



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

البيع القصير بالعربون

البديل المستند إلى الفقه الإسلامي لعملية بيع المكشوف التقليدية

الشيخ يوسف طلال اللورينزي
الرئيس التنفيذي لشؤون التدقيق والرقابة الشرعية

شريعة كابيتال
2008

البيع القصير بالعربون

البديل المستند إلى الفقه الإسلامي لعملية بيع المكشوف التقليدية

مقدمة:

على الرغم من التطور الذي وصل إليه النظام المالي الإسلامي الحديث في الآونة الأخيرة، إلا أنه ما زال غير قادر على الاستفادة من انهيار الأسواق أو حتى حماية استثمارات سوق الأسهم من اتجاهها نحو الانحدار. وقد أقرت الغالبية في دوائر النظام المالي الإسلامي بأن الطرق التقليدية في التحوط (Hedging)، والبيع على المكشوف على وجه الخصوص، هي بكل بساطة غير مقبولة نظراً للجوء تلك الطرق إلى عناصر مخالفة لتعاليم ومبادئ الشريعة الإسلامية الغراء. وقد لاحظ العلماء والخبراء، خلال السنوات القليلة المنصرمة، تنامي الإجماع حول إمكانية استخدام بعض عقود البيع التي يقرها الفقه الإسلامي مثل السلم والعربون، نظرياً على الأقل، لتزويد مدراء الاستثمارات بأدوات فعالة للحماية وإدارة المخاطر، بما في ذلك إمكانية تحقيق الأرباح عند انخفاض أسعار الأسهم.

يوضح هذا التقرير تطور "البيع القصير بالعربون" من قبل "شريعة كابيتال Shariah Capital" كحلّ عملي لتزويد مدراء الاستثمارات بوسيلة فعالة للاستفادة من استثمارات أسواق الأسهم بغض النظر عن اتجاهات السوق. والأهم من ذلك كله أنه يعتبر حل "البيع القصير بالعربون Arboon Short Sale" حلاً متوافقاً تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد تمت المصادقة عليه من خلال فتاوى تم توقيعها من قبل بعض كبار علماء الشريعة الإسلامية من ذوي الخبرة الواسعة في فقه المعاملات الحديث، وكل من هؤلاء العلماء عضو في المجلس الشرعي لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، وهو المجلس الذي يضع المعايير الشرعية للنظام المالي الإسلامي الحديث.

الصعوبات التي تظهر في عمليات البيوع التقليدية على المكشوف

إنّ عمليات البيوع التقليدية على المكشوف/بيوع التصدير تتطلب بيع أسهم مقترضة، ولذلك يعتبر هذا النوع من البيع مخالفاً لتعاليم الشريعة بشكل صريح، فقد أجمع الفقهاء قديماً وحديثاً على تحريم بيع ما لا يملك. وتصرح النصوص الشرعية على أنه لبيع سلعة ما، يتعين على البائع أن يكون مالكا للمبيع أي لتلك السلعة التي سيتم بيعها. ووفقاً لقواعد الشريعة، فإنه في حال كان سيتم بيع الأسهم في السوق، فعلى البائع بدايةً أن يكون مالكا لتلك الأسهم. فإن لم يُثبت ملكيته لا يجوز البيع. ومن ثم فإنه من غير الممكن لمدير صندوق التحوط أن يكون ملتزماً بالشريعة مع كونه مقترضاً للأسهم من وسيط أولي أو مع استخدامه وثائق الوساطة الأولية التقليدية لبيع تلك الأسهم في السوق. ولذلك فقد شاع لهذا السبب الفهم بمخالفة "صناديق التحوط Hedge Funds" للأحكام الشرعية، وصار من الشائع لهذا السبب أيضاً، الاعتقاد بأنه يستحيل أن تكون صناديق التحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية على الإطلاق.

لعل هذا الاعتقاد الخاطيء هو الذي قاد بعض مقدمي المنتجات المالية للجوء إلى حلول مصطنعة يحاولون من خلالها الالتفاف على القيود الشرعية من خلال إبدال عائدات من استثمارات شرعية بعائدات صناديق التحوط التقليدية، على الرغم من أن تلك الصناديق التحوطية ذاتها غير خاضعة للرقابة الشرعية، فتستثمر أموال المسلمين فيما تحرّمه الشريعة من العقود والاستثمارات المحظورة مثل بيع العملات بالتأجيل وشراء سندات الفوائد مثل "سندات الخزينة قصيرة الأجل T-Bill"، وقد تتضمن أيضا تبادل أسهم شركات تعمل في مجال القمار أو الخمر والكحول إلى غير ذلك من المناكير والكبائر. وقد تم رفض هذه المراوغات المتحايلة في الأسواق رغم حسن هندستها و مهارة تسميتها بـ (تكنولوجيا التحويل الشرعي، Shariah conversion technology). وهناك صعوبات أخرى تتعلق بعمليات البيع على المكشوف حسب ما يقوم به الوسطاء الأوليون الذين يلجؤون للطريقة التقليدية في "الاقتراض ثم البيع" التي تتضمن سلسلة من المحظورات مثل بيع ما لا يملك، والأجور الربوية المفروضة على الخدمات، وحتى دفعات الفائدة على الأوراق المالية المقترضة؛ التي يؤدي وجود أي منها إلى حرمة المعاملة.

الاستراتيجيات المستندة إلى الشريعة بشأن الاستفادة من انخفاض الأسعار

تشتمل عملية البيع التقليدي على المكشوف على عدة مواعيد للبدء بها وإتمامها. ويتبادر إلى الأذهان في هذا الخصوص نوعان من طرق البيع التي أقرهما الفقه الإسلامي، وهاتان الطريقتان هما بيع السلم وبيع العربون.

