

تطبيقات نظرية المخاطرة في سوق الأوراق المالية

يتضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث، يناقش الأول منها أنواع الأسهم ويميزها بالمخاطرة من السندات. وفي المبحث الثاني: محاكمة التبادلات في سوق الأوراق المالية وفقاً لمعيار المخاطرة، وتحتة نقاط عدة تناقش التعاملات في المصافق المالية، التي هي محل نظر من الوجة الشرعية، ثم تخضعها الدراسة إلى محاكمة لما تقرره نظرية المخاطرة من معايير. ثم تميز الدراسة بين المخاطرة الاستثمارية والمخاطرة القمارية، وتنفذ الدور الاقتصادي المزعوم للمضاربة (speculation) على فروق الأسعار في المصافق المالية. وقد تم عرض مادة الفصل من خلال العناصر الثلاثة الآتية:

- المخاطرة في أسهم الشركات
- محاكمة التعاملات في السوق المالية وفقاً لمعيار المخاطرة.
- المضاربة في المصافق المالية: (مفهومها، وعلاقتها بالمخاطرة والمقامرة، ودورها).

أولاً: المخاطرة في أسهم الشركات

شركة المساهمة هي من الشركات الحديثة التي تندرج تحت شركة الأموال في الفقه الإسلامي، وهي: «الشركة التي يكون رأسمالها مقسماً إلى أسهم متساوية وقابلة للتداول، وتتحدد مسؤولية الشريك بمقدار حصته في رأس المال»⁽¹⁾. وعن مشروعيتها قال الخياط: «وهذه الشركة في خصائصها وطريقة

(1) طه، مصطفى كمال. الوجيز في القانون التجاري، الاسكندرية: منشأة المعارف، 1966، ج 1، ص 259.

تأسيسها وبعض أوراقها المالية جائزة شرعاً، تنطبق عليها قواعد الشركات في الشريعة الإسلامية.. فهي عقد بين الشركاء في الأصل والربح. والمخاطرة موجودة فيها لأنَّ الشركاء يتحملون الخسارة كما يأخذون الربح»⁽²⁾.

ونتناول الشركة المساهمة هنا مثلاً متمماً لقضية الدراسة؛ نظراً لأهميتها، وانتشارها، والدور الاقتصادي الذي تلعبه في تعبئة المدخرات من بين صور الشركات الحديثة. عموماً يمكن رسم محددات الإطار الشرعي العام لقبول الشركات الحديثة، فالمخاطرة وخلوها من الربا إضافة إلى التراضي وشرعية العمل الذي تمارسه، هي من أهم حدود هذا الإطار، وما عدا هذه المحددات الأربعة قابل للاجتهاد.

وفي شركة المساهمة ينبغي تفهم حقيقة أنواع الأسهم وإدراك واقعها، فهناك: السهم العادي، والسهم الممتاز، وسهم التمتع، وسهم التأسيس، وهذه الأنواع ينبغي محاكمتها وفق المعيار الشرعي (المخاطرة). وكما تقدم فإنَّ نظرية المخاطرة تقرر ضرورة الاشتراك في تقاسم الربح والخسارة؛ والتساوي في الربح والخسارة عند التساوي في رأس المال، فالربح على قدر تحمل الخطر، ولا يسوِّغ التفاضل في الربح ما لم يتفاضل الشركاء في المال أو العمل. وعليه، وبما أنَّ الشركاء في شركة المساهمة يقدمون مالا دون عمل فينبغي أن يكون الربح على قدر المال المخاطر، ولا يجوز التفاضل في الربح أو الخسارة بين الأسهم العادية، لاسيما أنها متساوية كما تقدم، أما السهم الممتاز الذي يجعل لصاحبه ميزة على السهم العادي في الربح فلا بد من مال أو عمل زائد أو خدمة يقدمها صاحبه للشركة تسوِّغ التفاضل في الربح. أما الميزة التي يختص بها أصحاب الأسهم الممتازة في تجنب الخسارة أو عدم الاشتراك في مقاسمتها، وضمن ربح محدد على كل الأحوال فإنها تمثل خرقاً في المعيار الشرعي والشرط الضروري (المخاطرة)، وذلك الشرط «يناقض معنى الشركة والمتاجرة؛ لأنها قائمة على المخاطرة والغنم بالغرم»⁽³⁾، وفي

(2) الخياط. الشركات، مرجع سابق، ج 2، ص 206 - 207.

(3) المرجع السابق، ج 2، ص 176.

ذلك يقول الإمام مالك في الموطأ: «ولكن إن اشترط أن له من الربح درهماً واحداً فما فوق خالصاً له من دون صاحبه، وما بقي فهو بينهما نصفان، فإن ذلك لا يصلح، وليس على ذلك قراض المسلمين»⁽⁴⁾. وعبارة وليس على ذلك قراض المسلمين «تفيد الإجماع»⁽⁵⁾ على أنه لا يجوز اشتراط جزء معين غير نسبي من الربح لصاحب المال في القراض وهو المضاربة. والأصل أن السهم وحدة تمويلية ووحدة مخاطرة ووحدة تصويتية؛ ومن ثم فلا يجوز إصدار الأسهم الممتازة أصلاً؛ وعليه تنتفي مشروعية الشركة حين تقوم بإصدار أسهم عادية وأسهم ممتازة؛ لأن ذلك يناقض معنى الشركة القائمة على أساس الاشتراك في الغنم والغرم.

والمخاطرة هي المعيار الحاسم الذي يميز الأسهم من السندات، فالأسهم التي تمثل حصص المشتركين في رأس المال، والتي هي عرضة للربح والخسارة، تعدُّ حلالاً لا شبهة فيه، وجميع العلماء⁽⁶⁾ الذين أجازوا شركات المساهمة استندوا إلى معيار المخاطرة معبرين عنه بالمخاطرة تارة، أو بتحمل أصحابها الربح والخسارة، أو بالغنم والغرم، قال شيخ الأزهر -سابقاً- محمود شلتوت: «أمّا الأسهم فهي أنصبه في رأس المال، فيغنم حاملها في حالة الربح، ويغرم في حالة الخسارة، فليس فيها مخالفة للشرع»⁽⁷⁾.

أما السندات فإنها تمثل ديناً على الشركة يستوفي حامل السند فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت، وهو مضمون؛ أي يستوفي حامل السند قيمته عند أجل معين، ويكون لحامله ضمان عام على الشركة بحيث يستوفي قيمة السند

(4) مالك. الموطأ، مرجع سابق، كتاب: القراض، باب: ما يجوز من الشرط في القراض، رقم: 2993، ص 413-414.

(5) فهم الإجماع من عبارة الإمام مالك -رضي الله عنه- هو اقتباس من مقالة شيخ الأزهر عبد الرحمن تاج بعنوان: الربا في مجلة لواء الإسلام، عدد3، سنة 1951م. نقلاً عن الخياط. الشركات، مرجع سابق، ج2، ص 175.

(6) منهم: علي الخفيف، محمد أبو زهرة، وعبد الوهاب خلاف، وعبد الرحمن حسن، ومحمد يوسف موسى، وعبد العزيز الخياط. وكان تقاسم المخاطرة هو ما يُعلنون به جوازها. انظر: الخياط. الشركات، مرجع سابق، ج2، ص 186-187.

(7) شلتوت، محمود. كتاب الفتاوى، القاهرة: الأزهر 1959م، ص 327.

قبل أن يستوفي أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم. وجمهرة العلماء المحرمين للسندات تعللوا بمعيار المخاطرة المفقود، وفي ذلك يقول شيخ الأزهر شلتوت: «وأما السندات، وهي القرض بفائدة معينة، لا تتبع الربح والخسارة، فإن الإسلام لا يبيحها»⁽⁸⁾.

وأهم خصائص الأسهم التساوي في القيمة، وهو صك يدل بحسب عدده على حصة الشريك، فلا بد أن يتساوى في القيمة لسهولة حساب الأرباح والخسائر وتوزيعها، والتفاضل بين الشركاء يكون على حسب عدد الأسهم، وكذلك تحملهم للمخاطرة بحسب عدد الأسهم بما لا يتجاوز قيمتها، وهي المسؤولية المحدودة، فلو أفلست الشركة وعليها ديون فلا يسأل الشركاء عن ديون الشركة، إنما تنحصر مخاطرتهم بحدود قيمة الأسهم التي يمتلكونها. كذلك من خصائص السهم عدم إمكانية التجزئة، وإمكانية التداول، وهذا لا يتعارض مع قواعد الشرع.

وأهم خصائص شركة المساهمة المسؤولية المحدودة، فهل يعد هذا القيد خرقاً في المعيار (المخاطرة)، في حقيقة الأمر، وبناء على عقد المضاربة؛ لا يعد هذا القيد خرقاً في المعيار المخاطرة، ففي المضاربة «لا يسأل رب المال إلا بمقدار ما قدم للشركة من رأس المال، وهو غير مسؤول عن ديون الشركة إذا تجاوزت رأس المال الذي قدمه»⁽⁹⁾، وهذا من باب ما يحتاج إلى التنصيص عليه في المضاربة المطلقة، فلا بد من أن يأذن رب المال للمضارب بالاستدانة⁽¹⁰⁾، وهذا من طرق تخفيض درجة المخاطرة، ولا يعدُّ خرقاً في المعيار (المخاطرة).

(8) شلتوت. الفتاوى، مرجع سابق، ص 327.

(9) الخياط. الشركات، مرجع سابق، ج 2، ص 210.

(10) الكاساني. بدائع الصنائع، مرجع سابق، نص "وأما القسم الذي ليس للمضارب أن يعمله إلا بالتنصيص عليه في المضاربة المطلقة فليس له أن يستدين على مال المضاربة، ولو استدان لم يجز على رب المال، ويكون ديناً على المضارب في ماله؛ لأن الاستدانة إثبات زيادة في رأس المال من غير رضا رب المال، بل فيه إثبات زيادة ضمان على رب المال من غير رضاه." ج 6، ص 90.

أما الأسهم الممتازة⁽¹¹⁾، فهي محل نظر، وتتخذ الدراسة منها موقفاً على حسب نوعها: فإن كان الامتياز في الربح بأن يعطى حاملوها حق الأولوية في الحصول على الأرباح، وذلك بأن يأخذوا حصة من الأرباح بنسبة معينة، مثل (5%)، ثم توزع الأرباح بعد ذلك على جميع المساهمين بالتساوي لكل سهم، وبالتفاوت على حسب عدد الأسهم أي بحسب الحصة، فيشارك أصحاب الأسهم، الممتازة أصحاب الأسهم العادية في الربح وقد امتازوا عليهم بربح زائد، مع أنّ السهم واحد في القيمة لهم جميعاً. فإنّ ذلك يُعدُّ خرقاً وتجاوزاً للمعيار الشرعي (المخاطرة) فلا يجوز شرعاً؛ لأنّ الأسهم متساوية القيمة، وليس لأصحاب أسهم الامتياز مال زائد أو عمل -ضمان زائد- يسوّغ هذه الزيادة في الربح. ولكن إذا كان ثمة ما يقابلها من (ضمان مال) أو (ضمان عمل) فإنها تكون جائزة ومتساوية مع ما تقرره نظرية المخاطرة من ضرورة التقابل بين المغامر والمغارم.

وإن كان الامتياز بتقدير فائدة سنوية ثابتة لبعض الأسهم، سواء ربحت الشركة أم خسرت، فهذا الامتياز باطل شرعاً؛ لأنه خرق في الشرط الضروري والمعيار الشرعي (المخاطرة)، وهو الربا المحرم الذي يمثل زيادة بلا مقابل، وهو نقض لفحوى نظرية المخاطرة، وبهذا النقض للنظرية جلت الدراسة حكمة تحريم الربا، أيّاً كان نوعه.

وإن كان الامتياز بأن يُمنَح بعض أصحاب الأسهم حق استرجاع قيمة السهم بكاملها عند تصفية الشركة، بصرف النظر عن موقف الشركة ربحاً أو خسارة، وقبل إجراء القسمة بين الشركاء. فهذا يعد -أيضاً- خرقاً في المعيار الشرعي (المخاطرة)، وعليه فلا يجوز شرعاً؛ لتخلف الشرط الضروري،

(11) ناقش الأستاذ الخياط في كتابه الشركات: الأسهم الممتازة، وأسهم التمتع ومدى مشروعيتها، فوجدت هذه الدراسة تطابقاً مع ما توصل إليه الأستاذ الخياط، بل كان معيار المخاطرة حاضراً في اجتهاده، وهو مَنْ هو من حيث المنزلة العلمية؛ مما يزيد الباحث طمأنينة إلى دقة المعيار الشرعي (المخاطرة). انظر:
- الخياط. الشركات، مرجع سابق، ج2، ص222-226.

«الشركة تقوم على المخاطرة، فإمّا ربح وإمّا خسارة»⁽¹²⁾، والخسارة تكون من رأس المال، فإذا ضُمنَ لأصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمتها، يكونون قد ربحوا ما لم يضمّنوا، إذ تقاضوا أرباحاً قبل ذلك ثم استردوا قيمة أسهمهم من الآخرين في حالة الخسارة، وذلك ينافي معنى الشركة، وينافي العدالة، وفيه ظلم للمشاركين الآخرين.

