

---

## دور « المشتقات المالية » في « الأزمة المالية العالمية »

أ. نبال محمود قصبية (جامعة دمشق) - سوريا

---

### ملخص:

تعتبر المشتقات التقليدية بشكل عام (عقود الخيارات والمستقبليات) والمشتقات الائتمانية بشكل خاص (Credit Default Swaps CDs) أحد أهم أسباب حدوث الأزمات المالية في رأي الكثير من الاقتصاديين، فالأصول العينية أو المالية التي تتعد عليها الصفقات لا يتم مبادلتها في معظم الأحيان، وإنما يتخذ من تطور أسعارها مؤشرات لتصفية عقود المشتقات بين المتعاملين وهو ما يؤدي إلى التحول من المتاجرة إلى المقامرة. كما توصف بأنها معاملات صفرية فعقود المشتقات لا تحقق أي قيمة مضافة للأصل الذي عقدت عليه، وإنما ما يربحه أحد طرفي الصفقة يخسره الطرف الآخر. ومع أن البعض يرى بأن مثل هذه الأدوات تعزز السيولة وتوزع المخاطر وتعطي المتعاملين بها بعض المزايا، إلا أنه من الواضح جداً أن أضرارها أكبر بكثير من منافعها. وسيتم في آخر البحث اقتراح بعض البدائل المناسبة لبعض هذه المشتقات.

### الكلمات المفتاحية:

المشتقات المالية، المشتقات الائتمانية، الخيارات، المستقبليات، عقود ضمان الديون غير القابلة للسداد، بيع السلم، عقود التوريد، الجعالة.

### Abstract :

The traditional financial derivatives (Options, Futures) & credit derivatives (CDs Credit Default Swaps) are considered as one of main causes of global financial crisis by many economists. They aren't held

by dealers for real trade, but for gambling in most cases, and that is leading to a shift from trade to gambling. Those transactions also are described as a zero-trading that doesn't achieve any added value of the asset, but what is earned by one of the parties will be lost to the other. While some people think that such instruments enhance liquidity, and distribute the risks, and give the dealers some advantages, it is quite clear for the others that the damage from those derivatives is much bigger than its benefits.

### **Keywords:**

Options, Futures, CDs Credit Default Swap, Islamic financial instruments.

### **مقدمة :**

يهدف البحث إلى بيان طريقة عمل أهم المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية ودورها في الأزمة . ومن ثم محاولة وضع بعض الحلول الضابطة لهذه المشتقات. وتتركز مشكلة البحث في الإجابة عن السؤالين التاليين: ما هو دور المشتقات المالية في نشوء وانتشار « الأزمة المالية العالمية » ؟ و هل من الممكن إيجاد بدائل لهذه المشتقات ؟

### **1. التعريف بالمشتقات المالية والبدايل المقترحة**

#### **1.1 تعريف المشتقات المالية:**

للمشتقات المالية عدة تعاريف متقاربة منها تعريف بنك التسويات الدولية بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فان أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري<sup>1</sup>.

#### **2.1 أنواع عقود المشتقات المالية :**

يوجد عدة أنواع أهمها :

#### **1.2.1 عقود الاختيارات\* (Options) :**

##### **1.1.2.1 التعريف بهذه العقود:**

تعطي هذه العقود لحاملها حق اختيار الشراء أو البيع المستقبلي للأصول المالية أو السلعية بسعر وتاريخ محددين سلفاً، ولا يترتب على مشتري الاختيار التزام ببيع أو شراء، وإنما يمنحه مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو أن يتركه، ويصبح المشتري (المخاطر) مالكاً للاختيار بمجرد دفع قيمته، وتشكل هذه الاختيارات أهم نشاطات الأسواق المالية في البيوع الآجلة في الوقت الحاضر. يعتبر سوق شيكاغو للاختيارات أول سوق منظمة تتداول اختيارات الشراء على الأسهم وقد كان ذلك في عام 1973م. كما تم إدراج اختيارات البيع على الأسهم في معظم أسواق الاختيارات الأمريكية في عام 1977م، وفي الثمانينات أدرجت أنواع جديدة من الاختيارات تشمل سندات الخزينة الأمريكية والعملات الأجنبية، والسلع والبضائع ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم، وأسواق السلع<sup>2</sup>. وقد ازداد التعامل بعقود الاختيارات في الولايات المتحدة حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يومياً تتضمن مئات مليارات الدولارات، ولم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في الثمانينات من القرن الماضي حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً في العالم<sup>3</sup>.

### 2.1.2.1 أنواع عقود الخيارات:

هناك أنواع متعددة من الاختيارات من أهمها<sup>4</sup>:

#### 1.2.1.2.1 عقد اختيار الطلب (Call Option):

يصدر هذا الاختيار بعض المتعاملين في الأسواق ويخول مشتريه الحق القانوني بشراء أصل مالي أو عيني بسعر محدد خلال فترة محددة. يتضمن هذا العقد التزام البائع (المصدر) بتقديم هذا الأصل إلى المشتري عند طلبه خلال تلك الفترة<sup>5</sup>. ويدفع المشتري إلى البائع ثمناً يتحدد من خلال العرض والطلب في السوق مقابل التزام هذا البائع بالبيع، وهو ثمن الاختيار.

يشترى اختيار الطلب من يتوقع ارتفاع الأسعار، فإذا توقع هذا المشتري أن ترتفع أسعار أسهم شركة ما فيإمكانه شراء اختيار طلب يتضمن حقاً مستقبلياً في شراء مجموعة من أسهمها بسعر محدد (أقل من السعر الذي يتوقع أن يرتفع السهم ليصل إليه) فإذا تحقق توقعه خلال المدة التي يسري فيها العقد فيإمكانه أن يمارس حق الاختيار ويحصل على الأسهم بالسعر المتفق عليه ثم يبيعها بالسعر السائد ويربح الفرق بين السعرين. وقد يكتفي المشتري لاختيار الطلب بالحصول من البائع على الربح دون الحاجة إلى الحصول على الأسهم ثم بيعها (أي على المقابل النقدي فقط).

لا يحتاج البائع أن يكون مالكا للأسهم عند بيعه للاختيار. فإذا كان مالكا لها سمي اختياراً مغطى (Covered Option)، وإن لم يكن كذلك سمي اختياراً مكشوفاً (Naked Option). ويلاحظ أن المشتري لن يمارس حق الاختيار إلا إذا ارتفع سعر السهم بالقدر الذي يغطي تكاليف نقل الملكية (التكاليف الإدارية) ويحقق له عائداً.

#### 2.2.1.2.1 عقد اختيار الدفع (Put Option):

يعطي هذا الاختيار حامله الحق في بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد خلال فترة محددة، فإذا مارس الاختيار توجب على الطرف الآخر أن يقبل هذا الأصل عند السعر المتفق عليه، فعندما يشتري المستثمر عقد اختيار دفع لسلمة ما يكون من حقه أن يبيعها عند سعر محدد خلال المدة التي يسري فيها الاختيار. ويقوم بمثل هذا الإجراء كي يحمي نفسه من خسائر محتملة إذا ما انخفض سعر هذا الأصل. إذ انه يستفيد من ارتفاع سعر الأسهم لأنه غير ملزم بالبيع ولكنه يحول الخسارة (عند الانخفاض) على الجهة المصدرة لذلك الاختيار، فكأنه حصل على تأمين مقابل سعر الاختيار.

