضيف إلى ما قدمه من أسباب فساد هذه البيوع أسباباً أخر تدعمها قرائن قاطعة تظاهر الرأي الشرعي الذي توصلنا إليه وتؤيده، وتعتبر الأسباب السابقة وتلك اللاحقة في مجموعها عن وجهة نظرنا في هذه المسألة من الناحية الشرعية، وتخلص هذه الأسباب فيما يلي :

□ انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده .

□ صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية و حصول الإيجاب والقبول على محض المراهنة .

□ اقتران هذه العقود ببعض الشروط الفاسدة وذلك من حيث :

١ - مدة الخيار.

٢ - اشتراط منفعة لأحد طرفي العقد مقابل حق الخيار هو من قبيل الشرط الفاسد لكونه (أ) منافياً لمقتضى العقد .

(ب) انطواء هذا الشرط على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعاً .

٣ - بيع حق الخيار وتداوله من مشتر لأخر خلال مدة الخيار إنما هو بيع لما لا يصلح أن يكون محلاً للعقد شرعاً .

أولاً: انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده:

لما كانت البيوع الآجلة الشرطية هي أحد صور البيوع الآجلة في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية والتي انتهينا في موضع سابق إلى بطلانها شرعاً، لانطوائها على بيع الإنسان ما ليس عنده، فإن هذا البطلان ينسحب أيضاً على البيوع الشرطية لاشتراكها في العلة مع البيوع الباتة الآجلة، وإذا كنا قد بسطنا في موضع متقدم لأقوال الفقهاء في مختلف المذاهب ونقلنا إجماعهم على عدم جواز بيع الإنسان ما ليس عنده، فقد حرصنا على أن نعرض لرأي الإمام ابن قيم الجوزية بسبب ما ينسب إليه، ظلماً، أو جهلاً بإباحته بيع الإنسان ما ليس عنده فنقلنا عنه قوله: «أن بيع الإنسان ما ليس عنده إنما هو من بيع الغرر وأنه من جنس القمار والميسر، ونقلنا كذلك عن صاحب مصادر الحق في الفقه الإسلامي اشتراط الفقهاء أن يكون محل العقد موجوداً وقت التعاقد، فإذا لم يكن موجوداً فالعقد باطل، حتى لو كان المحل محتمل الوجود، بل حتى لو كان محقق الوجود في المستقبل .

ولأننا نبتغي الوصول بالحكم إلى غايته وهو إصابة وجه الحق الذي قصده الشارع فقد رأينا أن ندعم رأينا بمزيد من الأدلة العلمية والعملية والتي تطرح تصوراً جلياً لهذه البيوع

تزول معه وجوه الشك والريب التزاماً بالقاعدة الأصولية التي تقول أن الحكم على الشيء فرع من تصوره .

يقول أحد علماء التمويل والاستثمار المتخصصين في شؤون البورصات :

After establishing a brokerage account you could tell your broker to sell a call option on IBM stock, you do not need to own the stock, you just need to maintain a certain balance in your brokerage account. (1)

ومفاد ما تقدم أن بوسعك بعد أن تفتح حساباً لدى أحد بيوت السمسرة أن تطلب من سمسارك أن يبيع لك عقد خيار شراء لأسم شركة IBM .

ولن تكون في حاجة إلى امتلاك هذه الأسهم «والتي تبيع للغير حق شرائها» وكل ما تحتاجه هو أن يكون لك رصيد معين في حسابك لدى السمسار .

ويبين مما تقدم أن بيوع الاختيار وإن شئت فقل البيوع الخيارية الشرطية في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده.

ثانياً: صورة أغلب البيوع الخيارية الشرطية:

من الأمور الثابتة التي لا ينزع فيها مدزغ أن أغلب البيوع الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تملك ولا تملك فلا المشتري يملك المبيع ولا البائع يملك الثمن. ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التملك، فإذا كانت غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى (2) وما خالف مقتضى العقد فهو باطل (3) فالبيع في الفقه الإسلامي تملك وتملك على التأييد، به يملك البائع المبيع للمشتري ويتملك الثمن، ويملك المشتري الثمن للبائع ويتملك المبيع ويتم ذلك بحكم الشرع وعلى سبيل التأييد .

وكما ذهب صاحب أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون المدني فإن البيع لا ينعقد بمجرد التعبير عن الرضا إلا إذا كانت هناك نية البيع ونية الشراء، فالنية لا بد منها في كل من الإيجاب والقبول والنية في البيع هي أن يقصد الشخص بتعبيره معاوضة مال بمال تملكاً وتملكاً أي يقصد معنى البيع، ويقصد كذلك آثاره وهي التملك والتملك (4) فالعبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني.

ولهذا أيضاً نقل د. يوسف موسى عن نقي الدين ابن تيمية قوله أن الله هو الذي جعل العقود أسباباً إلى أحكام قصدها منها وناضها بها فشرع البيع سبباً لملك الأموال بطريق

(1) Madura, Introduction to Financial Management. op. cit., P.527.

(2) الإمام أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ص 237.

(3) المرجع السابق، ص 237، والشروط والعقود من فتاوي ابن تيمية، ج 2، ص 223 .

(4) د. عبد الناصر توفيق العطار، أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون، ص 102 .

المعاوضة ، والهبة سبباً لملك المال تبرعاً ، والنكاح سبباً لملك البضع ، والخلع سبباً لحصول البينونة ، فالعقود إذن أسباب جعلية شرعية والشارع هو الذي يرتب عليها أحكامها وآثارها<sup>(١)</sup>.

وقد تظاهرت أدلة الشرع وقواعده على أن المقصود في العقود معتبرة وأنها تؤثر في صحة العقد وفساده وفي حله وحرمته ، بل وأبلغ من ذلك أنها تؤثر في الفعل الذي ليس بعقد النية والقصد . فالحيوان يحل إذا ذبح لأجل الأكل ويحرم إذا ذبح لغير الله ، ومن جلس في المسجد ولم ينو الاعتكاف لم يحصل له ، ولو أكل طعاماً حراماً يظنه حلالاً لم يآثم به ، ولو أكله وهو يظنه حراماً وقد أقدم عليه أثم بنيته فالنبي ﷺ قال كلمتين كفتا وشفتا وتحتهما كنوز العلم «إنما الأعمال بالنيات ولكل امرئ ما نوى» فبين في الجملة الأولى أن العمل لا يقع إلا بالنية ، ثم بين في الجملة الثانية أن العامل ليس له من عمله إلا ما نواه ، وهذا يعم العبادات والمعاملات والإيمان والندور وسائر العقود والأفعال ، فمن نوى بعقد النكاح التحليل كان محلاً ولا يخرج من ذلك صورة عقد النكاح<sup>(٢)</sup>.

وإذا كنا قد أثبتنا أن البيوع الشرعية تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده وأن بائع حق الخيار لن يكون مضطراً لامتلاك الأوراق محل عقد الخيار ، فإن ما لم نذكره هو السبب في عدم اضطرابه لامتلاك هذه الأوراق ، وهذا في الواقع هو السبب الثاني لبطلان هذه البيوع هو صورتها فإذا قيل وما الدليل على ذلك قلنا الأدلة على ذلك كثيرة ونذكرها تباعاً بنصوصها التي وردت بها في المراجع الغربية والتي نشأت هذه الأسواق في حضانتها .

In fact most investors who sell call and put options expect the market price of the underlying stock to remain fairly stable. in this way, the investors keep the proceeds from the sale of the options without ever being forced to buy or sell the stock.<sup>(3)</sup>

وتفصيل ما تقدم أن معظم المستثمرين الذين يقومون ببيع حق الخيار يتوقعون استقرار أسعار الأوراق محل التعاقد وعدم تقلبها خلال فترة العقد ، الأمر الذي ينتهي معه قيام أية مصلحة لمشتري حق الخيار تدفعه إلى مطالبة الطرف الآخر إلى تنفيذ العقد ، ومع هذا فإن استقرار الأسعار ليس هو السبب الوحيد لعدم تنفيذ العقد إذ تنتهي مصلحة حامل امتياز الشراء في تنفيذ العقد فيما لو انخفضت الأسعار عن سعر التعاقد أو ارتفعت عن سعر

(١) فتاوي ابن تيمية ، ج ٣ ، ص ٢١٤ ، مطبعة دار المنار .

(٢) إعلام الموقعين عن رب العالمين ، ابن القيم ، ج ٣ ، ص ٩١ ، دار الحديث . والحديث رواه الشيخان بالاتفاق ، انظر البخاري بشرح السندي ، ج ٤ ، ص ١٥٨ ، ومسلم باب الإيمان ، بيان من قال مطرنا بالنوء .

(3) Madura, Introduction to Financial Management , P. 527.

التعاقد ولكن بما لا يغطي ثمن شراء حق الخيار، وتتفني كذلك مصلحة حامل حق خيار البيع في تنفيذ العقد فيما لو ارتفعت الأسعار عن سعر التعاقد أو انخفضت بما لا يغطي ثمن حق الخيار. أما الحالة الوحيدة التي يلجأ معها مشتري حق الخيار إلى المطالبة بتنفيذ العقد، فهي ارتفاع السعر بما يتجاوز ثمن حق الخيار إذا كان الخيار شراءً أو انخفاضه بما يسمح بتغطية ثمن حق الخيار وتحقيق هامشاً من الربح في حالة خيارات البيع.

ويؤكد صاحب المرجع السابق في موضع آخر أن معظم المستثمرين الذين يقومون بشراء حقوق خيار البيع والشراء يؤثران التبرج من بيع حقوق الخيار عن تنفيذها، وفي هذا الصدد يقول المؤلف :

Most investors who purchase call and put options sell their options for a profit (or loss rather than exercising them).<sup>(1)</sup>

ولم يكن ذلك رأي الكاتب السابق وحده . بل يشاركه في ذلك آخرون، ولذلك يذكر صاحب كتاب الاستثمار أن أكثر من ٥٠% من عقود خيارات الشراء لا يتم تنفيذها وأن مؤدى ذلك ارتفاع نسبة المخاطرة في عقود خيار البيع والشراء.

More than 50% of call options are unexercised this suggests as a Principle call options and put options are too risky.<sup>(2)</sup>

#### مدة الخيار

قال صاحب بداية المبتدي «ولهما الخيار ثلاثة أيام فما دونها ولا يجوز أكثر منها»<sup>(٣)</sup>

وقال القدوري :

«خيار الشرط جائز في البيع للبائع والمشتري ولهما الخيار ثلاثة أيام فما دونها ولا يجوز أكثر من ذلك عند أبي حنيفة رحمه الله، وقال أبو يوسف ومحمد يجوز إذا سمي مدة معلومة»<sup>(٤)</sup>.

أما صاحب شرح فتح القدير فقد استدل على عدم جواز مدة الخيار عن ثلاث بالآتي:  
«قال، إن حبان (ابن منقذ) كان رجلاً ضعيفاً، وكان بدماعه مأمومة أفسدت حاله، وكانت قد أصابته آمة في رأسه فكسرت لسانه، ونازعت عقله، وبلغ من السن مائة وثلاثين سنة كما في تاريخ البخاري الأوسط، فأى حالة تزيد على هذه من الضعف إلا عدم الضعف بالكلية، ومع ذلك لم يجعل له النبي ﷺ سوى ثلاثة أيام، فلا شك في دفع الزائد، مع أنه وجد ما ينفيه صريحاً، وهو وإن لم يبلغ درجة الحجة فلا شك أنه يستأنس به وهو

(1) Madura, op. cit., P.526.

(2) Fredrick Amling, op. cit., p.184.

(٣) بداية المبتدي للميرغثاني، ج ١، ص ١٢٢، مطبعة محمد على صبح بالقاهرة .

(٤) المختار من كتاب اللباب في شرح الكتاب، ص ٢٢٧، الشركة المصرية للطباعة والنشر .

ماروي عن أنس أن رجلاً اشترى من رجل بغيراً وشرط، عليه الخيار أربعة أيام فأبطل رسولاً الله ﷺ البيع وقال الخيار ثلاثة أيام<sup>(١)</sup>.

وقال صاحب القوانين الفقهية :

«المسألة الثانية في مدته وأولها ثم العقد، وأحرها مختلف باختلاف المبيعات، ففي الديار والأرض الشهر ونحوه فما دونه، وقد روى ابن الماجشون الشهر والشهران، وفي الرقيق جمعه فما دونها، وروى ابن وهب شهراً، ريئة الدواب والثياب ثلاثة أيام فيما دونها، وفي الفواكه ساعة، وقال الشافعي وأبو حنيفة أمد الخيار ثلاثة لا يزداد عليها، وأجازها ابن حنبل لأي أمد اشترط»<sup>(٢)</sup>.

وقال صاحب الشرح الكبير :

«ولما كانت مدة الخيار تختلف بخلاف المبيع بينها بقوله: ومدته كـشهر أي شهر وستة أيام في دار ومثلها بقية أنواع العقار»<sup>(٣)</sup>.

ونقل إلينا صاحب الشرح الصغير :

«أن منتهى مدة الخيار في العروض خمسة أيام وفي العقار ستة وثلاثون يوماً»<sup>(٤)</sup>.

وقد بين ابن رشد الحفيد سبب الخلاف عند الفقهاء في هذه المسألة بقوله :

«من لم يجز الخيار إلا ثلاثاً فهو لأن الأصل أن لا يجز الخيار، فلا يجوز معه إلا ما ورد فيه النص في حديث منقذ بن حبان وذلك كسائر الرخص المستثناة من الأصول، وقد جاء تحديد الخيار بالثلاث في حديث المصراة وهو قوله من اشترى مصراة فهو بالخيار ثلاثة أيام»<sup>(٥)</sup>.

وقال صاحب روضة الطالبين وعمدة المفتين :

«يجوز أن يشترط لأحدهما يوماً ولآخر يومان أو ثلاثة»<sup>(٦)</sup>.

وقال صاحب كفاية الأخيار الشافعي :

«وأما خيار الشرط فإنه يصح بالسنة والإجماع بشرط ألا تزيد على ثلاثة أيام، فإن

(١) شرح فتح القدير للسيواسي، مرجع سابق، ج ٦، ص ٣٠١.

(٢) القوانين الفقهية لابن جزي، مرجع سابق، ج ١، ص ١٨٠.

(٣) الشرح الكبير للشيخ أحمد الدردير، ج ٢، ص ٩١، دار الفكر، بيروت.

(٤) الشرح الصغير للشيخ أحمد الدردير، باب البيوع، ج ٤، ص ١٧٦، مطبعة عيسى البابي الحلبي.

(٥) بداية المجتهد ونهاية المقتصد، مرجع سابق، ج ٢، ص ٢٦٨، والحديث أخرجه ابن ماجه في كتاب التجارات، باب بيع المصراة، ج ٢، ص ٧٥٢، برقم ٢٢٢٩ عن محمد بن سيرين عن أبي هريرة، انظر الجامع الكبير

لجلال الدين السيوطي، سلسلة مجمع البحوث الإسلامية برقم ٣٠٢٢.

(٦) روضة الطالبين وعمدة المفتين للإمام النووي، ج ٢، ص ٤٤٦، المكتب الإسلامي، بيروت.

زاد بطل البيع، ونقل عن الزركشي قوله: اعلّموا أنهم قطعوا بالبطلان فيما زاد على ثلاثة، وإنما لم يخرجوه لأن الشرط الفاسد إذا اقترن بالعقد يقتضي غالباً إما زيادة في الثمن أو محاباة»<sup>(١)</sup>.

وقال صاحب المغني<sup>(٢)</sup>:

والخيار يجوز أكثر من ثلاث، يعني ثلاث ليالٍ بأيامها، وإنما ذكر الليالي لأن التاريخ يغلب فيه التأنيث، قال الله تعالى ﴿وَوَعَدْنَا مُوسَى ثَلَاثِينَ لَيْلَةً﴾<sup>(٣)</sup> وفي حديث حبان «ولك الخيار ثلاثاً»، ويجوز اشتراط الخيار ما يتفقان عليه من المدة المعلومة، قلت مدته أو كثرت، وبذلك قال أبو يوسف ومحمد وابن المنذر، وحكى ذلك عن الحسن بن صالح، والغنبري، وابن أبي ليلى، واسحاق، وأبي نور، وأجازه مالك فيما زاد على الثلاث بقدر الحاجة مثل قرية لا يصل إليها في أقل من أربعة أيام لأن الخيار لحاجته فيقدر بها: وقال: «وقال أبو حنيفة والشافعي لا يجوز أكثر من ثلاث، لما روي عن عمر رضي الله عنه أنه قال، ما أجد لكم أوسع مما جعل رسول الله صلى الله عليه وسلم لحبان، جعل له الخيار ثلاثة أيام، إن رضي أخذ، وإن سخط ترك، ولأن الخيار يناهز مقتضى البيع لأنه يمنع الملك وإطلاق التصرف، وآخر حد لقله ثلاث، قال الله تعالى ﴿تَمَعُّوْا فِي دَارِكُمْ ثَلَاثَةَ أَيَّامٍ﴾<sup>(٤)</sup> بعد قوله ﴿فِيَأْخُذْكُمْ عَذَابٌ قَرِيبٌ﴾<sup>(٥)</sup>

أما صاحب مراتب الإجماع فقال:

«اتفقوا على أن البيع بخيار ثلاثة أيام بلياليها فجائز»<sup>(٦)</sup>

قال صاحب الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية «فحجة الذين قيدوا المدة بثلاثة أيام لا تعدوها أن شرط الخيار ثبت على خلاف القياس، إذ هو شرط مخالف لمقتضى العقد، بينما حجة أحمد والصاحبان أن الخيار شرع للتروي لدفع الغبن والتغريب والأمن من الانخداع، وقد تدفع الحاجة إلى تعيين مدة أطول، فجاز تعيين هذه المدة ويترك الأمر إلى تقدير العاقدين»<sup>(٧)</sup>

وإذا تأملنا حجة من قالوا أن «الحاجة قد تدفع إلى تعيين مدة أطول فيترك الأمر إلى

(١) كفاية الأخيار حل في غاية الاختصار، مرجع سابق، ج ١، ص ٢٥٧.

(٢) المغني لابن قدامة الحنبلي، ج ٤، ص ١٨، دار الفكر، بيروت.

(٣) الأعراف الآية ١٤٢.

(٤) سورة هود آية ٦٥.

(٥) سورة هود آية ٦٤.

(٦) مراتب الإجماع لابن حزم، ص ٩٩، دار الأفاق الجديدة.

(٧) الملكية ونظرية العقد للإمام محمد أبو زهرة، مرجع سابق، ص ٣٩٠.

تقدير العاقدين»، وأنه ربما ذكر رسول الله ﷺ هذه المدة «الأيام الثلاثة» لكفايتها لحبان، ولكن عساها لا تكفي غيره. وأن قصد العاقدين تعيين مدة أطول دليل على حاجتهم إليها، ثم إذا أمعنا النظر في مدة الخيار للبيع التي تجري في البورصات والتي تمتد من مدة أدناها شهراً إلى اثني عشر شهراً<sup>(1)</sup> لوجدنا هذا الشرط فاسداً عند مالك وأبي حنيفة وزفر والشافعي، ثم إذا نظرنا إلى تقدير العاقدين وما قد تدعو إليه الحاجة فسوف ندرك على الفور مدى فساد هذا الشرط لاقتراحه بشرط آخر أكثر فساداً وهو ارتباط ثمن بيع الخيار بمدة الخيار فيزيد ثمن البيع بزيادة المدة ويقل بنقصانها وهذا ما نبه إليه الزركشي رحمه الله بقوله «أن الشرط الفاسد يقترن به غالباً زيادة في الثمن» أما سبب هذه الزيادة عند خبراء البورصات وعلماء التمويل والاستثمار فهو أنه كلما طالبت المدة كلما زادت احتمالات تنفيذ عقد الخيار من جانب حامله<sup>(2)</sup>، وهو الأمر الذي يستفاد منه أن طول مدة الخيار وقصرها في هذه البيوع لا تدعوا إليه حاجة أو ضرورة وإنما تستخدم كأداة للمقاومة والحصول على أموال بغير مقابل، وتعد بالتالي وسيلة لأكل أموال الناس بالباطل، ونخلص من ذلك أن طول المدة في هذه البيوع ليس دليلاً على الحاجة عند من يرى ذلك والتوسع في مسألة جاءت على خلاف القياس لا تدعو إليه ضرورة خاصة مع هذا النوع من البيوع والتي لم يشرع الخيار لأجلها ونحن مع قول ابن عمر الذي سبق أن اثبتناه وننحاز إلى النص والذي لم يثبت خلافه في قول صحيح ولا سقيم .