وإن كان الامتياز بمنح بعض الأسهم أكثر من صوت في الجمعية العمومية، فأيضاً يُعدُّ هذا الامتياز خرقاً في المعيار الشرعي (المخاطرة)؛ لأنّ المفروض تساوي الشركاء في الحقوق والالتزامات بما يتقابل مع نصيبهم من المال المخاطر، وأمّا الامتياز الذي يتساوق مع المعيار الشرعي (المخاطرة) فهو التفاضل في الربح بما يقابل التفاضل في المال المخاطر أو العمل المخاطر، والعمل المخاطر يقصد به العمل الذي يستحق ربحاً إن كان ثمة ربح، أو يخسر الجهد إن كان ثمة خسارة. وعليه فمنح امتياز لأصحاب الأسهم القدامى بأن يكون لهم حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة؛ لأنهم هم الأوّلون الذين تحملوا مخاطر تأسيس الشركة حيث كانت إذ ذاك مخاطرها عالية، فهم أولى من غيرهم بأن تكون الشركة منحصرة بهم، ولا يصح أصلاً بأن تطرح أسهم جديدة للاكتتاب إلا بموافقتهم في الجمعية العمومية، وهذا حقهم، فهم أصحاب الشركة، ولا بد من إيجابهم لدخول شركاء جدد، وحق الشفعة يكفل لهم هذا، وأمّا أسهم التمتع فهي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت إلى أصحابها مع بقاء الشركة، ويتم ذلك بطرق متعددة كأن تسحب الشركة جزءاً من الأسهم وتعطي قيمتها لأصحابها، أو تسحبها من التداول بطريق القرعة ويبقى لأصحابها أسهم تسمى أسهم التمتع، يتمتعون فيها بالمشاركة بنصيب من الأرباح أقل من الأسهم العادية، وتبيح لهم المشاركة في اجتماعات الجمعية العمومية. وعند محاكمة هذا النوع من الأسهم إلى معيار المخاطرة فإنّ معيار القبول الشرعي يقرر استحقاق الربح بالمال المخاطر أو بالعمل المخاطر (بالمال، أو العمل، أو الضمان)، وعليه إذا كانت القيمة التي أعطيت للمساهم تستوعب كامل حقوقه فإنّ علاقة

(12) الخياط. الشركات، مرجع سابق، ج2، ص223.

الشريك المساهم بالشركة تكون قد انتهت -مع ملاحظة التراضي- وعندها لا يحق له المشاركة في الأرباح؛ لانتهاء السبب الذي يُستحقُّ به الربح (المال المخاطر أو العمل المخاطر)، وفي هذه الحالة لا يجوز سهم التمتع؛ لعدم انطباق المعيار الشرعي (المخاطرة). أمّا إذا كان ما استوفاه المساهم لا يستوعب كامل حقوقه في موجودات الشركة من رأس المال المدفوع والاحتياطي، فحينئذ يوجد ما يسوّغ مشاركته في الربح، فيكون -وفق معيار المخاطرة- من الجائز شرعاً أن يكون له نصيب من الربح يتناسب مع ما بقي له في الشركة من مال مخاطر. أمّا بشأن القرعة بوصفها وسيلةً لتعيين أصحاب أسهم التمتع، فإنّ الإجراء الوحيد المقبول شرعاً هو: أن يكون الإطفاء شاملاً لكل الأسهم وبالنسبة نفسها، ولا يلجأ إلى القرعة إلا في حالة واحدة، وهي: تساوي جميع الشركاء في الحق، وانعدام الحيلة للتقاسم.

أما حصص التأسيس أو حصص الأرباح، فهي حصص تمنحها الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات على شكل صك يعطي حامله حقاً في أرباح الشركة مقابل خدمات أو مساعدات أو اختراع أو جهود بذلت من أجل الشركة عند تأسيسها. ومن أجل محاكمة أسهم التأسيس إلى معيار المخاطرة لا بُدَّ أولاً من تحديد نوع هذه الخدمات؛ أي: هل يمكن اعتبارها عملاً منتظماً، سواء أكان عضلياً أم ذهنياً، وإذا تم اعتبارها عملاً منتظماً فلا بد من تحديد: أهو عمل أجير، أم عمل مخاطر؟ فإذا قُدِّم مجرداً عن المخاطرة استحقَّ أجراً عقدياً لا بد من تحديده بالاتفاق العقدي، وعندها تحسب أجرة هذا العمل من ضمن نفقات التأسيس، ولا تستحق المشاركة في الأرباح لتجردها عن المخاطرة. أمّا إذا قُدِّمت بالاتفاق على أساس العمل المخاطر فإنّها تستحق المشاركة في تقاسم الأرباح حسب النسبة التي تم الاتفاق عليها، وفي حال الخسارة فإنّها لا تستحق شيئاً، ويكون صاحبها قد خسر جهده.

وإلى هذا الحد من استعراض صور المخاطرة في الشركات المساهمة تكتفي الدراسة، هذا وقد توصلت الدراسة في هذا المطلب إلى الطمأنينة من دقة المعيار الشرعي (المخاطرة)، وإلى الوثوق بالنتائج التي يفرزها هذا المعيار عند محاكمة أسهم الشركات الحديثة.

ثانياً: محاكمة التعاملات في السوق المالية وفقاً لمعيار المخاطرة

1. الوقاء والتحوُّط (Hedging)

يمكن توضيح المقصود بالوقاء أو التحوُّط من خلال بيان الغاية منه، فالغرض من التحوط هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار، سواء أكانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أم أسعار صرف العملات، أم أسعار الأوراق المالية؛ وذلك بوساطة عقود الخيارات (options)، أو بوساطة عقود الآجال (forwards) والمستقبليات (futures) والمقايضات (swaps).

وتُبَحِّثُ هذه الوسيلة (التحوط) في الدراسات الغربية، ضمن أدبيات إدارة الخطر، والهندسة المالية، والمشتقات. وثمة دراسات معاصرة حول هذه الأدوات والمنتجات المالية من الوجهة الشرعية، لكن بعضها دراسات غير مستقلة وغير محايدة؛ لأنها دراسات قام بها أعضاء في هيئات الرقابة الشرعية، تابعة للمصارف الإسلامية وممولة من المصارف الإسلامية، إذ أفتت بجوازها باستدلالات لا تخلو من تكلف، وثمة دراسات مستقلة حرمتها؛ لما فيها من غرر، ومن رهان، وربما؛ لجامع يربطها، هو أنها عمليات صورية لا يراد منها الاستثمار الحقيقي والمُنتج. بل المضاربة على صعود الأسعار أو هبوطها، وعدم تقابض البدلين، والاكتفاء بتقابض فروق الأسعار، وتحويل المصافق (البورصات) إلى مجرد نوادي قمار، وفي حين أن الغرض من التحوط الحماية من تقلبات الأسعار، يصبح هدف تلك الأدوات زيادة التقلبات لأغراض المضاربة.

ويؤيد وجهة النظر الآنفة ملاحظات الباحثين⁽¹³⁾ في قضايا المال والاستثمار لما آلت إليه بورصات الأوراق المالية، إذ يقول (مارشاند ساج):

(13) شابرا، محمد عمر. نحو نظام نقدي عادل، ترجمة: سيد محمد سكر، واشنطن: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1408هـ، الصفحات 22، 34، 48، 137. وانظر أيضاً: - سويلم. التحوط في التمويل الإسلامي "Hedging in Islamic Finance"، مرجع سابق، ص 48 و 84.

«إنّ الد(وول ستريت) أضحى أعظم ملعب في العالم». وفي هذا المعنى يقول (مورس لايبه): «إذا كان من الممكن أن تشتري في البورصة بدون أن تدفع، وأن تبيع بدون أن تحوز، فالأمر يكون ضاراً»⁽¹⁴⁾. ثم يبين (شابرا) أنّ البورصات صارت ملاهي (كازينوهات) حقيقية، تُمارس فيها ألعاب بوكر هائلة، ولا تكاد تشكل أهمية اقتصادية تذكر؛ لأنّ البعض يربح ما يخسره البعض الآخر. وقيمّ (شابرا) التنظيم الحالي للمصافق بأنّه: « بعيد عن أن يكون نافعاً، بل هو ضار جداً لمجموع الاقتصاد، إذ يسبب عدم الاستقرار، ويؤدي إلى تقلب الأسواق تقلباً شديداً»⁽¹⁵⁾.

ويصف (هانس بيتر) حجم الخطر الذي أصبحت تشكله تلك المصافق، إذ يقول: «ويبدو أنّ المخاطر المحيطة بأسواق المال، والآتية من الأسواق ذاتها، صارت تشبه فعلاً مخاطر المفاعلات النووية (وأضحت) أشد خطراً على الاستقرار من الأسلحة النووية، ثمّ ينقل قول ميشال كاميدوس، رئيس صندوق النقد الدولي: العالم واقع في قبضة هؤلاء الصبيان»⁽¹⁶⁾.

هذا ما آلت إليه أسواق الأوراق المالية، لا سيما في ظل العولمة، وهو الوصف الذي تكرر في الأدبيات الاقتصادية «رأسمالية الكازينو»⁽¹⁷⁾ كما يصفها عدد من الخبراء والباحثين. وهو وصف له قيمته من الناحية العلمية. وينبغي عدم تجاهل حال أسواق الأوراق المالية عند البحث ومحاكمة أدوات التحوط والوقاء للمعايير الشرعية، متذرعين بالأدبيات الاقتصادية وهي تنظر لأهمية أسواق الأوراق المالية وللدور الاقتصادي الذي تلعبه، فالتنظير لما

(14) نقلاً عن المرجع السابق، بتصرف يسير، ص22.

(15) شابرا. نحو نظام نقدي عادل، مرجع سابق، ص48.

(16) مارتين، هانس بيتر. فسخ العولمة، الكويت: سلسلة عالم المعرفة، 1998م، الصفحات (96، 170، 171، 335).

(17) انظر زلوم، عبد الحي. في:

- نذر العولمة، بيروت: المؤسسة العربية للدراسات والنشر، 2000م، ص205 وما بعدها.

- وإمبراطورية الشر، بيروت: المؤسسة العربية للدراسات والنشر، 2003م، ص253 وما بعدها.

ينبغي أن تكون عليه حالة هذه الأسواق ولأهمية الدور الاقتصادي الذي من المفترض أن تلعبه هذه الأسواق شيء، والحال الذي آلت إليه -نتيجة لأدوات التحوط والوقاء- شيء آخر. وفيما يأتي توضيح لأهم أدوات التحوط والوقاء، وهي: عقود الخيارات، والمستقبليات.

2. عقود الخيارات

تهدف الدراسة في هذا المطلب إلى محاكمة عقود الخيارات بمعناها الحديث في الأسواق المالية إلى معيار المخاطرة، إذ يرى كثير من الباحثين أنّ الخيارات هي من إنجازات ومبتكرات الهندسة المالية، بينما يرى فريق آخر غموضها ويشكك في مشروعيتها.

ذكر الفقهاء أنواعاً متعددة من الخيارات تأكيداً لتمام الإرادة العقدية؛ بالثبوت من الرضا، وركونه إلى معرفة صادقة وإرادة واعية، فالخيارات بالمعنى الفقهي تختلف عنها بالمعنى الحديث. وتناقش الدراسة الخيارات الشرعية في الفقه الإسلامي -بشكل موجز؛ تمييزاً لها من الخيارات بالمعنى الحديث في سوق الأوراق المالية.

الخيارات الشرعية في الفقه الإسلامي

من وجهة هذه الدراسة فإنّ الخيارات في الشريعة الإسلامية شرعت لغاية تختلف جوهرياً عن الغاية التي من أجلها صممت الخيارات في النظم الوضعية. فبينما شرعت الخيارات الشرعية من أجل تحقيق العدل بين الطرفين وتقصيه عن طريق حرية التعاقد وتحقيق كمال الرضا؛ دفعاً للجهالة والخداع والغرر، فإنّ الخيارات في سوق الأوراق المالية تكاد تنحصر غايتها في تحميل خطر تذبذب الأسعار للطرف الآخر.

فالخيار بالمصطلح الشرعي هو: «حق العاقد في فسخ العقد أو إمضائه؛ لظهور مسوغ شرعي أو بمقتضى اتفاق عقدي»⁽¹⁸⁾. وتقسّم الخيارات الشرعية

(18) أبو غدة، عبد الستار. الخيار وأثره في العقود، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الرابع دلة البركة- إدارة التطوير والبحوث، 1985، ص 43.

وفق مرتكزين رئيسيين⁽¹⁹⁾، أمّا المرتكز الأول: فهو باعتبار طبيعة الخيار؛ أي: هل هو حكمي أم إرادي؟ أمّا المرتكز الثاني: فهو باعتبار الغاية التشريعية من الخيار؛ أي: هل غايته التروي دفعا للجهل والغرر، أم هل غايته طلب الغنم، أم التوقي بدفع المغرم والنقيصة.

أمّا التقسيم وفق المرتكز الأول، وهو طبيعة الخيار أهو حكمي أم إرادي؟ فيقصد به: هل نشأ الخيار بحكم الشرع الذي جعله أثرا لتصرف ما، ولا يحتاج إلى اشتراط عقدي، كخيار العيب. أم أنّ الخيار إرادي نشأ عن إرادة العاقدين، كخيار الشرط. ووفق هذا المرتكز في تقسيم الخيارات الشرعية، فإنّ الخيار الحكمي الذي نشأ بحكم الشرع يستغرق معظم الخيارات، بل يستغرقها كلها، ما عدا الخيارات الإرادية الثلاثة (خيار الشرط، وخيار النقد، وخيار التعيين).