#### 3.2.1.2.1 الاختيار المركب (Straddle Option):

ويتضمن هذا الاختيار حقاً في الشراء وحقاً في البيع في ذات الوقت، حيث يشتري المستثمر هذا الاختيار ثم يتقرب ما سيحدث في السوق، فيبيع إن وجد البيع هو الأجدى وإلا فيقوم بالشراء، فيكون متأكداً بهذه الطريقة من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الاختيار إن تغيرت قيمة الصفقة نتيجة تغير الأسعار بمقدار يزيد عن قيمة الاختيار زيادةً أو نقصاناً.

### 3.1.2.1. طرق تنفيذ عقود الخيارات:

يتم تنفيذ الاختيارات بثلاثة طرق هي<sup>6</sup>:

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

### 4.1.2.1. سبب التعامل بعقود الاختيارات:

تشكل الاختيارات عائداً مالياً لبائعها، وتأميناً ضد جزء من مخاطر المضاربات بالنسبة لمشتريها. فمشتري اختيار الطلب يحصل على فرصة تحقيق الربح عند ارتفاع أسعار الأسهم ولا يتحمل خسارة في حالة انخفاضها، (باستثناء ما دفعه كسعر للاختيار). والمشتري لاختيار الدفع يحمي نفسه من الخسارة المتوقعة عند انخفاض الأسعار ويحتفظ بفرصة تحقيق ربح فيما لو

ارتفعت، ويدفع مقابل ذلك قيمة الاختيار. ويرى البعض أن في عقود الاختيارات استخداماً أكثر كفاءة للموارد المالية، فيستطيع من يمتلك مبلغاً مالياً صغيراً مثلاً أن يعقد صفقات كثيرة يتجاوز حجمها أضعاف هذا المبلغ، من خلال شراء الاختيار بدلاً من شراء الأصل المالي أو العيني ذاته، فيستفيد بذلك من فروق الأسعار دون الحاجة إلى شراء الأسهم ذاتها.

#### 5.1.2.1. عقود الاختيار على المؤشر:

مع مرور الوقت أصبح معظم المتعاملين في عقود الاختيارات يصفونها نقداً، فيدفع مصدر الاختيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري وسعر الاختيار دون الحاجة إلى بيع الأصول أو شرائها كما أن بعضها أصبح يتداول في الأسواق المالية، وقد أدى هذا إلى تطور جديد في العقود حيث ظهرت أنواع من الاختيارات لا تتضمن أصلاً مالياً أو سلعياً بعينه، ولكنها تتضمن قيمة المؤشر كمؤشر ستاندرد أند بور 500 الذي يقيس التغير في سعر خمسمائة شركة تتداول أسهمها في بورصة نيويورك.

عندما يصدر الاختيار على المؤشر المذكور فإنه يتضمن مجموع تلك الأسهم ( بدلاً من سهم شركة واحدة )، ولكن لا يحتاج المتعاملون فيه إلى قبض أو تسليم أي شيء بل يكفي تصفية العقد نقدياً عند انتهاء مدته معتمدين على اتجاه قيمة المؤشر، فإن ارتفعت قيمته سوف يربح من قامر على ارتفاعها، وإن انخفضت فسوف يخسر من قامر على ارتفاعها والعكس صحيح. وتتوعد الاختيارات أكثر لتشمل مراهنات على مؤشرات ليس لها أية علاقة مباشرة بأسعار أسهم الشركات المتداولة في البورصات كالمراهنة على مؤشر مستوى الإنفاق الاستهلاكي.

على الرغم من الفوائد الناتجة عن عقود الاختيارات، إلا أنها معاملات ضارة في أغلب الأحوال فهي تؤدي إلى تضخيم حجم المعاملات المالية و

انفصالها عن الاقتصاد الحقيقي كونها تباع وتشتري بذاتها، كما تسبب خللاً في التقويم العادل لأسعار الأصول، ويعتمد الربح فيها على الصدفة والمخاطرة والقمار.

مثلاً لا يكاد يصل القبض الفعلي في بورصة نيويورك إلى 2 % في عقود الاختيار<sup>7</sup>، معنى هذا أن معظم الداخلين إلى سوق البيع الآجل لا يريدون الشراء ولا البيع وليسوا بحاجة إلى أسهم أو سلع، وإنما يدخلون السوق من أجل المقامرة، بمعنى أنه إذا رأى المستثمر أن السعر سيرتفع من وجهة نظره اشترى، وإذا رأى أنه سينخفض باع. فالهدف الرئيس لمعظم المتعاملين في عقود الاختيار هو تحقيق الربح عند أي تغير في مستويات الأسعار، فالأصول المالية والعينية بأشكالها المختلفة لم تعد تقصد لذاتها وإنما باتت تستخدم كمؤشرات للمضاربات المحمومة ولتحقيق الأرباح.

### 2.2.1. عقود المستقبلات (Futures):

باتت عقود المستقبلات تشغل حيزاً كبيراً من مجمل حجم العقود التي تجري في معظم أسواق المال العالمية، والأرجح أنها قديمة حتى في الغرب، ولكنها لم تظهر كأداة للاستثمار والمضاربة في سوق منظمة إلا في أواخر القرن التاسع عشر في مناطق الغرب الأوسط الزراعية في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>8</sup>، وقد تكوّنت لهذا النوع من العقود بورصات مستقلة، وكان أول ظهورٍ منظمٍ لها<sup>9</sup> في بورصة شيكاغو (Chicago Board Of Trade).

يعرف العقد المستقبلي بأنه<sup>10</sup> التزام متبادل بين طرفين يفرض أحدهما على الآخر أن يسلمه أو يستلم منه كمية محددة من سلعة معينة، في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، ويتم ذلك بواسطة طرف ثالث (الوسيط).

أو أنه<sup>11</sup> عقد للشراء أو البيع يتم بضمان من هيئة سوق السلع، يقع هذا العقد على كمية محددة وموصوفة ولا يشترط أن تكون مملوكة، وذلك لقاء

ثمن معلوم يؤدي عند تسليم المبيع ما لم تقع التصفية، مع اشتراط إيداع الطرفين تأميناً لدى إدارة السوق أو خطاب ضمان أو نحوه. وتغطي الأرباح والخسائر اليومية من الهوامش التي يكون المشتري قد دفعها منذ البداية، وهي نوعان:

❖ هامش ابتدائي لضمان تنفيذ الشروط.

❖ هامش تغطية الخسائر لتغطية أية خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة، فإذا وصل الانخفاض في تحركات الأسعار إلى أقل من هامش تغطية الخسائر المدفوع فإن المؤسسة تطلب من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الانخفاض في الأسعار<sup>12</sup>.

ويوجد لكل بورصة مستقبليات مؤسسة تسوية أو تقاص، تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله، بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، وعادة ما يكون الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع ضيقاً لمعظم المستقبليات المالية، يستثنى من ذلك مستقبليات العملة. وتتغير الأسعار وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات، وذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبليات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبليات، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة. بدأ التعامل في هذه العقود في السلع الحقيقية كالبن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة، ثم تطور ليشمل الأصول المالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية، ثم المؤشرات المختلفة كمؤشرات الأسواق المالية<sup>13</sup>.