استخدم بيع السلم، وهو بيع أجل بعاجل، عبر التاريخ في المجالات الزراعية، وقد تم تصميمه لتزويد المزارعين بالبذور، ويُقدم في نفس الوقت حماية للتاجر / الممول من تذبذبات الأسعار التي تطرأ على المحاصيل التي قاموا بتمويلها من خلال تزويد المزارعين بالبذور. أما بيع العربون فتمتد جذوره أيضاً إلى الفقه الإسلامي حيث يقوم البائع في بيع العربون بأخذ بعض الثمن من المشتري، على أن يحتسب ما دفع من ثمن المبيع إن أكمل البيع في وقت لاحق وإلا فهو للبائع. وتبدو طريقتا البيع هاتين، من ناحية نظرية، مناسبتين لتحل محل البيع على المكشوف بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

اعتماد بيع العربون

في حين أن هذين النموذجين من المعاملات قد تم اعتمادهما من قبل هيئات الرقابة الشرعية للبنوك الإسلامية في جميع أنحاء العالم ويتم استخدامها بشكل اعتيادي كعقود أساسية للتمويل، فقد تبين أن بيع العربون فقط هو المناسب لشراء الأسهم بشكل يتوافق مع معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) و(هيئة البورصة والأوراق المالية "SEC" الهيئة التشريعية الأمريكية للأسواق المالية). وقد تم اعتماد بيع العربون في الأصل من قبل مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي الكائنة في مدينة جدة والتي قامت بمراجعة عملية بيع العربون ووجدت أنها مقبولة ليتم استخدامها في البنوك وبيوت الاستثمار

الإسلامية. وقد تم توثيق هذا القرار في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، سنة 1993، المجلد (1)، العدد (8)، الصفحة (641).

بينما تنصُّ المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على عدم جواز بيع السلم لتداول الأسهم والأوراق المالية، كما هو مبين فيما يلي:

6. مستند عدم جواز السلم في الأسهم هو أن محل السلم هو الدين لا العين، وأسهم الشركات لا يتأتى فيها إلا التعيين من خلال ذكر اسم الشركة التي يراد السلم فيها، وذلك يجعل السهم عيناً معينة، لا ديناً في الذمة، فلم تكن محلاً لعقد السلم أصلاً، كما أن السلم في الأسهم يتضمن بيع الأعيان غير المملوكة وذلك لا يجوز، كما أنه لا يؤمن انقطاع أسهم الشركة المعينة من السوق، وعدم قدرة البائع على التسليم عند حلول الأجل.

المعيار رقم (21) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية – الأوراق المالية (الأسهم والصكوك)، في الملحق رقم (ب): أسس القواعد الشرعية، المادة رقم (14)، الصفحة رقم (377) إصدار 2004 – 2005.

لذلك، وعلى الرغم من أنه يمكن توظيف أيٍّ من العقدين، نظرياً، ليتم استخدامه من قبل الوسيط الأولي كبديل عن البيع على المكشوف، فإنه يمكن، من الناحية العملية، تطبيق بيع العربون فقط وفقاً للمعايير الشرعية المذكورة.

بيع العربون في الفقه الإسلامي

إن بيع العربون، بفتح العين، وفيه لغة على وزن عصفور، ويُقال أرْبُونٌ ، هو أن يقول: إن أخذت المبيعَ وجئتَ بالباقي وقتَ كذا وإلا فهو لك، وهو عقدٌ ثبتت ممارسته في عهد ثاني الخلفاء الراشدين سيدنا عمر بن الخطاب رضي الله عنه، ما يشير إلى وجوده منذ بدايات الإسلام، والأهم من ذلك أنه كان يعتبر معاملة تجارية شرعية عند فقهاء الصحابة رضي الله عنهم وأئمة الفقه الإسلامي. وفي رواية موثوقة حول هذا الشأن منقولة بسند صحيح أن نافع بن عبد الحارث اشترى داراً للسجن من صفوان بن أمية، على أنه إذا وافق عمر رضي الله عنه على الشراء كانت الدفعة المقدمة جزءاً من قيمة الشراء، وإن لم يوافق عمر على ذلك فالدفعة المقدمة للبائع، صفوان⁽¹⁾.

كما تم شرحه في القسم السابق من هذه الورقة، "اعتماد بيع العربون"، فقد اتفق العلماء المعاصرون على اعتماد بيع العربون بشكل عام، بالإضافة إلى دعم بيع العربون في كتابات وأبحاث العلماء المستقلين والهيئات الشرعية في كافة أنحاء العالم، ولم يحدث أي خلاف حول القرار الذي اتخذته مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بهذا الشأن⁽²⁾. وقد