أمّا المرتكز الثاني الذي يقسم الخيارات باعتبار الغاية، فيمكن حصر هذه الغايات، واستقصاء أنواع الخيارات باعتبار الغاية في الآتية: خيارات التروي، وهي: خيار المجلس، والرجوع، والقبول، والشرط. وخيارات النقيصة، ومنها: خيار العيب، والاستحقاق، وتفرق الصفقة، والهلاك الجزئي. وخيارات الجهالة، ومنها: خيار الرؤية، وخيار الكمية، وخيار كشف الحال، وخيار التعيين. وخيارات التغرير، وهي: خيار التدليس الفعلي، وخيار التغرير القولي، والنجش، وتلقي الركبان. وخيارات الغبن، وهي: خيار غبن المساومة، وخيار المسترسل، وخيار غبن القاصر وشبهه. وخيارات الأمانة، وهي: خيار المرابحة، والتولية، والتشريك، وخيار المواضعة. وخيارات الخُلف، وهي: خيار فوات الوصف المرغوب، وفوات الشرط، واختلاف المقدار. وخيارات اختلال التنفيذ، وهي: خيار التأخير، وخيار حق الاحتباس لمصلحة الغير. وخيارات امتناع التسليم، وهي: خيار النقد، وخيار تعذر التسليم، وخيار تسارع الفساد، وخيار التفليس.

(19) المرجع السابق، ص 49.

هذا، وتنحصر غاية⁽²⁰⁾ الخيارات الحكمية في تمحيص الإرادتين وتنقية عنصر التراضي من الشوائب لدفع الضرر عن العاقد. بينما الغاية من الخيارات الإرادية هو ما عبر الفقهاء عنه بالتروي الذي سبيله، إمّا المشورة وإمّا الاختبار؛ أي: تجريب المبيع للتأكد من صلاحيته. وأمد الاختيار مرتبط بغاية الاختيار، والعرف هو الحكم عند الاختلاف عند مالك⁽²¹⁾، بينما حدده أبو حنيفة⁽²²⁾، والشافعي⁽²³⁾ بثلاثة أيام.

وفيما يأتي تعريف موجز لأهم الخيارات الإرادية (خيار الشرط)؛ أقرب أشكال الخيارات المعروفة في الفقه الإسلامي، لعقود الخيارات المتداولة حالياً في المصافق المالية:

خيار الشرط: لخيار الشرط تسميات أخرى، منها: خيار التروي، وبيع الخيار، والخيار الشرطي. هذا، وإن خيار الشرط أشهر الخيارات الإرادية، بل هو أشهر الخيارات كافة. وهو التحفظ الذي يبديه أحد العاقدين أو كلاهما عند العقد، بحيث يكون لصاحب الخيار الحق في فسخ العقد أو إجازته خلال مدة معينة، وخلال تلك المدة إذا فسخ العقد صراحة أو بما يعدّ فسخاً، أو سقط الخيار بمانع من موانع استمراره، اعتبر العقد كأنه لم يكن. وإن أمضى العقد، أو لم يستعمل حقه في فسخه حتى مضت المدة، أو وجد مسقط للخيار قبل مضيها زال حق الخيار وصار العقد باتاً لازماً⁽²⁴⁾.

وذهب جمهور⁽²⁵⁾ الفقهاء إلى الأخذ بخيار الشرط واعتباره مشروعاً لا

(20) المرجع السابق، ص 59-60.

(21) ابن عبد البر. الكافي، مرجع سابق، ج 1، ص 343.

(22) الكاساني. بدائع الصنائع، مرجع سابق، نص "لأن أقل مدة الخيار ليس بمقدر، والثلاث أكثر المدة على أصل أبي حنيفة" ج 5، ص 213.

(23) الشافعي. الأم، مرجع سابق، نص: باب: لاختلاف في العيب "ولا يكون الخيار فوق ثلاثة أيام"، ج 7، ص 164.

(24) أبو غدة. الخيار وأثره في العقود، مرجع سابق، ص 196.

(25) المغربي. مواهب الجليل، مرجع سابق، فصل في البيع بشرط الخيار، ج 4، ص 409. وانظر أيضاً:

ينافي العقد، إلا ابن حزم⁽²⁶⁾، فهو يرى أنه لا دليل عليه، وأنه شرط ليس في كتاب الله، فهو باطل. أمّا أدلة الجمهور: فعن عبد الله بن عمر -رضي الله عنهما: «أن رجلاً ذكر للنبي ﷺ أنه يخدع في البيوع، فقال إذا بايعت فقل لا خلاية»⁽²⁷⁾. وعن محمد بن يحيى بن حبان قال: هو جدي، منقذ بن عمرو، وكان رجلاً قد أصابته آمة في رأسه فكسرت لسانه، وكان لا يدع على ذلك التجارة، وكان لا يزال يغبن، فأتى النبي ﷺ فذكر ذلك له، فقال له: «إذا أنت بايعت فقل لا خلاية، ثم أنت في كل سلعة ابتعتها بالخيار ثلاث ليال، فإن رضيت فأمسك، وإن سخطت فارددها على صاحبها»⁽²⁸⁾. وقد استدلوا بالإجماع، قال النووي: «وهو جائز بالإجماع»⁽²⁹⁾ فيما «إذا كانت مدته معلومة»، وقال ابن الهمام: «وشرط الخيار مُجمَع عليه»⁽³⁰⁾.

- = ابن عابدين. الحاشية، مرجع سابق، باب خيار الشرط، ج4، ص583. النووي. المجموع، مرجع سابق، كتاب البيوع، ج9، ص139.
- ابن قدامة. المغني، مرجع سابق، مسألة قال والخيار يجوز أكثر من ثلاثة أيام، ج4، ص23.
- (26) ابن حزم، أبو محمد علي بن أحمد. المحلى بالآثار، تحقيق: عبد الغفار البنداري، بيروت: دار الكتب العلمية، د.ت، المسألة: 1420، ج7، ص255، ومسألة: 1421، ص260.
- (27) البخاري. الصحيح، مرجع سابق، كتاب: البيوع، باب: ما يكره من الخداع في البيع، حديث رقم: 2117، ص399. وانظر أيضاً:
- مسلم. الصحيح، مرجع سابق، كتاب: البيوع، باب: من يخدع في البيع، حديث رقم: 3855، ص732-733. و الخلاية: المخادعة وقيل: الخديعة باللسان. ابن منظور. لسان العرب، مرجع سابق، مادة: خعب و خلب.
- (28) ابن ماجه، السنن، مرجع سابق، كتاب: الأحكام، باب: الحجر على من يفسد ماله، حديث رقم: 2355، ص253. وقال عنه الشيخ الألباني: حديث حسن، في: الألباني، صحيح سنن ابن ماجه، مرجع سابق، الكتاب والباب نفسهما، حديث رقم: 1907-2355، ج2، ص41-42.
- (29) النووي. المجموع، مرجع سابق، نص: (وهو جائز بالإجماع، واختلفوا في ضبطه، فمذهبنا أنه يجوز ثلاثة أيام فما دونها، ولا يجوز أكثر)، ج9، ص211.
- (30) السيواسي. شرح فتح القدير، مرجع سابق، نص: "هذا، وشرط الخيار مجمع عليه،" ج6، ص300.

إلا أنّ ثمة قيوداً على هذا الإجماع؛ فالثوري وابن شبرمة أجازاه للمشتري فقط، فهذا الإجماع هو من نوع الذي لم يسلم من منازعة، ولعله إجماع على ثبوته مع الاختلاف في شروطه، إلا منازعة ابن حزم. وبعد هذا التعريف الموجز بخيار الشرط تنتقل الدراسة إلى مرمها (الخيارات في المصافق المالية).

الخيارات في المصافق المالية

ترجع الخلفية التاريخية للخيارات في أول سوق منظمة ظهرت لعقود الخيارات عام (1973م) في مدينة شيكاغو، وقد أطلق عليها سوق بورصة شيكاغو، ولم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات، إذ أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم⁽³¹⁾.

ولضبط المفهوم الفني للخيارات تعني الدراسة بأربعة أنواع من الخيارات تُعدّ الأهم والأكثر انتشاراً في التعامل في سوق الأوراق المالية، وهي: خيار الطلب أو الشراء، وخيار البيع أو الدفع، وخيار الزيادة، وخيار الانتقاء.

خيار الطلب أو الشراء

هو خيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال مدة محددة غالباً ما تكون ثلاثة أشهر، بسعر متفق عليه للورقة المالية يسمى سعر الإبرام (strike price). أمّا البائع فمرغم على تنفيذ الصفقة ما دام قد قبض ثمن الخيار، وهو ما يعرف بالعمولة (premium)؛ فالمشتري حصل على الأمان من تقلبات أسعار الأوراق المالية محل العقد، مقابل ثمن. والبائع حصل على ثمن الاستعداد لتحمل خطر السوق. ويمكن تبسيط المسألة بتحليل المعاملة إلى

(31) انظر:

- هندي، منير. أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1999م، ص 630-631.

- القرني، محمد علي. نحو سوق مالية إسلامية، جدة: مجلة دراسات اقتصادية، البنك الإسلامي للتنمية، العدد الأول 1993م، ج 1، ص 21.

عناصرها على النحو الآتي: المبيع الأصلي: هو الورقة المالية. والمبيع الثانوي: هو خيار الشراء لمدة محددة. وثنمن الورقة المالية. وثنمن الخيار. والغاية من الخيار: تجنب مشتري الخيار (وهو مشتري الورقة المالية) مخاطر تذبذب أسعار الورقة المالية خلال مدة الخيار.

من خلال التجريد السابق يتبين أنّ المشتري ضمن عدم تعرضه لمخاطر السوق، بينما البائع غرم عن المشتري مخاطر السوق. وبدهي أنّ المشتري يتربح ارتفاع الأسعار، ثم يقارن بين ثمن الصفقة المتضمن ثمن الخيار، وبين الثمن الجديد الذي تقرره آليات السوق الموجهة بالمضاربات والاحتكارات كما هو معلوم. ثم يتخذ المشتري قراره خلال مدة الخيار بإنفاذ الصفقة أو إلغائها. وهنا إذا ما قرر المشتري عدم إنفاذ عقد البيع، فإنه يخسر ثمن الخيار لصالح البائع الذي يتحمل مخاطر السوق.

خيار البيع أو الدفع

هو خيار للبائع مقابل ثمن الخيار في بيع عدد من الأوراق المالية بسعر معين خلال فترة محددة، وليس مجبراً على تنفيذ الصفقة. أمّا المشتري، وهو قابض ثمن الخيار، فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر البائع (صاحب حق الخيار) البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة ويمكن تجريد المسألة إلى عناصرها على النحو الآتي: المبيع الأصلي: هو الورقة المالية. والمبيع الثانوي: هو خيار البيع لمدة محددة. وثنمن الورقة المالية. وثنمن الخيار. والغاية من الخيار: تجنب مشتري الخيار (وهو بائع الورقة المالية) مخاطر تذبذب أسعار الورقة المالية خلال مدة الخيار.

من خلال هذا التجريد السابق يتبين أنّ مشتري الخيار، وهو صاحب الأوراق المالية، يريد أن يتجنب خطر السوق، فيقوم بشراء حق خيار البيع، فينفذ الصفقة إذا ما كان السعر مريحاً له، أو لا ينفذ الصفقة إذا ما كان العكس. وفي حال عدم إنفاذ البيع يكون قد خسر فقط ثمن الخيار. أمّا المشتري فهو مجبر على تنفيذ الصفقة وذلك مرهون بإرادة البائع، إذ يربح المشتري ثمن الخيار في حال نكول البائع.

خيار الزيادة

في هذا النوع من الخيارات يحق لصاحب الخيار الاستزادة من البيع أو الشراء عند حلول الأجل المتفق عليه. وهذا الخيار يمكن أن يكون للمشتري كما يمكن أن يكون للبائع، وتكون الزيادة إما مضاعفة أو أكثر حسب الاتفاق، كما يُعدّ البيع أو الشراء باتاً في الكمية الأصلية، واختيارياً لصاحب الخيار في الاستزادة. ويمكن تبسيط المسألة بتجريدها إلى عناصرها على النحو الآتي: المبيع الأصلي: هو الورقة المالية بالكمية الأصلية المتفق عليها بين البائع والمشتري. والمبيع الثانوي: هو خيار الزيادة على الكمية الأصلية عند حلول الأجل المتفق عليه. وثمان الورقة المالية؛ وهذا الثمن يسري على الكمية الأصلية فقط. وثمان الورقة المالية فيما زاد عن الكمية الأصلية؛ وعادة ما تكون أسعار الكمية الزائدة أعلى من أسعارها في السوق الباتة، هذا في حال الخيار للمشتري في الزيادة. وتكون أدنى سعراً من أسعار السوق الباتة، هذا في حال كون صاحب خيار الزيادة، هو البائع. وثمان خيار الزيادة (premium). والغاية من الخيار: تجنب مشتري الخيار (البائع أو المشتري) مخاطر تذبذب أسعار الورقة المالية فيما زاد عن الكمية الأصلية.

من خلال التجريد السابق يتبيّن: أنّ مشتري خيار الزيادة يريد أن يتجنب خطر السوق في الكمية الزائدة، ولهذا التحوّط ثمنٌ يدفعه مشتري الخيار يتمثل في ثمن الخيار. ويوازن صاحب خيار الزيادة بين الأسعار الباتة والأسعار الآجلة في موعد التصفية محاولاً معرفة إمكانيات الربح والخسارة⁽³²⁾.

خيار الانتقاء

يعني هذا الخيار الانتقاء بين الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى، والقصد من التعامل بهذا النوع من الخيار هو المضاربة على تقلبات

(32) أحمد، محي الدين أحمد. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مكة المكرمة: جامعة أم القرى - كلية الشريعة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، 1995م، ص 439-440.