تتميز عقود المستقبلية في أنها تمكن مستخدميها من تجميد الأسعار وفقاً لتوقعاتهم. مثلاً، قد يتوقع الزارع لمحصول القمح وجود انحراف لسعر القمح عن واقعه الحالي بعد ستة أشهر، أي عند موسم الحصاد، فإذا أراد أن يحمي نفسه من هبوط الأسعار يلجأ إلى بيع محصوله فوراً بسعر متفق عليه على أن يكون تسلم النقود وتسليم القمح بعد ستة أشهر<sup>14</sup>. إلا أنها تؤدي إلى تضخيم حجم المعاملات والعقود الوهمية بشكل كبير وتؤدي إلى تشكل فقاعات الأصول كما هي عليه حال الخيارات، فهي تمكن المستثمرين من إبرام مجموعة كبيرة من العقود بهامش تمويل صغير (كما سوف يبين لاحقاً) وقد كانت السبب الأساسي في أزمة سوق المال الأمريكية عام 1987.

### 3.2.1. عقود المبادلات (Swaps):

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين. وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة<sup>15</sup>. ومن أبرزها وأكثرها تحريصاً لحدوث الأزمات : المشتقات الائتمانية، ومن أهمها :

#### 1.3.2.1. مبادلات القروض غير القابلة للسداد :

اخترعت هذه الأدوات في عام 1997 من قبل فريق يعمل في مصرف (JP Morgan Chase)<sup>16</sup> وقد نمت وانتشرت و تم تداولها عالمياً في النظام المالي بشكل خيالي يعتبر الأسرع مقارنة بجميع المشتقات المالية الأخرى، من حوالي 900 مليار دولار عام 2000 إلى حوالي 55 تريليوناً عام 2008 وفقاً

لتقديرات لجنة الأصول المالية والتبادل الأمريكية\* وذلك بعدما استبعدها الكونجرس الأمريكي من قوانين المقامرة في عام 2000.

تنتم هذه الأدوات بأنها غير منظمة كلياً، وكان يتم التعاقد على الكثير منها من خلال الهاتف وبدون طلب لمستندات تثبت ملاءة المدينين أو تاريخهم الائتماني أو مصادر دخلهم<sup>17</sup>، وقد كان لهذه الأدوات دور سلبي كبير في حدوث الأزمة المالية العالمية أكبر من الخيارات والمستقبلات كونها لا تؤدي فقط إلى تضخيم حجم المعاملات والغرر وإنما أيضاً إلى المقامرة، وما يلي تعريف بهذه الأدوات وبيان دورها في أزمة الرهن العقاري :

على الرغم من أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد مشابهة كثيراً لعقود التأمين التقليدية من حيث دفع الأقساط الثابتة مقابل احتمالية تلقي تعويض مقابل إلا أنها تختلف عنها بما يلي :

(1) ليس بالضرورة أن يكون البائع شركة تأمين أو مؤسسة مالية وذلك يزيد من درجة مخاطر هذه العقود.

(2) يمكن تداول هذا العقد في الأسواق المالية كأبي أصل مالي آخر.

(3) ليس بالضرورة أن يمتلك المشتري لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد هذا الأصل وليس بالضرورة أن يكون متضرراً أصلاً من جراء عدم قدرة المدين بسند الدين المضمون على السداد<sup>18</sup>.

وبالتالي يمكن أن نستنتج أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد ما هي إلا عقود مقامرة وليست عقود تأمين.

لقد عملت المصارف الاستثمارية على زيادة حجم التعامل في عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد من أجل تسهيل عملية بيع سندات الرهن العقاري ضعيفة الجدارة الائتمانية، فقد أقنعت هذه المصارف شركات التأمين بالتأمين على هذه السندات بأشكالها المختلفة، وذلك بموجب اتفاقيات تؤمن

شركات التأمين من خلالها على تلك السندات وتضمن سدادها مقابل فوائد  
وبذلك يتحقق هدفان مهمان:

(1) يحصل المشتري لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد على تعويضات  
مالية من شركات التأمين قد تماثل أو تفوق بكثير قيمة السندات المضمونة في  
حال تخلف المدينين بهذه السندات عن السداد.

(2) تعطي هذه العقود قوة ائتمانية أكبر للسندات وبالتالي تصنيفاً ائتمانياً أعلى  
يقنع الآخرين بشرائها (فقط عندما يكون المشتري للعقد هو نفسه الدائن  
بالسند). وبذلك يمكن القول بأن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد هي  
عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع  
للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة، ويتلقى من البائع مبلغاً من المال في حال  
تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون كلياً أو جزئياً<sup>19</sup>.

تطوّر حجم عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد ووصولها إلى  
أرقام فلكية يعني بالتأكيد أن مجموع قيم هذه العقود قد أصبحت أكبر بكثير من  
مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها، على سبيل المثال<sup>20</sup> قدرت  
الديون المستحقة على مصرف ليمان براذرز عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14  
أيلول 2008 بمبلغ 155 مئة وخمس وخمسين مليار دولار، في الوقت الذي  
بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون 400  
أربعمائة مليار دولار أمريكي، ذلك لأن الكثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم  
يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها فقط لغرض المقامرة. لتوضيح مفهوم  
مبادلات القروض غير القابلة للسداد بصورة أكثر تفصيلاً يمكن الاستعانة  
بالمثال التالي:

لنفترض أن مستثمراً ما أبرم عقداً لتبادل القروض غير القابلة للسداد  
(CDS) مع مؤسسة مالية ما (المستثمر هو المشتري للعقد وشركة التأمين هي

البائع لهذا العقد)، وهذا العقد مرتبطٌ بسند يثبت ديناً على شركة ما لصالح هذا المستثمر أو لصالح أي دائن آخر. يلزم هذا العقد المستثمر بدفع أقساط شهرية ثابتة لشركة التأمين، ويتلقى منها دفعة نقدية كبيرة في حال عدم قدرة الشركة المدينة على سداد أي من أقساط الدين المطلوبة منها، وينتهي بذلك هذا العقد. فلو كان المستثمر هو الدائن للشركة بهذا الدين فيمكن أن نعتبر العقد بمثابة حماية حقيقية من مخاطر عدم السداد التي قد يتعرض لها المستثمر وهو مشابه جداً لعقود التأمين التقليدية.

أما إن لم يكن المشتري للعقد دائناً للشركة فيكون عقد ضمان الدين في هذه الحالة عقد مقامرة لتحقيق أرباح من جراء المراهنة على فشل الشركة في أداء ديونها، ومعظم التزامات الدين المضمونة هي من هذا القبيل.

فلو كانت قيمة سند القرض مساوية لـ \$1200000 مليون ومائتي ألف دولار ومجموع دفعات المستثمر لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد (CDS) 1% سنوياً (مئة نقطة أساس) فإن عليه أن يدفع سنوياً مبلغ \$12000 (\$1200000 \* 1% = \$12000) فلو كانت مدة العقد سنة واحدة وعدد الأقساط الشهرية 12 اثنا عشر قسطاً فإن على المشتري للعقد أن يدفع 1000 دولار شهرياً لمدة سنة واحدة دون أي مقابل فيما لو لم يتعثر المدين بموجب سند القرض عن السداد.