٢ - اشتراط منفعة لأحد طرفي العقد مقابل حق الاختيار هو من قبيل الشرط الفاسد لكونه .

١ - منافياً لمقتضى العقد ومقصوده:

ذهب جمهور الفقهاء إلى أن كل شرط يخالف مقتضى العقد فهو باطل<sup>(3)</sup> ومقتضى العقد هو ما ربه الشارع عليه، بمعنى أن الشرط يكون مما لا يقتضيه العقد إذا لم يفهم من صيغته بدون ذكره فمقتضى العقد أن يقوم البائع بتمليك المبيع للمشتري، وان يقوم المشتري بتمليك الثمن للبائع ومن مقتضى العقد تصرف كل واحد من العاقدين فيما يصير إليه من بيع وثمان، فلا يمنع أحد المتعاقدين من استعمال ما يثبتته العقد له من حقوقه، فمن

(1) The length of the option varies from thirty days to one year Investment. Fredrick Amling. op. cit., p 181.

(2) Writers of longer item option charge larger premiums than writers of short term options on the same security. The charge is higher simply because the probability that the option will be exercised and that the writer will lose money increases with the length of time the option remains open, Management of Investment , op cit. P 641.

(٣) مجموعه فتاوى ابن تيمية الكبرى ج ٢، ص ٢٢٢ - ٢٢٤ دار المنار

باع داراً إلى آخر واشترط عليه ألا يبيعه مطلقاً كان شرطه مخالفاً لمقتضى العقد ومقصوده، ومن باع أرضاً واشترط على الطرف الآخر أن يقفها على جهة معينة ولو كانت جهة خير كان شرطه منافياً لمقتضى العقد، ومن اشترط على البائع إذا باع ما اشتراه بأقل مما اشترى رجع عليه بالباقي كان شرطه منافياً لمقتضى العقد، ونحو ذلك مما يترتب على العقد شرعاً وإن لم يذكر، ولذلك ذهب المالكية إلى أن من اشترط شرطاً لا يقتضيه العقد وينافى مقصوده كان الشرط مفسداً للبيع، ومن اشترط شرطاً لا يقتضيه العقد ولا ينافيه كما إذا باعه بشرط الأجل أو الخيار أو الرهن أو الضمان فإن البيع في كل هذا صحيح وكذلك الشرط .

يقول الزيلعي في تبين الحقائق : الأصل أن كل شرط لا يقتضيه العقد وهو غير ملائم ولم يرد الشرع بجوازه ولم يجر التعامل فيه، وفيه منفعة لأهل الاستحقاق مفسد لما رويناه، فإن شرط ما يقتضيه العقد كشرط المالك للمشتري، والشرط الملائم للعقد كالرهن والكفالة جائز لأنه يؤكد مقتضى العقد، أو شرط في العقد ما ورد في الشرع بجوازه كالخيار والأجل .

وتعليل فساد العقد يرجع إلى أن اشترط منفعة زائدة على أصل العقد يعد ربا لأنه يخلو من عوض يقابله، والعقود التي تتضمن المعاوضة يفسدها الربا، والشرط الباطل عند الحنفية هو ما ليس موافقاً لمقتضى العقد، ولا مؤكداً له، ولم يرد به الشرع، ولم يجربه عرف وكان لأحد المتعاقدين فيه منفعة .

وذهب الشافعية إلى أن الشرط يكون فاسداً إذا كان مما لا يقتضيه العقد وأن من شرط أن يرد مبيعاً ببيع فإن ذلك من مقتضى العقد، وذهب الحنابلة إلى أن من اشترط شرطاً ينافى مقتضاه فإن الشرط يكون فاسداً لا يعمل بمقتضاه ولكن البيع صحيح<sup>(١)</sup> . وقال صاحب المجموع: ولأنه شرط لم يبي على التغليب ولا هو من مقتضى العقد ولا من مصلحته فأفسد العقد .

وبالنظر إلى المال المبذول الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه لحق الخيار، وبذل الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة به إذا ما استبان له أن الأسعار في السوق تتجه في غير صالحه، يبين أن هذا الشرط ينافى مقتضى العقد ومقصوده للأسباب الآتية:

(١) بدائع الصنائع، الجزء الرابع، ص ١٤١، دار الكتاب العربي، وعلى الخفيف، مختصر أحكام المعاملات الشرعية، مرجع سابق، ص ٧٤، والجزيري، الفقه على المذاهب الأربعة ص ٢٢٦ - ٢٢٨، دار الإرشاد للتأليف والطبع، والمجموع للإمام النووي، ج ٩، ص ٣٤٩ - دار الفكر - بيروت .

أولاً : إن هذا الشرط لا يفهم من صيغته العقد إذا لم يرد ذكره بالعقد .

ثانياً : أن الثمن المبذول مقابل حق الخيار إنما جرى بذله من جانب المشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد وهذا مما يناهض مقصود العقد والذي هو مقصود الشارع .

٢- انطواء هذا الشرط على مصلحة زائدة فيها شبهه الربا وتعد من

جنس القمار والرهان المحرم شرعاً :

إن حصول أحد العاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة فيها شبهة الربا واضحة ، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضه مال بمال ومن يحصل على ثمن بيع حق الخيار إنما يفعل ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر ، أما الطرف الآخر فإنه يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقاً لمركزه وما يحقق مصلحته كبائع أو مشتري ، فإذا ما اتجهت الأسعار في غير مصلحته فحسبه تكبد المال المبذول مقابل حق الخيار باعتباره أخف الضررين و أهون الشرين حيث يصبح تنفيذ العقد من جانبه شراً يدرأه عن نفسه بالفسخ وتكبد ثمن حق الخيار ، بل إن مشتري الخيار سوف يكون متأهباً لأن يدفع ضعف هذا المال في حالة الخيار المزدوج والذي يخول له الحق في أن يكون بائعاً أو مشترياً ، فإذا ما اتجهت الأسعار إلى الارتفاع اختار أن يكون مشترياً بالسعر المتعاقد عليه وان انخفضت الأسعار في السوق اختار أن يكون بائعاً بالسعر المتعاقد عليه محققاً الفرق بين الأسعار في السوق وسعر التعاقد ، وحيث أن كلا من مشتري حق الخيار وبائعه لا يمتلك غالباً هذه الأوراق ومشتري هذا الحق قد يكون له حق البيع فقط أو حق الشراء فقط أو هما معاً . بينما بائع حق الخيار قد يكون بائعاً فقط أو مشترياً فقط ، فإذا ما اضطر العاقد الذي جعل الخيار لصاحبه إلى تنفيذ العقد فإن هذا يعني خسارة محققه له سواء كان بائعاً أو مشترياً وتفصيل ذلك أنه لو كان بائعاً فسوف يضطر إلى شراء الأوراق المتعاقد عليها بسعر السوق والذي يزيد على سعر التعاقد ، ولو كان مشترياً فإنه سيشتري بسعر التعاقد والذي يزيد على سعر السوق ، ولذلك يحرص بائع حق الخيار في البيوع الشرطية المزدوجة على مضاعفة ثمن بيع حق الخيار بسبب ضعف مركزه وبما يقلل من فرص تنفيذ العقد إذا لم تغط فروق الأسعار ثمن الخيار .

ويبين مما تقدم أن هذا النوع من العقود تتعارض فيه مصلحة العاقدين تعارضاً بينياً ، فما كان مظن منفعة لأحد الأطراف يمثل مخرسة للطرف الآخر ، لذلك كانت أرباح مشتري

حق الخيار تمثل خسارة بائع حق الخيار، وهو ما يعبر عنه أحد علماء الاستثمار وشئون البورصات بقوله :

The profits for the put buyer are losses for the writer of the put and vice-versa<sup>(1)</sup>

وعبر الكاتب عن ذلك في موضع آخر بقوله وحيث أن أرباح أحد الأطراف تمثل خسارة الطرف الآخر... الخ .

Since one party's gains are the other party's losses ...etc.<sup>(2)</sup>

وهذا لا يتحقق إلا في عقود القمار .

أما ما ذهب إليه صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية أن البيع بشرط التعويض فيه عله النهى عن بيع العريون والجمهور على أن بيع العريون لا يجوز لأنه مال بغير عوض، فإننا نتفق معه أن المال المبذول مقابل حق الخيار مال بغير عوض في عقد بيع أي في عقد من عقود المعاوضات، ولذلك فلا خلاف في حرمة و إنما نختلف معه في قياسه على بيع العريون، فما ابعده الشقة بين العريون وضمن الخيار . فثمن الخيار ليس تعويضاً كما ذكر الباحث، ذلك أن الخيار في هذه الأسواق يباع ويشترى شأنه شأن سائر السلع وهو عند من يتعاملون في هذه البيوع تمناً للمخاطرة لأن المخاطر أيضاً تباع وتشترى شأنها شأن سائر السلع في مختلف الأسواق، و إنما يتم بذله مرهنة على محض اتجاهات الأسعار في السوق، وبائع الخيار يتقاضى هذا المال وهو على ثقة أن الطرف الآخر لن يلزمه تنفيذ العقد لأنه يتصور أن أسعار السوق التي يراهن على توجهاتها سوف تتجه في غير صالح مشتري حق الخيار، وبالتالي لن يقوم بالمطالبة بتنفيذه، فإذا لم يتم بتنفيذه، فما بذله مشتري الخيار فهو خسارته وما قبضه بائع الخيار هو مكسبه ولذلك ذكر كتاب الغرب أنفسهم أن مكسب أحد الأطراف يمثل خسارة الطرف الآخر .

Since one party's gains are other party's losses.....<sup>(3)</sup>

أما إذا اتجهت الأسعار في صالح مشتري الخيار فإن بائع حق الخيار سوف يلتزم بتنفيذ العقد محققاً خسارة تمثل الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق، والربح الذي يحققه مشتري الخيار يمثل خسارة بائع الخيار مخصصاً منه ثمن الخيار الذي قبضه عند التعاقد .

The profit for the put buyer are losses for the writer of the put and vice-versa.<sup>(4)</sup>

ويحاول بعض الكتاب أن يستعيب عن لفظ ثمن الخيار Option Price بلفظ أقل وأهون وطئاً على النفس لما له من دلالة قاطعه على أنه يبيع لما لا يقبل البيع أصلاً وهو الخيار

(1) management of Investments, op. cit. P.644.

(2) Ibid. P.639.

(3) Management of Investment, op. cit.P.639.

(4) Ibid. Page.644.

لأنه لىس بمال، فىطلقون علىه افتتاتاً على الحقىقة لئظ تعوىض، وفى هذا تحرىف للكلم عن مواضعه، وهذا لىس من قبىل الأآلاف فى الرأى.

فلىس كل آلاف آاء مأبراً

إلا آلاف له آظ سن النظر.

وقء أءى ذلك إلى آءوآ الآلط والألباس عند بعض العلماء فشبه بعضهم آمن الآىار بىع العربىون، ومن آم ذهب البعض إلى آللىله لأن بعض الفآهاء ومنهم الآنابله لا آآرمون بىع العربىون وهو قىاس فاسء وسآمىم. وبعض الفآهاء يعآبىرون بىع العربىون من قبىل الهبة فى مآابل ما قء ىآعرض له البائع أو الصانع الذى آقاضى العربىون من ضرر، وآفصىل ذلك:

أولاً: صح الآءىآ عن عمرو بن شعىب عن أبىه عن آءه قال: «نهى رسول الله ﷺ عن بىع العربىان» رواه أآمء وأبو ءاوء وهو لمالك فى الموطأ<sup>(١)</sup>.

والآءىآ رواه أىضا ابن آجر العسقلانى عن عمرو بن شعىب قال «نهى رسول الله ﷺ عن بىع العربىان»، رواه مالك، قال بلغنى ءن عمرو بن شعىب به<sup>(٢)</sup> وآاء فى الموطأ: آءشى آىىى عن مالك، عن الآآة عنءه، عن عمرو بن شعىب، عن أبىه عن آءه أن رسول الله ﷺ نهى عن بىع العربىان.

قال مالك، وذلك فىما نرى، والآه اعلم، أن ىشآرى الرآل العبء أو الولىءه، أو ىآكارى ءءابه، آم ىقول للذى اشآرى منه أو آكارى منه أعطىك ءىناراً أو ءرهماً أو أآآر من ذلك أو أقل، على أنى إن آآذآ السلعة، أو ركبآ ما آكارىآ منك فالذى أعطىآك هو من آمن السلعة أو من كراء ءءابه، وإن آركآ ابآىاع السلعة، أو كراء ءءابه فما أعطىآك لك باطل بغير شىء<sup>(٣)</sup>.

وقال صاحب روضه الطالبنى: والعربىون هو أن ىشآرى سلعه من آىره وىءفع إلىه ءراهم على أنه إن آآذ السلعة فهى من الآمن وإلا فهى للمءفوع إلىه مآاناً، قال وىفسر أىضا

(١) الآءىآ رواه الشوكانى فى باب النهى عن بىع العربىون وقال ىءل على آآرىم البىع مع العربىان وبه قال الآمهور آالف فى ذلك أآمء فأآازه وآءىآ عمرو بن شعىب قء ورء من طرق ىقوى بعضها بعضاً ولأنه ىآضمن الآظر وهو أرجح من الإباحة. انظر ج ٥، ص ١٥٣، باب النهى عن بىع العربىون.

(٢) الآءىآ رواه ابن آجر العسقلانى فى بلوغ المرام من آءله الأحكام، مرجع سابق، ص ١٩٤ آءىآ ٧٥٤.

(٣) الموطأ للإمام مالك بن انس - آآاب البىوع - ج ٢، باب ما آاء فى بىع العربىان ص ٦٠٩، ٦١٠، عىسى البابى الآلبى وشركاه.

بأن يدفع دراهم إلى صانع ليعمل له خفاً أو خاتماً أو ينسج له ثوباً على أنه إن رضيه فالمدفوع من الثمن وإلا فهو للمدفع إليه<sup>(١)</sup>.

وقال صاحب مغني المحتاج: ولا يصح بيع العريون وهو أن يشتري سلعه ويعطى دراهم مثلاً تكون من الثمن إن رضى السلعة وإلا فهية للنهي عنه .

ورواه أبو داود وغيره ولأن فيه شرطين فاسدين أحدهما شرط الهبة والثاني شرط الرد على تقدير أن لا يرضى<sup>(٢)</sup>.

وقال صاحب جواهر العقود:

ويحرم بيع العريون وهو أن يشتري السلعة ويدفع إليه درهماً من الثمن إن رضى السلعة وإلا فهو هبة<sup>(٣)</sup>.

ويتبين من العرض المتقدم أنه لا يصح في قياس صحيح ولا حتى سقيم قياس ثمن الخيار الذي هو من قبيل الرهان والقمار على بيع العريون والذي لم يجمع على تحريمه الفقهاء واعتبره البعض هبة ( للنهي ) مقابل الضرر.

وقد تتبعه بعض الفقهاء لمحاولة البعض تصوير ثمن الخيار على أنه بيع عريون في البحوث والمناقشات التي دارت خلال الدورة السادسة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي فذهب الشيخ محمد تقى العنانى فى نقده لتلك المحاولات بقوله : إن تصوير المسألة على أنه بيع عريون، هذا التصوير يدخل الفقهاء في بيع العريون وهل هو جائز أو غير جائز وكذا في الأسئلة التي تأتي من الاقتصاديين إلى الفقهاء محاولة بأن يضعوا التصوير الذي يريدون أن يصلوا به إلى الإجابة وقال، أن السلعة نفسها غير مراده، وإنما الهدف الاستفادة من فروق الأسعار، يعنى مسألة مقامرة، متوقع الانخفاض، إذا انخفض السعر يستفيد، ومتوقع الارتفاع إذا ارتفع السعر يستفيد والعكس لا يستفيد، ولذلك فرق كبير بين العريون وبين هذا التعامل الموجود في الأسواق المالية<sup>(٤)</sup>.

(١) روضة الطالبين وعمدة المفتين، مرجع سابق، ج ٤، ص ٥٩ .

(٢) مغني المحتاج لمحمد الخطيب الشربيني، ج ٢، ص ٢٩، دار الفكر بيروت .

(٣) جواهر العقود - محمد بن احمد المنهاجي الاسيوطي الشافعي، ج ١، ط ٢، ص ٦١، دار الكتب العلمية، بيروت.

(٤) مجلة مجمع الفقه الإسلامي - الدورة السادسة، العدد السادس - الجزء الثاني - ١٤١٠هـ / ١٩٩٠م . ص ١٧١ واني أهيب بمجمع الفقه الإسلامي غيرة على دين الله الا يتم الاستعانة بأصحاب التخصصات العلمية الدقيقة سوى من عرف عنهم العدالة والاستقامة في السيرة والدين و الفيرة على دين الله أخذاً في الاعتبار أن الحكم على الشيء فرع من تصوره، ومجمع الفقه الإسلامي هو غاية المنتهى في الوصول بالأحكام الشرعية وخاصة في مسائل المعاملات إلى مقاصد الشريعة الإسلامية وإصابة وجه الحق فيها.

وأحد القواعد الكلية في الإسلام أنه لا ضرر ولا ضرار وكل ضرر مؤكد مدفوع وكل مصلحة مؤكدة مجلوبة وأحكام النصوص مشتملة على مصالح العباد ودافعه لأضرارهم .

ومن القرائن القاطعة التي تقدمها لدحض أية فريه تزعم صحة هذه البيوع لتجانسها في الاسم مع بيع الخيار في الشرع الإسلامي، ما كتبه «فرانسيس هيرست» مؤكداً أن هذه البيوع من قبيل المراهنة و القمار فيقول إذا كان الفيصل بين المضاربة بمفهومها العام والرهان يبدو ضئيلاً للغاية، فإن الفرق بينهما يتضاءل حتى لا تكاد تراه العين المجردة للمراقب العادي في حالة البيوع الشرطية الخيارية، و تكاد تنعدم هذه الفروق أمام القضاء ذوى البصائر الحادة والذين وهبوا حياتهم في التمييز والتمحيص واستخلاص الأشياء من الشوائب التي تغير ملامحها في حالة البيوع الشرطية المزدوجة .

“if the line between common speculation and a bet appears rather fine, it is almost invisible to the naked eye of an ordinary observer in the case of options, and hardly visible in the case of double options even to the sharp eyes of judges whose lives have been given up to the marking and refining of distinction.”<sup>(1)</sup>

وليست الأدلة التي قدمناها رغم قوتها هي كل ما في جعبتنا بل ولدينا مزيد لتمزيق آخر قناع عن هذه البيوع لتبدو بصورتها الحقيقية من غير رتوش الأمر الذي يمتع معه الخلط و يزول معه الالتباس .

إذا كان تنفيذ العقود الخيارية الشرطية كما أوضحنا رهن بتقلبات الأسعار في السوق إذا ما تجاوز فرق السعر المال المدفوع من جانب صاحب حق الخيار، فإن من العقود الخيارية ما يمتع بمقتضاه على من جعل له حق الخيار المطالبة بتنفيذ العقد حيث لا تقتضي هذه العقود تسليم ولا تسلم ولا تملك ولا تملك لأنها تقوم على محض المراهنة على اتجاهات الأسعار في السوق وتسويه الفروق ويطلق على هذه الأداة المالية التي استحدثها الفكر المالي الغربي Index Options أي العقود الخيارية المرتبطة بمؤشرات الأسعار و تشمل على خيارات بيع و خيارات شراء، وقد عبر جاك كلارك فرانسيس عن استخدامات هذه البيوع في المراهنة بقوله:

Index options are useful way of reducing market risk , and also of simply betting on the direction the market will take .<sup>(2)</sup>

وضرب الكاتب المذكور مثلاً على الكيفية التي تتم بها عمليات المراهنة تحت

عنوان: Betting on the market with an index option

(1) Francis W., Hirst . The Stock Exchange .

(2) Management of Investment , cit. , p. 651.

أي المراهنة على اتجاهات السوق من خلال مؤشرات الأسعار لبيع الخيار، وإذا كان القانون الأمريكي إلى وقت قريب لم يكن يجيز الحصول على فروق الأسعار و يعتبرها من القمار .