أسعار الأوراق المالية⁽³³⁾، وصاحب الخيار عند حلول الأجل يتخذ وضع المشتري إذا ما كان ثمة ربح، أو يتخذ وضع البائع إذا ما كان وضع البائع يحقق له ربحاً. وإليك مثالا توضيحياً لخيار الانتقاء:

إذا كان سعر الورقة المالية الآجلة بشرط الانتقاء (25) ديناراً (بيع)، و(29) ديناراً (شراء)، فما موقف صاحب خيار الانتقاء في ظل افتراضات مختلفة للأسعار في وقت التصفية؟ الافتراض الأول: تموج السعر بين (25-29)، ولنفترض أنه (27) ديناراً. فهنا يبقى بائع الخيار هو الرباح، فلو اتخذ صاحب خيار الانتقاء موقف البائع، فسوف يربح بائع الخيار (27-25 = 2). ولو اتخذ صاحب الخيار موقف المشتري، فإن بائع الخيار سيربح أيضاً (29-27 = 2). والافتراض الثاني: تقلبت الأسعار بصورة كبيرة نسبياً تتجاوز (25-29)، فعندها تكون صفقة صاحب الخيار هي الرباحة، فلو بلغ سعر الورقة المالية (32) ديناراً، فهنا سيتخذ صاحب الخيار موقف المشتري، فسوف يكون رابحاً (32-29 = 3). ولو انخفضت الأسعار إلى (22) ديناراً، فهنا سيربح أيضاً صاحب الخيار، إذا ما اتخذ موقف البائع، وسيكون ربحه هو: (25 - 22 = 3).

يتضح مما تقدم أنّ الأوراق المالية في عقود الخيارات ليست هي المقصودة بالبيع والشراء غالباً. ومع أنّ الأصل أنّ هذه الخيارات سُوّقت باعتبارها وسائل لدفع المخاطرة أو تحجيمها، إلا أنّ واقع الحال يوضح أنّ المقصود منها هو المضاربة على فروق الأسعار المتوقعة عن الأسعار السوقية عند حلول وقت التصفية، مع الأخذ بالحسبان ثمن الخيار، وهو هنا ثمن تجنب الخطر عندما تكون فوارق الأسعار ليست في صالح صاحب الخيار. وغالباً ما يتم تسوية الفارق دون تبادل الأوراق المالية.

عقود الخيارات في المصافق المالية ومعيار المخاطرة

من الملاحظ من خلال التعريف السابق بالخيارات في الفقه الإسلامي

(33) أحمد. أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 441.

والخيارات بالمعنى الحديث أنّ اختلافاً جوهرياً يوجد بين المفهومين، يمكن تحديده وضبطه بالمفارقات الجوهرية الآتية:

من حيث الغاية والمقصد، فبينما شرعت الخيارات الشرعية من أجل تحقيق العدل بين الطرفين، وتقصيه عن طريق حرية التعاقد وتحقيق كمال الرضا؛ دفعاً للجهالة والخداع والغرر فإنّ الخيارات في سوق الأوراق المالية تكاد تنحصر غايتها في تحميل خطر تذبذب الأسعار للطرف الآخر؛ أي: في شراء مخاطرة السوق أو بيعها، أو في التأمين ضد خطر حوالة الأسواق. والخيار الشرعي مرتبط بعقد البيع؛ إذ ليس له وجود مستقل عن عقد البيع فهو جزء من عقد البيع، وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع، أمّا الخيار المالي فهو عقد مستقل، له عاقدان وصيغة وله ثمن، وهو محل العقد؛ أي أنّ البيع يقع على حق الخيار. وأمّا الخيار الشرعي فلا يقابل بثمن، بينما الخيار المالي فإنه يقابل بثمن، وثمانه مقصد مهم في المعاملة، وكذلك فالخيار الشرعي ليس بمنفعة أو حق يمكن الاعتياض عنه؛ وعليه فلا يمكن بيعه وتداوله، خلافاً للخيار المالي الذي أقرت الجهات المنظمة للسوق الاعتياض عنه؛ ومن ثمّ بيعه وتداوله.

ومن هنا كانت الرؤية المجمعية* تحريم عقود الخيارات المستحدثة، كونها عقداً على محل ليس هو منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه، وبما أنها غير جائزة للاعتبار السابق، فإنه لا يجوز تداولها. هذا، وقد علّل عدد من الباحثين منعها بالغرر الفاحش، فالغرر الفاحش يحيل العقد إلى عقد مقامرة⁽³⁴⁾. وبأنها شرط فاسد⁽³⁵⁾ لا يقتضيها عقد البيع عادة، بل وتنافي مقتضاه؛ لأنّ هذه الخيارات بمثابة اشتراط عدم الخسارة، إذ قصد أن يستفيد منها طرف على حساب الآخر حيث يمنى الطرف الآخر بالخسارة. والشرط

(*) مجمع الفقه الإسلامي، في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992، عدد7، ج1، ص715.

(34) حماد، نزيه. بيع الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي، جدة: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 1986م، ص19.

(35) أحمد محي الدين. أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص445، وما بعدها.

الفاسد هو: «كل شرط يؤدي وجوده إلى غرر وجهالة، ويوجب منفعة عظيمة يتضرر منها الطرف الآخر»⁽³⁶⁾.

بينما ذهب الموسوعة⁽³⁷⁾ العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرطية، بل وذهبت إلى أن حق الخيار يجوز بيعه والاعتياض عنه، ويضيف فريق الموسوعة: «وكما جوزنا العمليات الشرطية البسيطة، فإننا نرى جواز العمليات الشرطية المركبة لنفس الأسباب». وقد استدل فريق الموسوعة بأدلة إجمالية، هي: قوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [المائدة: 1] وقوله ﷺ: «المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً»⁽³⁸⁾، والمصلحة، فالمصلحة المرجوة منها أكبر من المفسدة، أضف إلى ذلك ضرورة وجود سوق أوراق مالية إسلامية؛ للدور الهام الذي تقوم به.

ويظهر من أدلة لجنة الموسوعة أنها أدلة عامة، وليست أدلة في محل قضية البحث، إلا حديث «المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً». لكنّه يصلح دليلاً على منع الخيارات في المصافق المالية، كونه ينص على استثناء كل شرط يحل حراماً. هذا مع ضرورة التنبه إلى أنّ رأي لجنة الموسوعة يمثل وجهة نظر فردية لا ترقى إلى الرؤية الجمعية، هذا من جهة. ومن جهة أخرى كانت رؤية لجنة الموسوعة من بواكير الكتابات في هذا الموضوع حيث لم تنضج الرؤية، وكانت في ظل غياب أي رؤية جمعية؛ لذلك ترجح الدراسة الرؤية الجمعية كونها غرراً فاحشاً، والغرر الفاحش يحيل العقد إلى عقد مقامرة؛ ولأنّها شرط فاسد لا يقتضيها عقد البيع عادة، بل وتنافي مقتضاه؛ لأنّ هذه الخيارات بمثابة اشتراط عدم الخسارة، إذ قصد

(36) ابن رشد. بداية المجتهد، مرجع سابق، مكتبة الكليات الأزهرية، ج2، ص183.

(37) الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية. الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، جدة 1982م، ج5، ص224.

(38) الترمذي. جامع الترمذي، مرجع سابق، كتاب: الأحكام، باب ما ذكر عن رسول الله - صلى الله عليه وسلم- في الصلح بين الناس، حديث رقم: 1352، ص237. وقال عنه الترمذي: حديث حسن صحيح.

أن يستفيد منها طرف على حساب الآخر، حيث يمتنى الطرف الآخر بالخسارة، وكون الخيار ليس محلاً صالحاً للعقد، ولا تجوز معاوضته ولا تداوله. وتدعم الدراسة الرؤية الجمعية؛ مضيقة الاحتجاج بنظرية المخاطرة، وذلك يتضح في الفقرة الآتية:

إنّ الخيارات في المصافق المالية اليوم تقوم على قصد ينافي قصد الشارع؛ فهي ليست بقصد التروي بالمشاورة أو بالاختبار، كما هو القصد الشرعي من خيار الشرط. إنما بقصد المضاربة والمقامرة، أو بقصد تجنب خطر السوق؛ فإذا تأكد المستفيد من ارتفاع سعر الورقة فإنه لصالحه ينفذ الصفقة وإلا قام بإلغائها، وعلى الوجهين فإنّ صاحب الخيار يشتري أمن خطر السوق مقابل عوض، هو ثمن الخيار. وهذا يتنافى مع الشرط الضروري والمعياري الشرعي لاستحقاق الربح، فلا يطيب الربح إلا بالاستعداد لتحمل خطر السوق. وقصد صاحب الخيار هو تحقيق ربح دون الاستعداد لتحمل خطر السوق.

أمّا ثمن الخيار فهو غرامة دون مقابل؛ أي هو خطر محض، يشبه قسط التأمين. بل يشبه الفائدة الربوية؛ لأنّه زيادة عن العوض في عقد البيع وهو معنى الربا، يؤيد ذلك ابن الهمام بقوله: «وما أبطل الشرط الذي فيه منفعة لأحد المتعاقدين إلا لأنه زيادة عارية عن العوض في عقد البيع، وهو معنى الربا»⁽³⁹⁾. كما لا يمكن قياس ثمن الخيار على العربون المجاز في الفقه الحنبلي⁽⁴⁰⁾؛ للمفارقة الجلية، فالعربون هو جزء من ثمن الصفقة، وليس كذلك ثمن الخيار.

وقد تقدم عدم جواز دفع عوض مقابل خطر السوق، وحتى أنظمة التأمين لا تشمل خطر حوالة الأسواق. ويعدّ ثمن الخيار مناقضاً لفحوى نظرية المخاطرة؛ لانعدام التقابل والتكافؤ بين البديلين، فصاحب الخيار إمّا أن

(39) السيواسي. شرح فتح القدير، مرجع سابق، ج 6، ص 444.

(40) المرادوي. الإنصاف، مرجع سابق، الصحيح من المذهب أن بيع العربون صحيح، وعليه أكثر الأصحاب، ج 4، ص 357.

يربح، أو يتنازل عن مبلغ الغرامة (ثمن الخيار) دون مقابل؛ أي كأنه يشترط ضمان الربح أو عدم تحمل الخسارة لإتمام الصفقة، وهذا الضمان يشترطه بالغرامة (ثمن الخيار)، هذا من جهة. ومن جهة أخرى فالخيار يعطي أحد المتعاقدين فرصة واسعة ليحقق مكاسب على حساب من لا يملك الخيار، ولا شك بأن هذا ظلم وجور «فالأصل بالعقود جميعها هو العدل»⁽⁴¹⁾، فالخيارات في المصافق المالية تخرم هذا الأصل، إذ تتيح لصاحب الخيار فرصة معرفة مستويات الأسعار في موعد التصفية ومقارنتها بأسعار التعاقد، ثم يختار بين تنفيذ العقد أو فسخه، أو بين الاستزادة من المبيع أو الاكتفاء، أو بين اختيار أن يكون بائعاً أو مشترياً، وفي هذا ربح ما لم يضمه، وخراج بلا ضمان، وبيع ما لم يقبضه، فغالب المضاربات تتم دون امتلاك للأوراق المالية. ولا يقال إنَّ ثمن الخيار هو الضمان؛ لأنَّ الضمان، بمعنى الاستعداد للربح أو الخسارة، غير منضبط بمبلغ معين؛ لأنَّه مجهول، وهو عائد احتمالي إيجابي أو سلبي، ولا تجوز معاوضته بثمن، وهذا ما سبق تقريره، ويمثل فحوى نظرية المخاطرة، فالاستعداد لتحمل خطر التجارة أو خطر الأسواق هو ما يسوِّغ استحقاق الربح، والخيارات في المصافق تهدف إلى معاوضة هذا الخطر بثمن الخيار، وهذا ممتنع شرعاً؛ لمنافاته منطوق نظرية المخاطرة، والله أعلم.

3. المستقبلات

تتيح آليات المصافق المالية للمُضارب على فروق الأسعار أن يعقد صفقات كبيرة تفوق إمكانياته المالية، مستخدماً ما لديه من رأس مال لتغطية الهوامش اللازمة لعقد هذه الصفقات. كما تتيح له أن يعقد صفقات بيع مكشوفة، بحيث يتعاقد المضارب لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مستقبلاً وهو لا يملك القيمة، ولكنه يفعل ذلك متوقعاً تغير سعر تلك الأسهم لصالحه؛ فيقوم بشرائها عند وقت التسليم، وتسليمها إن كان بائعاً، أو

(41) ابن تيمية. الفتاوى، طبعة الملك سعود، 1382، ج20، ص82.

بالاقتراض لدفع فروق القيمة إن كان مشترياً، هذا ما لم يكن قد باعها قبل استلامها مستفيداً من فروق السعر كربح، وفي واقع السوق الآجلة فإنّ التسليم والتسليم لا يحدث إلا في حالات نادرة، وغالب التعامل بين المضاربين هو عدم وجود نية والتسليم والتسليم، وليس هو الغرض من العقد، بل يتم تسوية فروقات الأسعار بين المتعاقدين؛ فإن كان سعر الشراء أقل من سعر البيع حقق ربحاً، وإن كان أكثر تحمل خسارة تحسم من الهامش الذي دفعه، فإن لم يكفّ طولب بالباقي. ودور الهامش في العقود الآجلة هو تغطية الخسارة المحتملة فيما لو انخفض سعر الورقة المالية، وغالباً ما يتحدد الهامش بأقل من (5%) من قيمة الورقة المالية، ويحدد بناء على التذبذب المتوقع في سعر الورقة المالية⁽⁴²⁾.