أما لو تعثر المدين عن السداد في نهاية الشهر السابع مثلاً فإن المستثمر في العقد سيتوقف عن دفع الأقساط وسيتلقى من شركة التأمين والتي تمثل الطرف البائع للعقد مبلغاً مساوياً لقيمة سند القرض محسوماً منه الأقساط المدفوعة، فلو افترضنا أن قيمة هذه الأقساط حتى تاريخ التعثر عن الدفع كانت \$600000 ستمائة ألف دولار أمريكي فيكون من حق المستثمر في العقد أن يحصل من البائع على مبلغ أربعمائة ألف دولار أمريكي:

$$\$400000 = \$600000 - \$1000000$$

وهو المبلغ الذي لازال مستحقاً بموجب سند القرض . ويحصل بذلك على عوائد صافية مقدارها :  $\$400000 - \$6000 = \$394000$  .  
وينتهي بذلك عقد تبادل القروض غير القابلة للسداد عند توقف المدنيين بسند القرض عن السداد (نهاية الشهر السابع).

لا تكمن الخطورة في هذا النوع من المشتقات المالية فقط في أنها عمليات مقامرة يترتب عليها غرر وإنما يتعدى ذلك إلى سعي المراهنين على إفلاس بعض الشركات إلى بذل كل ما يستطيعون في سبيل إفلاسها فعلاً، فلو أن مجموعة من 1000 مراهن بينهم عدد من الشركات المالية الكبيرة وصناديق التحوط اشتروا من شركة التأمين العالمية (AIG) عقود ضمان سند لمصرف أمريكي إكسبريس تضمن أن يسدد المصرف قيمة هذا السند على 10 دفعات شهرية بدءاً من تاريخ العقد، ففي حال انتهاء مدة العقد دون أن يتخلف المصرف عن سداد أي من هذه الدفعات العشر فإن شركة التأمين سوف تتلقى مبالغ نقدية من 1000 مستثمر تشكل بمجموعها إيرادات شبه صافية، أما في حال تخلف هذا المصرف عن سداد أي من هذه الدفعات الشهرية المترتبة على السند فهي بذلك سوف تلتزم بأن تعيد إلى كل مراهن مبلغاً يعادل مجمل الدفعات التي تخلف المصرف عن سدادها، وهذا يعني أن هؤلاء المراهنين سوف يكونون في غاية السعادة فيما لو أعلن المصرف إفلاسه، وقد يساهم بعضهم وبشكل متعمد في تسريع إفلاسه.

أي أنه في حال رهن كل من الألف مستثمر على سند بقيمة مئة ألف دولار مقابل عقد تبادل قروض غير قابلة للسداد لمدة عشرة أشهر بقيمة مئة دولار شهرياً، ولم يتخلف المصرف عن تسديد جميع دفعات هذا السند فإن شركة التأمين سوف تحصل على مبلغ مليون دولار كدخلٍ شبه صاف:

$$\text{القسط الشهري الذي ستحصل عليه * عدد الأشهر * عدد المستثمرين} = \\ \$100 * 10 * 1000 = \$1000000$$

أما إن تخلف المصرف عن سداد القسط الخامس مثلاً فإن شركة التأمين عليها أن تدفع لكل من الألف مراهن جميع الدفعات الشهرية المتبقية للإيفاء بكامل قيمة السند والبالغة ست دفعات، وذلك من تاريخ توقف المصرف عن السداد : قيمة أقساط سند الدين غير المسددة \* عدد المستثمرين =

$$\$60000 * 1000 = \$60000000$$

وبذلك تكون خسائرها الصافية من جراء هذه العقود 56 مليون دولار:

$$(\$60000 * 1000 \text{ مستثمر} - (\$100 * \$4 * 1000 \text{ مستثمر})) = \$56000000$$

وإيرادات كل مستثمر 56 ألف دولار:

$$\$60000 - (\$100 * 4 \text{ أشهر}) = \$56000 .$$

لعل السبب الرئيس للانفصال بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي هو نمو هذا النوع من المشتقات المالية بصورة متسارعة لم يسبق لها مثيل، وقد أصبح من الواضح جداً أن هذه المشتقات تسبب أضراراً فادحة للاقتصاد ووقوداً فعالاً للتضخم والأزمات المالية وسوء التوزيع، وهذا ما دعى المضارب الشهير وارن بوفت (Warren Buffet) إلى وصفها بأنها أسلحة دمار شامل مالية كما جاء في خطابه عام 2002 إلى حملة أسهم شركة بيركشير هاثاواين (Berkshire Hathaway)<sup>21</sup> : « من وجهة نظرنا أن المشتقات عبارة عن أسلحة مالية للدمار الشامل، تحمل في طياتها أخطاراً كبيرة هي الآن غير مرئية ولكنها مميتة.»

كما حذر الخبير المالي والمضارب جورج سوروس من التعامل بالمشتقات لأن طريقة عملها حتى الآن لا يمكن فهمها، وكذلك وصفها

المصرفي الشهير فيليكس جي روتيان (Felix G. Rohatyn) بأنها قنابل هيدروجينية كامنة<sup>22</sup>.

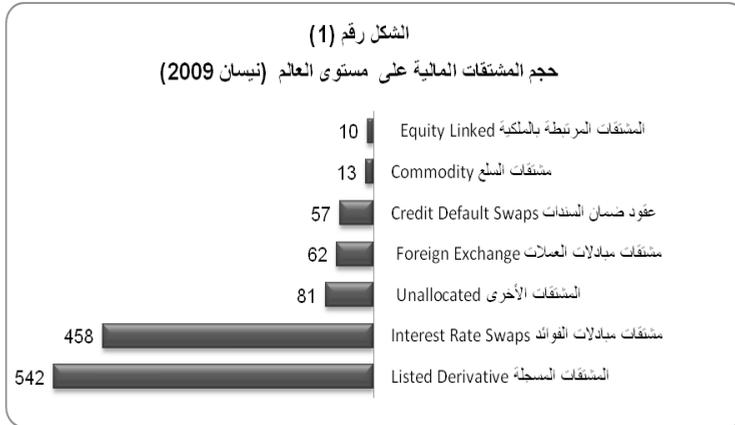
لم يكن الجميع مع هذا الرأي فقد كان لمدير المصرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق ألن جرينسبان (Alan Greenspan) وجهة نظر أخرى فقد كان يرى أن مشتقات الائتمان عبارة عن آليات ممتازة في توزيع المخاطر وهذه الآليات تجعل الوصول إلى الائتمان سهلاً و ميسراً، وقد اعترف بأنه أبعد سوق المشتقات المالية عن التحكم والرقابة الحكومية خلال فترة توليه لمنصبه، وقد صرح في حديث له عام 2004<sup>23</sup>:

" المشتقات و الأدوات المالية المركبة الأخرى قد أسهمت في تطوير نظام مالي أكثر مرونة وكفاءة و فعالية مما كان عليه الوضع قبل ربع قرن." وقد مضى قائلًا و في نفس الحديث: " إن آلية تفتيت المخاطر قد مكّنت أكبر المصارف المتقدمة من التخلص من كثير من مخاطر الائتمان عن طريق نقلها إلى مؤسسات ليس لها روافع مالية كافية، أي ذات موارد مالية قليلة." إلا أن الأزمة المالية العالمية قد أثبتت أن هذه الأدوات قد ركزت المخاطر ولم تفتتها، فتمكّن المصارف من نقل هذه المخاطر إلى الآخرين قد مكنها من زيادة حجم الروافع المالية بصورة غير مسبقة، ومن المعلوم أنه كلما زاد حجم الرفع المالي لمؤسسة مالية ما كلما تركزت المخاطر فيها. ومع أن للمشتقات المالية فوائد كثيرة لبعض المتعاملين إلا أن هذه الفوائد تبقى فقط على المستوى الجزئي بينما تسبب أضراراً فادحة على المستوى الكلي كعمليات المقامرة تماماً. وقد أثبتت الأزمة صحة مقولة وارن بوفت بأن المشتقات الائتمانية كانت بالفعل أسلحة دمار شامل مالية على المستوى الكلي مع أنها حققت للبعض وفي أشد أيام الأزمة عوائد خيالية.

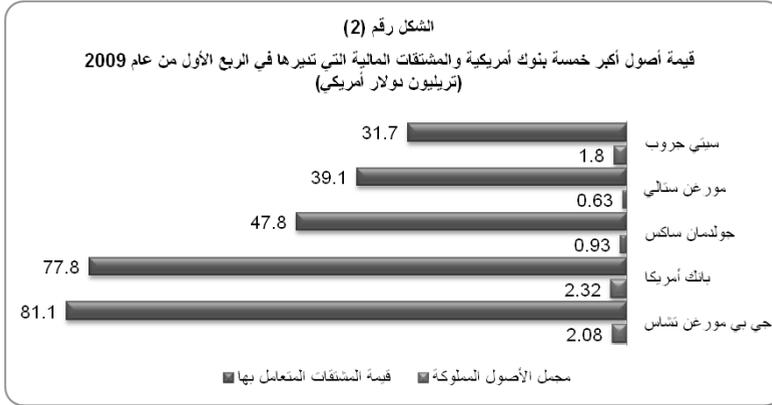
مع أن المشتقات المالية الأخرى غير الائتمانية كعقود الاختيار والمستقبليات وعقود المبادلات غير الائتمانية أقل خطورة على الاقتصاد من المشتقات الائتمانية، إلا أن هذا لا ينفي مقدار الضرر الكبير الذي تسببه للاقتصاد على المستوى الكلي.

للدلالة على خطورة المشتقات المالية المتمثلة بعقود الاختيار والمستقبليات وعقود المبادلات، يكفي الإشارة إلى أن حجم هذه العقود تضاعف جدا ووصل إلى حوالي 330 تريليون دولار في عام 2005 بعد أن كان حوالي 100 تريليون في عام 1998 وإلى أكثر من 600 تريليون في عام 2008 على أقل تقدير\* وهو ما يشكل أكثر من عشرة أضعاف إنتاج العالم (علماً أن نسبة 97% من هذه العقود هي عقود مراهنه)<sup>24</sup>.

ولو أضفنا على هذه المشتقات، المشتقات الأخرى غير المسجلة لتخطي الرقم الألف تريليون دولار كما يوضح الشكل رقم (1)<sup>25</sup>.



علماً أن حصة الولايات المتحدة وحدها تقارب الربع، وأن قيمة المشتقات المتداولة عن طريق البنوك الخمسة الكبرى فيها تقدر بحوالي 277.5 تريليون دولار كما يبين الشكل رقم (2)<sup>26</sup> ويشكل هذا الرقم الضخم 35.76 ضعفاً من قيمة أصولها البالغة 7.76 تريليون دولار أمريكي.



هذا النمو في حجم المشتقات لا يوازيه أي نمو في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي إذ أن هذه المشتقات تضاعفت خلال عشر سنوات بمقدار ستة أضعاف بينما زاد الناتج المحلي الإجمالي العالمي بمقدار الضعف تقريباً، كما أصبحت تحركات رأس المال في العالم تساوي أكثر من مئة ضعف القيمة الإجمالية لحركة التجارة الدولية والاستثمارات المباشرة التي لا تتجاوز 14 تريليون دولار سنوياً<sup>27</sup>. ضخامة هذه الأرقام المعبرة عن حجم المبادلات المالية مبررة من الناحية الحسابية إذ أنه يمكن للمقارنين أن يراهنوا بمقدار ما يريدون! لم تتركز هذه الزيادة الضخمة في كمية و قيمة عقود المستقبلات والاختيارات في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية فقط، بل شملت أيضاً جميع الدول التي تتعامل في مثل هذه العقود، فقد ارتفع عدد عقود المستقبلات المتبادلة بشكل يومي في مؤشر كوريا الجنوبية للمستقبلات (KOSPI 200 Futures) من حوالي 11000 عقد عام 1996 إلى أكثر من 195000 عقد في عام 2007 أي بمقدار 16 ضعف.

كذلك ارتفع عدد عقود الاختيارات المتبادلة بشكل يومي في مؤشر كوريا الجنوبية للاختيارات (KOSPI 200 Options) بمقدار 318 ضعف من

حوالي 32000 عقد في نهاية عام 1997 إلى أكثر من 11076000 عقد في نهاية عام 2007<sup>28</sup>.

### 3.1. تمويل عقود المشتقات المالية:

يعتمد في تمويل معظم عقود المشتقات المالية السابقة على عملتين:

#### 1.3.1 عملية المضاربة بالهوامش:

حيث إن معظم العقود التي تبرم في الأسواق المالية تمول جزئياً عن طريق ما يسمى المضاربة بالهوامش، فالمرهن (الممول الهامشي) يدخل أحياناً برأسمال يساوي 1% من قيمة الصفقة أو أقل من ذلك ويتحمل بمفرده نتيجتها، بينما يحصل الممول الأكبر لهذه الصفقة أو الضامن لها بنسبة 99% (الممول أو الضامن الأساسي) على فوائد ربوية بغض النظر عن نتيجة هذه الصفقة سواءً أكان ممولاً حقيقياً للصفقة أو ضامناً لها.

يوضح ذلك المثال التالي : لو افترضنا أن ممولاً هامشياً اشترى بقيمة \$100000 مئة ألف دولار أمريكي سلعة أو عملة ما ولتكن جنيهه إسترليني (بهامش تمويل مقداره 1%) وارتفع الجنيه مقابل الدولار بمقدار 3% وكان معدل الفائدة والعمولات على المبلغ المقترض 12% سنوياً خلال مدة الصفقة (شهر مثلاً) فإن هذا المرهن سيحقق عائداً عند بيع الجنيه بعد شهر من شرائه مقداره \$2010 دولار أمريكي أي أكثر من 200% من رأسماله البالغ 1000 دولار أمريكي :  $100000 \$ * 3\% - 99000 \$ * 12\% = 2010 \$ - 3000$

أما لو انخفض الجنيه مقابل الدولار بمقدار 3% فتكون خسائره بمقدار \$3990 أي حوالي 399% من رأسماله :  $100000 \$ * 3\% + 99000 \$ * 12\% = 3990 \$$

أما الجهة الممولة للجزء الأكبر من الصفقة 99000 دولار فسوف تحقق أرباحاً من خلال الفوائد والعمولات المتحصلة خلال مدة الصفقة والبالغة :  
 $99000 * 12\% / 12 = 990$  دولار أمريكي بغض النظر عن فروق الأسعار.