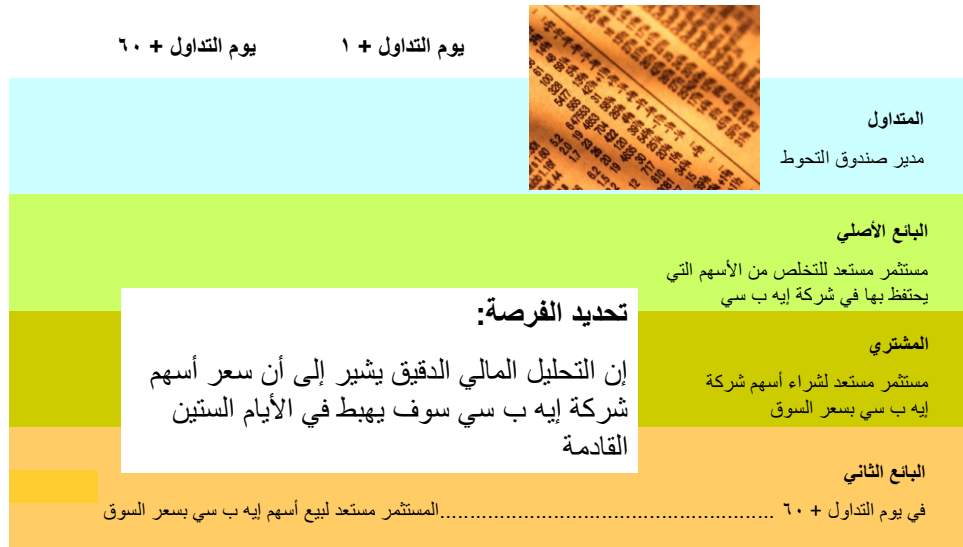
(1) ابن النجار الفتوحى – شرح منتهى الإرادات ، كتاب البيوع ، باب الشروط في البيوع. وابن قدامة، كتاب المغني، المجلد الرابع، صفحة 161

(2) يمكن الإشارة هنا إلى العلماء الذين لهم تأثير في هذا المجال وعلى رأسهم: الأستاذ الدكتور يوسف القرضاوي والشيخ مصطفى الزرقا اللذان أشارا في كتاباتهما إلى بيع العربون وتوافقه مع روح الشريعة التي تهدف إلى رفع الحرج وتحقيق المصلحة.

شاع نتيجة لذلك استخدام بيع العربون بانتظام في العديد من عمليات التمويل التي تقدمها البنوك وبيوت الاستثمار الإسلامية في كافة أنحاء العالم في الوقت الراهن .

معادلة البيع على المكشوف بالبيع القصير بالعربون

إن البيع القصير بالعربون هو معاملة بديلة تحقق النتائج الاقتصادية التي تحققها عملية البيع على المكشوف التقليدية دون اللجوء إلى طريقة "الاقتراض ثم البيع" التي يستعملها الوسطاء الأوليون التقليديون لعملاء صندوق التحوط الخاص بهم . ويصلح البيع القصير بالعربون تماماً كمعاملة تؤدي إلى تحقيق ربح اقتصادي صافٍ ناجم عن هبوط في أسعار الأسهم. (يرجى الإطلاع على العرض التقديمي الكامل حول البيع القصير بالعربون)



سعر سهم شركة إيه ب سي اليوم في السوق هو ١٠ دولار / للسهم الواحد



يتطلب تحقيق نفس الفوائد الاقتصادية التي تحققها عملية البيع التقليدية على المكشوف عملية معقدة تتضمن بيع العربون كوسيلة من وسائلها، حيث أنه لا بد من تضافر عناصر شرعية وقانونية وتنظيمية وتجارية بالإضافة إلى التوثيق القانوني المكثف.

إن العمل مع مدير صندوق التحوط، على سبيل المثال، لا يعدّ كافياً مهماً كان مدير صندوق التحوط مستعداً للالتزام بضوابط الاستثمار التي تحددها هيئة الرقابة الشرعية. وذلك لأن مدير صندوق التحوط لا يتحكم في عملية البيع على المكشوف (وبالتالي لا يتحكم في عملية البيع القصير بالعربون البديلة) لكنه يعتمد على خدمات الوسيط الأولي إذ أن الوسيط الأولي هو الشخص الوحيد الذي يكون في وضع يؤهله لتقديم سلسلة متشابكة من الخدمات المطلوبة لمعاملات البيع القصير بالعربون. والأهم من ذلك، يعتبر الوسيط الأولي هو الشخص الوحيد الذي يبرم عقوداً تُلبي المتطلبات والمقاييس القانونية والتنظيمية المتنوعة وكذلك متطلبات ومقاييس البورصة ورسيد الوسيط الأولي والميزانيات لدرجة أن جميع تلك التعاملات قد تحدث

وفقاً لقوانين بورصة تداول الأسهم ومتطلباتها التنظيمية (كما هي الحال بالنسبة لتشريعات هيئة البورصة والأوراق المالية الأمريكية). علاوة على ذلك، هنالك العديد من العوامل الأخرى التي تتدخل في عملية إنشاء واعتماد البيع القصير بالعربون المتوافق مع الشريعة الإسلامية.

مقارنة خصائص البيع على المكشوف والبيع القصير بالعربون

قد يكون من المفيد، بغية فهم معاملة البيع القصير بالعربون، مقارنة البيع القصير بالعربون بنموذج البيع التقليدي على المكشوف.