The New York Laws hold that such customers are gambling in difference and that such transaction are invalid.<sup>(1)</sup>

فإن القانون التجاري المصري قد استباح المقامرة على هذه الفروق إذ تقضى المادة ٣/٧٣ أن الأعمال المضافة إلى أجل المعقودة في بورصة مصرح بها طبقاً لقانون البورصة ولوائحها وتكون متعلقة ببضائع أو أوراق ذات قيمه مسعرة تعتبر مشروعاً أو صحيحه ولو كان قصد المتعاقدين منها أنها تؤول إلى مجرد دفع الفرق.<sup>(٢)</sup>

ويبين مما تقدم أن ثمن حق الخيار هو مال مبدول ممن جعل له الخيار بغير عوض، وما كان بذله لهذا المال إلا على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في الأسواق، وما كان الإيجاب أو القبول ممن جعل الخيار لصاحبه إلا مراهنة على استقرار الأسعار وعدم تغيرها خلال فتره الخيار والاطمئنان إلى أن الطرف الآخر لن يلجأ إلى تنفيذ العقد طالما استقرت الأسعار أو لم تتحرك في الاتجاه الذي يحقق لحامل الخيار مصلحه مؤكدة في تنفيذ العقد .

وما شرع الخيار لكي يكون أداءه للمراهنة ووسيلة للمقامرة، وما أذن فيه رسول الله ﷺ إلا لدفع الغبن والتفريط عن من يظلم في البيعات، ومن لا دراية لهم بمسائل البيع و الشراء و عقد الصفقات في الأسواق .

(٣) بيع حق الخيار وتداوله من مشتر لآخر إنما هو بيع لما لا يقبل حكم العقد شرعاً : اشترط الفقهاء فيما يكون محلاً لعقد أن يكون قابلاً لحكم العقد شرعاً، فلا ينعقد البيع ما لم يكن المبيع مالاً متقوماً مملوكاً، فغير المال، والمال غير المتقوم والمال المتقوم غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعاقد عليه، وكل عقد يرد عليه يكون باطلاً<sup>(٤)</sup>.

ويقول ابن الأثير أن المال في الأصل ما يملك من الذهب و الفضة ثم أطلق على كل ما يفتى و يملك من الأعيان و ينتفع به على وجه معتاد<sup>(٥)</sup>.

(1) Ibid

(٢) قانون التجارة المصري - الهيئة العامة للمطابع الأميرية ١٩٨٥ .

(٣) مصادر الحق في الفقه الإسلامي - مرجع سابق ج ٢ ، ص ٩٣

(٤) لسان العرب لابن منظور - مادة «مول» .

ويقول الإمام الشافعي بأنه لا يقع اسم مال إلا على ما له قيمة يباع بها ويلزم متلفه<sup>(١)</sup>. وقال الحنفية المالية للشيء لا تثبت إلا بالتمول، والتمول صيانة الشيء وإحرازه<sup>(٢)</sup>. وذهب الشيخ على الخفيف إلى القول بأن الشيء لا يكون مالاً عند الفقهاء إلا إذا توفر فيه أمران: إمكان حيازته، وإمكان الانتفاع به على وجه معتاد، فما ليس في الإمكان حيازته فلا يعد مالاً وإن انتفع به - كضوء الشمس وحرارتها، وكذلك ما لا يمكن الانتفاع به على وجه معتاد لا يعد مالاً - وإذا أحرز فعلاً.

وإذا كان الأحناف يرون أن المال لا يكون إلا مادة حتى يتأتى إحرازه وحيازته فقد ذهب الشافعية والمالكية والحنابلة إلى أن النافع أموال إذ ليس من الواجب عندهم إحرازه بنفسه بل يكفي أن يمكن حيازته بحيازة أصله و مصدره<sup>(٣)</sup>.

ولما كان من الثابت أن حق الخيار يجري تداوله في أسواق الأوراق المالية وينتقل بالبيع والشراء من متعاقد إلى آخر، فالحق الذي يباع ليس مما يقتنى أو تجرى حيازته فيكون فاسداً عند الأحناف وتداوله من متعاقد لآخر لا تتحقق من خلاله حيازته بحيازة أصله و مصدره فيكون باطلاً عند المالكية والشافعية والحنابلة و سائر الفقهاء.

فالخيار الذي هو طلب خير الأمرين إما بإمضاء العقد و تقريره أو فسخه و نقضه من أساسه ليس مالاً ولا يصلح أن يكون عوضاً وإنما إذن فيه رسول الله ﷺ لكي يكون وسيلة إلى كمال الرضا و دفع الغبن والتفريط و الأمن من الانحداع لمن يخدع في البياعات و ليس له دراية بأمور البيع و الشراء و عقد الصفقات في الأسواق و ما أذن رسول الله ﷺ في أن يكون عوضاً في البياعات أو وسيلة إلى المراهنة و التمار، و يبين مما تقدم أن حق الخيار هو مما لا يقبل حكم العقد شرعاً عند سائر الفقهاء.

(١) الأشباه والنظائر للسيوطي ص ٢٢٧، دار الكتب العلمية، بيروت.

(٢) المرجع السابق ص ٢٢٧.

(٣) على الخفيف مختصر أحكام المعاملات الشرعية - العقد - ص ٢ - مطبعة السنة المحمدية.



**دورة: الاقتصاد للشرعيين**  
**«النقود والمؤسسات المصرفية»**

خلال الفترة من: ٩-١٢ جمادى الأولى ١٤٢٢هـ الموافق ١-٥ إبريل ٢٠٢٢م

# محاضرات في المؤسسات المصرفية والسياسات النقدية والمالية

**الأستاذ الدكتور/ معبد علي الجارحي**

أستاذ زائر، كلية الدراسات الإسلامية، مؤسسة قطر  
مدير التدريب والخير المالي، مصرف الإمارات الإسلامي، دبي  
المدير الأسبق، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة  
المدير الأسبق للبحوث، صندوق النقد العربي  
الرئيس السابق للجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي

مدينة نصر - القاهرة - جمهورية مصر العربية - تلفون ٢٤٠٣٧٥١٤ - ٢٢٦١٠٣٠٨ - ٢٢٦١٠٣١١ - ٢٢٦١٠٣١٢ - تليفاكس ٢٢٦١٠٣١٢

Nasr City, Cairo, Egypt, Tel.: 24037514-22610308 - 22610311, TelFax: No. 22610312

www.sakc.azhar.edu.eg E-mail: salehkamel@azhar.edu.eg and salehkamel@yahoo.com



## محاضرات في

## المؤسسات المصرفية والسياسات النقدية والمالية

الأستاذ الدكتور/ معبد علي الجارحي (\*)

### مقدمة

قام التجار في العالم القديم بوظيفة البنوك، حيث قدموا القروض للفلاحين وصغار التجار، واكتشفت سجلات قديمة بذلك عند الآشوريين والبابليين عام ٢٠٠٠ قبل ميلاد المسيح. وخلال حكومة الإغريق القديمة والإمبراطورية الرومانية، تحلق المقرضون حول المعابد لإقراض الناس كما بدأوا في قبول الودائع وعمليات الصرف. وهناك دلائل على أن أنشطة مماثلة نشأت في الصين والهند القديمتين.

ويلاحظ أنه بالرغم من سيادة الإقراض بفائدة، هناك دلائل على وجود تعاليم تمنعها في كتب اليهود والمسيحيين، وعلى احتقار من يقوم بذلك في الكتب الهندوسية والبوذية. وبالرغم من ذلك فقد استمرت عادة الإقراض الربوي وتأصلت في المجتمعات. حيث صممت حيل لإعادة تفسير التعاليم الدينية بما لا يمنع الإقراض بفائدة، تشبه إلى حد كبير ما ظهر من آراء بين المسلمين منذ النصف الأخرى من القرن الماضي.

وتعود بداية البنوك في صورتها المعاصرة وبداية عصر النهضة خلال العصور الوسطى في إيطاليا، حيث سيطرت عائلتي «باردي Bardi» و«بيروتزي Peruzzi» على البنوك خلال القرن الرابع عشر في مدينتي جنوة والبندقية، كما عمدا إلى إنشاء فروع لبنوكهم في أنحاء أوروبا. ومن أشهر البنوك الإيطالية «بنك المديتشي Medici bank» الذي أسسه جيوفاني ميديتشي عام ١٣٩٧.

وانتشر تطور البنوك بعد ذلك في أوروبا، حيث تحققت ابتكارات هامة في هولندا في القرن السادس عشر وفي لندن في القرن السابع عشر. وفي القرن الحادي والعشرين أدى تطور الاتصالات والحوسبة إلى تغييرات كبيرة في أسلوب عمل البنوك، الأمر الذي مكنها من تضخيم حجمها وانتشارها جغرافيا. وتميزت بداية القرن الحالي بتزايد إفلاس البنوك الكبيرة، الكثير من النقاش حول الرقابة والإشراف على البنوك.

ولقد وصلت الصيرفة الربوية إلى الإمبراطورية العثمانية على يد يهود المورانو الهاربين من اضطهاد الأسبان في القرن السادس عشر. فأصبحوا واليونانيون كبار المقرضين في الأستانة. وكان من أشهر ما أنشأوه من بنوك هو بنك عائلة مورانو الذي انتقل إلى الأستانة

(\*) أستاذ زائر، كلية الدراسات الإسلامية، مؤسسة قطر  
مدير التدريب والتطوير المالي، مصرف الإمارات الإسلامية، دبي  
المدير الأسبق، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة  
المدير الأسبق للبحوث، صندوق النقد العربي  
الرئيس السابق للجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي

عام ١٥٥٢ ميلادية. وتقلد اليهود مكانة متقدمة في تمويل حكومة العثمانيين وتمويل التجارة الأوربية.

وانتشر المصرفيون اليهود في بغداد خلال القرنين الثامن والتاسع عشر تحت حكم العثمانيين، حيث قاموا مع الأرمن بالإقراض والصيرفة، التي امتنع عن ممارستها المسلمون.

## الباب الأول المؤسسات المصرفية

### المؤسسات المصرفية: نشأتها وتطورها بنوك التجار

بدأت المؤسسة المصرفية ببنوك التجار (merchant banks) التي ابتكرها تجار الحبوب الإيطاليين. ومع صعود الحكام اللومبارديين في إيطاليا، زاد نفوذ التجار وأصحاب البنوك، وانضم اليهود الفارون من إسبانيا إليهم، فأدخلوا أساليب تمويل رحلات التجارة الطويلة التي سلكت طرق الحرير، وطبقوا هذه الأساليب على تمويل الإنتاج وتجارة الحبوب.

ولما كان اليهود ممنوعين من تملك الأرض، فقد انخرطوا في تجارة المحاصيل، مستغلين التزام المسيحيين بالامتناع عن الإقراض الربوي، وعدم خضوع اليهود لتعاليم الكنيسة، فقاموا بإقراض المزارعين مقابل محاصيلهم بأسعار فائدة باهظة، وبذلك حصلوا على حقوق بيع المحصول عند حصاده. ثم انتقلوا إلى تقديم القروض مقابل شحن الحبوب إلى الموانئ البعيدة. وفي الحالتين جنوا الفرق بين السعر المدفوع والسعر المستقبل للمحاصيل. ثم تطور الأمر إلى الانتقال من تجارة الحبوب إلى المتاجرة في ديون الحبوب.

وقام التجار اليهود بتقديم خدمتي الإقراض والتأمين. فقدموا قروضا على المحاصيل في بداية الموسم، لتمكين المزارع من العناية بالمحصول، ثم قاموا بضمان تسليم المحصول لتجار الجملة.

وانتقلت بنوك التجار من مجرد تمويل التجارة إلى تسوية الصفقات التجارية للغير، وقبول الودائع مقابل تسوية أوراق تجارية تمثل التزامات بتسليم المحاصيل. وهكذا أصبحت مائدة التاجر (banca) باللغة الإيطالية، في أسواق الحبوب مركزا للاحتفاظ بالنقود مقابل ورقة تجارية، تطورت فيما بعد إلى ما سمي بالصك أو الشيك المصرفي. واشتقت كلمة بنك من كلمة المائدة باللغة الإيطالية.

وكان الغرض من تلك الودائع تسوية صفقات الحبوب، ولكن تجار الموائد استخدموها لصفقاتهم.

### بنك امستردام ونظام الاحتياطي الجزلي

وبعيد عام ١٥٠٠، كان لدى الكثير من رجال الأعمال الهولنديين أرصدة نقدية، بدأوا في إيداعها لدى الصرافين (cashiers)، الذين احتفظوا بالنقود مقابل رسم معين. وأدى التنافس بين الصرافين إلى قيامهم بتقديم خدمات إضافية لجذب الودائع، ومنها دفع

النقود إلى أي شخص يحمل أمرا مكتوبا بذلك من أحد المودعين، الأمر الذي أدى إلى ظهور الشيك.

وخلال القرن السابع عشر، تحررت هولندا من أسبانيا، وبدأت في صك نقودها، حيث تقوم الحكومة بصك النقود لمن يقدم كمية المعدن النفيس مجانا أو مقابل رسوم زهيدة. ونجح تحرير صك النقود إلى تبوء الهولنديين مكانا مهما في ريادة التجارة الأوروبية.

ولما كانت النقود التي اكتسبت قوة إبراء قانوني مهترئة، فلم يكن قبولها سهلا. ولعلاج ذلك، تم تأسيس بنك أمستردام عام ١٦٠٩، الذي كان يقبل إيداع النقود لا بقيمتها الاسمية ولكن بوزن معدنها، مقابل إيصالات ماثت فيما بعد، نقودا متماثلة الوحدات. ونظرا لسهولة تبادلها، وضمان مدينة أمستردام لها، فإن «النقود البنكية» (bank money) كانت أعلى سعرا من العملة المعدنية.

وبدأ البنك كمؤسسة إيداع تغطي نقوده غطاء كاملا بالمعدن الثمين. ولكن بعض المستودعين من البنوك تجرؤا على إصدار نقود تزيد عما لديهم من غطاء ابتداء من عام ١٦٥٧. وبعد ذلك تمكنوا من تقديم قروض ضخمة لشركة الهند الشرقية وبلدية أمستردام.

ويحلول ١٧٩٠، أنفضح أمر تلك القروض، ولم يعد سعر النقود البنكية أعلى من سعر العملة المعدنية. وفي نهاية العام، اعترف بنك أمستردام بالإعسار، وأعلن أنه سيصرف قيمة النقود البنكية بالفضة بخصم ١٠ في المائة. فاستولت مدينة أمستردام على البنك، ثم انتهت بإغلاقه عام ١٨١٩.

وخلال القرن السابع عشر، تدفقت المادن الثمينة من العالم الجديد واليابان وغيرهما إلى أوروبا، الأمر الذي رفع الأسعار. وتمددت هولندا بفضل حرية سك النقود، وزيادة النشاط التجاري، من جذب المزيد من المعدن الثمين. وانتقل نظام الاحتياطي الجزئي ونظام الدفع إلى إنجلترا ثم إلى غيرها.

والخلاصة أنه خلال القرنين السادس عشر والسابع عشر ترسخت وظائف البنوك من حيث قبول الودائع وإقراض النقود، والصرف، وتحويل الأموال. وارتبط ذلك بإصدار ديون على البنوك عملت كبديل للعملة الذهبية والنفضية.

ويعتقد الاقتصاديون أن هذه الممارسات، تنشيط النمو التجاري والصناعي، عن طريق توفير وسائل آمنة وميسرة للدفع، وجعل المعروض النقدي أكثر تجاوبا مع احتياجات التجارة، وكذلك من خلال خصم الديون التجارية.

وبنهاية القرن السابع عشر، أصبحت البنوك محسرا لتمويل احتياجات الحكومات الأوروبية الحديثة والمتحاربة. الأمر الذي انتهى إلى ظهور الرقابة الحكومية وإنشاء أول بنك

مركزي وكان من نتائج نجاح التقنيات المصرفية الجديدة والممارسات التي جرت في أمستردام، وما صاحب ذلك من ازدهار مدينة أنتورب كمركز تجاري، أن امتدت تلك الأفكار إلى لندن ثم انتقلت إلى باقي القارة الأوروبية.

### الصائغون في لندن

كان الصائغون على رأس من طوروا البنوك في لندن، الذين تحولوا من مجرد حرفيين إلى مستودعين للذهب والفضة. ولقد أدت بعض الأحداث، مثل قيام الملك تشارلز الأول بمصادرة ٢٠٠ ألف جنيه أسترليني من المصكبة الملكية عام ١٦٤٠، إلى تحول ثقة التجار من المؤسسات الحكومية إلى الصائغين.

ووجد الصائغون أن لديهم نقودا دون حاجة عاجلة لاستعمالها، فبدؤوا في إقراضها ربويا لكل من التجار والحكومة، محققين أرباحا كبيرة. ثم انتقلوا إلى تعبئة الودائع ودفع الفوائد عليها.

### الدين كنوع جديد من النقود

ولقد اكتشف الصاغة في النهاية أن إيصالات الودائع التي أصدرها تنتقل من فرد لآخر مقابل الدفع بالعملة المعدنية. الأمر الذي دفعهم إلى البدء في إقراض الإيصالات الورقية بدلا من العملة. ومع انتشار قبول تلك الإيصالات، اكتشف الصاغة أنه يمكنهم إقراض ما يزيد عما هو مودع لديهم من العملات الفضية والذهبية، وهو ما عرف فيما بعد بنظام الاحتياطي الجزئي.

هذه الممارسات أوجدت نوعا جديدا من النقود هو في حقيقته دين على الصاغة وليس نقودا ذهبيا أو فضة، بعيدا العملة التي تخضع لرقابة وإشراف الحكومة. ولقد تطلب ذلك قبول إيصالات الصاغة القابلة للدفع عند الطلب.

هذا القبول يحتاج إلى اعتقاد عام بوجود النقود المعدنية، وقد ساعد نظام الاحتياطي الجزئي على ترسيخ ذلك الاعتقاد. كما أن القبول يتطلب أن يكون في إمكان حائزي ديون الصاغة أن يقوموا بتنفيذ حقوقهم في استرداد العملة المعدنية بقوة القانون. كما تطلبت أن تكون تلك الأوراق قابلة للتسويق. ولقد ظهرت التبادلية للتسويق بشكل متقطع في أسواق النقد الأوروبية، ثم نضجت في بداية القرن السابع عشر.

### بنك إنجلترا كبنك مركزي

أدى الفشل في السداد إلى اهتزاز الجدارة الائتمانية للتاج البريطاني عام ١٦٧٢. وأدت حاجة الحكومة إلى الاقتراض بأسعار فائدة دون ما يطلبه الصاغة، وتجربة بنك أمستردام

في توفير موارد وافرة من الائتمان عند أسعار بأائدة منخفضة، إلى إنشاء بنك انجلترا، الذي نجح في جمع الأموال للحكومة بأسعار فائدة منخفضة نسبياً.

### لماذا المصارف؟

البنك الريوي مؤسسة مالية ووسيط مالي تقبل الودائع وتوجهها إلى الإقراض، مباشرة أو من خلال السوق المالية. ومعنى الوساطة أن البنك يصل بين المتعامل الذي لديه أموال فائضة بالمتعامل الذي لديه عجز في الأموال.

ونظراً لأهميتها في النظام المالي والاقتصادي، تخضع البنوك للرقابة والإشراف. وتعمل عادة في ظل نظام الاحتياطي الجزئي، حيث تحتفظ بنسبة صغيرة من الودائع على هيئة احتياطيات، وتقرض النسبة الباقية للحصول على ربح.

كما تخضع البنوك للحدود الدنيا لكتانية رأس المال، بناء على معايير عالمية تصدرها لجنة بازل.

ويعتبر بنك مونت دي باستشي دي سيينا (Monte dei Paschi di Siena) أقدم بنك موجود، منذ تأسيسه في إيطاليا عام ١٤٧٢.

وتختص البنوك بما يلي:

١. قبول الودائع من الجمهور على هيئة ودائع جارية، وادخارية، وودائع آجلة.
٢. صرف وتحصيل الشيكات التي يسحبها المتعاملون على حساباتهم.
٣. منذ ظهور التحويلات الإلكترونية عند نقط البيع (EFTPOS, Electronic Funds Transfer at Point Of Sale) فقدت الشيكات الكثير من أهميتها كوسيلة دفع. ولهذا يدخل في وظائف البنوك تمكين المتعاملين المودعين لديها من سداد الأموال واستقبالها من وإلى حساباتهم، بالإضافة إلى قبول وتحصيل الشيكات.
٤. تمكن البنوك عملاءها من الدفع من خلال بيوت المقاصة الآلية (Automated Clearing House, ACH) والتحويلات البرقية (Wire or telegraphic transfer)، وآلات الصراف الآلي (Automated teller machine, ATM).
٥. تعتبر الودائع لدى البنوك بمثابة قروض، كما يمكن للبنوك الريوية أن تقترض من خلال إصدار أدوات الدين، مثل السندات. وشهادات الودائع.
٦. تقوم البنوك بالإقراض من خلال السماح للمتعاملين بالسحب من حساباتهم الجارية على المكشوف، وتقديم القروض التي يتم سدادها على أقساط، وبشراء أدوات الدين من السوق المالية، وغير ذلك من أساليب الإقراض.