المشكلة الأخرى المرتبطة بمثل تلك العقود هي أن المشتري (المراهن) لا يستلم البضاعة ولا يسلمها وذلك لأنه لم يدفع معظم ثمنها، وبذلك يمكن أن تتم في اليوم الواحد آلاف الصفقات على سلعة واحدة قد لا تكون موجودة أصلاً، كما هو عليه حال المشتقات المالية بأنواعها المختلفة كمبادلات القروض غير القابلة للسداد سألقة الذكر، والتي هي في معظمها عقود مرهنة بامتياز.

### 2.3.1 عملية البيع على المكشوف:

تعرف هذه العملية البيع بأنها بيع المستثمر ما لا يملك، فعندما يتوقع هذا المستثمر انخفاض سعر سهم أو سند أو عملة ما يقامر على هبوطها فيقترض من طرف ثان عدداً من هذه الأسهم أو السندات لبيعها حالاً لحسابه بالسعر الحالي، وذلك من خلال طرف ثالث عادةً ما يكون شركة وساطة مالية، ويظل المبلغ لدى هذه الشركة لتستثمره دون أن تدفع مقابله فوائد، وبعد مدة قصيرة إن صدق توقع المضارب وارتفع السعر تقوم شركة الوساطة بشراء كمية مماثلة للأصول التي باعها وتسلمها للمقرض وتعطي المستثمر ما تبقى من أرباح بعد تحصيل عمولتها وعمولة المقرض، أما في حال ارتفاع الأسعار فيتحمل المقرض جميع العمولات مع فروق الأسعار اللازمة لشراء كمية مماثلة من الأصول المباعة وردها إلى المقرض.

### 2. بدائل المشتقات المالية

تعتبر عقود الاختيارات والمستقبليات حالياً من أهم العقود المتداولة في الأسواق المالية ومصدر من مصادر دخل الكثير من المضاربين، كما أنها تشكل حماية لبعض المستثمرين من تقلبات الأسعار، إلا أن سلبياتها أكبر بكثير من إيجابياتها فهي تضخم حجم المعاملات بشكل غير طبيعي وهو ما يؤدي إلى ارتفاع مستويات التضخم وانخفاض قيمة العملة، وتشكل فقاعات الأصول، وكذلك تعيد توزيع الدخل في صالح شريحة ضيقة من المضاربين الذين يتحكمون بالفعل في الأسعار صعوداً أو هبوطاً من خلال الاستخدام المكثف للرفع المالي والتأثير في حجم العرض والطلب والوصول إلى معلومات قد لا يصل إليها بقية المتعاملين، وكذلك يعد الكثير منها أشبه بعمليات المقامرة لذلك فالأولى الاستغناء عنها لصالح بدائل أخرى تلبى معظم إيجابياتها وتستبعد جميع سلبياتها وفيما يلي شرح موجز لأهم هذه البدائل:

## 1.2 بدائل عقود الاختيارات:

المشكلة الكبيرة التي تنتج عن عقود الاختيارات هو أنها تؤدي إلى فصل نتائج العقود عن العقود وتحويل المعاملات إلى ما يشبه المقامرة، من خلال لجوء معظم المتعاملين بها إلى تصفيتها دون تسليم أو تسلم الأصول المالية أو الأصول التي جرت عليها العقود في معظم الأحيان، وكأنهم يستخدمون أسعار السلع المستقبلية كمؤشر لعمليات المراهنه.

تختلف عقود الاختيار المذكورة آنفاً، عن بيع الخيار المسموح به وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وهو طلب خير الأمرين، ويعني في المفهوم الفقهي أن يكون لأحد العاقدين أو لكليهما حق إمضاء العقد أو فسخه، وحكمته الوصول إلى كمال الرضا، ويعني أن البائع عندما يبيع السلعة يسلمها للمشتري ويشترط هذا المشتري الخيار مدة يوم أو يومين أو ثلاثة مثلاً، لكي يتسنى له التأكد من جودة السلعة وملاءمة السعر، وقد يكون اشتراؤه لغيره فيسأله عن رأيه

فيه. كذلك قد يجعل البائع خياراً لنفسه، وخيار الشرط يعني أن المدة إذا انقضت ولم يفسخ البيع فإن البيع يكون قد تم كما هو بلا زيادة أو نقصان أو تعويض، فإذا جاء المشتري في مدة الاختيار وفسخ البيع أخذ البائع سلعته وأخذ المشتري الثمن، وإذا جاء البائع وكان له حق الاختيار - اختيار الشرط - وأراد أن يسترد سلعته أخذها ورد الثمن<sup>29</sup>.

وأهم الاختلافات الأخرى بين عقود الاختيارات التقليدية وبيع الخيار المباح وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية هو الاختلاف في محل العقد، فالثمن وفقاً لعقود الاختيار التقليدية معلوم ولكن المبيع هو شيء مجرد قد لا يكون موجوداً بل مفترضاً. كما أن للاختيار عقد مستقل عن عقد البيع والأغلب أن يبيع الاختيار من لا يملك المبيع، فالصيغة تتضمن انفصال البيع عن الاختيار فيكون للاختيار ثمن ولأصل المرتبط به ثمن آخر. ومن الواضح صعوبة إيجاد بدائل مناسبة ومشابهة تماماً، لعمليات بيع الخيارات التي تجري في الأسواق بصورتها الحالية.

**2.2 بدائل عقود المستقبلات:** المشكلة الأساسية في المستقبلات أنها تحولت تدريجياً إلى مؤشرات فقط لتصفية العقود وخاصة بعد استخدام عمليات التمويل بالهامش والبيع على المكشوف في تغطية هذه العقود، وقد يكون من المناسب إيجاد بديل أفضل، ومن المقترح أن يكون هذا البديل هو عقد السلم. العبرة في اشتراط تسلم البضاعة قبل بيعها في الاقتصاد الإسلامي هي في ضمان ربط المعاملات المالية بالسلع والخدمات والأصول الحقيقية التي تحمل قيمة في ذاتها، لكي لا تتحول مثل هذه العقود إلى وسيلة للمقامرة، مع كل ما يترتب عليها من غرر وتلاعب في قيم الأصول من خلال التحكم في العرض والطلب.

تشبه عقود المستقبلات عقود السلم<sup>30</sup> المباح وفقاً لأحكام الإسلام كثيراً من حيث الشكل إلا أنها تختلف عنه من عدة أوجه أهمها ما يلي<sup>31</sup>:

(1) يجب في السلم شرعاً أن يعجل الثمن بكامله، وهو الذي يسمى رأس مال السلم، وبهذا قال أبو حنيفة والشافعي، وقال مالك يجوز أن يتأخر قبضه يومين وثلاثة وأكثر ما لم يكن ذلك شرطاً<sup>32</sup>.

