

الاستفادة من عقود الخيارات المالية في الصناعة المالية الإسلامية

د. / عبد الكريم أحمد قندوز*

Abstract:

A derivative is a financial contract whose value is linked to the price of an underlying asset. The term *derivative* refers to how the price of these contracts is *derived* from the price of the underlying item. Typical examples of derivatives include futures, forwards, swaps and options. In the conventional financial industry, Financial derivatives are considered a powerful financial tools that can be used in hedging and risk management. But these tools are not allowed in the Islamic Financial Industry (Because of the prohibition of Interest and Gambling in Islamic Law (Sharia)). In this paper, we will try to find some alternatives which can perform the same purpose of financial derivatives without prejudice to the legal aspects.

Key words: Financial Derivatives, Islamic Financial Derivatives Options, Forwards, Futures, Urbun, Black-Scholes Model, Hedging.

ملخص:

تعتبر المشتقات المالية عامة، والخيارات المالية بشكل خاص من أقوى الأدوات المالية التي يمكن استخدامها في إدارة المخاطر بالصناعة المالية بشكل أساسي، خاصة إذا ما تم فهم طبيعة هذه الأدوات جيدا واستخدامها على نحو رشيد. وبالرغم مما تثيره هذه الأدوات من جدل اقتصادي، إلا أنها قد فرضت نفسها على المؤسسات كما الأسواق المالية بكل قوة. وبالانتقال بالتحليل إلى الصناعة المالية الإسلامية، فإننا نجد أن المجامع الفقهية قد حرمت التعامل بهذه الأدوات مما يعني عدم إمكانية استخدامها من المؤسسات المالية الإسلامية؛ لكن ذلك لا ينفي أبدا إمكانية البحث عن بدائل لهذه الأدوات بحيث يمكن إيجاد أدوات مالية تؤدي نفس غرض المشتقات المالية وكذا التوريق من دون إخلال بالجوانب الشرعية (كتجنب الربا والغرر الفاحش). لقد بين الواقع أن عدم استخدام المؤسسات المالية الإسلامية للمشتقات المالية وعدم الاستعاضة عنها بأدوات يمكن أن تؤدي نفس وظائفها قد كبدنا خسائر معتبرة... ومن هنا تبرز أهمية البحث عن تلك البدائل والتي تفي بالمتطلبات الشرعية، خاصة إذا علمنا أن كتب فقه المعاملات المالية تحوي الكثير من الأدوات التي يمكن بها تأدية وظائف التحوط التي تؤديها المشتقات المالية على نحو ما هو في الخيارات الشرعية أو في بيع العربون وغيرهما.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، المشتقات المالية الإسلامية، الخيارات، المستقبلات، العقود الآجلة، العربون، نموذج بلاك شولز، التحوط.

* محاضر بقسم المالية - جامعة الملك فيصل، السعودية

مقدمة:

ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى المشتقات المالية كأفضل ما استطاع الفكر المالي والاستثماري انجازه إلى الآن. وعلى الرغم من كون البعض قد وجه الاتهامات لهذه الأدوات بكونها المتسبب الرئيس في الأزمات المالية (ومنها الأزمة المالية العالمية الحديثة) إلا أنه لا يوجد دلائل قوية تثبت ذلك إلى الآن، كما أن المدافعين عن هذه الأدوات يعتبرونها من أقوى الأدوات المستخدمة للتغلب على المخاطر التي أصبحت سمة للنظام المالي العالمي.

وبالنظر إلى واقع المشتقات المالية اليوم (أنظر الشكل رقم 1)، نجدها تحتل مكانة هامة وكبيرة جدا ضمن النظام المالي العالمي لا تضاهيها أية أدوات أو منتجات مالية أخرى، إذ تعتبر سوق المشتقات المالية أكبر الأسواق على الإطلاق وتجاوز حجمها 600 ألف مليار دولار (بحسب إحصائية سنة 2009) ولعل الصناعة المالية الإسلامية أحوج ما تكون اليوم إلى الاستفادة من هذه الأدوات بعد تصحيحها من المخالفات الشرعية التي تطوي عليها.