٧. تقدم البنوك جميع خدمات الدفع، ولا يستثنى الأفراد ولا مؤسسات الأعمال ولا الهيئات الحكومية عن حساب في البنك.

٨. تقدم البنوك عدة منافذ لتقديم خدماتها للمتعاملين، منها:

٨.١ آلات الصراف الآلي

٨.٢ الفروع

٨.٣ مراكز الاتصال (Call centers)

٨.٤ البريد، لقبول الشيكات وللتواصل مع المتعاملين.

٨.٥ الهاتف النقال

٨.٦ الشبكة الدولية (الإنترنت)

٨.٧ ممثلي البنك، لتقديم خدمات الصيرفة الخاصة (private banking)، وصيرفة الأعمال (business banking).

٨.٨ خدمات الصيرفة المرئية التي يقوم من خلالها أحد خبراء البنك بتقديم خدمات استشارية للمتعامل من خلال الوسائط المرئية.

٩. بطاقات الحسم المباشر والحسم الدوري والإئتمان

مصادر دخل البنوك

١. الفرق بين الفوائد المدفوعة على الإقراض، والفوائد المحصلة على الإقراض

٢. عمولات ورسوم الخدمات المالية

أنواع البنوك

١. بنوك التجزئة

تتخصص بنوك التجزئة في تقديم الخدمات المصرفية للأفراد وصغار الشركات.

٢. بنوك الأعمال

تتخصص بنوك الأعمال في تقديم خدماتها، خاصة في مجال إدارة الثروات إلى العملاء الموسرين والشركات متوسطة وكبيرة الحجم.

٣. بنوك الاستثمار

تتخصص بنوك الاستثمار في توظيف أموال عملائها في السوق المالية. وتقوم هذه البنوك بضمان إصدار الأسهم، وتقديم المشورة بشأن عمليات الانضمام والاستحواذ.

#### ٤. البنوك التجارية

مصطلح آخر للبنوك المعتادة.

#### ٥. اتحادات الائتمان

بنوك لا تهدف إلى الربح، يملكها المودعون، وتفرض أسعار فائدة أقل من البنوك العادية. وتقتصر عضويتها على العاملين في شركة معينة أو القاطنين في جهة معينة، أو أعضاء نقابة معينة أو جمعية دينية، واقربائهم المباشرين.

#### ٦. البنوك الشاملة

تقوم البنوك الشاملة بالتمويل من خلال القروض الربوية، كما تقوم بالمساهمة في الشركات والجلوس على مجالس إدارتها، وتقديم العون الفني لها. كما تقوم هذه البنوك بالتجارة في السلع والأصول، وتقديم خدمات التأمين، والخدمات المتعلقة بالسوق المالية، وهي تنتشر خارج الدول الأنجلوسكسونية.

#### البنوك الإسلامية:

تقوم البنوك الإسلامية بتقديم الخدمات المصرفية، وكذلك التمويل من خلال إثني عشر عقداً شرعياً، ولا يسمح لها بالإقراض بالفائدة ولا ببيع النقد بالنقد. ويجب أن يكون لكل بنك هيئة شرعية، وجهاز للتدقيق الشرعي لضمان توافق أعمالها مع الشريعة.

#### المصرف المركزي

البنك المركزي أو بنك الاحتياطي، أو السلطة النقدية، مؤسسة تدير الجهاز المصرفي في الحكومة، وسياساتها النقدية. ويحتكر البنك المركزي الحق في تغيير كمية النقود الاحتياطية أو القاعدة النقدية، كما يصدر العملة المحلية التي لها قوة إبراء قانونية.

#### نشأة البنك المركزي

يعتبر بنك أمستردام الذي أنشئ عام ١٦٠٩ أول بنك حكومي يشبه ما يعرف بالبنك المركزي. أما أول بنك مركزي أنشئ على النسق الحديث فكان البنك المركزي السويدي (Riksbanken) الذي أنشئ عام ١٦٦٤. وتبعه بنك إنجلترا عام ١٦٩٤.

#### وظائف البنك المركزي

١. ترخيص البنوك الجديدة والإشراف على تصنيفاتها عند الضرورة.
٢. القيام بوظيفة بنك الحكومة.
٣. إدارة احتياطات الحكومة من العملات الأجنبية واحتياطات الذهب.

#### ٤. إدارة الكتلة النقدية.

يقوم البنك المركزي بإصدار النقود، وبيعها مقابل أدوات مالية ربوية في النظام المصرفي الربوي.

٥. إدارة أسعار الفائدة (في النظام النقدي الربوي).

٦. تحديد الاحتياطي القانوني.

٧. العمل كمقرض (أو ممول) أخير للقطاع المصرفي، في أوقات شح السيولة أو الأزمات.

٨. تقديم خدمات معينة للبنوك مثل تحويل الأموال، وتقديم أوراق النقد والعملات المعدني والعملات الأجنبية.

٩. ممارسة سلطات الرقابة والإشراف على الجهاز المصرفي، في الدول التي يعهد فيها إلى البنك المركزي بذلك.

١٠. تقديم صافي أرباحه للحكومة للاستفادة بها في تنمية النفقات الحكومية.

#### الرقابة والإشراف على المصارف

يقوم البنك المركزي في معظم البلدان بالرقابة والإشراف على القطاع المصرفي. وفي بلدان أخرى يعهد إلى مؤسسة أخرى مستقلة بوظيفة الرقابة والإشراف. فمثلا تقوم سلطة الخدمات المالية في بريطانيا بالرقابة والإشراف على البنوك.

#### وتتضمن عملية الإشراف والرقابة:

١. مراجعة القوائم المالية للبنوك، والتأكد من توفر الدرجة المطلوبة من الإفصاح.

٢. التأكد من أن نظم العمليات المستخدم في البنك سليم وقادر على الأداء الجيد.

٣. التأكد من كفاءة العاملين في البنك من حيث المؤهلات والخبرة.

٤. الاطمئنان إلى أن نظام الحوكمة في البنك يحقق الدرجة المطلوبة من الرقابة والإشراف الداخلي.

٥. مراقبة سلوك البنوك تجاه المتعاملين.

٦. مراقبة التزام البنوك بالتوجيهات التي يصدرها البنك المركزي من خلال نشراته الدورية.

#### استقلالية البنك المركزي

نعني باستقلال البنك المركزي أن عمالياته وإدارته يكونان في معزل عن سلطة الحكومة. هناك دعوة بين الكثير من الاقتصاديين لتوفير درجة من الاستقلال للبنك المركزي، خاصة في مجال وضع وتنفيذ السياسات النقدية. ويدعي هؤلاء أن تعرض البنك

المركزي للضغوط السياسية قد يزيد من حدة التقلبات الاقتصادية. حيث يميل السياسة إلى دفع عجلة النشاط الاقتصادي قبل كل انتخابات، الأمر الذي يضر بسلامة الاقتصاد في الأجل الطويل.

ويمكن النظر في أنواع من الاستقلال.

#### ١. الاستقلال القانوني

يبدو الاستقلال القانوني محدودا في الدول الديمقراطية. إذ لا بد من إخضاع البنك المركزي لبعض الرقابة الحكومية، إما مباشرة من خلال الوزير المختص، أو بصورة غير مباشرة من خلال السلطة التشريعية.

وهنا قد يتدخل المشرع لوضع إطار للعلاقة بين البنك المركزي والحكومة، وقد يزيد على ذلك بأن تقوم لجنة السياسات الاقتصادية التابعة له باستدعاء المسؤولين في البنك المركزي ومناقشة برامجهم وسياساتهم.

#### ٢. استقلال الأهداف

يدعو مؤيدو استقلال البنك المركزي إلى إعطائه الاستقلال في تحديد الأهداف المباشرة للسياسات النقدية، مثل استهداف معدل معين للتضخم ولكن معظم البنوك المركزية تفضل إعلان أهداف سياساتها في ظل شراكة مع الوزارة المختصة. وهذا يفيد في زيادة الشفافية في مجال وضع السياسات، ويعزز من مصداقية الأهداف المعتمدة، كما يضمن عدم التعارض بين السياسات النقدية والمالية.

#### ٣. الاستقلال في التنفيذ

يفضل أن يكون البنك المركزي مستقلا في تحديد أفضل السبل للوصول إلى أهداف سياساته النقدية، بما في ذلك الأدوات المستخدمة وتوقيت استخدامها. وهذا هو أكثر أنواع الاستقلالية شيوعا في العالم.

#### ٤. الاستقلال الإداري

يستحسن أن يتمكن البنك من التمتع باستقلاله الإداري، من حيث تعيين العاملين، ووضع الميزانيات، دون تدخل زائد من الحكومة. ومن مؤشرات الاستقلالية الإدارية، درجة التداول بين محافظي البنك المركزي، حيث تشير درجة التداول العالية إلى التدخل في استقلال البنك من خلال اختيار المحافظ.

ومن أمثلة البنوك المركزية التي تتمتع بدرجة عالية من الاستقلال، البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا، حيث يتبع مجموعة من معدلات التضخم المستهدفة.

## النظام النقدي

### توليد النقود

توليد النقود هي العملية التي يتم من خلالها تغيير عرض النقود. ويحدث ذلك على مرحلتين.

المرحلة الأولى، يقوم فيها البنك المركزي بإدخال نقود جديدة في الاقتصاد من خلال سياسات التوسع النقدي، فيقوم بشراء الأصول المالية أو بإقراض النقود إلى المؤسسات المالية.

المرحلة الثانية، تقوم البنوك بتوليد أضعاف ما قدمه البنك المركزي معتمدة على نظام الاحتياطي الجزئي. فترتفع بذلك السيولة المحلية (العملة النقدية مضافا إليها الودائع الجارية والآجلة). فإذا كانت نسبة الاحتياطي القانوني ٢٠ في المائة، فإنه من الممكن أن تصل النقود التي تولدها البنوك إلى خمسة أمثال ما يضيفه البنك المركزي إلى المعروض النقدي. أي أن المضاعف النقدي (the money multiplier) يساوي خمسة. وتتم عملية توليد النقود بالخطوات التالية.

١. يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود عن طريق شراء كمية من السندات الحكومية من البنوك، ومن ثم يضيف إلى أرصدة البنوك لديه قيمة تلك السندات. فتزداد «القاعدة النقدية» التي تمتلكها البنوك في حساباتها لدى البنك المركزي.
٢. يمكن للبنوك أن تسحب من أرصدها من القاعدة النقدية لدى البنك المركزي على هيئة أوراق نقد وعمليات معدنية.
٣. تحفز زيادة الأرصدة من القاعدة النقدية البنوك إلى زيادة الإقراض الربوي لعملائها لكي تزيد من أرباحها. وتقوم البنوك بإضافة قيمة القروض الجديدة إلى حسابات العملاء المقترضين.
٤. يقوم العملاء المقترضون بإنفاق المبالغ التي اقترضوها على شراء السلع والخدمات، فتنتقل النقود من حسابات العملاء المقترضين إلى العملاء بائعي السلع والخدمات، الذين يودعون النقود الجديدة في حساباتهم المصرفية.
٥. بافتراض أن البنوك أقرضت جميع الزيادة في القاعدة النقدية، فسوف تجد في النهاية إنها مضطرة لاستبقاء نسبة معينة منها فقط في خزائنها تمثل الاحتياطي القانوني. ولتكن هذه النسبة ٢٠ في المائة، ثم تقرض نسبة ٨٠ في المائة الباقية.
٦. تدور القروض في المرحلة الثانية بين المقترضين وبائعي السلع والخدمات ثم تعود مرة أخرى إلى البنوك.

٧. تجد البنوك مرة أخرى أن نسبة ما لديها من احتياطيات تفوق النسبة القانونية، فتعيد كرة الإقراض، ويعيد المقترضون كرة الإنفاق على السلع والخدمات، فتعود النقود مرة أخرى إلى البنوك.

٨. نذكر أن الدورة بدأت بزيادة في الودائع الأصلية الناجمة عن المرحلة الأولى من الإقراض، تلتها زيادات في الودائع ناجمة عن عمليات الإقراض والإقراض، وهي الودائع المشتقة من توليد النقود.

تستمر عمليات الإقراض والإنفاق وزيادة الودائع المشتقة، حتى تنخفض نسبة الاحتياطي إلى ٢٠ في المائة وهي النسبة القانونية، وتتوقف عمليات الإقراض والإنفاق، وبهذا تكون الزيادة النهائية في كمية النقود قد وصلت إلى خمسة أضعاف الزيادة الأصلية في القاعدة النقدية.

#### الأسس الإقراضية لمنح الائتمان

يلاحظ أنه في النظام النقدي الربوي يرتكز إصدار النقود وتوليدها على أسس إقراضية بحتة. فعندما يريد البنك المركزي أن يزيد من حجم القاعدة النقدية، يشتري سندات حكومية، من الحكومة مباشرة أو من البنوك التي تحتفظ بهذه السندات، وتكون قد أقرضت الحكومة بقيمتها من قبل. وهذا يعني أن البنك المركزي يقوم بإقراض الحكومة مباشرة أو بالحلول محل البنوك التي أقرضتها بادئ الأمر. وعندما تصل الزيادة في القاعدة النقدية إلى البنوك على هيئة ودائع، تقوم بإقراض نسبة منها، معتمدة في ذلك على نظام الاحتياطي الجزئي. وبالتالي تدخل النقود الجديدة خزانة الحكومة مقابل زيادة في التزاماتها بخدمة الدين المحلي، أو خزائن الأفراد مقابل زيادة سديونياتهم.

ويلاحظ أن هذا الأسلوب الإقراضي في تغيير كمية النقود لا يرتبط مباشرة بالإنتاج والاستهلاك والاستثمار والتجارة في السلع والخدمات، وإنما يمكن أن يؤثر على تلك الأنشطة الاقتصادية بصورة غير مباشرة، عندما تنفق الحكومة وينفق الأفراد النقود المتولدة على احتياجاتهم.

ومن المؤكد أن يتمكن الاقتصاد الوطني في حكومة معينة بالاستفادة أكثر من زيادة كمية النقود، إذا ما ارتبط إصدارها بالنمو الاقتصادي، وإذا ما وظفت النقود الجديدة في الاستثمار بدلا من استخدامها في تغطية نفقات الحكومة والأفراد. ولكن النظام النقدي الربوي لا يستطيع ذلك.

هناك نقطة أخرى أن النقود كما ورد في المحاضرات السابقة، تكتسب نقديتها من القبول العام للأفراد. وهذا يعني أن النقود مؤسسة اجتماعية من صنع المواطنين، ولهم الحق في الانتفاع بها قبل غيرهم. وعندما تصل الزيادة في القاعدة النقدية إلى البنوك، التي تعطى

حقاً دون غيرها، لا في استخدام النقود مباشرة، ولكن في إقراضها لمن تشاء مقابل سعر فائدة. وبالتالي، فإن المستفيد الأول من النقد هم المساهمون في البنوك، الذين يجنون الأرباح السيادية (seniorage) الناجمة عن الإصدار النقدي. وهذا ينطوي على ظلم فادح للمجتمع ككل الذي يعود إليه الفضل في اكتساب النقود صفة نقدية.

بنفس الطريقة، عندما يقوم فرد باستخدام النقود في المعاملات، يتمتع بنصيبه في ما يحققه القبول العام للنقود كوسيلة للتبادل.

ولكنه عندما يقرضها إلى الغير مقابل سعر فائدة، فهو يستلب حق المجتمع. حيث أن صفة القبول العام لم يحققها فرد واحد بمفرده، ولكن حققها المواطنون جميعاً.

أن الفرد الذي يقرض النقود مقابل سعر الفائدة، يحصل على ضمان بسداد الأصل والفوائد. ولكن النقود لا تولد نقوداً ولا سلعاً ولا خدمات. والمقرض لم يخاطر بشيء ليبرر الفائدة المضمونة التي لم يحصل عليها. وهذا ربح ما لم يضمن، وهو نوع آخر من الظلم.

#### مخاطر الائتمان في ظل الصيرفة التجارية والصيرفة الشاملة.

تتلخص مخاطر الائتمان في مخاطرة سوء الاختيار ومخاطرة النزوع السيئ، والتعبيران يرتبطان بالنظرية المعاصرة للتمويل، التي تحدد المخاطر المحيطة بالتمويل من وجهة نظر البنك. فالتمويل يتم بين طرفين. الطرف الأول هو البنك وهو الذي يقدم المال، والطرف الثاني هو المستثمر الذي يستخدم المال لشراء مستلزمات الإنتاج سعياً إلى الربح. ومن السهل أن نسلم بأن المستثمر يعرف عن المجالات التي سوف يستخدم فيها المال الذي يحصل عليه أكثر مما يعرفه البنك. أي أن المعلومات المتوفرة لدى البنك و المستثمر حول استخدامات المال المستثمر غير متماثلة. وهذا يعرض البنك لنوعين من المخاطرة يتصلان بعدم تماثل المعلومات. النوع الأول هو أن المستثمر قد يستغل جهل البنك بطبيعة عمله، وينجح في إيهامه بأنه أكثر المتقدمين جدارة بالحصول على التمويل. وبالتالي، فإن البنك لن يكون قادراً على أن يحسن الاختيار بين المتقدمين للتمويل. وهذه هي مخاطرة سوء الاختيار (adverse selection).

ولكن كيف يستطيع البنك أن يقلل من تلك المخاطرة، بحيث يختار في الغالب أفضل المتقدمين للتمويل؟ من الواضح أن الإجابة تكمن في تعظيم المعلومات حول المستثمر. وسوف نتطرق إلى سبل ذلك فيما بعد.

أما المخاطرة الأخرى التي يتعرض لها البنك نتيجة عدم تماثل معلوماته مع معلومات المستثمرين، فتنتج عن قدرة المستثمر على إخفاء المعلومات أو إعطاء فكرة غير دقيقة حول أسلوب استخدام التمويل الذي يحصل عليه، بحيث يحصل على التمويل لغرض ثم يستخدمه في غرض آخر. ويسمى هذا التحايل لاستخدام التمويل في غير ما خصص له بالنزوع السيئ

(moral hazard). ولكن لماذا يحرص البناء على وضع التمويل الذي يقدمه في موضعه؟ لا شك إن قدرة البنك على السداد كثيرا ما تتوقف على أسلوب استخدام التمويل. بل أن قيمة الضمان في حد ذاتها يمكن أن تتأثر بذلك الأسلوب. فمثلا، إذا أعطى المستثمر رهنا على مصنعه كضمان لسداد دين البيع الآجل، فإن قيمة المصنع سوف ترتفع وتنخفض بارتفاع الأرباح وانخفاضها. وهذا يعتمد بدوره على استخدام التمويل فيما خصص له أصلا. وهكذا فإن النزوع السيئ يمكن أن يؤثر على جدوى التمويل من وجهة نظر البنك، بل وقد يعرضه للخسارة .

و السبيل إلى التقليل من احتمال حدوث النزوع السيئ هو المراقبة المستمرة لأعمال المستثمر. وهذا يحتاج إلى وسائل سيأتي ذكرها.

ويلاحظ أن المصارف الشاملة، عندما تقوم بالاستثمار والصيرفة في آن واحد. حيث أن المصارف الشاملة يمكنها أن تمتلك أسهما في مؤسسات الأعمال التي تقوم بتمويلها. وهذا وجه من أوجه الشبه القوية بين المصارف الإسلامية والشاملة. والتي ثبت للاقتصاديين أنها أكثر قدرة على التعامل مع مخاطرتي النزوع السيئ وسوء الاختيار من المصارف التقليدية. فتملك الأسهم والمشاركة في إدارة مؤسسات الأعمال يتيح سيلا من المعلومات الدقيقة للمصارف الشاملة. فالمصرف يستطيع التحقق بسهولة من قدرات المؤسسة و جدارتها بالحصول على التمويل، وبالتالي يمكنه اتخاذ القرار السليم بخصوص منح المؤسسة التمويل من عدمه، و يقلل بذلك كثيرا من مخاطرة سوء الاختيار. كما يتيح للمصرف موقعه كمشارك في الإدارة أن يتحقق من كيفية استخدام التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة. وسيكون من الصعوبة بمكان أن تخفي المؤسسة عن أحد كبار مساهميها مثل هذه المعلومات. وبالتالي يكون المصرف قد خفف كثيرا من مخاطرة النزوع السيئ. وبذلك يمكن القول أن أسلوب المصارف الشاملة في عملها يعطيها عيزة حقيقية في مواجهة المصارف التقليدية التجارية، من حيث تقليل المخاطر المتعلقة بالتمويل.