- 1- يتم شراء الأسهم، في عملية بيع العربون المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، باستخدام عقد العربون بحيث يصبح المستثمر هو المالك الحقيقي للأسهم. أما في عملية البيع على المكشوف التقليدية، فيتم اقتراض الأسهم بموجب "اتفاقية رئيسية لإقراض أوراق مالية"، ومن ثم يتم بيع الأسهم المقترضة في السوق. أما طريقة البيع القصير بالعربون فتستخدم اتفاقية معدلة هي "اتفاقية رئيسية لبيع الأوراق المالية بالعربون"، وذلك لضمان امتلاك المستثمر للأسهم التي سيتم بيعها لاحقاً في السوق.
- 2- يوافق المشتري، في عملية بيع العربون التقليدية، على شراء البضائع من خلال دفعه عربوناً مقابل سعر البيع المتفق عليه. وفي البيع القصير بالعربون يوافق الوسيط الأولي على بيع الأسهم إلى مدير الاستثمار بسعر السوق المطروح (وهو السعر المتفق عليه)، أي، يقدم مدير الاستثمار العربون كدفعة أولية ويتولى ملكية الأسهم على هذا الأساس.
- 3- تشتمل عناصر البيع القصير بالعربون على تاريخ "تسوية نهائية للشراء والبيع" محدد، ويتم فيه تسديد الجزء غير المدفوع من سعر الشراء (ويُشار إليه بـ "تاريخ الإغلاق"). ويتوافق هذا مع الشروط التي وضعها مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والتي تنص على ضرورة تحديد الفترة الزمنية التي سيتم خلالها تسديد المبلغ المتبقي.
- 4- إذا لم يتمكن المشتري، في بيع العربون، من إتمام عملية الشراء خلال الفترة المحددة، يتعين عليه إعادة البضاعة والتنازل عن الدفعة المقدمة كعربون. أما في البيع القصير بالعربون، في حال قرر مدير الاستثمار عدم إتمام عملية البيع، فإنه يتعين عليه إعادة الأسهم والتنازل عن الدفعة المقدمة كعربون.
- 5- يتمتع المشتري في عملية بيع العربون التقليدية بكامل الحرية في بيع البضاعة التي اشتراها فور سداده لقيمة العربون إلى البائع. أما في عملية البيع القصير بالعربون فيمكن لمدير الاستثمار أن يقوم بعمل الترتيبات مع الوسيط الأولي لبيع الأسهم التي اشتراها بواسطة بيع العربون إلى أي طرف ثالث بسعر السوق، وذلك فور قيام مدير الاستثمار بسداد الدفعة المقدمة والتي تساوي المبلغ المطلوب لحساب الهامش عند الوسيط الأولي.

6- يأمر مدير الاستثمار الوسيط الأولي، بغية إغلاق المعاملة في البيع القصير بالعربون، بشراء عدد من الأسهم من السوق بسعر السوق. ويقوم مدير الاستثمار، مستخدماً هذه الأوراق المالية، بإنهاء معاملة البيع القصير بالعربون وتبقى الدفعة المقدمة مع الوسيط الأولي. ويتم استخدام نفس العملية في إنهاء البيع التقليدي على المكشوف.

التوثيق القانوني

لن يتم اعتماد أية معاملة على أنها متوافقة مع الشريعة من قبل هيئة الرقابة الشرعية ما لم تلتزم العقود المستندة عليها بمبادئ وتعاليم الشريعة الإسلامية. وحيث أن الوسيط الأولي يتصرف نيابة عن مدير الاستثمار، فلا بد أن يتم استبدال جميع عقود الوسيط الأولي والمستندات ذات الصلة بعملية البيع على المكشوف التقليدية بعقود ومستندات البيع القصير بالعربون. وما لم يتحقق ذلك، فلا يمكن اعتبار أي من المعاملات الواردة أعلاه متوافقة مع الشريعة الإسلامية. فلا بد من استخدام مجموعة بديلة من مستندات الوسيط الأولي يمكن من خلالها إجراء جميع عمليات التداول المطلوبة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، أي دون فوائد محرمة، أو شروط فاسدة، أو عمليات بيع غير مباحة (مثل أن يبيع المرء ما لا يملكه، أو أن يشتري أو يبيع أسهم الشركات المحرمة مثل التي تنتج لحم الخنزير والكحول، أو البنوك وشركات التأمين وما إلى ذلك). وبغية ضمان التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية يجب أن يكون مدراء الاستثمار ملتزمين تعاقدياً بتسوية عمليات البيع القصير بالعربون عبر وسيط أولي يتعامل بالعقود المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مع تفادي جميع العناصر المحرمة في عقود الوساطة الأولية التقليدية والتي تُستخدم عادة من قبل صناديق التحوط لأجل عمليات البيع على المكشوف.

خاتمة

يتجاوز حلّ "البيع القصير بالعربون" بشأن صناديق التحوط حدود التنمية المعتادة للمنتج المالي، وذلك لأن التوافق مع الشريعة الإسلامية يتطلب ما هو أكثر من مراقبة صندوق استثماري من ناحية إستراتيجية التحوط، وصلاحية الأوراق المالية الموجودة في المحفظة، وتوجيه الاستثمار بوضع تعليمات يلتزم بها المدير، والإشراف على أعمال الصندوق وتصرفاته، بل يتطلب البيع القصير بالعربون لصناديق التحوط تغييرات جذرية على طريقة معالجة التداولات حيث يجب إعادة صياغة العقود التي تعتمد عليها تداولات الأوراق المالية، على وجه الخصوص، لتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبدون هذه المستندات القانونية المعدلة، فلا يمكن اعتبار أي حل أو بديل للبيع على المكشوف متوافقاً مع الشريعة الإسلامية.