من هنا فالمشتري في السوق الفورية عند تعاقدته يكون مستعداً للدفع الكامل لقيمة الورقة المالية، بعد أن دفع هامشاً أكثر من (25%) من قيمة الورقة المالية. بينما في السوق الآجلة فإنّ آليات هذه السوق تتيح له أن يتعاقد وهو لا يملك أكثر من الهامش ولا ينوي أن يوفر باقي القيمة، لكنه مستعد أن يخسر الهامش، وأهم ما يميز هذه العقود (الصورية) الآجلة، هو وجود طرف رابح وطرف خاسر، فلا يحقق الربح إلا فريق واحد، بينما يتكبد الخسارة الفريق الآخر. وتحدد اتجاهات الأسعار المصطنعة، الطرف الرابع. هذا على خلاف مخاطرة التجارة أو الاستثمار؛ إذ لا يوجد هذا التلازم، فقد يربح الطرفان عند ارتفاع الأسعار، أو قد يخسر الطرفان عند استمرار الانخفاض في الأسعار. وهذا فرق مهم تُجلبه الدراسة بين مخاطرة الاستثمار ومخاطرة القمار، فمخاطرة القمار لا ينتج عنها أي إضافة أو فائض، إنّما ما يربحه طرف هو ما يخسره الطرف الآخر، دون أي إضافة لثروة المجتمع. بينما مخاطرة الاستثمار تنتج فضلاً أو فائضاً يستحقه المخاطر، وليس هذا الربح ناتجاً عن خسارة طرف آخر، لكنّه عائد حقيقي يزيد في ثروة المجتمع.

(42) عفيفي، عبد الرزاق. بورصة الأوراق المالية والضرائب، الرياض: دار الصميعة، 2001م، ص 173، 187-188.

كذلك تتميز العقود الآجلة بوجود صفقات خيار يُضارب عليها، وأغلب المتعاملين في السوق الآجلة هم من فئة المضاربين الذين يخاطرون بالهوامش، سعيًا وراء فروق الأسعار المصطنعة، والكاسبون في هذه المضاربات هم الذين يتحقق حدسهم وتخميناتهم في توقع اتجاه الأسعار، إمّا بمحض الصدفة، أو بما لديهم من معلومات تم حججها عن الجمهور غالباً.

محاكمة المستقبلات في المصافق المالية إلى معيار المخاطرة

يمكن تلخيص ما تقدم من توصيف لعقود المستقبلات بأنها تعتمد على تأجيل تسليم الورقة المالية وتأجيل تسليم الثمن إلى المستقبل، إذ يدفع الطرفان تأميناً إلى مؤسسة التسوية في السوق ضماناً للوفاء بالعقد، ويتم تداول عقود المستقبلات هذه، وتنتهي -غالباً- بعدم تسليم الأوراق المالية أو الثمن، وإنما بتسوية المراكز المالية للطرفين في مؤسسة التسوية في البورصة. ومن خلال العرض السابق يتبين أنّ المستقبلات تتضمن مخالفات شرعية عديدة، منها: بيع ما لا يملك؛ فهي وسيلة تتيحها السوق الآجلة ويغتنمها المضاربون ليحققوا أرباحاً دون أن يملكوا الأوراق المالية ودون أن يملكوا الثمن، وبيع الأشياء قبل قبضها؛ بانتهاء العملية دون تسليم ودون تسلّم كما ينص العقد، ولكن بتسوية المراكز المالية للطرفين، وبيع الدين بالدين، والرهان والمقامرة، وممارسات غير شرعية للتأثير في الأسعار.

وهذه المخالفات ترتبط أيضاً بمعيار (المخاطرة)؛ فقد تقدم توضيح الفارق المهم بين المخاطرة المباحة والمقامرة المحرمة، فبينما تستند المخاطرة المباحة إلى العمل أو إلى رأس المال، فإنّ المقامرة لا تستند إلى أي منهما، بل تستند إلى مجرد الحظوظ. لكن قد يقول قائل: بأنّ المقامرة تستند إلى المال أيضاً! لكن المال الذي يقامر به لا يؤطّف لينتج ربحاً محتملاً، بل لا يدخل دورة الإنتاج، وكسب المقامر لا يمثل أي زيادة حقيقية، بل هو إعادة توزيع للثروة على أسس غير مشروعة وغير منطقية، فمجرد الحظوظ لا تنشئ أي إضافة تزيد في ثروة المجتمع. ومن ناحية أخرى -وعلى وجه التأكيد- فإنّ الربح هو عائد المخاطرة المنتجة، ولا تكون المخاطرة منتجة إلا إذا اقترنت بالعمل أو اقترنت بحياسة الأصول المالية.

وعند مناقشة علاقة القبض بالمخاطرة في الفصل الأول، تبيننا أنّ القبض المعترف شرعاً هو القبض الناقل للضمان (مخاطر استمرار الملك). وعليه، فإنّ الحيّزة للأصول المالية تُعدّ قبضاً معترفاً بمجرد انتقال الضمان، لكن لا يمكن تصور انتقال الضمان دون ملك في المعاوضات! وما يجري في عقود المستقبلات هو تحمل المضارب الضمان دون انتقال الملك. بل لا يوجد تملك أصلاً، ولا تتعدّد نية المضاربين على التملك، لكن تتعدّد نيتهم على المخاطرة فحسب؛ فهم يضاربون على فروق الأسعار مخاطرين بالهوامش فحسب، والتي تشكل أقل من (5%) من قيمة الورقة، وكل من أراد أن يخاطر بالهامش له ذلك دون اشتراط أن يكون مالكا للثمن أو للورقة المالية. من هنا فإنّ المستقبلات تخرم معيار نظرية المخاطرة، الذي يقرر ضرورة استناد المخاطرة إلى الملك (مخاطرة استمرار الملك) أو إلى العمل المشروع، وإنّ ما يجري ينطبق عليه وصف الرهان لا وصف الاستثمار المخاطر. فالمراهنات على فروق الأسعار هي التي تنتج مخاطر تذبذب الأسعار، فالمقامر هو الذي يصنع المخاطر بينما الاستثمار ينتج عنه مخاطر اقتصادية تنشأ عن عملية الإنتاج وعن كل إضافة تحسينية للمنتج، سواء بتحويله أو تخزينه أو نقله، ومن يكون مستعداً لتحمل هذه المخاطر هو من يستحقّ الربح، والربح يمثل زيادة حقيقية في ثروة المجتمع. وأخيراً: تبقى المفارقة المفصلية بين مخاطر الاستثمار وبين مخاطر المقامرة في أصل المشروعية في الأولى وعدم مشروعية الثانية، وما سبق إنما هو محاولة لاستجلاء المنطق التشريعي في إباحة الأولى وتحريم الثانية.

واستدراكاً على ما تقدم تجدر الإشارة إلى رأي آخر يرى في المستقبلات وسيلة لتخفيض الخطر؛ إذ توفر سوق المستقبلات أداة لاكتشاف السعر المستقبلي، ومن ثمّ يفيد في اتخاذ قرارات الاستهلاك والإنتاج؛ مما يؤدي إلى التقليل من عدم التأكد، وإلى ترشيد القرارات الاقتصادية. كما يعتقد بعض الباحثين أن تداول المستقبلات يجعل أسعار السلعة المعينة أكثر استقراراً، إلا أن فريقاً آخر يرى عكس ذلك. لكن ما يجدر التنبيه إليه هو: أنّ محاكمة المستقبلات في المصافق المالية إلى معيار المخاطرة يتطرق إلى الوضع

المؤسسي الراهن لأسواق المستقبلية الذي تم تطويره بألية السوق في النظام الرأسمالي؛ إذ تتعارض بعض قيمه وآلياته مع المعايير الإسلامية، الأمر الذي يدعو إلى إعادة هندسته، لتوفيق الوضع المؤسسي لأسواق المستقبلية مع مبادئ المعاملات الإسلامية⁽⁴³⁾.

4. المضاربة على المؤشر

رغم أنّ هذه الوسيلة ليست مستقلة في التعامل، إذ يتم التعامل بها بواسطة الخيارات والمستقبلات. وحقيقتها: أنّ محل العقد ليس هو الأوراق المالية، وإنما بيع وشراء المؤشر، الذي يمثل الرقم القياسي لأسعار سوق ما (حزمة من الأوراق المالية)، من خلال استخراج متوسط لأسعار أسهم عدد من الشركات. وحيث تتقلب أسعار أسهم تلك الشركات طبقاً لحركة التداول غير البريئة غالباً، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط الأسعار وانخفاضها، وبناء عليه ارتفاع المؤشر أو انخفاضه.

وعلى ذلك فالمؤشر متوسط حسابي يستعمل للدلالة على تطور أسعار التعامل في سوق معينة، وعادة ما ينسب هذا الرقم إلى سنة سابقة تسمى سنة الأساس. هذا، ولكل سوق مؤشر خاص، وأقدم هذه المؤشرات وأبسطها، مؤشر: (Dow - Jones)*، ومؤشر: (Standard & Poor's)**، وثمة مؤشرات عديدة

(43) الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد. مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز (الاقتصاد الإسلامي) مجلد15، (2003م)، ص 27-53.

(*) مؤشر Dow - Jones: وهو يمثل وسط حسابي لأسعار ثلاثين شركة صناعية كبرى، وبُديء باستخدامه منذ عام (1884م). ويتم استخراجها على النحو التالي: (س1 + س2 + + س30، 30)، إذ تمثل (س1) إلى (س30) أسعار أسهم الثلاثين شركة التي يضمها، ويقسم الناتج على العدد (30) الذي يمثل عدد الشركات. ومن أهم الانتقادات التي وجهت إلى هذا المؤشر البسيط: أنّه يعطي وزناً متساوياً لكل دولار تغير، بصرف النظر عن نسبة التغير مقرونة بسعر السهم؛ أي أنّه مؤشر غير مرجح، ورغم هذا الانتقاد إلا أنّ هذا المؤشر يأخذ دوراً واضحاً من اهتمام المحللين الماليين. انظر:

- Fosback, Norman G. *Stock Market Logic*. India: Vision Books Pvt. Ltd, the Institute for Econometric Research, 2005, pp. 284-286.

(**) مؤشر Standard & Poor's بُديء استخدامه عام (1923م)، ويضم الآن أسهم (500) =

في الأسواق غير الأمريكية: كمؤشر (الفاينانشال- تايمز) في بريطانيا، ومؤشر (داكس) في ألمانيا، ومؤشر (نيكاي) في طوكيو، ومؤشر (هانج سنغ) في هونغ كونج، والتعامل على هذه المؤشرات يتم طبقاً لعقود الخيارات أو المستقبلات التي سبقت الإشارة إليها.

وصورة المضاربة على المؤشر يمكن تمثيلها بالآتي: يقوم مضارب ما بالتعاقد مع مضارب آخر لشراء عدد معين من وحدات المؤشر، ولنفترض أنها (100) وحدة لمؤشر ما يمثل متوسط أسعار الأسهم في السوق، بسعر (100) دينار؛ أي دينار لكل وحدة مؤشر (متوسط سعر السهم). على أن يتم التنفيذ بعد شهر مثلاً، فإذا ارتفع المؤشر بعد ذلك ليصبح سعر الوحدات المشتراة (120) ديناراً، فإنَّ صاحب الخيار يجري حساباته مقارناً بين ثمن الخيار الذي خسره وبين الربح أو الخسارة الناتجة عن السعر الجديد للمؤشر. فإذا كان الخيار للمشتري، ولنفترض أنَّ ثمن الخيار (10) دنانير، فسوف يُنفذ الصفقة ويكون ربحه (20) ديناراً مطروحاً منها ثمن الخيار، فيكون صافي ربحه (10) دنانير، وإذا كان الخيار للبائع فسوف يختار عدم إجراء الصفقة؛ ليكون صافي ربحه -أيضاً- عشرة دنانير.

ومن خلال هذا التوضيح المبسط يتضح أنَّ التعاقد يتم على المؤشر، ولا يتصور التسليم أو القبض؛ لأنَّ المؤشر ليس بسلعة أو ورقة مالية، بل شيء مجرد (كدرجة الحرارة)، ولا يصلح فقهاً أن يكون محلاً للعقد. وهي عملية مراهنه على ارتفاع المؤشر، كمن يتراهن على درجة الحرارة في الغد على ارتفاع من جهة المراهن الأول وعلى الانخفاض من جهة المراهن الثاني! وبذلك يتضح أنَّ آليات التعامل في المصافق المالية صممت لخدمة المضاربين

= شركة منها: (400) شركة صناعية و(40) شركة مالية و (40) شركة خدمات و (20) شركة مواصلات. ويتم حساب مؤشر Standard & Poor's حسب المعادلة الآتية: (م س1xص)، (م سxص). حيث: م يعني مجموع، س: متوسط أسعار فترة الأساس، س1: متوسط أسعار فترة المقارنة، ص: عدد الأسهم في فترة الأساس مرجحة بتجزئة الأسهم. ومن أهم ميزات مؤشر Standard & Poor's أنه يعطي وزناً ترجيحياً للأسهم التي تتداول أكثر من غيرها. وانظر:

المحترفين* الذين لا همّ لهم إلا المراهنة على سلوك القطيع من جمهور المراهنين، ولا علاقة لهذا السلوك بقرارات الاستثمار، بل مجرد مراهنات.

محاكمة المضاربة على المؤشر لنظرية المخاطرة

تبين أنّ تصميم التعامل في المصافق المالية وُجِدَ لخدمة المضاربين المحترفين، وقد أدى تصميمها على هذا النحو إلى خلق وسائل دفع لا يقابلها شيء، إذ تقوم البنوك بتقديم التمويل لهذه المضاربات؛ مما يُضخّم حجم الاقتصاد النقدي أضعافاً مضاعفة إزاء الاقتصاد الحقيقي، وغالباً ما تتم تسوية الصفقات دون قبض لمحل العقد، بل أخذ الفرق فقط؛ إمّا لعدم وجود نية لذلك من البداية، وإمّا لعدم وجود محل للتعاقد، كما هو الحال عند المضاربة على المؤشر.