حقاً دون غيرها، لا في استخدام النقود مباشرة، ولكن في إقراضها لمن تشاء مقابل سعر فائدة. وبالتالي، فإن المستفيد الأول من النقود هم المساهمون في البنوك، الذين يجنون الأرباح السيادية (seniorage) الناجمة عن الإصدار النقدي. وهذا ينطوي على ظلم فادح للمجتمع ككل الذي يعود إليه الفضل في اكتساب النقود صفة نقدية.

بنفس الطريقة، عندما يقوم فرد باستخدام النقود في المعاملات، يتمتع بنصيبه في ما يحققه القبول العام للنقود كوسيلة للتبادل.

ولكنه عندما يقرضها إلى الغير مقابل سعر فائدة، فهو يستلب حق المجتمع. حيث أن صفة القبول العام لم يحققها فرد واحد بمفرده ولكن حققها المواطنون جميعاً.

أن الفرد الذي يقرض النقود مقابل سعر الفائدة، يحصل على ضمان بسداد الأصل والفوائد. ولكن النقود لا تولد نقوداً ولا سلعاً ولا خدمات. والمقرض لم يخاطر بشيء ليبرر الفائدة المضمونة التي لم يحصل عليها. وهذا ربح ما لم يضمن، وهو نوع آخر من الظلم.

### مخاطر الائتمان في ظل الصيرفة التجارية والصيرفة الشاملة.

تتلخص مخاطر الائتمان في مخاطرة سوء الاختيار ومخاطرة النزوح السيئ، والتعبيران يرتبطان بالنظرية المعاصرة للتمويل، التي تحدد المخاطر المحيطة بالتمويل من وجهة نظر البنك. فالتمويل يتم بين طرفين. الطرف الأول هو البنك وهو الذي يقدم المال، والطرف الثاني هو المستثمر الذي يستخدم المال لشراء مستلزمات الإنتاج سعياً إلى الربح. ومن السهل أن نسلم بأن المستثمر يعرف عن المجالات التي سوف يستخدم فيها المال الذي يحصل عليه أكثر مما يعرفه البنك. أي أن المعلومات المتوفرة لدى البنك و المستثمر حول استخدامات المال المستثمر غير متماثلة. وهذا يعرض البنك لنوعين من المخاطرة يتصلان بعدم تماثل المعلومات. النوع الأول هو أن المستثمر قد يستغل جهل البنك بطبيعة عمله، وينجح في إيهامه بأنه أكثر المتقدمين جدارة بالحصول على التمويل. وبالتالي، فإن البنك لن يكون قادراً على أن يحسن الاختيار بين المتقدمين للتمويل. وهذه هي مخاطرة سوء الاختيار (adverse selection).

ولكن كيف يستطيع البنك أن يقلل من تلك المخاطرة، بحيث يختار في الغالب أفضل المتقدمين للتمويل؟ من الواضح أن الإجابة تكمن في تعظيم المعلومات حول المستثمر. وسوف نتطرق إلى سبل ذلك فيما بعد.

أما المخاطرة الأخرى التي يتعرض لها البنك نتيجة عدم تماثل معلوماته مع معلومات المستثمرين، فتنتج عن قدرة المستثمر على إخفاء المعلومات أو إعطاء فكرة غير دقيقة حول أسلوب استخدام التمويل الذي يحصل عليه، بحيث يحصل على التمويل لغرض ثم يستخدمه في غرض آخر. ويسمى هذا التحايل لاستخدام التمويل في غير ما خصص له بالنزوح السيئ

(moral hazard). ولكن لماذا يحرص البنك على وضع التمويل الذي يقدمه في موضعه؟ لا شك إن قدرة البنك على السداد كثيرا ما تتوقف على أسلوب استخدام التمويل. بل أن قيمة الضمان في حد ذاتها يمكن أن تتأثر بذلك الأسلوب. فمثلا، إذا أعطى المستثمر رهنا على مصنعه كضمان لسداد دين البيع الآجل، فإن قيمة المصنع سوف ترتفع وتنخفض بارتفاع الأرباح وانخفاضها. وهذا يعتمد بدوره على استخدام التمويل فيما خصص له أصلا. وهكذا فإن النزوع السيئ يمكن أن يؤثر على جدوى التمويل من وجهة نظر البنك، بل وقد يعرضه للخسارة .

و السبيل إلى التقليل من احتمال حدوث النزوع السيئ هو المراقبة المستمرة لأعمال المستثمر. وهذا يحتاج إلى وسائل سيأتي ذكرها.

ويلاحظ أن المصارف الشاملة، عندما تقوم بالاستثمار والصيرفة في آن واحد. حيث أن المصارف الشاملة يمكنها أن تمتلك أسهما في مؤسسات الأعمال التي تقوم بتمويلها. وهذا وجه من أوجه الشبه القوية بين المصارف الإسلامية والشاملة. والتي ثبت للاقتصاديين أنها أكثر قدرة على التعامل مع مخاطرتي النزوع السيئ وسوء الاختيار من المصارف التقليدية. فتملك الأسهم والمشاركة في إدارة مؤسسات الأعمال يتيح سيلا من المعلومات الدقيقة للمصارف الشاملة. فالمصرف يستطيع التحقق بسهولة من قدرات المؤسسة و جدارتها بالحصول على التمويل، وبالتالي يمكنه اتخاذ القرار السليم بخصوص منح المؤسسة التمويل من عدمه، ويقلل بذلك كثيرا من مخاطرة سوء الاختيار. كما يتيح للمصرف موقعه كمشارك في الإدارة أن يتحقق من كيفية استخدام التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة. وسيكون من الصعوبة بمكان أن تخفي المؤسسة عن أحد كبار مساهمها مثل هذه المعلومات. وبالتالي يكون المصرف قد خفف كثيرا من مخاطرة النزوع السيئ. وبذلك يمكن القول أن أسلوب المصارف الشاملة في عملها يعطيها ميزة حقيقية في مواجهة المصارف التقليدية التجارية، من حيث تقليل المخاطر المتعلقة بالتمويل.

## الباب الثاني السياسات النقدية

### أهداف السياسات الاقتصادية، ودور السياسات المالية والنقدية.

تعتبر السياسات المالية والنقدية الوسيلتين الأساسيتين اللتين يمكن أن تستخدمهما الحكومة بصورة مستمرة في ظل آليات السوق للتأثير على اتجاهات النشاط الاقتصادي وسرعته، بما في ذلك مستويات الإنتاج والتوظيف والأسعار. وهذا يعني أن السياسات المالية والنقدية تجمعان فيما بينهما أهم عناصر السياسات الاقتصادية بصفة عامة.

ومن المعروف أن السياسات الاقتصادية بصفة عامة تتقاسم تحقيق الأهداف العليا للاقتصاد، وهي الاستقرار والنمو والتوظيف الكامل وحسن توزيع الدخل والثروات أو ما يعرف بالعدالة الاجتماعية. وبالنسبة للاستقرار الاقتصادي، فإن الاقتصاديين النقديين يعتبرون وجود سلطة نقدية مستقلة شرطاً كافياً لتحقيقه. إلا أن وجود تلك السلطة النقدية المستقلة يحتاج بجانبه إلى سياسة نقدية وسياسة مالية مناسبتين. ولا شك أن المدرسة النقدية توافق على ذلك، و لكنها تدّعي أن وجود سلطة نقدية صعبة المراس سوف يجبر السلطة المالية على اتباع سياسة مالية استقرارية. وفي إطار ذلك الخلاف، ظهر ما يسمى بنظرية المالية العامة لمستوى الأسعار. وتقول النظرية بوجود قيام السلطة النقدية بإقناع السلطة المالية باتباع سياسة مالية استقرارية، وعدم الاقتصار على العمل منفردة في مجال السياسات النقدية. إلا أن النقديين ينصحون بابتعاد السلطة النقدية، التي هي في العادة أضعف نفوذاً، عن نظيرتها المالية، حتى لا تقع تحت ضغوط لتبني سياسات تضخمية.

وتتطوي نظرية المالية العامة على أن قدرة السلطة النقدية تنحصر في التحكم في متوسط معدل التضخم و لكنها لا تصل إلى التأثير في تباينه، لعجزها عن تحييد آثار الصدمات الناجمة عن السياسات المالية، وقد لا ينطبق ذلك تماماً على اقتصادات الدول الصناعية، حيث يوجد كم هائل من أدوات الدين الحكومي بما يسمح للسلطة النقدية بالتأثير على تباين معدل التضخم.

وكتطرق نظرية المالية العامة لمستوى الأسعار إلى محاولة تحديد أفضل مستوى لاستقرار الأسعار، حيث تتفاوت الآراء بين من يدعو للاستقرار السعري الكامل بحيث لا يتجاوز معدل التضخم صفراً، و من يدعي أن تقلب الأسعار له بعض المنافع. على أن التحليل الأخير يعاني من بعض نقاط الضعف. و الأغلب أن النقاش الذي أثارته هذه النظرية سوف يستمر نشطاً لفترة طويلة.

كما تطرقت تحليلات السياسات المالية إلى البحث في مدى قدرة الدول النامية على

الاستمرار في تحقيق عجز في ميزانيتها العامة . وهي قضية أكثر طرحها في أدبيات المالية العامة . و تستخدم تلك التحليلات عادة إحدى وسيلتين . الأسلوب المحاسبي وأسلوب قيد القيمة الحالية . ووفقا للأسلوب المحاسبي ، فإن العجز في الميزانية يمكن استمراره إذا لم يؤد إلى تزايد نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي . وينبني الأسلوب الثاني على أن دائني الحكومة لن يقبلوا أن تمول الحكومة خدمة دينها العام كلياً عن طريق الاقتراض . و لذلك فإن القيمة الحالية العام يجب أن تقترب في الأجل الطويل من الصفر . و يتطلب ذلك أن ينمو الدين العام الحقيقي بمعدل يقل عن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد الوطني ككل .

ولقد أولى الاقتصاديون العلاقة بين السياسات النقدية والسياسات المالية كثيراً من الاهتمام . حيث أظهرت الدراسات التي بنيت على بيانات تغطي أكثر من قرن كامل علاقة وثيقة بين سلوك السلطات النقدية و السلوك الإنمائي و الضرائبي للحكومة . كما اهتم الاقتصاديون بالعلاقة بين العجز في الميزانية الحكومية و التضخم . وبالنسبة للدول النامية ذات الأسواق الناشئة ، توصل البعض إلى أن خفض نسبة العجز إلى الناتج بنقطة واحدة في المائة يؤدي إلى خفض معدل التضخم بما يتراوح بين نقطة و نصف و ست نقاط مئوية ، وفقاً لحجم قاعدة الضريبة التضخمية . إلا أن هناك دراسات أخرى سابقة لم تتمكن من تقدير تلك العلاقة . كما وجد اقتصاديون آخرون علاقة وثيقة بين التقلب في الإنفاق الحكومي و التضخم .

### سعر الفائدة أو الربا وعلاقته بالنشاط الاقتصادي .

يؤثر سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي في النظام الريوي من جانبين : جانب الادخار وجانب الاستثمار .

#### الفائدة والادخار

تعتبر الودائع الآجلة الوعاء الادخاري الأكثر شيوعاً في الاقتصاد التقليدي . وكلما ارتفع سعر الفائدة ، كلما زاد الناس مدخراتهم لكي يزيدوا من العوائد الربوية عليها . أي أن هناك علاقة طردية بين الأموال المدخرة من ناحية وسعر الفائدة من ناحية أخرى . ولذلك من الطبيعي ، إذا أرادت الحكومة أن تشجع الادخار ، فستعمد إلى رفع سعر الفائدة . إلا أن الادخار يتأثر أيضاً بالعادات والثقافة وأسلوب الحياة أسائداً في المجتمع . فمثلاً نجد الشعوب الآسيوية ، كاليابان وماليزيا ، تميل إلى الاقتصاد في الإنفاق ، ولذلك تتمتع مجتمعاتها بمعدلات ادخار عالية . بينما نجد في الشعوب العربية . أنه بالرغم من انتشار الإسلام ، الذي يحض على عدم الإسراف في الإنفاق ، بل ويجعل المسرفين إخواناً للشياطين ، يميلون إلى الإسراف في الاستهلاك ، ولذلك ، فإن معدلات الادخار في بلادهم متواضعة .

## الفائدة والاستثمار

يلاحظ أن الأموال إما أن تدخر لجني الفوائد الربوية عليها، وإما أن تستثمر لجني الأرباح من النشاط الاستثماري. أي أن سعر الفائدة هو تكلفة الاستثمار (تكلفة الفرصة البديلة). وبالتالي، إذا ارتفعت أسعار الفائدة، زاد ميل الجمهور على الإيداع الربوي لجني الفوائد، وإذا انخفضت أسعار الفائدة، وجه الناس المزيد من أموالهم تجاه الاستثمار. أي أن هناك علاقة عكسية بين حجم الأموال المستثمرة وبين سعر الفائدة. ولكي تشجع الحكومة الاستثمار، عليها أن ترفع سعر الفائدة.

## تناسق أهداف سياسات سعر الفائدة

مما سبق، نجد أن رفع سعر الفائدة يزيد الادخار ولكنه يقلل الاستثمار، والعكس بالعكس. ولما كان النمو الاقتصادي يحتاج إلى زيادة الادخار والاستثمار في آن واحد، فإن سياسات سعر الفائدة لا تستطيع أن تحقق زيادة في الادخار وزيادة في الاستثمار في نفس الوقت.

## مصادر الأزمات الاقتصادية والمالية

### الإقراض الربوي

يعتبر الإقراض الربوي من أهم مصادر عدم الاستقرار في الاقتصاد المعاصر. ويعود ذلك للأسباب التالية:

١. أن عملية الإقراض تتم خارج القطاع السلمي تماما. ولما كان القطاع السلمي هو الموكول بإنتاج السلع والخدمات والأصول العينية، وكذلك تجارتها، فإن التمويل الربوي يتم على أساس إقراض وليس على أساس استثماري أو إنتاجي، فينفصل القطاع السلمي عن القطاع المالي، الأمر الذي يدخل الكثير من التشويش على القرارات الاقتصادية. فيصبح الاقتصاد كإنسان له يدان، كل يد تمثل إحدى القطاعين، ولكن لا تعلم يمينه ما تفعل شماله. وبذلك يفقد عنصران مهما من عناصر التنسيق بين القرارات الاقتصادية.

٢. يؤدي غياب التنسيق إلى انفصال قطاعي الاقتصاد، وغياب التماسك بين أجزاء النظام الاقتصادي، الأمر الذي يعرضه بصورة أصعب للخطر، فإذا انهار في جزء منه، لن يجد جزء آخر يشد أزره. وبالتالي يكون النظام جميعه أكثر عرضة للانهار.

٣. أن عملية الإقراض الربوي ينشأ عنها سوق تباع في النقود الحالة مقابل النقود المستقبلية. ويحدد التوازن فيه سعر الفائدة. وهو سوق يعطي البائعين أو المقرضين اليد العليا، بمعنى أنهم يقرضون المال بشرط ضمان الأصل والفائدة. بينما نجد في القطاع السلمي

يتقاسم البائعون والمشترون مخاطر المالك ، وفشل الاستثمار، فتتكون العلاقات بينهم علاقات متوازنة. الأمر الذي يفري أصحاب الأموال بالمعروف عن الاستثمار الحقيقي، وتفضيل العمل في صناعة الإقراض. وبالتالي تقع مخاطر الاستثمار على عاتق عدد قليل من الخبراء، أي أن نصيب الفرد من مخاطر الاستثمار تكون أعلى مما لو كانت عليه في غياب الإقراض الربوي. وبالتالي يكون المستثمر أكثر عرضة للفشل والانهيار.

### التجارة في الديون

الدين في الاقتصاد الربوي سلعة تباع وتشترى في سوق منظمة. فنجد أن ديون الحكومات والشركات تتداول في سوق متكاملة على هيئة سندات. وتصبح هذه السوق مرتعا للأموال قصيرة الأجل التي يسميها الاقتصاديون بالأموال الساخنة، فتدخل سوق السندات وتخرج منه في سهولة ويسر وخلال ساعة من نهار. ولذلك نجد أن سوق السندات يشهد تعاملات يصل حجمها إلى أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي في بضعة أسابيع. ويترتب على سهولة وسرعة دخول وخروج الأموال، تعرض السوق للتقلبات المستمرة، إلى درجة أنها تصبح مصدرا لعدم الاستقرار الذي ينتقل إلى باقي جوانب الاقتصاد. كما يترتب على ذلك أيضا أنه إذا حدث اضطراب في سوق الديون في دولة ما، ونتج عنه انهيار وأزمة مالية، انتقلت العدوى إلى الدول الأخرى في ساعات.

الخلاصة أن أسواق الديون في الاقتصادات الربوية مصدر كبير لعدم الاستقرار وللعدوى بين الدول.

### عقود الغرر في الأسواق المالية

ينتشر في الأسواق المالية ما يسمى بعقود الغرر، ومن أمثلها:

1. المستقبلات، حيث يتم التعاقد على الشئ والمبيع، ولكن يتم الدفع والتفويض في المستقبل.
2. البيع القصير، وهو عقد يبيع بموجبه شخص أسهماً أو سندات لا يملكها عند بيعها، على أن يقبض ثمنها ويسلمها للمشتري في المستقبل، على أمل أن ينخفض سعرها عند حلول أجل تسليمها، فيشتريها البائع بثمن أقل مقابل تسلمه الثمن الأعلى الذي كان قد باعها به.
3. المشتقات، وهي عقود قمارية تمثل رهانا على أسعار الأسهم والسندات والسلع، تعقد بشروط الدفع والتسليم مستقبلا، ولكن لا يتم دفع الثمن ولا تسليم البضاعة، وإنما تتم تسوية الفروق في الأسعار، فيقبض الفائز في الرهان فرق السعر الذي ارتفع وتجاوز سعر التعاقد، ويدفع الخاسر في الرهان الفرق نفسه. أما السلع ذاتها فلا يتم تقابضها.

وتؤدي عقود الفرر إلى زيادة حجم المضاربات في الأسواق المالية، وبالتالي زيادة حدة ارتفاع وانخفاض الأسعار فيها. الأمر الذي يزيد من حدة الاضطرابات الاقتصادية.

### الدورات الاقتصادية

تشهد الاقتصادات الصناعية تقلبات شديدة في النشاط الاقتصادي. ففي بعض السنوات، تكون معظم الصناعات مزدهرة والبطالة في أدنى مستوياتها. وفي سنوات أخرى، تعمل الصناعات دون طاقتها بكثير، وترتفع البطالة. وتسمى سنوات الازدهار بالانتعاش أو الرواج، وسنوات التراجع بالانكماش أو الكساد. ويسمى الانكماش الذي يتبعه رواج، والرواج الذي يتلوه انكماش بالدورة الاقتصادية.

وخلال الرواج، يرتفع الإنتاج وتنخفض البطالة، وتزيد البنائيات الجديدة، ويزيد التضخم. والعكس خلال الانكماش، ينخفض الإنتاج، وتزيد البطالة، وتتباطأ حركة البناء، وينخفض التضخم.

### أسباب الدورات الاقتصادية

لا تحدث الدورات الاقتصادية بانتظام، وليس هناك من حتمية في حدوثها. ويعتقد الاقتصاديون أنه من الممكن للاقتصاد أن يثبت عند مستوى العمالة الكاملة. وهو المستوى الذي يثبت عنده معدل التضخم. ويمكن الحفاظ على هذا المستوى الذي ينمو مع نمو السكان وتقدم التقنية. وليس هناك من سبب وجيه لأن يحل محل ذلك المستوى رواج تضخمي أو كساد انكماش.

وتحدث الدورات الاقتصادية بسبب اضطرابات تعزو الاقتصاد فتدفعه فوق أو دون مستوى التوظيف الكامل. ومن الممكن أن يحدث رواج تضخمي نتيجة قفزة في الإنفاق الخاص أو العام. مثلاً، إذا قامت الحكومة بزيادة الإنفاق لشحن حرب دون أن تزيد الضرائب، فسيؤدي هذا إلى زيادة الإنتاج الحربي، بجانب زيادة دخول العاملين في الصناعات الحربية. فيزد الطلب على الطيبات، ويتخطى الإنتاج مستواه الطبيعي.

كما يمكن لموجة من التفاؤل العام أن تدفع الجمهور إلى زيادة الإنفاق، فتقوم المنشآت بتأسيس مصانع جديدة، ويدخل الاقتصاد في موجة من التوسع المحموم.

ويمكن أن تؤدي نفس العوامل السابقة إلى الكساد، إذا ما تحركت في الاتجاه المعاكس. مثال ذلك انخفاض في الإنفاق الحكومي، أو موجة من التشاؤم بين الأفراد والمنشآت، تؤدي إلى انخفاض الإنتاج.