العلماء الذين أفتوا بجواز البيع القصير بالعربون

تم الإقرار الرسمي بـ"وقف الصافي" وحلوله المتعددة بما فيها البيع القصير بالعربون، بإصدار فتوى شرعية من قبل هيئة الرقابة الشرعية المؤلفة من فقهاء مشهورين على المستوى العالمي

الشيخ / محمد نظام يعقوبي، البحرين

يعرف الشيخ نظام يعقوبي كأحد الرواد في قطاع التمويل الإسلامي الحديث، وله مساهمات هامة في البحث الأصيل. تتضمن عضويته في هيئات الرقابة الشرعية: مؤشر داو جونز للأسواق الإسلامية، مصرف إيه ب سي الإسلامي، سيتي بنك للاستثمار الإسلامي، بنك البحرين الإسلامي، بنك أبو ظبي الوطني، بنك "يو بي إس"، بنك إتش إس بي سي أمانة للتمويل، مصرف أبو ظبي الإسلامي، بيت التمويل الخليجي، مصرف الشارقة الإسلامي، البنك الملكي الكندي، مجموعة الإرشاد المالي، بنك يونيكورن للاستثمار، وفرة (مجموعة الاستشارات الاستثمارية الكويتية)، مصرف الشامل، البنك الأهلي المتحد، مصرف بريطانيا الإسلامي، مصرف الاستثمار الأوروبي الإسلامي، وغيرها من البنوك والصناديق. والشيخ نظام يعقوبي عضو في هيئة الرقابة الشرعية لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

الدكتور محمد داود بكر، ماليزيا

يشغل الدكتور محمد داود بكر منصب رئيس مجلس الرقابة الشرعية المركزي لدى البنك المركزي الماليزي وله عضوية في المجلس الاستشاري الشرعي لدى هيئة البورصة والأوراق المالية الماليزية الذي هو المرجع الأعلى للرأي القانوني الإسلامي والنظام المالي الإسلامي في ماليزيا. والدكتور داود أستاذ مشارك سابق في القانون الإسلامي ونائب رئيس الجامعة لشؤون الطلبة والتدريب في الجامعة الإسلامية الدولية في ماليزيا، وتتضمن اختصاصات الدكتور داود كلاً من أصول الفقه الإسلامي، وأحكام الزكاة، والنظام المصرفي والمالي في الإسلام. كما أن الدكتور داود عضو في العديد من مجالس الرقابة الشرعية الدولية، بما فيها: مؤشرات داو جونز للأسواق الإسلامية، وبنك إتش إس بي سي (ماليزيا)، وبنك يونيكورن للاستثمار (البحرين)، وبنك باريس الوطني، وشركة أواسيس لإدارة الأصول، وبنك اليابان للتعاون الدولي، وغيرها من البنوك والصناديق. وهو عضو في المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI).

الدكتور محمد عبد الرحيم سلطان العلماء، الإمارات العربية المتحدة

الدكتور محمد عبد الرحيم سلطان العلماء هو عضو في الهيئة التدريسية في كلية الشريعة في جامعة الإمارات العربية المتحدة، وهو عضو في هيئة الفتوى في دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري في دبي، كما أنه عضو في المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) ويعمل كعضو في المجالس الشرعية لدى موارد للتمويل في دبي وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية. وللدكتور محمد الكثير من المؤلفات حول النظام المالي الإسلامي المعاصر، كما أنه قدم العديد من الأبحاث في المؤتمرات والندوات التي انعقدت في النظام المالي الإسلامي. ويحمل الدكتور محمد شهادة الدكتوراه في علوم الشريعة الإسلامية من جامعة أم القرى في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية.

يتولى الشيخ يوسف طلال مهام الرئيس التنفيذي لشؤون التدقيق والرقابة الشرعية لشركة "شريعة كابيتال"، وهو عالم متخصص في فقه المعاملات، وقد تصدرت سيرته المهنية التي امتدت 30 عاماً الصفحة الأولى في جريدة "وول ستريت جرنل" سنة 2007. يقدم الشيخ يوسف المشورة الشرعية من موقعه في واشنطن العاصمة للعديد من المؤسسات المالية الدولية، بما فيها المؤشرات، والمؤسسات الاستثمارية، وشركات التمويل العقاري، والبنوك الاستثمارية الدولية، وعدد من شركات إدارة الأصول. قام الشيخ يوسف بالعديد من الأعمال العلمية، منها كتاب في ثلاثة مجلدات بعنوان: **مجموعة الفتاوى الفقهية في عمليات البنوك الإسلامية**، ويعتبر المرجع الأول للفتاوى الصادرة عن المجالس الشرعية باللغتين العربية / الانجليزية، كما أنه قام بنشر عدة أبحاث وتراجم وفصول من كتب حول موضوع النظام المالي الإسلامي المعاصر. و الشيخ يوسف عضو في المجلس الشرعي لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، كما أنه عضو في مجلس العلماء في جمعية الأبحاث والدراسات الإسلامية ISRA التابعة لبنك ماليزيا المركزي.

الأسئلة الشائعة حول صناديق التحوط والبيع القصير بالعربون

س: هناك انطباع عام يفيد أن صناديق التحوط تتسم بطابع المضاربة بشكل كبير، فهل هذا صحيح؟

ج: تولد لدى العديد من الناس، لسوء الحظ، انطباع بأن المغزى من جميع صناديق التحوط هو المضاربة والمغامرات العشوائية في وول ستريت. وبالنسبة لمعظم صناديق التحوط فإن هذا الانطباع هو أبعد ما يكون عن الحقيقة إذ تعتبر المحافظة على رأس المال القاعدة الأولى في مجال صناديق التحوط... إلا أنه، في غالب الأحيان، لا تكون الصناديق المنظمة هي التي تلفت أنظار الجمهور وتثير انتباههم.