وهذا التصميم للتعامل في المصافق المالية أوجد وسائل دفع لا يقابلها شيء معتبر شرعاً، فحق الخيار ليس مالاً متقوماً باللغة الفقهية حتى يعترض عنه، وكذلك المتوسط الحسابي الذي يُمثله المؤشر. من هنا يتقرر خرق هذا النوع من التعامل لجملة الأحكام الشرعية، ولما تقرره نظرية المخاطرة، وقد تقدم بيان معايير نظرية المخاطرة، التي تمثل حداً فاصلاً بين المخاطرة وبين المقامرة؛ فاستناد المخاطرة إلى الملك المشروع والعمل المشروع، هو ما يميزها عن المقامرة، فالعمل الاقتصادي المنتج هو منشأ المخاطرة المشروعة، ولا تنفك عنه. أمّا المراهنة على المؤشر فإنّها تفتقر إلى المشروعية ابتداءً؛

Cooke, Gilbert W. *The Stock Markets*. New York: Simmons-Boardman Publishing Corporation, 1969, p. 68.

(*) المضارب المحترف: وهو الذي يضارب معتمداً على معلومات بحكم قربه من مراكز القرارات الاقتصادية والسياسية، ومعتمداً على جهاز من المختصين الفنيين بالتحليلات المالية. وإذا ما تمكن مضارب محترف من الإثراء عن طريق المضاربة، يسمى بالمضارب الكبير، ويكون لمضاربه تأثير كبير في حركة الأسعار وحجم التداول، وتصبح مضاربه بمثابة مؤشر إلى أحوال السوق. انظر:

- جميعي، مقبل. الأسواق والبورصات، الإسكندرية: مدينة النشر، دت، ص 123-126.

لأنّها تجردت عن العمل المشروع، فهي مخاطرة مجردة عن التوظيف، ولا تستند إلى القرارات الاستثمارية، ولا تستند إلى دورة الإنتاج في أي مرحلة من مراحلها؛ لذا فلا تستحق الربح بوصفها عائداً مشروعاً للمخاطرة، بل هي صورة من صور القمار والميسر، وأكل المال بالباطل. فمشتقات العقود هذه (الخيارات، والمستقبليات، والمضاربة على المؤشر) هي تعامل على شيء غير موجود، وهي بيع صوري، وبيع ما لم يقبض، وبيع ما ليس متقوماً ومعجزاً عن تسليمه. كما أنّها ليست ذات منفعة للاقتصاد، لكنّها تنفع مؤسسات سوق الأوراق المالية، والناشطين فيه، وبعض المضاربين الرباحين بما يتقابل مع ضرر المضاربين الخاسرين، لكنها غير مشروعة؛ لما فيها من صورية القبض، وصورية المال، وصورية المعاملة التي تخفي خلفها القمار في أوضح صوره. فيتعين شرعاً عدم التعامل بهذه الصور الأنفة الذكر، والاكتفاء بالصور المشروعة من البيع الناجز أو بالسلم، ضمن الضوابط الشرعية المقررة: ﴿وَأَنَّ هَذَا صِرَاطٌ مُسْتَقِيمٌ فَاتَّبِعُوهُ وَلَا تَتَّبِعُوا السُّبُلَ فَتَفَرَّقَ بِكُمْ عَن سَبِيلِهِ ذَلِكُمْ وَصَّاكُمْ بِهِ لَعَلَّكُمْ تَتَّقُونَ﴾ [الأنعام: 153].

5. عمليات الشراء والبيع على المكشوف

في هذا المطلب تناقش الدراسة عمليات الشراء والبيع على المكشوف، وتضرب الذكر صفحاً عن المعاملات العاجلة والعادية، وهي تلك العمليات التي يلتزم كل من البائع والمشتري بتسليم الثمن وتسليم الأوراق المالية حالا أو خلال مدة وجيزة، كما هو الحال في سوق نيويورك، إذ يلزم أن تصفى العمليات العاجلة في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية، بينما في أسواق أخرى تتم خلال يومين⁽⁴⁴⁾ وتضرب الدراسة صفحاً عن مناقشة العمليات العاجلة؛ لأنّها الأصل الذي ينتظر العمل به في سوق إسلامية للأوراق المالية مأمولة ومنتظرة، حيث تستوفي كل أركان صحة عقد البيع وشروطه، وحيث ينتقل ضمان مخاطر السوق من البائع إلى المشتري.

(44) كتظم، مراد. البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، بيروت: المطبعة التجارية، 1967م، ص 100.

كذلك لا تمعن الدراسة هنا في مناقشة عمليات الشراء بالهامش، التي تعني اقتراض جزء من ثمن الصفقة لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، بغرض المضاربة على أسعار الورقة المالية محل العقد. ولا يخفى أنّ الاقتراض من السمسار الذي يتعامل معه العميل أو مؤسسات التمويل المتخصصة بهذا الشأن، يقوم على أساس الاقتراض بالفائدة الربوية المحرمة، إذ تقوم السلطات النقدية بتحديد جهات التمويل، والحجم المسموح به (الهامش)، وأسعار الفائدة، ومدة القرض. ونظراً لوضوح مخالفتها لأحكام التعامل في الفقه الإسلامي -لربوية المعاملة وخروجها عن المعايير الشرعية، إضافة إلى المضاربة على فروق الأسعار المصطنعة- فإنها تخرج عن قضية الدراسة.

كذلك لا تقف الدراسة طويلاً لمناقشة العمليات الباتة والقطعية، التي تعني: ضرب موعد ثابت يسمى موعد التصفية، يلتزم فيه المتعاقدان بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية، ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية، إذ تنتهي العملية عادة بخسارة أحد الطرفين وربح الطرف الآخر، إلا إذا كان سعر الورقة المالية في يوم التصفية مساوياً لسعرها حين العقد. وقد يكون التجاوز عن شبهة مؤخر البديلين في سوق السلع العينية موضع اعتبار؛ على اعتبار أنّ هذه العمليات تغطي حاجة قائمة للمنشآت الإنتاجية، ولا تصادم منطوق نظرية المخاطرة، إلا أنّ الأمر مختلف فيما يختص بالتعامل البات القطعي في سوق الأوراق المالية؛ وذلك لعدم انطباق اعتبارات الحاجة التي تنزل منزلة الضرورة؛⁽⁴⁵⁾ ففي قطاع الإنتاج تحتاج المصانع إلى ضمان ورود المادة الخام إليها في مواعيد منضبطة، لتواصل عمليات الإنتاج دون تحمل نفقات التخزين، لذلك تحتاج أن تبرم عقوداً لضمان توريد المواد الخام على فترات زمنية تلائم حاجتها، كذلك لتسويق منتجاتها فيما يشبه عقد الاستصناع. بينما لا توجد هذه الحاجة التي تنزل منزلة الضرورة في سوق الأوراق المالية، هذا فضلاً عن نشاط المضاربة على فروق الأسعار في

(45) حماد. بيع الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص 28-29.

المصافق المالية، الذي هو موضع تشكك وريبة، وسيأتي بيان ذلك لاحقاً.

أما عمليات البيع على المكشوف فهي محط رحالنا في هذا المطلب، لكنها وقفة المرتحل. وتعني عمليات البيع على المكشوف أو البيع القصير (Short Sell) بيع أوراق مالية غير مملوكة للبائع عند عقد التصفية، إذ يتم تسليم الأوراق المالية عندما يحين موعد التسليم باقتراضها من الوسطاء. كما تعني التعاقد لشراء أوراق مالية مستقبلاً وهو لا يملك قيمتها، متوقعاً تغير أسعارها لصالحه، فيقوم بالاقتراض عند موعد التصفية لدفع قيمتها. هذا، ولا يمتنع من الناحية الإجرائية أن يقوم ببيعها قبل تسلمها مستفيداً من فرق السعر، وهي أهم وسائل المضاربة في المصافق المالية. وتجري وفق الخطوات الآتية⁽⁴⁶⁾:

- بيع المضارب لأسهم لا يمتلكها بوساطة السمسار، إذ يزوده السمسار بأوراق مالية مملوكة للغير وبغير علمه.

- إتمام العملية بتسليم أسهم مقترضة، مع احتفاظ السمسار بالثمن كرهن.

- شراء هذه الأسهم فيما بعد بأسعار منخفضة من خلال السمسار.

- إعادة الأسهم لصاحبها.

- يحصل المضارب على الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، كما يحصل السمسار على العمولة وعلى فائدة القرض، ويكون المضارب هو المتحمل لمخاطر تغير سعر الورقة المالية.

وبوجه عام فإنّ هذا النوع من التعامل يمكن توصيفه بأنّه: « عمليات بيع الممتلكات المستعارة»⁽⁴⁷⁾ إذ يعمد إليه كبار المتخصصين الذين يحاولون التحكم في أسعار الأوراق المالية؛ مما حدا ببعضهم أن يصفه: بأنّه «شر

(46) أحمد محي الدين. أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص432. وانظر أيضاً:

- هارون، محمد صبري. أحكام الأسواق المالية، عمان: دار النفائس، 1999م، ص266 وما بعدها.

(47) Stedman, E.C and A. N. Easton. *Organization and Operation of the New York Stock Exchange*. New York: Greenwood Press, 1969, p.293.

محض يجب إلغاؤه»⁽⁴⁸⁾. ومن أهم الآثار السلبية لعمليات البيع على المكشوف هو إعطاء أسعار سوقية وهمية للورقة دون الرجوع للمركز المالي للشركة المصدرّة لتلك الورقة، وهذا من شأنه أن يضعف كفاءة السوق.

وعند محاكمة عمليات البيع على المكشوف في المصافق المالية إلى نظرية المخاطرة، فإنّ واجدون هذه العملية تنتهك معيار المخاطرة، وتناقض معنى من معانيها؛ وذلك أنّ ما تقرر سابقاً هو: أنّ الربح عائد الملكية المخاطرة، أو العمل المخاطر، أو هو عائد الملكية المخاطرة والعمل المخاطر معاً. أمّا ما يحصل في عمليات البيع على المكشوف فهو بيع (المضارب على فروق الأسعار) أوراقاً مالية لا يملكها، ثم يقوم بعد ذلك بشرائها أو استعارتها، وهذا لا يجوز؛ لنهي النبي -عليه السلام: «لا تبع ما ليس عندك»⁽⁴⁹⁾، ويقول الصنعاني في شرحه: «دل على أنّه لا يحل بيع شيء قبل أن يملكه»⁽⁵⁰⁾. وفي المغني: «ولا يجوز أن يبيع عينا لا يملكها ليمضي ويشترها ويسلمها»⁽⁵¹⁾. وفي نيل الأوطار: «ما ليس عندك؛ أي ما ليس في ملكك وقدرتك»⁽⁵²⁾.

وفي تحفة الأحوذني: «وفي معناه بيع مال غيره بغير إذنه؛ لأنه لا يدرى هل يجيز مالكة أم لا؟ وبه قال الشافعي -رحمه الله- وقالت جماعة: يكون العقد موقوفاً على إجازة المالك. وفي قوله: «لا تبع ما ليس عندك» دليل على تحريم بيع ما ليس في ملك الإنسان ولا داخلاً تحت مقدرته، وقد استثنى من

Ibid, p.293

(48)

(49) الزيلعي. نصب الرأية، مرجع سابق، وقال: رواه الأربعة وحسنه الترمذي، ج4، ص9. - ابن ماجه. السنن، مرجع سابق، كتاب: التجارات، باب: النهي عن بيع ما ليس عندك، حديث رقم: 2187، ص236. وقال عنه الشيخ الألباني: صحيح، في: الألباني، صحيح سنن ابن ماجه، مرجع سابق، نفس الكتاب والباب، حديث رقم: 1780-2187، ج2، ص13.

(50) الصنعاني، محمد بن إسماعيل. سبل السلام، مصر: المكتبة التجارية الكبرى، دت، ج3، ص17.

(51) ابن قدامة. المغني، مرجع سابق، ج4، ص145.

(52) الشوكاني، محمد بن علي. نيل الأوطار، القاهرة: مصطفى البابي الحلبي، 1347، ج5، ص175.

ذلك السلم فتكون أدلة جوازه مخصصة لهذا العموم⁽⁵³⁾.

وعليه، فإنّ هذا التصرف من المضارب على فروق الأسعار يُعدّ اعتداءً على ملك الغير، وهو نوع من الغضب، والتصرف في مال الغير بغير إذنه. ولا يطيب الربح لوجهين: الأول: وهو المخاطرة بملك الغير من غير إذنه، ويعدّ الغاصب ضامناً، ولا يطيب له الربح عقوبة له. والثاني: لا يخلو ربح المضاربات على فروق الأسعار في المصافق المالية من ريبة، وهذا ما تناقشه الدراسة في الآتي.

ثالثاً: المضاربة في المصافق المالية (مفهومها، وعلاقتها بالمخاطرة والمقامرة، ودورها)

غني عن القول باختلاف المفهوم الشرعي للمضاربة عن المضاربة (speculation) في المصافق المالية، التي هي موضوع الدراسة في هذا المطلب. فبينما يرى الكثيرون أنها أداة مبتكرة من أدوات المقامرة، يراها آخرون أداة تؤدي دوراً اقتصادياً بشأن توازن الأسعار، وتغذية السوق بالسيولة، والتنبؤ بالأحوال الاقتصادية. في حين يقف آخرون موقفاً وسطاً مشبهينها بملح الطعام، قليل منه يفيد، وكثير منه يفسد الطعام⁽⁵⁴⁾. وفي النقاط الآتية توضيح لمفهومها، وعلاقتها بالمخاطرة والمقامرة، ومناقشة لدورها المزعوم.