ومن الممكن أن تؤدي السياسات النقدية إلى حدوث الدورات الاقتصادية. فالبنك المركزي لديه القدرة على التأثير في حجم ومعدل نمو الكتلة النقدية، وبالتالي تغيير

مستوى سعر الفائدة. وسعر الفائدة يؤثر بدوره على رغبة الأفراد والمنشآت في الإنفاق. فإذا واجهت شركة ما ارتفاعاً في سعر الفائدة، فقد تنضم بتأجيل بناء مصنع جديد، نظراً لارتفاع تكلفة الإقراض. كما أن انخفاض سعر الفائدة قد يفري الفرد بشراء منزل جديد، نظراً لانخفاض أقساط سداد القرض. وهذا يعني أن البنك المركزي قادر على توليد الكساد والرواج.

ويلاحظ أنه إذا كانت التوقعات بشأن الأسعار ومعدلات التضخم غير مرنة، فإن التغيرات في الطلب سوف تؤدي إلى تقلبات حادة في الإنتاج. وهذا رأي مدرسة كينز.

والرأي المخالف للمدرسة الكلاسيكية الجديدة يقول بأن الاقتصادات الصناعية المعاصرة مرنة جداً. ولذلك، فالتغير في الإنفاق لا يؤثر بالضرورة على الإنتاج والتوظيف. ووفقاً لهذا الرأي، فإن التغير في الكتلة النقدية سوف ينعكس فقط على الأسعار والتوظيف، دون أن يكون له أثر على أسعار الفائدة وعلى رغبة الأفراد في الاستثمار. ووفقاً لهذا الرأي تحدث الدورات الاقتصادية نتيجة التغيرات في الإنتاجية والأذواق، وليس في الطلب الكلي.

ولكن الدراسات التطبيقية تؤيد الرأي بأن الانحراف عن التوظيف الكامل سببه التغيرات المفاجئة في الإنفاق. وتبدو السياسات النقدية أن لها دوراً في إحداث الدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة منذ الحرب العالمية الثانية. فمثلاً نجد أن الكساد الحاد في أوائل السبعينيات وأوائل الثمانينيات كان وراءه قيام بنك الاتحاد الفدرالي برفع سعر الفائدة. وعلى العكس تسببت السياسات النقدية التوسعية، وخفض سعر الفائدة في الرواج التضخمي الذي حدث في منتصف الستينيات وأواخر السبعينيات.

ويبدو دور السياسات النقدية أكثر وضوحاً قبل الحرب العالمية الثانية. فقد وقف وراء فترات الكساد الحاد في الأعوام 1908، و1921، و1930 الانكماش النقدي وارتفاع أسعار الفائدة.

### أدوات السياسات النقدية ودورها.

يراقب البنك المركزي معدلات النمو النقدي باستمرار، من خلال معدل نمو السيولة المحلية (العملة + الودائع الجارية + الودائع الادخارية والأجلة). ومن خلال تلك المراقبة يتعرف على شيئين: أثر السياسات النقدية على معدل النمو النقدي، والثاني أثر النمو النقدي على الأسعار. ويستعمل البنك المركزي عدة أدوات للسياسة النقدية، تهدف جميعها إلى التأثير على النمو النقدي، مثل:

1. خفض سعر الفائدة كسياسة نقدية توسعية، أو رفعه كسياسة انكماشية.

٢. زيادة القاعدة النقدية في حالة السياسة التوسعية وخفضها في حالة السياسة الانكماشية.

٣. تغيير نسبة الاحتياطي القانوني، برفعه في حالة السياسة الانكماشية وخفضه في حالة السياسة التوسعية.

وتعتبر عمليات السوق المفتوحة التي يجريها (open market operations) البنك المركزي لتغيير حجم القاعدة النقدية هي الأداة الرئيسية بين الأدوات المتاحة. وتفترض هذه السياسة وجود دين حكومي ضخم على هيئة سندات حكومية (طويلة الأجل) أو أذون خزانة (قصيرة الأجل)، متداولة في الأسواق المالية. فإذا أراد البنك المركزي زيادة معدل النمو النقدي، عن طريق زيادة نمو القاعدة النقدية، عمد إلى شراء كميات أكبر من أدوات الدين الحكومي، أما إذا أراد خفض معدل النمو النقدي، عن طريق خفض نمو القاعدة النقدية، عمد إلى بيع كميات أكبر من أدوات الدين الحكومي.

وبلاحظ أن عمليات السوق المفتوحة تؤثر بصورة غير مباشرة على سعر الفائدة في النظام الريوي. إذ أن شراء السندات الحكومية يؤدي إلى خفض سعر الفائدة عليها، كما أن بيع السندات يرفع سعر الفائدة.

ومن الشائع أن تستهدف عمليات السوق المفتوحة إلى تحقيق معدل للنمو النقدي يتناسب مع معدل التضخم المستهدف. أين أن إدارة الكتلة النقدية تخدم هدف كبح جماح التضخم، وإبقائه في حدود معينة.

من المعروف أن المتخصصين في السياسات النقدية يفرقون بين الأدوات المباشرة وغير المباشرة لتلك السياسات. وبلاحظ أن الأدوات المباشرة تتصرف بالتدخل المباشر للسلطة النقدية في آليات السوق، وبالتالي تحد من كفاءة العمل المصرفي بصفة خاصة والاقتصاد الوطني بصفة عامة. ومن أمثلة ذلك وضع قيود على أسعار الفائدة و سقوف للائتمان و قيود على أسعار الصرف. ويقابل ذلك في الاقتصاد الإسلامي قيام السلطات النقدية بتحديد معدل المشاركة في الأرباح، الذي يتولد في الأوضاع الطبيعية من خلال العلاقات التعاقدية بين المصارف من ناحية، و المودعين من ناحية أخرى، و بموجبه تتوزع الأرباح بين المصارف بصفقتها الطرف المضارب، والمودعين بصفقتهم أرباب الأموال، وكذلك وضع سقوف كمية و نوعية للتمويل مماثلة لسقوف الائتمان. و بالإضافة، يقوم المصرف المركزي في النظام الاقتصادي الإسلامي بضبط معدل التوسع النقدي بما يتناسب مع وتيرة النمو المستهدف و الاستقرار الاقتصادي المأمول، وهي مهمة يشترك فيها مع نظرائه في النظم النقدية التقليدية.

## أولاً : التحكم المباشر في المعروض النقدي

### الوصول إلى النمو الأمثل للنقود

يعتبر المصرف المركزي في أي نظام اقتصادي قائماً على رعاية استقرار الأسعار، ضماناً لقيام جهاز الأسعار بمهامه المرجوة منه كمصدر للمعلومات للمنتجين والمتبادلين وقوة دفع أساسية وراء النشاط الاقتصادي، ومؤشر لتخصيص الموارد بين الاستخدامات المختلفة من ناحية، و لتوزيع نتائج عمليات الإنتاج والتبادل بين ملاك عوامل الإنتاج من ناحية أخرى. فأي اختلال في هذا النظام، عن طريق التدخل بالتسعير مثلاً، أو بالسياسات المؤدية إلى التضخم و تقلب الأسعار، يؤدي إلى تقديم معلومات خاطئة للمنتجين والمتبادلين، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى سوء تخصيص الموارد، و سوء توزيع الإنتاج بين ملاكها.

ومن المعروف أن التضخم غير المتوقع، الذي ينجم عن تصرفات الجهات الحكومية (السلطات النقدية و المالية)، يؤدي حتماً إلى إعادة توزيع الثروات بين الدائنين و المدينين، وذلك لصالح المدينين. و لذلك يمكن أن يعطي الحق من الناحية النظرية للطرف المتضرر في أن يطلب من الحكومة تعويضه عما لحق بالقيمة الحقيقية لثروته من انخفاض .

يضاف إلى ذلك، أنه يمكن النظر إلى السلطة النقدية كمؤسسة لإنتاج وسيلة التبادل. تلك الوسيلة ليست مجرد النقود المصدرة : و إنما ما تحمله من قوة شرائية مستقرة تقنع المتعاملين باستخدامها دون غيرها في البيع و الشراء. هذا المنتج هو قيمة الأرصدة الحقيقية للنقود (أي كمية النقود مقسومة على المستوى العام للأسعار). و هذا يجعل السلطة النقدية مسئولة عن القيمة الحقيقية للنقود، التي هي المؤشر الوحيد لنوعية النقود ومدى جودتها. و بالتالي، فهي مسئولة عن مستوى الأسعار. و لعلها تكون بذلك المنتج الوحيد الذي يبقى مسئولاً عن نوعية منتجه، حتى بعد إنتاجه و تداوله، ما دام ذلك المنتج موجوداً في الأسواق<sup>(١)</sup>.

ولذلك، فإن نجاح السلطة النقدية يمدح أن يقاس بمدى قدرتها على زيادة الأرصدة الحقيقية. و هذا لا يتأتى إلا بأن يرتبط كل توسع نقدي بنسبة أقل من الارتفاع في الأسعار. لأنه لو تساوت النسبتان، لما زادت الأرصدة الحقيقية، بل إنه لو فاق ارتفاع الأسعار معدل التوسع النقدي، لعانى المجتمع من نقص الأرصدة الحقيقية، ولأمكن اعتبار أن إنتاج السلطة النقدية من الأرصدة الحقيقية أصبح سالباً.

ونظراً لأن تمويل العجز في الميزانية الحكومية من أهم مصادر التضخم، فإن المصارف المركزية اختارت في كثير من البلاد الإقلاع عن ذلك. أي أن المصرف المركزي

(١) هناك في بعض الأسواق أمثلة قليلة لبيع سلع مضمونة مدى حياة السامة نفسها، و يلاحظ أن النقود لا تهلك.

يجب ألا يقرض الحكومة إلا في الحالات الطارئة و بضوابط محددة، كما سيأتي تفصيله فيما بعد.

وللمحافظة على استقرار الأسعار، يقوم المصرف المركزي بالموازنة الدقيقة بين معدل التوسع النقدي ومعدل النمو الاقتصادي، بحيث يكفي التوسع النقدي لتمويل الزيادة في النشاط الاقتصادي المرتبطة بالنمو، لا أكثر ولا أقل، وبالتالي ينتفي التضخم تماما. ويقوم المصرف المركزي بتطبيق تلك السياسة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{المعدل الأمثل للتوسع النقدي} = (\text{معدل النمو الحقيقي المقدر} \times \text{مرونة الطلب على النقود}) + \text{معدل التضخم المستهدف}$$

ويعني بالمعدل الأمثل للتوسع النقدي لفترة معينة، معدل الزيادة في السيولة المحلية الذي يتوافق مع التخصيص الأمثل للموارد خلال نفس الفترة. وفي العادة تستخدم المعادلة لتقدير معدل التوسع النقدي لفترة قادمة. ومعدل النمو الحقيقي المقدر يمثل التقديرات المتاحة لدى السلطة النقدية لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي مقاسا بالأسعار الثابتة في الفترة نفسها. وتمثل مرونة الطلب على النقود النسبة المئوية للزيادة المتوقعة في الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية الناجمة عن زيادة الدخل الحقيقية بواحد في المائة، وتستخرج المرونة عادة من تقدير دالة الطلب على النقود.

ولتطبيق المعادلة أعلاه، يحتاج المصرف المركزي للقيام بتقدير النمو الحقيقي المتوقع للعام التالي، وكذلك مرونة الطلب على النقود. أما معدل التضخم المستهدف فمن المفروض في الوضع الأمثل أن يكون صفراً. إلا أنه في البلدان التي يرتفع فيها معدل التضخم، فقد يكون من المناسب أن يستهدف المصرف المركزي التخلص من التضخم تدريجياً، بحيث يصل إلى الاستقرار الكامل للأسعار خلال فترة محدودة ومعقولة.

وتفصيلاً لمصادر التغير في معدل التوسع النقدي، يمكن القول أن معدل النمو في المعروض النقدي يتغير تبعاً للتغير في صافي الأصول الأجنبية؛ ما لم تلجأ السلطة النقدية إلى تعميمها<sup>(١)</sup>، و التغير في مديونية الحكومة و التغير في مديونية القطاع الخاص. وفيما يلي نتعرض لتأثير كل عامل على حدة على المعروض النقدي.

### صافي الأصول الأجنبية

الأصول الأجنبية هي أساساً أرصدة من العملات الأجنبية وصلت إلى الأفراد والمؤسسات عن طريق صافي حصيلة المدفوعات الجارية<sup>(٢)</sup>. وقد يستخدم بعض تلك العملات

(1) Sterilization.

(٢) أي بعد استبعاد قيمة الواردات من السلع والخدمات.

في شراء أصول عينية أو تمويل استثمارات مباشرة في الخارج، يبقى منها شيء في حيازة مالكها يصل بعضه إلى المصارف. و السؤال هو ماذا يفعل الأفراد و المؤسسات و المصارف بهذه الأرصدة؟

عادة توظف تلك الحصيلة في الاقتصاد لتقليدي في ودائع لدى المصارف الأجنبية أو في أدوات مالية، خاصة سندات الحكومات الأجنبية، أي أنها تستخدم لشراء أصول نقدية أجنبية من خلال إيداعها لدى الجهاز المصرفي (البنك المركزي و المصارف التابعة)، وهذه تحتسب زيادة في الموارد، يمكن للجهاز المصرفي أن يصدر نقودا في مقابلها، بقدر ما تسمح به نسبة الاحتياطي القانوني، إما مباشرة كما هو الحال في المصرف المركزي أو ائتمانا في حالة بقية المصارف<sup>(١)</sup>. وهكذا، فإن حيازة الأفراد من العملات الأجنبية لا تقود إلى زيادة التوليد النقدي إلا إذا أودعت لدى المصارف.

ولا شك أن التقلب في صافي حصيلة المدفوعات الجارية يمكن أن يفتح نافذة لتأثير العوامل الخارجية على الاقتصاد المحلي، الأمر الذي يجعل من المستحسن وضع آلية للتخفيف ما أمكن من ذلك التأثير. و تتلخص تلك الآلية في النظام التقليدي في القيام بعمليات مضادة في أسواق النقد و المال لتحديد أثر التسيير في الموجودات الأجنبية لدى الجهاز المصرفي على المعروض النقدي. و يلاحظ أن مدى نجاح ذلك يعتمد على مدى تطور الأسواق النقدية المحلية من حيث السعة و العمق، من ناحية، و حجم التغيير في الموجودات الأجنبية لدى الجهاز المصرفي بالنسبة لحجم الاقتصاد المحلي من ناحية أخرى، الأمر الذي يجعل من الصعب تحييد أثر ذلك التغيير في الاقتصاديات صغيرة الحجم شديدة الانفتاح<sup>(٢)</sup>.

### إقراض الحكومة

يقوم البنك المركزي عادة بمساعدة الحكومة على سد العجز في ميزانيتها، حيث تمول الحكومة عملياتها إما من حصيلة الضرائب والدخول التي تحصل عليها، وفي الغالب تزيد النفقات على الإيرادات الحكومية، فتهقق الحكومة عجزا في ميزانيتها. وفي هذه الحالة تطلب الحكومة، ممثلة في وزارة المالية أو الخزانة، بطلب المساعدة من البنك المركزي، الذي لديه بديلان.

١. الأول، أن يقوم بطباعة المزيد من العملة وإقراضها مباشرة إلى الحكومة، وهذا هو التمويل المباشر للعجز في الميزانية. ومآله أن يرفع مستوى الأسعار. فإذا استمرت العملية يوما بعد يوم، وشهرا بعد شهر، فسيؤول الأمر إلى ارتفاع معدل التضخم.

(١) يلاحظ أنه حتى لو قامت المصارف باستخدام ما يودع لديها من العملات الأجنبية في توظيفات في الخارج، فإنها تستطيع أن تولد المزيد من النقود مقابلها، ما دامت نسبة الاحتياطي القانوني أقل من ١٠٠ في المائة.

(٢) يقاس حجم الاقتصاد بقسمة ناتجه المحلي الإجمالي على مجموع الناتج العالمي، وانفتاحه بمجموع الصادرات والواردات متنسوبا إلى الناتج المحلي الإجمالي.

٢. الثاني، أن يستخدم السوق المالية بصورة مكثفة للحصول على المزيد من الموارد، عن طريق بيع السندات الحكومية وأذون الخزانة. وفي هذه الحال يسحب البنك المركزي جزءاً من السيولة المحلية من أيدي مشتري السندات والأذون من البنوك والشركات والأفراد، ويضعها في يد الحكومة لتغطية العجز في ميزانيتها. وهذا الإجراء سوف يؤدي بالتالي إلى:

٢.١. رفع أسعار الفائدة على الدين الحكومي، وبالتالي على الاستدانة بصفة عامة في الاقتصاد. وهذا يعني أن الحكومة تضاحم القطاع الخاص بصورة متزايدة، من خلال الاستحواذ على نصيب أكبر من الموارد المالية وترك نصيب أقل للقطاع الخاص. وسنفضل آثار ذلك فيما بعد.

٢.٢. زيادة أعباء خدمة الدين، بحيث نجد أن نفقات الحكومة على سداد الأقساط والفوائد سوف تتزايد، الأمر الذي يزيد الضغط على الموارد الحكومية، مما قد يزيد العجز في ميزانية الحكومة في السنوات التالية.

#### أضرار التمويل بالاقتراض:

من المناسب أن نحذر في هذا المجال من أخطار التمويل بالاقتراض، سوء كان ذلك بالقروض الداخلية أم الخارجية. ونذكر في هذا المجال عدة عوامل أهمها ما يلي:

١. أن استدانة الحكومة تؤدي إلى مزاحمة رأس المال الخاص وإبعاده عن الاستثمار<sup>(١)</sup>. وتشير دراسات حديثة إلى أنه في الأجل الطويل، يزيح الدين العام وحدات من رأس المال عن مجال الاستثمار بنفس القيمة تقريباً. وبتطبيق ذلك على الولايات المتحدة مثلاً، نجد أن كل دولار من الدين العام ينقص الإنتاج المحلي بمقدار ستة سنتات، كما ينخفض الإنتاج بسنت واحد إضافي نتيجة زيادة الضرائب بما يكفي لخدمة الدين. وتقدر القيمة الإجمالية للنقص في الإنتاج السنوي نتيجة المزاحمة ونقص الكفاءة بنحو ٣,٥ في المائة<sup>(٢)</sup>.

٢. إن وجود سوق مالية نشطة تتداول فيها السيون يقلل من الفروق بين الديون قصيرة و طويلة الأجل من حيث سهولة خروج ودخول الأموال فيما بين الاقتصاد الوطني والعالمي. وبالتالي، يمكن أن تنسحب رؤوس الأموال المستثمرة من القطاعات الإنتاجية فجأة و بصورة يصعب صدها. وهذا يعرض الاقتصاد المحلي إلى هزات خطيرة تقف السلطات الاقتصادية أمامها عاجزة و دون تأثير

(1) Crowding out of capital.

(2) Elmendorf, Douglas W. & Gregory Mankiw, N., 1999. "Government debt," Handbook of Macroeconomics, in: J. B. Taylor & M. Woodford (ed.), Handbook of Macroeconomics, edition 1, volume 1, chapter 25, pages 1615-1669 Elsevier.

٣. أن حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل كانت العامل الأكثر فاعلية وراء ظاهرة العدوى التي ارتبطت بأزمة جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٨.
٤. سبقت أزمة جنوب شرق آسيا أزمة الديون التي سمت الدول النامية و استمرت فيما بين ١٩٨٢ و ١٩٩٠. تلك الأزمة ارتبطت بارتفاع المديونية و عجز الدول المدينة عن السداد، حيث وقعت الدول النامية فريسة لطمع المترضين من ناحية و سوء السياسات الاقتصادية من ناحية أخرى (Obstfield, 1998).
٥. أن الاقتصاد النامي المثقل بالديون، في ظل السماح بحرية انتقال رؤوس الأموال، لا بد له من الاختيار بين أمرين: إما الحفاظ على سياسات نقدية مستقلة أو اتباع نظام أسعار الصرف الثابتة، بينما يحاول الكثير من الدول النامية الحفاظ على سياسات نقدية مستقلة وأسعار صرف ثابتة في آن واحد. في مثل هذه الاقتصادات، تواجه منشآت الأعمال زيادة نسبية في المخاطرة بالنسبة لمستوى حقوق المساهمين في أوقات التباطؤ الاقتصادي، حيث لا بد من الاستمرار في سداد الديون بصرف النظر عن أحوال الطلب. ولهذا فإن احتمال فشل المنشآت يزداد مع ازدياد مديونيتها. يضاف إلى ذلك أن التوقعات في سوق الديون، بخلاف نظيرتها في سوق السلع، ليست قابلة للتجزئة، أي أنه إذا كسدت الديون في قطاع من الاقتصاد، فإن التشاؤم سرعان ما يمتد إلى بقية القطاعات. وتعود ظاهرة العدوى هذه إلى أن الديون قابلة للبيع. وتتفاقم مشكلة العدوى عندما يكون الدين قصير الأجل و حينما تأتي قروض مجموعة من الدول من نفس الدائنين<sup>(١)</sup>.