إن المبدأ الرئيسي في التحوط هو الحفاظ على رأس المال من خلال موازنة المخاطر مقابل الأرباح. وتشير كلمة تحوط نفسها إلى هذا المبدأ الأساسي حيث تحمل كلمة التحوط "Hedge" معنى السياج في الحدايق لحماية الأزهار من أن يطأها المارة. وعندما تكون ظروف السوق صعبة، تكثر المخاطر السلبية (مخاطر انخفاض قيمة الأسهم) في الصندوق التعاوني العادي الذي يمتلك أدوات أقل من تلك التي توفرها صناديق التحوط، فإن صناديق التحوط بما تمتلكه من استراتيجيات متنوعة ومتطورة، مصممة لتأمين حماية أفضل لرأس المال في ظروف السوق الصعبة، في حين تقدم عائداً مرتفعة عندما تكون الأسواق ملائمة. إن هذا هو حقيقة مؤكدة بالنسبة لصناديق التحوط في برنامج "وقف الصافي" Al Safi Trust الذي تقوم استراتيجياته وأدائه التاريخي كوقاية حقيقية لمنع المخاطر وتحقيق الأرباح.

س: هل التحوط هو نفسه الغرر؟

ج: لا يمكن مساواة التحوط بالغرر ، حيث يتعين فهم التحوط على أنه نوع من الحماية، وتكون الطبيعة الحقيقية لصندوق التحوط تأمين الحماية ضد المقامرة والمضاربة، حتى عندما يكون الآخرون في السوق منغمسين في المضاربة. وعلى سبيل المثال، عندما يضارب المشتري على نطاق واسع، استناداً إلى شائعة ما، وكان الناس يزايدون على أسعار الأسهم، مما يؤدي هذا إلى تضخم السوق بشكل مصطنع، ويدرك المستثمرون بعدئذ أن أسعار الأسهم قد ارتفعت فوق ما تستحقه ويقوم السوق بضبط أو تصحيح الأسعار للتعويض (يتم عادة تخفيض القيمة)، ولن تتأثر صناديق التحوط التي تتبنى استراتيجيات توظف وسائل مثل البيع على المكشوف لتجنب الانحراف المعياري في الأسعار، فتقدم صناديق التحوط بهذه الطريقة الحماية ضد الانحراف المعياري في الأسعار الذي تسببه المضاربة في الأسواق؛ وهذا هو الفرق بين "التحوط" و"الغرر" حيث أن التحوط عمل منظم ومنضبط بينما الغرر من جنس القمار الذي هو الميسر المحرم.

س: لكن تقوم صناديق التحوط بالمضاربة وبالتالي قد تتخذ منحي مخالفاً لما تنص عليه الشريعة من تحريم للغرر. فهل هذا صحيح؟

ج: يستند كل عمل إلى نوع من المضاربة، بمعنى المخاطرة، لأن المستقبل لا يعلمه إلا الله عز وجل. ولن تفلح تجارة أو يحصل تقدّم دون القليل من المضاربة والمخاطرة. يعتمد النظام المالي المتوافق مع الشريعة السمحاء على التوازن بين المخاطرة والمكافأة؛ ومفتاح النجاح في الأعمال التجارية هو إدارة المخاطر بشكل ذكي. إن تحريم الغرر هو تحريم للمضاربة غير المنظمة التي تشبه رمي القطعة النقدية المعدنية في الهواء والتنبؤ بالوجه الذي ستسقط عليه. تتبنى صناديق التحوط أدوات متقدمة حديثة وذات تقنية متطورة تتضمن التحليل الفني والأساسي، وتستخدم في العادة نماذج حسابية معقدة لتحديد المخاطر وتقييمها وتكييف التعامل معها. بالتالي فإنها عندما تقبل مخاطر الاستثمار، فهذه الصناديق تقوم بذلك بطريقة منظمة ومطلعة. وهذا هو السبب الذي يجعل المستثمرين الجديين يفضلون الاستثمار في صناديق التحوط.

ختاماً، يجدر ملاحظة أن المضاربة عادة ما تكون مدفوعة باستنادة مفرطة. ولا تُشجع التعاليم الشرعية على استخدام الاستنادة كوسيلة مالية، ومن ثم تقوم هيئة الرقابة الشرعية في "وقف الصافي Al Safi Trust" بمراقبة جميع مدراء الصناديق بشكل دقيق لضمان عدم حدوث هذا النوع من المضاربة.

س: لقد ذكر أحدهم أن البيع على المكشوف يدفع الأسعار الهابطة إلى مزيد من الهبوط وبالتالي يعتبر حتى البيع القصير بالعربون أمراً غير أخلاقي ومخالفاً لتعاليم الشريعة العامة حول القسط والعدالة في التعاملات؛ فهل هذا صحيح؟

ج: تعتبر العدالة والقيم الأخلاقية جزءاً أساسياً في النظام المالي الإسلامي، وتقوم هيئات الرقابة الشرعية بقدر الإمكان بوضع الاعتبارات الأخلاقية في ضوابط العمل أو

الاستثمار للمؤسسة المالية، وبخاصة عند طرح منتجات استثمارية جديدة في الأسواق. تقول القاعدة الفقهية: إن الأصل في المعاملات الإباحة، حتى يثبت خلاف ذلك. ومما لا ريب فيه أن بيع العربون أباحه الفقهاء واعتبروه معاملة شرعية (ومن ثم ينطبق نفس الحكم الشرعي على البيع القصير بالعربون)، ولكن تكمن المشكلة في السمعة السيئة التي تعاني منها صناديق التحوط، مثلها كمثل العديد من الأمور الأخرى السائدة في العالم في وقتنا الحاضر، وذلك أنه لا يكون العيب في شئ معين ولكنه يكون في استخدامه بطريقة سيئة.