(2) بما أن الثمن لا يدفع إلى البائع عند إبرام عقد المستقبلات، فالثمن دين على المشتري كما أن المبيع دين على البائع، فصار هذا بيع الكالئ بالكالئ الممنوع شرعاً.

(3) من المتعارف عليه في عقود المستقبلات أن تسليم السلعة إلى المشتري لا يقع عموماً، بل غالباً ما يكون الاختيار بيد المشتري الأخير بين المطالبة بتسليم السلعة أو الحصول على ثمن التصفية على أساس دفع الفرق بين سعري البيع والشراء، وغالباً ما يكون هذا الأمر مشروطاً في العقد منذ البداية، ومن المعروف أن العقد الواحد من عقود المستقبلات تجري عليه مبادلات كثيرة قبل وقت التسليم، ولاشك أن مثل هذا الشرط مفسد لعقد السلم، وقد جاء في المغني لابن قدامة<sup>33</sup>: (بيع المسلم فيه من بئعه أو من غيره قبل قبضه فاسد).

إلا أنه يوجد مشكلة في عقود السلم قد تحول دون الاعتماد عليه كبديل لعقود المستقبلات، وهو أنه يجب على المشتري بموجب عقد السلم أن يدفع كامل ثمن السلعة المشتراة عند إبرام العقد وهو ما قد لا يكون متاحاً لدى المشتري، في هذه الحالة يمكن أن يلجأ المشتري إلى بديل آخر متمثل في البيع الآجل عندما تتوفر السلعة ولا يتوفر ثمنها، أما في حال عدم توفر السلع وعدم توفر الثمن يمكن اللجوء إلى أحد عقدي الاستصناع أو التوريد وهي من أهم العقود المستخدمة في التمويل التقليدي وكذلك التمويل الإسلامي.

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم : 107 ( 12/1 ) في دورته الثانية عشرة بالرياض في المملكة العربية السعودية، من 25 جمادى الآخرة 1421 هـ إلى غرة رجب 1421 هـ ( 23 - 28 سبتمبر 2000 م ) في موضوع عقود التوريد والمناقصات مايلي:

### (1) عقد التوريد :

أولاً: عقد التوريد: عقد يتعهد بمقتضاه طرف أول بأن يسلم سلعاً معلومة، مؤجلة، بصفة دورية، خلال فترة معينة، لطرف آخر، مقابل مبلغ معين مؤجل كله أو بعضه.

ثانياً: إذا كان محل عقد التوريد سلعة تتطلب صناعة، فالعقد استصناع تنطبق عليه أحكامه، وقد صدر بشأن الاستصناع قرار المجمع رقم : 65 (7/3).  
ثالثاً: إذا كان محل عقد التوريد سلعة لا تتطلب صناعة، وهي موصوفة في الذمة يلتزم بتسليمها عند الأجل، فهذا يتم بإحدى طريقتين:

أ- أن يعجل المستورد الثمن بكامله عند العقد، فهذا عقد يأخذ حكم السلم فيجوز بشروطه المعتبرة شرعاً المبينة في قرار المجمع رقم 85 (9/2).

ب- إن لم يعجل المستورد الثمن بكامله عند العقد، فإن هذا لا يجوز لأنه مبني على المواعدة الملزمة بين الطرفين، قد صدر قرار المجمع رقم (40-41) المتضمن أن المواعدة الملزمة تشبه العقد نفسه فيكون البيع هنا من بيع الكالئ بالكالئ. أما إذا كانت المواعدة غير ملزمة لأحد الطرفين أو لكليهما فتكون جائزة على أن يتم البيع بعقد جديد أو بالتسليم.

ويتميز عقد التوريد بإمكانية مطابقة السلع قبل التسليم لشروط العقد، كما يمكن أن تتم الصفقات وفقاً لسعر السوق وليس عند العقد، و يمكن للطرف المشتري أن يضع شروطاً جزائية فيما لو لم يلتزم الطرف الآخر بتنفيذ الصفقة

أو فيما لو خالف المواصفات، أما الشروط الجزائية على غرامات التأخير فهي غير جائزة.

أما لو أراد المتعاقدون أن يبرموا اتفاقاً ملزماً لكلا الطرفين ويكون مشابهاً كثيراً للعقود المستقبلية فيمكن لهم اللجوء إلى عقد الاستصناع.

وكذلك يمكن أن نستفيد من عقد الجعالة<sup>34</sup>، بأن يجعل فيه الشروط والمواصفات، ويصاغ العقد على شكل " الجعالة " بأن ينص فيه: " من أتى بكمية كذا من السلع الصناعية (كذا) في زمن (كذا) فإنه يعطى له مقابل كل طن (مثلاً) مبلغ كذا".

### 3.2 بدائل عقود المبادلات:

نظراً لأن عقود المبادلات ولاسيما عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد هي عقود مقامرة بامتياز فإنه من العسير إيجاد بدائل مشابهة و مناسبة لهذه العقود وقد يكون من الأفضل إعادة اعتبارها عقود مقامرة ومنع تداولها في الأسواق المالية.

### 4.2 بدائل عمليات التمويل بالهامش والبيع على المكشوف:

لا أعتقد أنه يوجد عمليات تمويل تعتمد على دخول الممول في هذه العملية مقابل فوائد دون مخاطر من غير أن تؤدي إلى تضخيم حجم المعاملات وفصل الاقتصاد النقدي عن العيني وعدم عدالة توزيع الدخل، وبالتالي لا بد من استبدال الرافعة الاستثمارية بالرافعة المالية لكي لا تؤدي عمليات الرفع المالي إلى تضخيم في حجم المعاملات المالية وزيادة قدرة المؤسسات المالية على تضخيم العقود بأكثر بكثير من رأسمالها الحقيقي.

لو نظرنا إلى المؤسسات المالية الكبرى على مستوى العالم ولاسيما المصارف الاستثمارية لوجدنا أن معظمها زاد كثيراً من حجم الرفع المالي وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات مخاطر ائتمانية كبيرة، وارتفع هذا المعدل

بشكل غير مسبوق في بعض المؤسسات المالية التي كانت إحدى ضحايا الأزمة، وقد أدت عمليات الرفع المالي الضخمة هذه إلى رفع درجة المخاطر إلى درجة كبيرة، مقابل تحقيق حجم كبير جداً من الأرباح فيما لو تحققت توقعات المضاربين، ورفع الهامش بين مدى نتائج أعمالها بشكل كبير وهو ما يشبه عمليات المقامرة إلى حد بعيد (أرباح كبيرة جداً أو خسارة كبيرة جداً قد تفوق رأسمالها بعدة أضعاف)<sup>35</sup>.

وبذلك لا بد من منع عمليات الرفع المالية بكل أنواعها وإدخال الممول في نتيجة الصفقة سلباً أو إيجاباً ويكون لمن يعمل في المضاربة هامشاً من الربح في ما لو تحقق ولا يتحمل أي خسائر فيما لو وجدت (عقود المضاربة) وبذلك تصبح إمكانية إفلاس المؤسسات المالية قليلة جداً، ويضيق مدى الهامش بين نتائج أعمالها (أرباح معقولة و خسارة قليلة)، وهذا ما يعيد التوازن بين الاقتصاد المالي (الرمزي) والاقتصاد الحقيقي ويحسن هذه المؤسسات من الإفلاس.