(1) Dani Rodrik, 2000. "Institutions for High-Quality Growth: What They are and How to Acquire Them," NBER Working Papers 7540, National Bureau of Economic Research, Inc.

## الباب الثالث

### السياسات المالية

تعتبر السياسات المالية من أهم مكونات السياسة الاقتصادية خاصة في الاقتصادات التي ينكمش فيها دور القطاع الخاص لصالح القطاع العام والحكومة .

وتعرف "السياسة"<sup>(1)</sup> في المفهوم الاقتصادي بأنها عبارة عن مجموعة أهداف يراد تحقيقها وذلك باستخدام الأدوات الخاصة بهذه السياسة. ويسمى "التغيير" في مستوى أداة من الأدوات بالإجراء. وعلى ذلك فإن للسياسة المالية أهداف وأدوات وإجراءات. وأهداف السياسة المالية هي أهداف السياسة الاقتصادية بصورة عامة. وأدواتها هي الإنفاق العام والإيرادات العامة اللتان تظهران في الميزانية العامة للحكومة وما يرتبط بهما من علاقات فنية. ومن ذلك على جانب النفقات تخصيص جزء منها للإنفاق الاجتماعي (التعليم والصحة وغيرهما) والإنفاق على الاستثمار أو ما يخصص للإنفاق على أغراض الدفاع وهكذا. أما على جانب الإيرادات فتتصل السياسة المالية بمسائل عدة، مثل نصيب الضرائب في تمويل النفقات العامة، وتوزيع حصيلة الضرائب بين المباشرة وغير المباشرة، وهل تتبع الضرائب مبدأ تصاعدي الضريبة أم تناسبها أم غير ذلك. من المبادئ. أما الإجراءات فمن أمثلتها تغيير معدل الضرائب على الأجور والمرتبات من ٢٠ في المائة إلى ١٥ في المائة مثلاً وهكذا.

ومن ثم تعرف السياسة المالية بأنها تلك السياسة التي تستخدم النفقات العامة والإيرادات العامة من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية للحكومة وذلك عن طريق إجراءات تتطوي على تغيير مستوى الأدوات المالية المتاحة<sup>(2)</sup>.

وجدير بالذكر أن الحكومة قد تستهدف تحقيق عدة أهداف قد يتعارض بعضها مع البعض. مثال ذلك أن تريد حكومة ما تحقيق أكبر معدل لنمو الناتج المحلي الإجمالي وفي ذات الوقت تريد تحقيق استقرار مستوى الأسعار. وبتعبير كمي، قد ترغب الحكومة تحقيق معدل نمو قدره ٧ في المائة سنوياً، وألا يتعدى معدل التضخم ٣ في المائة سنوياً. وقد يكون ذلك ممكناً في بعض الحالات. ولكن لنفترض أن الدراسات قد أظهرت أن ذلك متعذراً، وأن تحقيق معدل نمو قدره ٧ في المائة سوف يتصاحب مع معدل تضخم قدره ٨ في المائة مثلاً. فماذا يكون قرار واضع السياسات الاقتصادية في هذه الحالة؟ مثل هذه الأوضاع تتطلب أن يحدد متخذ القرارات شروط تبادل بين مستوى هذه الهدفين تعكس مدى أولوية كل منهما. فإذا كانت الأولوية للنمو مع إمكان تحمل تبعات التضخم وقتياً، فإن الحكومة تتنازل عن الهدف الأصلي لمعدل التضخم مقابل تحقيق هدف النمو. أما إذا

(1) Policy.

(2) Tinbergen, Jan (1958), On Economic Policy, Amsterdam

(3) Musgrave, Richard A. (1959), The Theory of Public Finance, New York: McGraw-Hill.

كانت أولوية الحكومة هي المحافظة على النمو السائد مقابل تحقيق انخفاض في معدل التضخم، فإنها سوف تضحي بمعدل النمو المرتفع مقابل الاحتفاظ بانخفاض معدل ارتفاع الأسعار. وفي جميع هذه الحالات التي يتعذر فيها تحقيق جميع الأهداف بذات المستوى المرغوب فيه، فإنه يلزم أن يضع متخذو القرارات الاقتصادية شروط التبادل المقبولة لديهم. كأن يكون من المقبول زيادة معدل النمو بنقطة مئوية واحدة (١ في المائة) مقابل تحمل زيادة في معدل التضخم بنقطة ونصف مئوية (١.٥ في المائة) أي أنه إذا خیر متخذو القرارات السياسية بين وضعين أولهما يتضمن معدل نمو قدره ٥ في المائة ومعدل تضخم ٣ في المائة وثانيهما يحقق معدل نمو قدره ٦ في المائة ومعدل تضخم ٤ في المائة فإنه في ظل قاعدة شروط التبادل المقبولة بين الهدفين سوف يختار الوضع الثاني. أما إذا افترضنا أن الوضع الثاني يحقق معدل نمو ٦ في المائة وأن معدل التضخم المصاحب هو ٥ في المائة فإن هذا الخيار يكون مرفوضاً ويفضل عليه الوضع الأول (أي معدل نمو ٥ في المائة ومعدل تضخم ٣ في المائة)<sup>(١)</sup>.

### أهداف السياسة المالية

تحدد أهداف السياسة المالية في ثلاث مجموعات رئيسية من الأهداف هي: التخصيصية والتوزيعية والتعويضية. ونضيف، على ذلك أهداف الحفاظ على البيئة التي أصبحت تمثل الشغل الشاغل للدول وللمجتمع الدولي على حد سواء<sup>(٢)</sup>. وهذه الأهداف تمثل الغايات الرئيسية التي يسعى المجتمع نحو تحقيقها. إذ إنه عن طريق تخصيص الموارد على القطاعات المختلفة يتحدد حجم إنتاجها. كما أن تخصيصها بين أقاليم الدولة يؤثر بدرجة رئيسية في التنمية الإقليمية وعدالة التوزيع بين محافظات الحكومة ومناطقها. وحيث إن التنمية الاقتصادية والاجتماعية تؤدي إلى تغيير هيكل الإنتاج ونمط توزيعه الإقليمي، فإن المالية العامة يكون لها دور رئيس في الإسراع بعجلة التنمية. وهذا الهدف هو ما يعبر عنه إسلامياً بإعمار الأرض.

ومن ثم فإن المالية العامة تؤثر في معدل النمو وعدالة التوزيع الإقليمي من خلال التأثير في تخصيص الموارد بين الأنشطة والأقاليم. ومن الناحية الأخرى فإن عدالة توزيع الدخل الشخصي بين أفراد المجتمع وقتاته أدت ببحث من القضايا التي تشغل فكر العاملين في كافة المجالات الاجتماعية والاقتصادية والسياسية. وقد أدى ارتفاع المستوى العام للأسعار ومعدلات التضخم المرتفعة في الستينيات من القرن الماضي وما بعدها إلى الاهتمام

(١) نظرياً وعلمياً يمكن إيجاد شروط التبادل بين الأهداف المختلفة عن طريق دالة الرغامية الاجتماعية التي يراد تعظيمها في ظل القيود المفروضة (أبو علي، ١٩٩٠).

(2) Kamieniecki, S., G. Gonzalez and R. O. Vos, Eds. (1997), *Flashpoints in Environmental Policymaking*, State University of New York

بمحااربة التضخم نظراً للأضرار الجسيمة التي تترتب على انتشاره. وسوف نقوم فيما يلي بتفسير هذه الوظائف التي تقوم بها المالية العامة.

### الآثار التخصيضية:

يتأثر تخصيص الموارد في أي مجتمع بنمط الملكية السائد فيه. فإذا كانت ملكية عناصر الإنتاج للقطاع الخاص فإنه يقوم بتخصيئها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة تبعاً لقوى العرض والطلب. وقد ينتج عن هذا أضرار اقتصادية واجتماعية في ظل عدم اكتمال قوى السوق<sup>(١)</sup>. ولذلك تكون هناك حاجة لتدخل الحكومة من أجل تصحيح نمط تخصيص الموارد.

### أسباب ضرورة تعديل التخصيص:

من الأسباب التي تدعو إلى تعديل تخصيص الموارد في ظل غياب المنافسة الكاملة في السوق ما يلي:

١. عدم وجود حرية الدخول والخروج في صناعة من الصناعات، مما يولد عناصر احتكارية، ومن ثم لا يكون تخصيص الموارد بناء على قوى العرض والطلب هو التخصيص الأمثل. ومن ثم تسعى المالية العامة إلى تحقيق تخصيص للموارد يكون أفضل من ذلك الذي قد ينجم بناء على قوى السوق.
٢. عدم قابلية عناصر الإنتاج للتجزئة أو الانقسام الكامل. أي بمعنى آخر فإن منحنيات سواء الإنتاج أو الناتج المتكافئ لا تكون مستمرة، ومن ثم تتجه منحنيات التكلفة إلى الانخفاض باستمرار. أي أن توجد وفور ملموسة للحجم الكبير. وتبيننا النظرية الاقتصادية أن قواعد التسعير الكفاء (وهي أن الثمن يساوي التكلفة الحدية) لا تنطبق على هذه الحالة. وتتطلب مثل هذه الأوضاع تدخل الحكومات سواء عن طريق الضرائب أو الإعانات من أجل الوصول إلى أوضاع إنتاجية أفضل.
٣. إن وجود الاعتماد والتشابك المتبادل بين المنشآت والشركات المختلفة يولد وفورا أو أضراراً خارجية. ومن ذلك وجود شركات في منطقة ما مع تدريب عدد كبير من العمال يعمل على توافر الأيدي العاملة الماهرة بأجور منخفضة. كما أن مرور السكة الحديد أو شق طريق سريع للسيارات في منطقة ما يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية للملكي الأراضي بالمنطقة و يخفض تكاليف النقل للشركات العاملة فيها. وتبين هذه الأمثلة أن وجود منافع خارجية تؤدي إلى ارتفاع المنافع

(١) أبو علي (٢٠٠٠)، معبد سلطان، المالية العامة، القاهرة.

الاجتماعية عن مستوى المنافع الخاصة. ومن الناحية الأخرى قد تكون هذه الآثار سالبة مما يشكل أضرار اجتماعية وليس منافع، لا تظهر آثارها في ظل تفاعل قوى السوق وحدها. ومن أمثلة ذلك تلويث البيئة بدخان المصانع أو عادم السيارات أو التلوث السمي نتيجة للضوضاء وغيرها.

4. كما قد ينشأ التباين بين المصلحة الفردية والمصلحة الاجتماعية من اختلاف درجة المخاطر التي قد يتعرض لها الأفراد وتلك التي يتعرض لها المجتمع (أي المخاطر الاجتماعية)، أو من واقع تباين معدل التفضيل الزمني للأفراد عن معدل التفضيل الزمني الاجتماعي. ونعلم من دراستنا للنظرية الاقتصادية أنها تفترض أن رفاهية الأشخاص مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن درجة إشباع شخص ما لا تتوقف على ما يتمتع به من سلع وخدمات وأنها لا تتأثر بدرجة الإشباع التي يحصل عليها الأفراد الآخرون في المجتمع. ولكن هذا الافتراض لا يصح دائماً في الواقع، حيث قد تقل درجة إشباع بعض الأفراد نتيجة لما يشاهدونه من تبذير وإسراف عند بعض الأفراد الآخرين، أو نتيجة لشدة فقر أو بؤس مجموعة ثالثة. وعلى هذا فإن إشباع الحاجات الخاصة يتأثر في الواقع بمكاسب، أو خسائر لا تدخل في حساب قوى العرض والطلب.

وفي ظل هذه الحالات السابقة تبعد النتائج التي تنجم عن قوى السوق عن التخصيص الأمثل للموارد. وبقول آخر، فإن السوق في هذه الحالات لا تستطيع مواجهة هذه المشاكل وحلها بطريقة كفاء.

#### الحاجات الاجتماعية:

إن إشباع حاجات المستهلكين الفردية يعتمد على حقوق ملكية الأشياء التي يتم تبادلها في الأسواق. فإذا أراد مستهلك ما استهلاك كمية من الفاكهة أو الخبز أو اقتناء أي سلعة أخرى فإنه يشتريها من السوق بالشروط التي يعرضها البائع. وإذا قام بشرائها فإنه يتعذر أن يحصل عليها شخص آخر، كما أنه يتعذر أن يحصل عليها إلا إذا دفع السعر الذي يفرضه بائع السلعة أو الخدمة. ويطلق على هذه القاعدة اسم "مبدأ الاستبعاد"<sup>(١)</sup>.

أما الحاجات الاجتماعية، كالأمن وإضاءة الطرق مثلاً، فإنها متى أتاحت، أصبحت في متناول يد الجميع، فلا يمكن استبعاد أحد من الاستمتاع بها، بحجة أنه لم يشارك في تحمل تكاليف إنتاجها. ولذلك فإنه من السهل أن يتمتع البعض عن تحمل أعباء توفيرها انتظاراً لقيام الآخرين بذلك. وهكذا فإنه يصعب توفير الحاجات الاجتماعية من

(١) أبو علي، ٢٠٠٠، الفصل الرابع

خلال آلية السوق، لأنه لا يمكن منع من لا يدفع ثمنها من الاستفادة منها. أي أن آلية السوق لا تعمل في مجال الخدمات والحاجات الاجتماعية التي فيها يستقل الإشباع الذي يحصل عليه المستهلك لهذه الخدمات عن نسبة إسهامه في تكاليف إنتاج الخدمات. وفي هذه الحالات يجب أن تتدخل الحكومة، ليس من أجل تحصيل الضرائب اللازمة لتغطية نفقات إنتاج هذه الخدمات فحسب، ولكن من أجل تحديد أولوية الإنفاق العام على الخدمات الاجتماعية، وحجم الضرائب الواجب تحصيلها من أفراد المجتمع و هيئاته. ويتطلب ذلك إيجاد طريقة لتحديد أولويات وتفضيلات الشعب وأفراد المجتمع بالنسبة لتلك الخدمات. وتنشأ الصعوبات التي تكتنف هذا الموضوع من فشل جهاز الثمن في إيجاد وسيلة لتسجيل تفضيلات المجتمع بطريقة مثلى. وتطبق هذه المشكلة على وجه الخصوص بالنسبة للمالية العامة للحكومة. أما في المحليات فقد تكون هذه المشكلة أقل حدة نتيجة للتقارب في وجهات النظر على هذا المستوى الضيق بالنسبة للأفضليات الاجتماعية.

#### الحاجات الاستحقاقية:

توجد بعض الحاجات والمتطلبات التي يمكن إشباعها من خلال جهاز الثمن وتخضع لمبدأ الاستبعاد. إلا أن بعض أفراد المجتمع قد لا يتكفون لديهم القدرة على الحصول على هذه السلع والخدمات نتيجة لارتفاع أسعارها في السوق بالنسبة لمستوى الدخل الذي يحصلون عليه. وفي ذات الوقت يقرر المجتمع أن هذه الحاجات أساسية لجميع الأفراد، ومن ثم يجب أن يحصلوا على حد أدنى من هذه السلع والخدمات بغض النظر عن مقدرتهم على شرائها<sup>(1)</sup>. فمثلاً يعتبر التعليم الأساسي ضرورياً للنمو المطرد في المجتمع، وتوجه فئة من المجتمع لا تستطيع الحصول عليه من السوق على الرغم من توافره ولكن بسعر يفوق قدرتهم الشرائية، ومن ثم يقرر المجتمع أن من حق جميع الأفراد في المجتمع الحصول على هذه السلع والخدمات، ويطلق عليها اسم الحاجات الاستحقاقية. وتعرف هذه الحاجات بأنها القدر من السلع والخدمات التي يكون من حق أفراد المجتمع الحصول عليها مع التفاوض عن مدى قدرتهم على دفع ثمنها. ومن أمثلة ذلك التعليم الأساسي بالمدارس الحكومية، أو الإسكان الاقتصادي لذوي الدخل المحدود، وهكذا.

ومن الناحية الأخرى قد يرى المجتمع أن استهلاك الأفراد لبعض أنواع السلع والخدمات يلحق بهم وبالمجتمع ضرراً بالغا، ومن ثم يحاول منعهم من استهلاكها أو على

(1) قسم علماء المسلمين حاجات الناس إلى عدة تقسيمات منها: الحد الكفاية وهو الحد اللازم للإنسان للعيش بطريقة مرضية (وربما يناظر هذا الحاجات الاستحقاقية)، ثم المقاصد البرورية والعاجية والكفاية، (بابلي (1982) محمد محمد، المال في الإسلام، دار الكتاب اللبناني).

الأقل الحد من استهلاكها. ومن أمثلة ذلك تدخين السجائر. وفي هذه الحالات يفرض المجتمع ضرائب عالية على هذه السلع، يلجأ إلى منع تداولها البتة.

### آلية تأثير الضرائب والنفقات في تخصيص الموارد :

إذا افترضنا أن مجتمعاً ما قد قرر إشباع قدر معين من الحاجات العامة وأن تكاليفها سوف يتحملها مجموعة من الشعب، فما هي الآلية التي سوف يتم بها ذلك؟ هناك عدة طرق يمكن من خلالها تحقيق هذا الهدف؟ وأول هذه الطرق الأوامر المباشرة من الحكومة إلى عناصر الإنتاج المختلفة. وينطبق هذا على سبيل المثال على الخدمة العسكرية الإجبارية، حيث تقل الأجور التي تدفع إلى المجندين عن تكلفة الفرصة البديلة التي تتحدد في سوق العمل. فإذا فرضنا مثلاً أن الحكومة تريد صنع ناقلة جنود، فإنها تستطيع عن طريق الأوامر الإدارية تحويل لصلب اللازم لصناعتها من عربات السكك الحديدية إلى ناقلة جنود، وأن تجند الأيدي العاملة اللازمة لتصنيعها. وعلى هذا يقع عبء صناعة هذه الناقلة على الفئات المذكورة.

وحيث إن المجتمعات الحديثة تسعى وراء زيادة الكفاءة الإنتاجية إلى أقصى حد ممكن، فإنها تقلل من الأوامر المباشرة وتعمل عن طريق الحوافز و الروادع وقوى السوق وسلطتها في فرض الضرائب. وفي هذه الحالة تستطيع الحكومة صنع ناقلة الجنود عن طريق فرض ضريبة. ويترتب على هذا نقص دخل الأفراد بمقدار الضريبة. ومن ثم نقص طلبهم على بعض السلع والخدمات، وبالتالي تحرر بعض الموارد الاقتصادية التي يمكن استخدامها في أغراض أخرى. وبإنفاق حصيلة الضرائب من خلال الميزانية العامة للحكومة تنتقل الموارد من الاستخدام الخاص إلى الاستخدام العام. وتختلف هذه الطريقة في تمويل الحاجات العامة عن طريقة الأوامر المباشرة في أنه لا يوجد ربط بين الحصول على الموارد وتخصيصها لإنفاق معين إذ يمكن استخدام الإنفاق العام في الصرف على كافة الحاجات العامة.

وعلى هذا تعتبر آلية تحصيل الضرائب وإنفاق الإيرادات العامة وسيلة لتحويل الموارد الاقتصادية بحيث يتم تخصيص التكاليف بطريقة مستقلة عن توزيع ملكية هذه الموارد. أي أن وظيفة الضرائب جزئياً في مجال تخصيص الموارد هي توزيع أعباء وتكاليف إشباع الحاجات العامة بطريقة مستقلة عن وسيلة تحويل الموارد إلى الاستخدامات المختلفة.

### توازن الميزانية العامة

إن التأثير الأساسي لوظيفة تخصيص الموارد في المالية العامة هي الاختيار بين الاستخدامات البديلة للموارد الاقتصادية. ولهذا فإنها تكون أساساً مشكلة متعلقة بتحديد التكلفة البديلة لاستخدام الموارد. أي أن استخدام قدر معين من الموارد لإشباع حاجات

عامة محددة سوف يحرم نشاط إنتاج حاجات عامة أخرى و حاجات خاصة من الحصول على هذه الموارد. و بهذا المعنى فإن ميزانية وظيفية تخصيص الموارد سوف تكون متوازنة دائماً. أي أن كمية الموارد الاقتصادية التي سحبت من الاستخدام الخاص سوف تكون مساوية لكمية الموارد التي أضيفت إلى الاستخدامات العامة. و يصح هذا الوضع في ظل الاستخدام الكامل للموارد المتاحة في المجتمع بمعنى أنه لا يوجد موارد غير مستغلة أو طاقات عاطلة. و في هذه الحالة الأخيرة يتم إشباع الحاجات العامة بدون الإقلال من الحاجات الخاصة عن طريق توظيف الموارد غير المستغلة أو الطاقات العاطلة. و بهذه الطريقة تزيد الرفاهية بصورة عامة في المجتمع.