يستهدف بيع الأسهم وشرائها تحقيق الأرباح. ففي بعض الأحيان يمكن تحقيق الربح عن طريق البيع وفي أحيان أخرى يمكن تحقيق الربح عن طريق الشراء. يقوم معظم المستثمرين بشراء الأسهم عندما يتوقعون ارتفاع أسعارها، فيبيعونها بأسعار أعلى من سعر الشراء. والفرق بين سعري البيع والشراء هو الربح الذي يحققه المستثمر. كما يمكن للمستثمرين تحقيق الربح من خلال بيع الأسهم عندما تكون أسعارها متجهة نحو الهبوط. يتخذ المستثمر في كل من الحالتين قراره التجاري اعتماداً على القيمة، أو بتعبير أدق، على كيفية إدراك السوق للقيمة. فإن استمر السوق في الحفاظ على تقدير مرتفع للسهم، فستظل قيمة السهم مرتفعة. وإن وجد السوق عوامل قد تؤثر بشكل سلبي على القيمة، عندها سيهبط سعر السهم. وهذا ما تسيير عليه الأسواق الفعالة والمنظمة. هذا، ويمكن وصف مدراء صناديق التحوط "كمحققين ماليين" يتركز بحثهم على ما وراء المرئي لتحديد القيمة الفعلية للأسهم.

حينما يرى المستثمر أن قيمة الأسهم هابطة أو يرى أنها في طريقها للهبوط، فمن الطبيعي أن يبيع المستثمر تلك الأسهم. وقد يحتفظ المستثمر بالسهم على أمل أن سعره سوف يرتفع مرة أخرى؛ وقد يقرر المستثمر بيع السهم طالما تضمن بيعه الربح، أي قبل انخفاض الأسعار تحت السعر الذي دفعه عند شراء السهم. ويصعب في كلتا الحالتين ربط اتخاذ مثل هذا القرار بقيم أخلاقية محددة. وقد يتبادر، في يوم من الأيام، عددٌ من المستثمرين إلى بيع ذلك السهم، سواء كان بيعهم بيعاً عادياً أو كان بيعاً على المكشوف، يمكن عندئذ أن يحذو الناس حذوهم وأن يقوموا بتقليدهم. ثم يكون من الممكن أن يؤدي حجم البيع بكميات كبيرة إلى هلع بعض المستثمرين حتى يبدأ الهبوط الشديد في سعر السهم، على الرغم من وجود سبب أو عدمه، مما يؤدي إلى تكبد المستثمرين للخسائر. قد يكون من الممكن في هذه المرحلة إلقاء المسؤولية واللوم في هذه الخسائر على عواتق الذين بادروا ببيع الأسهم قبل الآخرين، غير أن المسألة هذه ليست بتلك البساطة، أي أن يصف أولئك الذين بادروا ببيع الأسهم بأنهم ظلموا... أو عملوا عملاً غير صالح؟ وقد قاموا بذلك لأن تقييمهم لقيمة السهم، من خلال التحليل الفني أو من خلال أية وسائل أخرى، دلهم على إمكان هبوط سعر السهم، أو على وشك هذا الهبوط، فبادر هؤلاء المستثمرون إلى البيع لأنهم كانوا يحاولون حماية مصالحهم. فإن كان هلع الآخرين نتيجة لذلك، فلا يمكن إلقاء اللوم على بائع معين أو على مجموعة معينة من البائعين، ولا يمكن عزو خسارتهم إلى غيرهم.

وفي حالة منعكسة، عندما تستولي عقلية القطيع على الناس، وتحثهم على الشراء، مما يؤدي إلى تضخم الأسعار دون مبرر، فيمكن طرح نفس السؤال: هل هذا أمر غير

أخلاقي؟ وهل من الإنصاف أن يشترك في تضخم مصطنع لقيمة السهم إن أدي إلى شرائه بأسعار مرتفعة جداً تفوق ما يمكن اعتباره سعراً عادلاً؟

اتضح من ذلك كله أن السبب الحقيقي للمشكلة هو تصفية المستثمرين لمراكزهم، والهلع الذي يشعر به المستثمرون الذين يسرعون للتخلص من الأسهم التي تهبط أسعارها. وعندما يطغى جو البيع على السوق، فمن الممكن أن يشك الناس في كون البيع على المكشوف هو السبب في التقلبات العنيفة التي تطرأ على السوق، وفي الواقع، كما وضحنا، يمكن لعمليات البيع أياً كان نوعها سواء على المكشوف أو خلاف ذلك، أن تؤدي إلى انتشار حالة من الذعر في السوق وتكبد الشركات والمستثمرين للخسائر.

س: إذاً لماذا قامت السلطات التنظيمية المالية في أنحاء العالم أثناء الأزمة المالية الأخيرة بإصدار تحذيرات ضد البيع على المكشوف بل قاموا، في بعض الحالات، بحظر عمليات البيع على المكشوف؟