### الخاتمة والنتائج:

يمكن الاستنتاج من خلال البحث بأن المشتقات المالية بأنواعها المختلفة ولاسيما مبادلات الديون غير القابلة للسداد لعبت دوراً كبيراً في حدوث الأزمة المالية العالمية، ومن الضروري ضبط هذه المشتقات وذلك باستبدال عقود المستقبلات والخيارات بالبدايل المقترحة سابقاً وكذلك عقود المضاربة بالهوامش وعقود البيع على المكشوف، وإلغاء العقود التي لا يمكن إيجاد بديل جيد لها كعقود مبادلات الديون غير القابلة للسداد، وكذلك يمكن الاستنتاج بأن بدائل التمويل الإسلامي كعقود السلم و التوريد والجمالة والمضاربة و الاستصناع بأنواعها المختلفة تشكل بدائل مهمة للمشتقات المالية التقليدية.

## المراجع والهوامش :

- 1 . سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 59-60.
- \* تم استعمال كلمة الاختيارات وليس الخيارات لأن كلمة الخيارات مستخدمة في الاقتصاد الإسلامي بمعنى البيع أو الشراء على أن يكون لأحد العاقدين أو لكليهما حق إمضاء العقد أو فسخه، وهي مختلفة تماماً عن الاختيارات (Options) التي تجري في الأسواق المالية التقليدية.
2. محمد حبيب الجراية، الأدوات المالية التقليدية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990، ص1117.
3. محمد القرني، نحو سوق إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، عدد 1993، ص21.
4. محمد القرني، الأسواق المالية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990، ص1213.
5. لا تختلف عقود الاختيارات في الأسواق المالية بين أوروبا والولايات المتحدة، باستثناء نقطة واحدة، ففي الولايات المتحدة يعتبر حق المشتري حالياً خلال مدة الاختيار، فهو يستطيع ممارسته في أي وقت يشاء قبل الساعة الثامنة مساء من آخر يوم فيه. أما في أوروبا فلا يجوز له ممارسته إلا في آخر المدة المحددة أي في الساعات الأخيرة من تلك الفترة.
6. إسماعيل الطراد و جمعة عباد، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، 1999، ص 165-166.
7. علي أحمد السالوس، مداخلة محفوظة في وثائق ندوة الأسواق المالية، البيان الختامي والتوصيات، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، جدة، العدد السادس، المجلد الثالث، 1990، ص 1248.
8. محمد القرني، الأسواق المالية، مرجع سابق ص 1217-1221.
9. محمد تقى العثماني، عقود المستقبلات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992.
10. محمد مطر، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، 1999م، ص 272.
11. توصيات الندوة الثانية للأسواق المالية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، جدة، 1992، ص428-429.
12. حسني خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999، ص 226-227 .
13. وجدي مخامرة، الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبلات، مجلة البنوك في الأردن، العدد الثالث، المجلد 19، نيسان، 2000، ص69-71.

14. طارق الله خان، إدارة المخاطر، حبيب أحمد، ورقة رقم (5) ترجمة عثمان بابكر أحمد، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 175.

15 صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2002، ص 220

16 "The dream machine: invention of credit derivatives". Tett, Gillian (24/3/2006). *Financial Times*: [http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news\\_id=fto032420061036262088&page=2](http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto032420061036262088&page=2)

\* يوجد تقديرات أخرى تقول أن هذه المشتقات (CDS) كانت قد ارتفعت من حوالي 10 تريليون دولار في الشهر السادس من عام 2005 إلى حوالي 62 تريليون دولار في نهاية عام 2007:

Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Orlowski, Lucjan T. Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research. 10. December 2008. p11.

17 E. Simon. Meltdown 101: What are Credit Default Swaps?. Kansas City Star (26/10/2008):

[http://www.usatoday.com/money/economy/2008-10-21-2778456512\\_x.htm](http://www.usatoday.com/money/economy/2008-10-21-2778456512_x.htm)

18 Mark Garbowski, United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer. (2008-10-4) & Gretchen Morgenson, Credit default swap market under scrutiny. (2008-08-10):

<http://www.iht.com/articles/2008/08/10/business/morgen11.php>.

Karel Frielink, Are credit default swaps insurance products? (2008-08-10):

<http://www.curacao-law.com/2008/06/17/credit-default-swaps-and-insurance-issues-under-dutch-caribbean-law/>.

19 *Derivatives and Alternative Investments*: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston, 2008. P.11

20 Michael K. Edwards: Settlement Auction for Lehman CDS: Surprises Ahead? 10/October/2008:

<http://seekingalpha.com/article/99286-settlement-auction-for-lehman-cds-surprises-ahead>

21 Ignacio de la Torre, The role of derivatives in the credit crisis, paper was written to Al-Baraka Group in their conference in 6-7 September 2008, P(46).

22 Hershey H. Friedman, Linda W. Friedman, The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong? The University of New York, 2009, P (15).

23 The role of derivatives in the credit crisis, last reference , P(45).

\* قد فاق حجم المشتقات المالية في عام 2008 الألف تريليون دولار أمريكي (كواذر ليون دولار) وفقاً لتقرير

لبنك التسويات الدولية بينما لم يتخط الناتج المحلي الإجمالي لجميع دول العالم 60 تريليون دولار:

Joseph George Caldwell, The Late Great United States: The Decline and Fall of the United States of America, 17 December 2008, P(171) Posted at Internet web sites: <http://www.foundationwebsite.org> and <http://www.foundation.bw>

24 أحمد مهدي بلوفاي، أزمة عقار أم أزمة نظام؟، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 2008، ص 7.

25 The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Last preference, P(26)

26 The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Last preference, P(33).

27 عبد الحليم فضل الله، الجذور الاجتماعية لأزمة السوق العالمية: عالم التجارة، عدد 12، 2008، ص 36.

<sup>28</sup> Byung Chan Ahn, Capital flows and effects on financial markets in Korea: developments and policy responses: Director General, International Department, Bank of Korea, BIS Papers No 44,P(310).

<sup>29</sup> علي أحمد الثالث، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مرجع سابق، ص1002.

<sup>30</sup> يعرف عقد السلم بأنه: بيعٌ أجلٍ بعاجلٍ، فالسلم نوع من البيع يتأخر فيه المبيع، ويسمى المسلم فيه، ويتقدم فيه الثمن، ويسمى رأس مال السلم، فهو عكس البيع بثمن مؤجل، ويسمى البائع المسلم إليه، ويسمى المشتري المسلم.

(محمد أمين الضرير الصديق، السلم وتطبيقاته المعاصرة: مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، المجلد الأول، جدة، 1993).

<sup>31</sup> محمد تقي العثماني، عقود المستقبلات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص276.

<sup>32</sup> المغني، موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة. تحقيق: عبد الله التركي، عبد الفتاح الحلو، دار هجر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1406هـ، ص4/334.

<sup>33</sup> المغني، موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة، مرجع سابق، ص4/341.

<sup>34</sup> علي محيي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد السابع، 1412هـ، 1991، ص140.

<sup>35</sup> Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis, last reference. P32. And Company annual reports (SEC).