1. مفهوم المضاربة في المصافق المالية

ليس الغرض من تعريف المضاربة هنا إضافة تعريف جديد يثري الأدبيات الاقتصادية، لكنّ غرض الدراسة هنا هو اختيار تعريف يصف ما عليه واقع المصافق المالية، ثم محاكمة التعريف المختار إلى معيار المخاطرة والشرط الضروري للسلامة الشرعية، وتكون هذه المحاكمة مقتصرة على المفهوم المختار، ولا تتجاوزه.

(53) المباركتوري. تحفة الأحوذى، مرجع سابق، ج4، ص360.

(54) محيي الدين، أحمد. أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص479.

تُعرَّف المضاربة في المصافق المالية بأنّها: «عملية بيع وشراء صوريين للاستفادة من فروق الأسعار»⁽⁵⁵⁾. أو هي «بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، إذ ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى»⁽⁵⁶⁾. وقد اخترت هذا التعريف؛ لأنه أقرب توصيف لما عليه غالب التعامل في المصافق، ويمكن أن تضيف الدراسة إليه قيداً آخر، وهو غرض ونتيجة وشرط يتمثل في: تعمد إحداث فروق الأسعار للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، من خلال الاحتكار والاعتبارات النفسية، وإيجاد حركة مبادلات وهمية، وترويج الإشاعات والمعلومات المغلوطة.

ويمكن تجلية قيود التعريف المختار بما يلي:

- صورية العقود؛ أي بيع وشراء صوريين: فالعملية لا تعدو أن تكون دفع فروق الأسعار وقبضها يوم التصفية، وهذا يبرز بوضوح جانب المقامرة في عمليات المضاربة حسب هذا التوصيف. فنية التملك والتملك منتفية. ومن مظاهر صورية العقد: التعاقد على أوراق غير مملوكة للبائع وثمر غير مملوك للمشتري، والاكتفاء بمبلغ التغطية.

- عدم وجود ترابط بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية، أو انخفاض معدل الارتباط: وهذا يعني أنّ ثمة عوامل مستقلة عن قيمة الأصول المالية التي تمثلها الورقة وربحياتها، هي التي تؤثر في قيمة الورقة السوقية.

- اصطناع فروق أسعار ليست طبيعية: وهذا واضح من خلال إحداث تذبذب في أسعار الورقة المالية خلال مدة وجيزة، بينما فروق الأسعار الطبيعية مرتبطة بربحية الشركة وإنتاجيتها، وأرباحها التاريخية، ويتطلب ظهورها مدىً زمنياً معقولاً.

(55) الخطيب، عبد الكريم. السياسة المالية في الإسلام، بيروت: دار المعرفة، 1975م، ص183.

(56) محيي الدين. أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، 484-485.

2. الفرق بين المخاطرة والمضاربة على فروق الأسعار في المصافق المالية:

يحاول البعض⁽⁵⁷⁾ إعطاء المضاربة في المصافق المالية معنى إيجابياً يتطابق مع مفهوم المخاطرة في التجارات وفي الأنشطة الإنتاجية؛ خروجاً بها عن معنى المقامرة، وعن مأزق الواقع العملي لها في المصافق المالية، فقالوا هي: التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار وتحقيق الربح من جراء ذلك التنبؤ، موردين تعريف (آدم سمث) للمُضارب بأنه: كل من أراد الحصول على أرباح غير عادية عن طريق إنشاء صناعة جديدة، أو إدخال وسائل حديثة في الزراعة.

وهذه التعريفات التي غالباً ما تساق في الأدبيات الاقتصادية توهم بتطابق المفهومين: مفهوم استحقاق الربح بالمخاطرة (الخراج بالضمان)، ومفهوم تحقيق الربح من جراء التنبؤ بفروقات الأسعار. والمفارقة بين المفهومين شاسعة جداً، فبينما تستند المخاطرة إلى العمل المنتج الذي تمثل فيه الملكية المخاطرة، العنصر الأهم، فكل مشروع تجاري أو إنتاجي لا يخلو من عنصر الخطر، وهذه المخاطرة يصعب وضعها على أسس إحصائية، وهو المعنى الذي تركز عليه هذه الدراسة. نجد المضاربة في المصافق المالية - كما هو عليه غالب التعامل في المصافق المالية - تخرج عن هذا المعنى؛ فالمخاطرة في هذه المضاربات لا تستند إلى العمل المنتج من جهة، ومن جهة ثانية لا تستند إلى الملكية المخاطرة، بل تستند إلى مجرد الحظوظ، وهي مخاطرة القمار، وهذا ما نص عليه ابن القيم عند التفريق بين خطر التجارة وخطر القمار. والأدب الاقتصادي - غالباً - لا يميز بين المخاطرتين، فمجرد الأذخار في حد ذاته يتضمن عنصر الخطر، وبه يستحق حامل السندات الأرباح من خلال المضاربة عليها. لكن جيلبرت كوك (Gilbert Cooke) تنبه إلى هذه المفارقة الحاسمة، إذ يرد على ذلك بقوله: « إن حامل السهم الذي له الملكية في شركة ما، ويفترض إمكانية وجود الخسارة، فإنه يتحمل مخاطرة تختلف اختلافاً واضحاً عن تلك التي يتحملها المضارب في أسعار الأوراق المالية»⁽⁵⁸⁾.

(57) جمبيعي. الأسواق والبورصات، مرجع سابق، ص122.

Cooke, Gilbert W. *The Stock Market*. p.390.

(58)

المقامرة والمضاربة في المصافق المالية

الفرض الأساسي الذي تقوم عليه نظرية المقامرة هو: «الرغبة في الشراء المفاجئ من دون مجهود أو مشقة»⁽⁵⁹⁾. ويرى (ديفرو) أنّ المقامرة هي كبش الفداء لتناقضات الأسهمية⁽⁶⁰⁾. وتعرف (Rix) المقامرة بأنها: «البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة». ويقول (King) بأنّ سوق الأوراق المالية: مجرد نادٍ للقمار تجمع فيه الثروات الخيالية في غمضة عين، كما أنّ خسائر كاسحة يمكن أن تحل بالمتعاملين في لحظات⁽⁶¹⁾.

ويؤكد هذا المعنى مطالعة نتائج المضاربات على الأوراق المالية في عناوين الصحف، حيث يلاحظ تحقيق الثروات الضخمة وحصول الخسارات الهائلة دون أي تفسيرات اقتصادية لما يحدث، ويؤكد ذلك جيلبرت كوك (Gilbert Cooke) معترضاً بقوله: «لن تجد هناك تمييزاً بين المقامرة والمضاربة»⁽⁶²⁾.

ويؤكد واقع الحال الذي آلت إليه المضاربات في المصافق المالية، تلك التحذيرات من قبل أنصارها، لوضع ضوابط تحول دون تعطيل دورها الاقتصادي، وتلك الدعوات لضرورة تخليص المضاربات في المصافق المالية من سلبيات تخرجها عن أداء دورها الاقتصادي المنشود. ومن ذلك: «يجب وضع قواعد أصولية موضوعية للمضاربة تخرجها من مفهوم اليانصيب والمقامرة؛ لتقوم برسالتها في تأمين السيولة. كما يجب أن تراقبها الحكومة للحيلولة دون تلاعب بعض الأفراد بمقدرات البورصة، فتكون النتيجة الحتمية تسلط فئة على أخرى، والرجوع إلى شريعة الغاب في المعترك الاقتصادي. وينبغي على جمهور المتعاملين الابتعاد عن المضاربة على أساس الحدث

(59) زيدان، أكرم. سيكولوجية المقامر: التشخيص، والتنبؤ، والعلاج، الكويت: عالم المعرفة - مطابع السياسة، 2005م، ص48.

(60) المرجع السابق: الصفحة نفسها.

(61) King, W.T.C. *The Stock Exchange*. London: Published for the Council of the Stock Exchange, 1954, p.10.

Cooke, Gilbert W. *The Stock Market*. p.391.

(62)

النفساني كما لو كان الأمر يتعلق بشراء ورقة يانصيب أو بمقامرة»⁽⁶³⁾.

ومن هذه التحذيرات: «قد تحيد المضاربة عن غرضها الأصلي فتقلب إلى مقامرة إذا كان القائم عليها لا يعتمد على مسببات حقيقية، بل اعتمد على مجرد الحظ»⁽⁶⁴⁾.

وعن مَصار⁽⁶⁵⁾ هذه المضاربات في فروق الأسعار تحدثت الأدبيات الاقتصادية الشيء الكثير، إذ لا تختلف عن المقامرة. بل إنّ ضرر المقامرة يقتصر على المقامرين، بينما ضرر المضاربة على فروق الأسعار يلحق بمجموع الأمة؛ فهي تسحب الثقة من السوق، وتعرض الكثير من المضاربيين إلى الإفلاس، وهي تكثر الطلب على أوراق مالية معينة، مما يؤدي -وبشكل تلقائي- إلى ارتفاع أسعارها، لاسيّما مع وجود فئة المروّجين الذين يروّجون أخباراً كاذبة عن أهمية بعض الشركات؛ حتى يتهاافت الجمهور على اقتناء أسهمها، وارتفاع الأسعار المصطنع هذا يسبب الأزمات. وهناك ضرر كبير للمضاربات على فروق الأسعار من جهة توزيع الثروة؛⁽⁶⁶⁾ إذ تؤدي إلى فكّك التلازم المنطقي بين الجهد والمكافأة، فتتضخّم ثروة المحتكرين، وتتضخم ثروات الأطراف التي تمتلك معلومات أكثر لاسيّما عن تدخلات السلطة وقراراتها المستقبلية. وذلك التضخم في الثروات ليس نتاجاً لزيادة الناتج أو زيادة ثروة الأمة، بل هو تضخّم على حساب الفئات الأخرى (الضحية). وهو تمرد على معيار المخاطرة في توزيع المقسوم الاجتماعي؛ فبينما يقيم منطوق نظرية المخاطرة تلازماً شرعياً ومنطقياً بين الجهد والمكافأة. وبين المال والعمل المخاطرين والريح، تقوم تلك المضاربات على فكّك هذا التلازم، وتقيم تلازماً غير شرعي وغير منطقي بين الحظوظ والصّدف وبين المكافآت.

(63) مراد كاظم. البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص 221.

(64) جميعي. الأسواق والبورصات، مرجع سابق، ص 131.

(65) محي الدين، أحمد. أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 509 وما بعدها.

(66) نقلاً عن: مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز - جدة 1984م، عدد 1، مجلد 2، ص 22.

وبين الاحتكار الخاطئ -سواء للأوراق المالية أو للمعلومات- وبين المكافآت.

3. المخاطرة الاستثمارية، ودور المضاربة المزعوم

يمكن التمييز بشكل دقيق وواضح بين المخاطرة الاستثمارية، وبين المضاربة في المصافق المالية على فروق الأسعار، من خلال الاعتبارات الآتية:

- مخاطر استمرار الملك: إنَّ اقتناء المستثمر للسهم -الذي يمثل حصة في الأصول المالية للشركة؛ رجاء الارتفاع في قيمة الأصل الحقيقية في الأجل الطويل أو المتوسط، نتيجة الاعتبارات الاقتصادية البحتة والمجردة عن المقامرة- هو أهم ما يميز المخاطرة الاستثمارية عن المضاربة على فروق الأسعار. ويوضّح (كينز) هذا الفرق: «المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، أما الاستثمار فهو التنبؤ بالغلال المتوقعة للأصول المالية طوال فترة بقائها»⁽⁶⁷⁾. إذ يُقرر المستثمر اقتناء أسهم شركة ما بناء على اعتبارات ودراسات اقتصادية بحتة، لا على الاعتبارات النفسية التي يصنعها المروجون؛ فمخاطرة الاستثمار حافزها الأمل -في تحقق التوقعات المبنية على اعتبارات اقتصادية موضوعية- في زيادة القيمة الحقيقية للأصل الاستثماري، وهذا يتضمن المردود السنوي والتراكمات الرأسمالية، وهذا يتطلب ضرورة الاستعداد لتحمل مخاطر استمرار الملك. بينما المضاربة على فروق الأسعار حافزها الأمل -المبني على اعتبارات نفسية يصنعها المروجون- في ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية أو انخفاضها، إذ يسعى المضارب إلى التخلص من مخاطر استمرار الملك بعدة طرق تتيحها عمليات التحوط والوقاء وآليات المضاربة على فروق الأسعار في المصافق المالية: كالخيارات، والمستقبلات، والبيع على المكشوف، والمراهنة على المؤشر، الخ، بل في كثير من الأحوال لا يوجد ملك أصلاً.

(67) نقلاً عن: مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز - جدة، 1984م، عدد 1، مجلد 2، ص 22.

- سلامة جهاز الأسعار من التشوهات: فمخاطر الاستثمار تتميز -بشكل جلي- عن المخاطرة القمارية في المصافق المالية، عندما تكون السوق مستقرة، واستقرارها مرتبط ببعدها عن التشوهات، وتلعب المضاربة على الفروق دوراً جوهرياً في تشويه هيكل السوق وآليته، وتزيدها الاحتكارات تشويهاً؛ بهدف إحداث اضطراب في أسعار الأوراق المالية، وهو الميدان الخصب للمخاطرة القمارية.