ج: لقد بينا في جواب السؤال السابق أن البيع على المكشوف هو أحد أشكال البيع، وأن البيع، بأشكاله كلها، في الظروف المالية الصعبة يمكن أن يؤدي إلى انتشار حالة من الذعر التي تؤدي بدورها إلى تهاوي الأسعار. لذلك يلقي باللوم في بعض الأحيان على عائق البيع على المكشوف عندما تكون أسواق الأسهم في تدهور. وعلى سبيل المثال، بعد الانهيار الذي حصل في سوق الأسهم الأمريكية سنة 1929 والذي تكرر سنة 1987 قام الكونغرس بعقد جلسات استماع حول الموضوع، وبعد حوادث الحادي عشر من سبتمبر قامت كل من هيئة الخدمات المالية FSA في المملكة المتحدة وهيئة الأسهم والأوراق المالية SEC بالتحقيق. وقد أظهرت نتائج جلسات الاستماع تلك والدراسات الرسمية أن البيع على المكشوف هو بيع يحقق نفعاً فعلياً للسوق حيث أنه يساهم في زيادة فعالية الأسواق من خلال المساعدة على تحديد السعر، وفي منع الأسهم من تحقيق قيمة أعلى مما تستحق. وقد أظهرت بحوث أكاديمية أنه في الفترة التي سبقت الانهيار في السوق سنة 1929 مباشرة استهدف البيع على المكشوف بوضوح الأسهم ذات الأسعار المبالغ في قيمها، وبعبارة أخرى، كان التدهور في قيمة تلك الأسهم هو الذي أدى إلى البيع على المكشوف؛ وليس البيع على المكشوف هو الذي أدى إلى هبوط قيمة الأسهم. وفي دراسة أجرتها جامعة يال حول الأسهم الأمريكية على مدى الأعوام الثلاثين الماضية، تم التوصل إلى نتائج مشابهة لذلك. وتجدر الإشارة هنا إلى أن حظر البيع على المكشوف الأخير كان محصوراً في أسهم شركات قطاع الخدمات المالية، من البنوك، وشركات التأمين، وشركات إدارة الأصول (ما يعرف بـ Section 13 (f) List)، وكان إجراءً وقائياً يستهدف مساعدة تلك الشركات في الاستمرار بجمع رأس المال من المستثمرين ولم يستهدف بيع المكشوف بالذات.

س: هل يلجأ وقف الصافي Al Safi Trust لتبني حيل شرعية أو طرق مختصرة ليكون متوافقاً مع الشريعة الإسلامية؟

ج: لا يوجد أي موضع خلاف حول الطريقة التي يقوم فيها "وقف الصافي Al Safi Trust" بالإدارة أو الاستثمار، حيث تصرّ هيئة الرقابة الشرعية على أن تتصف جميع أوجه عمليات الوقف ومدرائه بالشفافية والوضوح، كما تصرّ هيئة الرقابة الشرعية

على تبني المعايير والعقود التي اعتمدها الفقهاء وأئمة المسلمين. ويمكن لذلك أن يقال: إن "وقف الصافي Al Safi Trust" هو نظام مبتكر وإن انطبق هذا القول فقط من ناحية توفيره للحلول الجديدة... لكنه يتبنى الوسائل القديمة لتنفيذ تلك الحلول. فلا يوجد أي خلاف حول المعاملات عينها حيث أنها مبنية على عقود ثبت جوازها عند الفقهاء.

س: لماذا يعتبر البيع القصير بالعربون في برنامج "وقف الصافي Al Safi Trust" متوافقاً مع الشريعة الإسلامية؟

ج: يستفيد برنامج "وقف الصافي Al Safi Trust" من مجموعة بديلة من مستندات الوساطة الأولية يمكن عن طريقها تنفيذ جميع عمليات التداول، سواء على البيع القصير أو غيره وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، أي دون وجود فوائد ربوية، أو شروط فاسدة أو عمليات بيع محرمة (مثل بيع ما لا يملك أو بيع وشراء السلع المحرمة وما شابه ذلك). وبغية البيع القصير بالعربون لسهم ما، يجب على المدير أن يطلب من الوسيط الأولي أن يفتح عملية البيع القصير بالعربون. فإن جميع المدراء في برنامج "وقف الصافي Al Safi Trust" ملتزمون تعاقدياً بتنفيذ البيع القصير بالعربون من خلال وسيط أولي واحد هو "بركليز كابيتال للوساطة الأولية" (وعدا ذلك يمكن للمدراء فتح تداولات بأسهم مملوكة فقط لدى وسطاء آخرين، شريطة أن تتم التسوية لها كلها لدى باركليز) حيث تسمح العقود المعدلة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية لـ "باركليز كابيتال للوساطة الأولية" بتنفيذ التداولات التي تم فتحها من قبل مدراء صناديق التحوط لتفادي جميع العناصر المحرمة التي تتوفر في عقود الوساطة الأولية الشائعة الاستخدام في صناديق التحوط التقليدية.

س: من المعروف أن لدى أعضاء هيئة الرقابة الشرعية العديد من الارتباطات. فكيف يجيب "وقف الصافي Al Safi Trust" عن أسئلة المدراء بدون تأخير؟

ج: تستولي جميع الحالات التي تم ذكرها في الجواب الوارد أعلاه على رعاية واهتمام العلماء. ويقدم "وقف الصافي Al Safi Trust" من خلال تحديد منهجية للتعامل مع هذه التساؤلات ومن خلال تأمين إمكانية التواصل مع أعضاء هيئة الرقابة الشرعية، برنامجاً فعالاً يلبي متطلبات التوافق مع الشريعة لكل من المستثمرين والمدراء. ويعتبر "وقف الصافي Al Safi Trust"، علاوة على ذلك، فريداً من نوعه حيث أن هيئة الرقابة الشرعية تخصص ممثلاً تنفيذياً مكرساً للعمل بدوام كامل لصالح "وقف الصافي Al Safi Trust"، ويعمل الممثل التنفيذي مع مدراء الصناديق والوسيط الأولي ومع القائمين على "وقف الصافي Al Safi Trust" لضمان أن تكون جميع عمليات الوقف ومدراء الاستثمار متوافقة مع الضوابط التي وضعتها هيئة الرقابة الشرعية.