ومن الجدير بالملاحظة أن توازن ميزانية تخصيص الموارد بمعنى تعادل النفقات مع الإيرادات لا يتم إلا في حالة الاقتصار على إشباع الحاجات العامة ذات الطبيعة الاستهلاكية، وليس في حالة النفقات الاستثمارية أو الرأسمالية. فني هذه الحالة الأخيرة يمكن تمويلها عن طريق الاقتراض. و هنا تكون الآلية هي "الاقتراض والإنفاق" وليس "الضرائب والنفقات" كما في حالة الحاجات العامة الاستهلاكية. و يعبر التوازن المالي - أي تعادل الإيرادات مع النفقات - عن التوازن الحقيقي القائم بين المنافع الناتجة من إشباع الحاجات العامة وتكلفة الفرصة البديلة لتحويل الموارد الاقتصادية من إشباع الحاجات الخاصة<sup>(1)</sup>.

### الأثار التوزيعية :

كانت وظيفة تخصيص الموارد هي الوظيفة التقليدية و المشروعة للسياسة المالية في ظل الرأسمالية البحتة. ولكن مع تغير الفكر الاقتصادي والاجتماعي، و تفاقم حدة مشكلة عدم عدالة توزيع الدخل بالإضافة إلى الرغبة في تضيق الفجوة بين الفقراء والأغنياء، زادت أهمية الوظيفة التوزيعية للمالية العامة. و تتلخص هذه الوظيفة في التالي: بدون وجود المالية العامة فسوف ينتج عن النشاط الاقتصادي نمط توزيع دخل - شخصي أو وظيفي - يتسم بعدم العدالة الصارخة و التي ليست لها قبول اجتماعي - و نسمي هذا التوزيع باسم "التوزيع الأوكي للدخل". و من ثم يجب أن تتدخل الحكومة من خلال السياسة المالية للتأثير على نمط توزيع الدخل بما يحقق عدالة أكبر في المجتمع<sup>(2)</sup>. و يتم ذلك عن طريق التأثير في الضرائب بحيث يقع عبؤها الأكبر على أصحاب الدخل المرتفعة، و في النفقات العامة بحيث يتحصل الدخل المنخفض على الجزء الأكبر من منافعها. أي أن التوزيع النهائي للدخل والثروة - أي بعد

(1) Dornbusch, R. and S. Fischer (1994), *Macroeconomics*, 6th ed., MacGraw-Hill, N.Y.

(2) تزايد الاهتمام بمشكلة الفقر والقضاء عليه و زادت الكتابات في الوقت المعاصر. ولهذا خصص البنك الدولي تقرير التنمية الدولي لعام ٢٠٠٠/٢٠٠١ لمعالجة مشكلة مواجهة الفقر (World Bank, 2000). و من المعروف أن علي بن أبي طالب قد قال منذ أكثر من أربعة عشر قرناً أنه لو كان الفقراء رجلاً لقتلته.

تدخل المالية العامة ولنطلق عليها اسم "التوزيع الثانوي للدخل" - يصبح أكثر عدالة من التوزيع الأولي - أي الذي يتم بناء على قوى العرض والطلب فحسب بدون تدخل الحكومة. وفيما يلي نتناول بعض الجوانب الهامة في موضوع الآثار التوزيعية للمالية العامة.

### أثر الضرائب على التوزيع

يعتمد توزيع الدخل و الثروة في ظل اقتصاديات السوق الصرفة على عدة عوامل من بينها قوانين الموارد السائدة في الدولة، وتوزيع الثروات والملكات بين الأفراد، وتوافر فرص التعليم وخدماتها، وإمكانية الانتقال بين الفئات الاجتماعية، وهيكل السوق. ونتيجة لهذه العوامل مجتمعة يتحدد توزيع الدخل سواء كان عادلاً أو غير عادل ودرجة عدم عدالته. ويتوقف مدى قبول هذا الوضع أو رفضه على الفلسفة الاجتماعية والعقائد الشخصية و القيم الأخلاقية السائدة في المجتمع. وإذا افترضنا أن توزيع الدخل الأولي غير مقبول يصبح السؤال هو: كيف يمكن تعديله وتصحيحه بحيث يقترب من نمط التوزيع المرغوب فيه؟

إن الآلية التي يتم بها ذلك هي الضرائب والإعانات والتحويلات من خلال الوظيفة التوزيعية للمالية العامة. وغنى عن القول أن هناك وسائل أخرى يمكن بواسطتها التأثير على توزيع الدخل مثل تحديد حد أدنى للأجور، ودعم أسعار بعض السلع والخدمات، والحماية الجمركية وتشريعات التجارة العادلة (Nell, 1998). غير أنه من الناحية الاقتصادية هناك اتجاه نحو تفضيل استخدام الميزانية العامة للحكومة لتصحيح توزيع الدخل بدلاً من الأوامر المباشرة والإدارية، خاصة في ظل التحرير الاقتصادي وزيادة الاعتماد على قوى السوق والقطاع الخاص في زمن العولمة المشاهد حالياً .

والتدخل في عدالة توزيع الدخل يستلزم أن يكون لدى الحكومة معيار مرجعي للنمط الواجب تحقيقه، بحيث تبرر التدخل إذا انحرف الوضع الفعلي عن التوزيع المرجعي. وأسهل أدوات إعادة التوزيع هي الضرائب والإعانات والتحويلات التي تعتبر بمثابة ضرائب سالبة. ويتم من خلال هذه العملية تحويل موارء من بعض الأفراد - ذوي الدخل المرتفع نسبياً - إلى بعض الأفراد الآخرين - ذوي الدخل المنخفض نسبياً. وبذلك تتم الوظيفة التوزيعية من خلال ميزانية متوازنة. وعادة لا يتم تمويل إعادة التوزيع عن طريق القروض.

### التوزيع الملانم للدخل

والسؤال الذي يطرح نفسه في مجال الوظيفة التوزيعية للسياسة المالية يتعلق بالنمط الملانم لتوزيع الدخل. ما من شك أن الإجابة على هذا التساؤل ليست سهلة. ولذلك فإن باريتو عندما قام بتحديد الشروط الحدية للموضع الأمثل في ظل المنافسة الكاملة، ترك شرطاً واحداً غير محدد يتعلق بتوزيع الدخل. وقرر أن هذا يتحدد في ظل اختيار المجتمع

بحسب تقديره للوضع المرغوب فيه للتوزيع (Clark, 1965). ومن ثم يكون نمط التوزيع قراراً سياسياً في المجتمع يستلزم بدوره تحديد الأوزان النسبية ومجموعات الضغط السياسية في المجتمع، وما إذا كان للأفراد حق التصويت الديمقراطي أم لا .

وفي ظل النظم الديمقراطية تحبذ مبادئ تلك النظم العدالة السياسية والاقتصادية. غير أنه لا يوجد تفسير وحيد للعدالة الاقتصادية، ويعتمد الاختيار بينها على السلطة التقديرية للمجتمع. فقد يرى البعض أن العدالة الاقتصادية تستلزم العدالة الفعلية في توزيع الرفاهية الاقتصادية في فترة من الفترات. ويفسر البعض الآخر هذه العدالة بتكافؤ الفرص أمام الجميع بغض النظر عن النمط الذي يتحقق في الواقع. وقد يرى فريق ثالث أن العدالة إن هي إلا تحقيق أقصى رفاهية ممكنة لجميع أفراد المجتمع.

ويلاحظ أن استخدام معيار الرفاهية لا يشترط تحقيق العدالة الفعلية في توزيع الدخل، ولا يكون كذلك إلا في حالة تشابه ميول الأفراد وتوحد دوال الرفاهة الخاصة بهم. وهذا أمر يصعب تحقيقه في الواقع، ومن ثم قد ينتج عن إتباع منهج الرفاهة عدم عدالة في توزيع الدخل، وهو عكس ما كنا نبيغ من وراء مفهوم العدالة الاقتصادية. كذلك فإن هذا المعيار يشكك في إمكانية تطبيق المقارنات بين الأفراد والمجتمعات نظراً لأن معيار الرفاهة شخصي ذاتي وليس موضوعياً عاماً. ومن ثم فإن تفسير العدالة الاقتصادية يميل إلى الأخذ بمقياس محدد لتوزيع الدخل والثروة بدلاً من المعايير الشخصية المتعلقة بالإشباع والرفاهة .

ومن الناحية الأخرى إذا تبيننا معيار تكافؤ الفرص كمؤشر للعدالة الاقتصادية، فإننا سوف نواجه تفسيرات متعددة. فقد يكون هذا التكافؤ في فرص التعليم وحسب، بينما يتم تخصيص الوظائف على أساس التنافس والمسابقة وتوافر القدرات على أدائها، وليس على أساس المحسوبية والواسطة. كما أن أهم ما يعنيه مبدأ تكافؤ الفرص هو التنقلية الاجتماعية وإمكانية الانتقال بين الفئات الدخيلة المختلفة .

وعلاوة على ما سبق فإن نمط توزيع الدخل قد يؤثر في مستواه ومعدل نموه، بحيث قد تعمل عدالة التوزيع على تحسين مستوى التنمية بصورة عامة وزيادة إنتاجية اليد العاملة، ومن ثم زيادة الدخل الكلي. غير أنه من الناحية الأخرى قد يعتقد البعض أن عدالة توزيع الدخل تؤدي إلى زيادة نسبة الاستهلاك، ومن ثم يقل الادخار والاستثمار، مما ينعكس على مستوى الدخل بالنقصان، أي أن زيادة الدخل تتعارض مع عدالة توزيعه. وإذا افترضنا صحة هذا الادعاء فليس من الضروري أن يكون الدخل الأكبر مع عدم العدالة الأكبر هو الوضع المفضل دائماً على الدخل الأقل مع العدالة الأكبر. ولكن هذا أم يتوقف على دالة تفضيل المجتمع والرفاهية الكلية فيه. وفي المجتمع الإسلامي، يجب السعي وراء القضاء

على الفقر. ومن ثم يجب تحقيق عدالة توزيع الدخل بمؤتمر موضوعي وهو اتجاه نسبة تركيزه نحو الانخفاض باستخدام منحى لورنز.

### الضرائب بين وظيفة تخصيص الموارد والوظيفة التوزيعية

افترضنا عند مناقشة وظيفة تخصيص الموارد للمالية العامة أن إشباع الحاجات العامة يرتبط بتقييم الأفراد للمنافع المتحصل عليها فإذا علمنا جـدلاً أن هذا يتم بفعالية، فإنه يمكن التمييز بوضوح بين دور الضرائب في مجال التخصيص ودورها في مجال التوزيع. حيث إن قياس توزيع الدخل وعدالته يتم على أساس الدخل الشخصي، أي بعد طرح الضرائب وإضافة الإعانات والتحويلات إلى الدخل الأولي. وهنا يظهر التشابك واضحاً بين وظيفتي المالية العامة التخصيصية والتوزيعية. فمن ناحية سوف يعتمد برنامج الوظيفة تخصيص الموارد على نمط الطلب الفعال، كما يتحدد بناء على البرنامج الموضوع من أجل تحقيق التوزيع المرغوب فيه. وعلاوة على ذلك فإن برنامج التوزيع يعتمد على نتيجة توزيع عوائد عوامل الإنتاج المفرز في السوق. وهذا الأخير يتأثر بالسياسة التخصيصية للمالية العامة. و على هذا يصعب فصل الأثرين - التخصيصي والتوزيعي - عن بعضهما البعض، وما تم هنا هو من أجل تبسيط العرض .

### وظيفة الاستقرار

تختلف وظيفة الاستقرار اختلافاً كبيراً عن وظيفتي المالية العامة السابقتين، فهذه الوظيفة لا تعني بتخصيص الموارد بين الحاجات العامة والحاجات الخاصة، ولا بين بدائل الحاجات الخاصة، وإنما تهتم بالحفاظ على توظيف أكبر قدر ممكن من الموارد المتاحة مع تحقيق استقرار قيمة النقود، أو محاولة تجنب حالات التضخم أو الكساد الحاد. وفي حالات أخرى يطلق على هذه الوظيفة للمالية العامة اسم "المالية المعوضة" أو الوظيفة التعويضية على أساس أنها تعوض النقص أو الزيادة في الطلب النعال من القطاع الخاص من أجل تخفيف وطأة كل من الركود أو التضخم عن طريق استخدام السياسات المالية الملائمة.

وبالرغم من وجود بعض عوامل الاستقرار الكامنة في النظم الضريبية التي تزيد من حصيلة الضرائب في وقت التضخم وتقلها في وقت الكساد، فإن هذه العوامل قد لا تكون كافية في زمن التقلبات الشديدة في مستويات العمالة والأسعار. وفضلاً عن ذلك فإن المناخ الاجتماعي والسياسي لا يتقبل عادة المصاعب التي تنجم عن ارتفاع معدل البطالة، ولا يترك حلها والتعامل معها لمجرد الإجراءات الآلية الكامنة في النظم المالية. ومن ثم تصبح الإجراءات التعويضية على درجة كبيرة من الأهمية في المجتمعات التي تعتمد على نظام

السوق بصورة أساسية في الوقت الذي يهدد الاقتصاد القومي معدلات عالية من التضخم أو البطالة .

### المبادئ الأساسية

يعتمد مفهوم المالية المعوضة على المبادئ الأساسية التالية:

1. إذا سادت في المجتمع بطالة اختيارية، فيجب زيادة مستوى الطلب الفعال بما يؤدي إلى زيادة الإنفاق التجميعي إلى المستوى الذي يدفع بقيمة الناتج المحلي الإجمالي إلى الحد الذي يحقق العمالة (التوظيف) الكاملة .
2. إذا خيم على المجتمع التضخم وارتفاع الأسعار، فيجب أن يقلل الطلب الفعال بحيث ينقص الإنفاق الكلي إلى مستوى يتلاءم مع الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار القديمة (أي الفترة السابقة) وليس بالأسعار التي قد تسود في ظل التضخم .
3. إذا كان المجتمع يتميز بحالة من التوظف، الكامل مع استقرار المستوى العام للأسعار، فيجب أن تحتفظ الحكومة بمستوى الإنفاق التجميعي الحالي بدون زيادة أو نقصان، وذلك من أجل تجنب حدوث البطالة أو ارتفاع مستوى الأسعار والتضخم .
4. يتم تنفيذ الوظيفة التعويضية للمالية العامة من خلال الضرائب والإنفاق العام بما يعمل على تحقيق الوضع الاقتصادي المنشود في المجتمع .

### آلية وظيفة الاستقرار

من أجل أداء المالية العامة وظيفة الاستقرار، عليها أن تقوم بعدد من الإجراءات، منها القيام بعملية تقييم أثر مستوى الإنفاق الكلي الحالي على الأحوال الاقتصادية على افتراض عدم اتخاذ أية إجراءات جديدة في الميزانية العامة. ويشمل هذا التقييم دراسة الإنفاق على السلع والخدمات بغرض تحقيق وظيفة تخصيص الموارد للمالية العامة، وكذلك الإنفاق الخاص على الاستهلاك والاستثمار وصافي الصادرات (أي الصادرات مطروحاً منها الواردات). ثم يدخل على هذه التقديرات التعديلات اللازمة لتحقيق الوظيفة التوزيعية، كما يتم تقدير مستوى الطلب الفعال التجميعي اللازم للحفاظ على الاستخدام الكامل للموارد في ظل المستوى العام الحالي للأسعار. وبعد ذلك يتم مقارنة مستوى الإنفاق مع مستوى الطلب الفعال التجميعي في ظل عدم اتخاذ أية إجراءات، أي التعرف على مدى وجود فجوة انكماشية أو تضخمية متوقعة، وذلك بغرض تنفيذ وظيفة الاستقرار والحفاظ على المستوى العام للأسعار. وفي ضوء ذلك يتم تحديد مستوى الضرائب والإعانات والمدفوعات التحويلية التي تعوض الفرق بين المستويين .

وإذا كانت الحكومة ترغب في زيادة النشاط الاقتصادي، فإن القيام بالوظيفة

التعويضية للمالية العامة يقتضي زيادة الإعانات بدون التدخل في الوظائف التخصيصية والتوزيعية. وإذا رغبت الحكومة في تحقيق عكس ذلك - أي تقييد الطلب - فإن عليها أن تخفض من مستوى المدفوعات التحويلية أو تزيد من الضرائب أو أن تتخذ مزيجاً من الاثنين بالنسب التي تحقق الانخفاض المطلوب في الإنفاق العام<sup>(١)</sup>. وحيث أننا نفترض أن الوظيفة التعويضية لا تتدخل في كيفية توزيع الدخل في المجتمع، فإن ما تفرضه الحكومة من ضرائب أو تقدمه من إعانات يجب أن يكون متناسباً بالنسبة لجميع فئات الدخل بحيث لا تؤثر هذه الإجراءات على الوضع النسبي للأفراد على سلم توزيع الدخل.

### السياسة المالية والسياسة النقدية

من المسلم به أن تحقيق الاستقرار الاقتصادي وعدم حدوث التضخم أو الكساد في المجتمع لا يتم بواسطة السياسة المالية وحدها، و لكن يجب أن تتكامل بقية مكونات السياسات الاقتصادية من أجل تحقيق الغايات الخاصة بكل سياسة على حدة. و يصح هذا على وجه الخصوص بالنسبة إلى السياسة النقدية و السياسة الخاصة بالدين العام، وكذلك سياسات التحكم في مستوى الأجور. و من المعتاد استخدام كافة هذه السياسات من أجل تحقيق الاستقرار السعري مع التوظيف الكامل للموارد في ظل عدالة أكبر لتوزيع الدخل والثروة<sup>(٢)</sup>.

### الحفاظ على البيئة

لقد تزايد سكان العالم بمعدلات كبيرة، ودفعت هذه الزيادة في بعض الحالات إلى استخدام الموارد بمعدلات تفوق تلك التي تناسب مع إطالة عمر هذه الموارد. بل إنه في بعض الحالات قد يؤدي هذا الاستخدام الزائد إلى تدمير بعض الموارد، و انخفاض جودة الحياة. كما قد يؤدي إلى عدم تمتع الأجيال القادمة بحقهم في حياة كريمة. أي أن هذا الاستغلال الزائد قد يؤدي إلى تدمير البيئة.

ولقد أصبح جزء كبير من العالم يعاني من مشاكل بيئية متعددة مثل تلوث الماء والهواء وحدوث التصحر في الأراضي الزراعية وغيرها (القرضاوي : ١٩٩٥). و ما نسمع عنه من حدوث ثقب في الأوزون ما هو إلا نتيجة الإساءة استخدام الموارد وإحداث تلوث في البيئة. والإسلام دين يحض على الحفاظ على الموارد و على عدم تلويث البيئة، وكذلك عدم الإسراف في استخدام الموارد حتى لو توافرت بكميات كبيرة (القرضاوي ، ١٩٩٥).

(١) من المعروف أن كل برامج الإصلاح الاقتصادي والتحكيف الهيكلي التي تم في كثير من الدول النامية حالياً بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي تقلص حجم الطلب نظراً لأن مظاهر الغل الاقتصادى تتجسد في ارتفاع معدلات التضخم، وزيادة نسبة عجز الموازنة العامة للدولة من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي. أما إذا كان الغل الاقتصادى معتلاً في وجود ركود عميق فإن العلاج يكمن في تنشيط الطلب.

(٢) التركماني ، خالد (١٩٨٨)، السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام، مؤسسة الرسالة، بيروت.

وتستطيع المالية العامة الإسهام في الحفاظ على البيئة و تحسين جودة الحياة عن طريق فرض ضرائب عالية على من يحدث تلوثاً بيئياً مع توجيه جزء ملموس من الإنفاق العام إلى الأغراض التي تمنع التصحر وانخفاض جودة الأراضي الزراعية، وتعمل على الحفاظ على البيئة نظيفة، وإقلال تلوث الهواء والماء. وهذا أمر ضروري من أجل سلامة صحة الجيل الحاضر والأجيال القادمة. ومن أجل تحقيق هذا الغرض تنشئ كثير من الدول وزارة للبيئة وجهاز بيئية متخصص وتدرج الموارد اللازمة لتقيام بهذه المهمة .

والحمد لله رب العالمين