- درجة المخاطرة: كذلك تتميز المخاطرة الاستثمارية من المخاطرة القمارية في المصافق، بدرجة مخاطرة أدنى نسبياً، وبخضوعها للاعتبارات الاقتصادية؛ فالمخاطرة الاستثمارية تتميز عوائدها (الربح أو الخسارة) بالدورية والثبات النسبي وعدم تضخمها بشكل مفاجئ. بينما تتميز المخاطرة القمارية بالارتفاع الحاد، وتتميز عوائدها بفكك التلازم عن الاعتبارات الاقتصادية أو تدني هذا التلازم. وهذا يرجعنا إلى معيار (عطية) الفاصل بين المخاطرة المباحة والمخاطرة المحرمة، ولكن ما تعتقده هذه الدراسة أغلبية المعيار وعدم قطعيته في حده الأعلى، فمخاطرة القمار تصل درجتها إلى (100%) بينما مخاطرة الاستثمار فهي -ولا بد- تتجاوز (1%)، وغالباً هي أقل من (100%). وعليه فإنّ الخسائر التي قد تصيب المستثمر غالباً ما تكون أدنى من المخاطرة القمارية في المصافق، ويمكن تغطيتها من الأرباح الاحتياطية. أما المخاطرة القمارية في المصافق المالية فغالباً ما تكون كبيرة وقد تقذف بالمقامر إلى الإفلاس.

- المدة الزمنية لحيازة الأوراق المالية: بما أنّ قرار المستثمر مبني على اعتبارات إنتاجية المشروع وربحيته، والتي يتوصل إليها من خلال مراقبته للمؤشرات الاقتصادية، فإنّ اتخاذ قرار آخر ببيع أسهمه في المشروع لفرصة أفضل غالباً ما يتطلب وقتاً أطول نسبياً بما يكفي لحدوث تغيرات جوهرية في ربحية المشروع، وعليه فإنّ حيازة الأوراق المالية قد يستمر لسنوات. أما المخاطرة القمارية فإنّها تقتنص أي فرصة سريعة لتذبذب الأسعار يظهر فيها ربح، وغالباً ما يكون ذلك في الأجل القصير جداً، وعليه فإنّ حيازة الأوراق المالية إن تحققت فإنّها تتحقق لفترة قصيرة، وربما كانت أسابيع أو أقل.

وتؤكد (Rix): «التفريق بين دافعي المضاربة والاستثمار يعتمد كذلك على المدى الزمني، فالفترة القصيرة التي تُحمل الأوراق المالية خلالها تعني عدم اعتبار الاستثمار»⁽⁶⁸⁾.

- نوع التعامل: فالتعامل الناجز المجرد عن عقود الخيارات أهم ما تتميز به المخاطرة الاستثمارية، ولا ريب أنّ اقتناع المستثمر بجدوى مشروع ما، يدفعه إلى السعي للاكتتاب في أسهم هذا المشروع أو شراء أسهمه المطروحة للبيع في المصافق المالية، مما يعني أنّ السوق العاجلة أو النّاجزة هي محط اهتمام المخاطرة الاستثمارية، إذ يكون البيع بقصد التملك والتملك. بينما تمثل السوق الآجلة، وعقود الخيارات والمستقبلات، والبيع على المكشوف، والمضاربة على المؤشر محط اهتمام المخاطرة القمارية، وهي لا ريب صمّمت خصيصاً لتستوعب نشاط المخاطرة القمارية، حيث صورية البيع دون قصد التملك والتملك.

هذه التمايزات تجلّي الفرق بين مخاطرة الاستثمار وبين مخاطرة القمار في المصافق المالية، ولا يعني ذلك عدم جواز بيع الشريك حصته متى شاء فذلك جائز فقهاً، فإحلال شريك مكان آخر- من خلال تداول الأسهم- لا غضاضة فيه، لكنّ الشريعة تحفظ لباقي الشركاء حق دفع أي ضرر محتمل جراء انسحاب أحد الشركاء، وهو ما يعرف بحق الشفعة* المقرر شرعاً. ومن جهة أخرى فإنّ تربص التاجر ارتفاع الأسعار في سوق السلع لا غضاضة فيه من الناحية الشرعية طالما خضع نشاطه للضوابط الشرعية، لكنّ تأمل تلك الضوابط الشرعية من: نفي الاحتكار، والتواطؤ لرفع الأسعار، والنهي عن تلقي الركبان، ونفي الغبن والجهالة والغرر والنجش**، واشتراط قبض المبيع قبل بيعه، ما يضمن سلامة جهاز الثمن وآلية السوق من التشوه،

Rix, M.S. *Stock Market Economics*, London: Sir Isaac Pitman & Sons, 1963, p.205. (68)

(*) وهي استحقاق الشريك انتزاع حصة شريكه المنتقلة عنه من يد من انتقلت إليه (وبالضمن نفسه)، وهي ثابتة في السنة والإجماع. انظر:

- ابن قدامة. المغني، مرجع سابق، ج5، ص178.

(**) النجش هو: "أن يزيد في السلعة من لا يريد شراءها ليضر المشتري" (بل ليحقق =

وعندها لا تظهر فروق أسعار خاطفة ومصطنعة؛ الأمر الذي يجفف منابع المضاربة على فروق الأسعار. هذا، وينبغي أن يكون للسياسة الشرعية دور القوامة والرقابة على الأسواق، ولا بد للجهة المشرفة على تنظيم الأسواق المالية من وضع الضوابط (قوانين ولوائح)، التي تضمن عدم انحرافها عن أداء الدور المنشود، والتي تقيد عمليات التداول بما ينفي ظاهرة المضاربة على فروق الأسعار، وبما يضمن استقرار الأسعار بحيث تعكس القيم الحقيقية للأصول المالية.

ويتذرع أنصار المضاربة على فروقات الأسعار بدورها في التنبؤ بالأحوال الاقتصادية، وبأنها تشكل حافزاً للاختراع والابتكار، وبدورها في تغذية السوق بالسيولة، ودورها في توازن الأسعار! لكنّ هذه الدراسة تنازع في ذلك؛ فلم يكن للمضاربة على فروق الأسعار دور يذكر في حفز الابتكار والاختراع، بل المخاطرة هي لعبة هذا الدور، وهي تعني رغبة حقيقية في الدخول في مشروع لم يطرق من قبل، بدافع الأمل بالنجاح، ولكنه أمل عريض بالربح، مستنداً إلى دراسات جدوى واعتبارات اقتصادية بحثية، مع الاستعداد لتحمل المخاطر، مخاطرة في الأموال والجهود التي توظف في المشروع، وهي عادة توظف لآجال طويلة. أمّا المضاربة على فروق الأسعار فهي طفيلية، وتأتي مرحلة لاحقة ومتأخرة عن مرحلة الإقلاع، وهي توظيف مؤقت في معاملات مالية ولا يتبعها أيُّ استخدامات حقيقية للموارد، وتستند إلى مجرد التخمين بعيداً عن الاعتبارات الاقتصادية.

والذي دلت عليه الوقائع أنّ المضاربة في مشروعات السكك الحديدية جاءت متأخرة عقب ازدهارها، وكانت آثارها سلبية عليها؛ مما أدى إلى حدوث أزمة (1857م) الشهيرة في سوق نيويورك؛ نتيجة للبيع الآجل لما يعادل (9) أضعاف العدد الحقيقي لأسهم شركة هادلّم (Hadlm) للسكك الحديدية⁽⁶⁹⁾.

= نفعاً للبائع بوسيلة غير مشروعة هي التغيرير والإيهام) العبارة بين قوسين من تعليق الباحث. المرادوي. الإنصاف، مرجع سابق، ج4، ص395.

Faulkner, Harold V. *American Economic History*. New York: Harper & Bros, (69) 1976, p.163.

أما عن الدور المزعوم للمضاربة على فروقات الأسعار في تغذية السوق بالسيولة فعلى العكس من ذلك فهي تحبس السيولة داخل المصافق المالية نفسها؛ تحسباً لأيّ فرصة تلوح في الأفق، لا بل وتحجب السيولة عن التوظّف في مشاريع طويلة الأجل. أما مخاطرة الاستثمار فهي تلعب هذا الدور من خلال سوق للأوراق المالية تؤدي وظيفتها في تجميع المدخرات وتوظيفها في مشروعات حيوية كبيرة، إذ يستعد المستثمرون الحقيقيون لتحمل مخاطر استمرار تملكهم للأصول المالية، وهذا التوظيف ينصف بطول الأجل؛ حتى يمثل تمويلاً حقيقياً للمشروع.

ومن المستغرب أن يُسندَ إلى المضاربة على فروق الأسعار دور في توازن الأسعار من خلال التوازن بين الطلب (المحفز بالترويج والمعلومات المضللة والإشاعات وعمليات الإحراج)* وبين العرض (المقيد بالاحتكارات، أو المستهدف لعبة إغراق الأسواق). وهذا يعني -تماماً- عزلاً للعوامل الحقيقية والموضوعية التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار لزيادة الطلب على الورقة المالية، فالأداء الفعلي للمشروع مصدر الورقة المالية (الإنتاجية وربحية الأصول التي تمثلها الورقة) هو ما ينبغي أن يؤثر في حجم الطلب، وتوسع المشروع وأفاقه المستقبلية هو ما ينبغي أن يؤثر في حجم العرض. وهذه العوامل الحقيقية بطبيعتها لا تتغير بشكل مفاجئ، بل تتصف بثبات نسبي، (وقد تتغير ولكن على نحو تدريجي)؛ الأمر الذي يضمن استقراراً نسبياً وتوازناً طبيعياً في الأسعار. لكن المضاربات على فروق الأسعار تخلق عوامل وهمية ونفسية لزيادة حجم الطلب، وتتحكم بالعرض من خلال الاحتكارات أو سياسات الإغراق، وهذا يؤدي إلى اختلال في توازن الأسعار، فالأسعار ترتفع وتنخفض بصورة جامحة دون أي تسويغ اقتصادي، والواقع خير شاهد

(*) المقصود بعمليات الإحراج: وهو نوع من أنواع الاحتكار يتلخص في حبس كل الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق حيث لا يجد المتعاملون ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها، (وقد باعوا ما لا يملكون وما لا يقدرّون على تسليمه، من هنا ترتفع أسعار الطلب) العبارة بين قوسين من تعليق هذه الدراسة. انظر: - جمعي. الأسواق والبورصات، مرجع سابق، ص 132.

ودليل على ذلك. وما تقدم لا يعني بتاتا الاعتراض على قوى السوق (العرض والطلب) من خلال التساوم والتزايد، فالفقه الإسلامي لا يرى في ذلك غضاضة، بل كفل الضوابط الموضوعية**؛ كي تعمل آلية السوق بحرية دون تشوهات، لكنّ الاعتراض على الاحتكارات، وعمليات الإحراج وإغراق الأسواق، من خلال الترويح، والإشاعات، وعمليات الشراء والبيع الوهمية التي جردت البيع عن مقصده وهو نقل الملك والتملك، ومن خلال المقامرات.

وفي ختام هذا الفصل، فقد توصلت الدراسة إلى أنّ الأصل في السهم أنّه وحدة تمويلية، ووحدة مخاطرة، ووحدة تصويتية؛ ومن ثمّ فلا يجوز إصدار الأسهم الممتازة أصلاً؛ وعليه تنتفي مشروعية الشركة حين تقوم بإصدار أسهم عادية وأسهم ممتازة؛ لأنّ ذلك يناقض معنى الشركة القائمة على أساس الاشتراك في الغنم والغرم. كما أنّ المخاطرة هي المعيار الحاسم الذي يميز الأسهم من السندات. وخلصت إلى أنّ الغرض من عمليات الوقاء والتحوط، هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار، وذلك بوساطة عقود الخيارات، وبوساطة عقود الآجال والمستقبليات. بينما كان الغرض من الخيارات الشرعية، هو التثبيت من الرضا وركونه إلى معرفة صادقة وإرادة واعية. هذا، وقد ميزت الدراسة بين مفهوم الخيارات في الفقه الإسلامي، وبين مفهومها الحديث في المصافق المالية. وخلصت بشأن عقود المستقبليات، إلى أنّها تتضمن مخالقات شرعية عديدة. كما خلصت الدراسة بشأن المضاربة على المؤشر، إلى أنّ التعاقد يتم على المؤشر، ولا يتصور التسليم أو القبض؛ لأنّ المؤشر ليس بسلعة أو ورقة مالية، بل شيء مجرد لا يصلح فقهاً أن يكون محلاً للعقد. وهي وسيلة مراهنّة على ارتفاع المؤشر من طرف، وعلى انخفاضه من الطرف الآخر.

(**) من هذه الضوابط الموضوعية التي تدخل في هيكل السوق، لا في آليته: منع الاحتكار، ومنع النجش، والغبن، والغرم، وتلقي الركبان، الخ. ومن خلال قوامة ولي الأمر على السوق.

كما نلاحظ المفارقة الحاسمة بين مخاطرة الاستثمار وبين مخاطرة المضاربة في المصافق المالية، فبينما تستند المخاطرة إلى العمل المنتج الذي يمثل فيه عنصر رأس المال المخاطر والعمل المخاطر العنصر الأهم - فكل مشروع تجاري أو إنتاجي لا يخلو من عنصر الخطر، وهذه المخاطرة يصعب وضعها على أسس إحصائية، وهو المعنى الذي تركز عليه هذه الدراسة - نجد المضاربة في المصافق المالية - كما هو عليه غالب التعامل في المصافق المالية - تخرج عن هذا المعنى؛ فالمخاطرة في هذه المضاربات لا تستند إلى العمل المنتج من جهة، ومن جهة ثانية لا تستند إلى استمرار تملك الأصول المنتجة.