وتتكون عقود المشتقات المالية من أربعة أنواع رئيسية هي: الخيارات المالية، العقود الآجلة، المستقبلات والمبادلات¹ وتتعدد تقنيات واستراتيجيات استخدامها إلى درجة لا تفي البحوث المستقلة بوصفها، ولعل هذا مما يجعل فهم تلك الأدوات غاية في الصعوبة، خاصة لغير أهل الاختصاص.

1) فهم طبيعة المشتقات المالية:

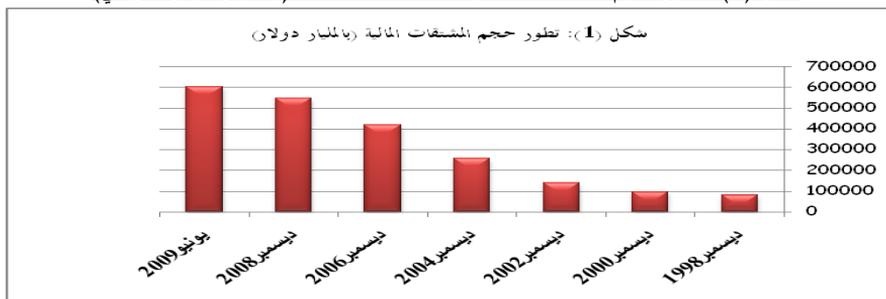
نمت منذ سبعينيات القرن العشرين سوق أدوات مالية مبتكرة بطريقة لم تعرفها لا أسواق الأسهم ولا أسواق الديون ولا الأسواق الحقيقية. وشكلت هذه الأدوات طفرة في الصناعة المالية ككل، ومكنت الفاعلين الاقتصاديين من تحقيق أهداف لم يكن بالمقدور تحقيقها قبل وجود هذه الأدوات كالتحوط وإدارة المخاطر والمضاربة وغيرها، هذه الأدوات هي ما عُرف بالمشتقات المالية.

1-1) التعريف بالمشتقات المالية:

يُقصد بالمشتقات المالية العقود التي تُشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات: عقود الاختيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات...².

وتعتبر أسواق المشتقات المالية أكبر الأسواق على الإطلاق من حيث الحجم، إذ تجاوزت 600 تريليون دولار أمريكي سنة 2009، وما تزال تنمو بشكل هندسي وإن عرفت نكسة خلال الأزمة المالية العالمية التي هزت العالم خلال الفترة (2008-2009).

شكل (1): تطور حجم المشتقات المالية [1998-2009] (بالمليار دولار أمريكي)



المصدر: الباحث اعتماداً على أرقام بنك التسويات الدولي 2010.

2-1) تعريفات المرتبطة بالمشتقات المالية:

⊕ الخيارات:

عقد الخيار أو الاختيار: "عقد بعوض على حق مجرد، يخول صاحبه بيع شيء محدد، أو شراؤه بسعر معين طيلة (طوال) مدة معينة (معلومة) أو في تاريخ محدد، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين"³. أو هو: "عقد يمثل حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية"⁴. وتُعرف علاوة الصفقة الشرطية (أو ثمن عقد الخيار) على أنه: "تعويض متفق عليه يُدفع للبائع (بائع عقد الخيار) في البورصة من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه بحق شراء (إن كان خيار شراء) أو حق بيع (إن كان خيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. وهذا المبلغ غير مرجع سواء نفذ المشتري حقه، أو لم ينفذ"⁵. وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يومياً تتضمن مئات الملايير من الدولارات، ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم⁶.

⊕ العقد الآجل وخصائصه:

العقد الآجل عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع والآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً بسعر متفق عليه⁷، فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقد⁸. وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين وتعتبر العقود الآجلة مشتقة بسيطة⁹. وتتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

- المرونة: حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أن كلاً من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة؛
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل، فإنه يحتاج لأن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛
- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته¹⁰؛

- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من الاتفاق بين الطرفين؛
- وتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نفود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

✦ المستقبلات:

على غرار العقود الآجلة، فإن العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين بسعر معين، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية للعقد، ونظراً لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما بالضرورة فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم.

تتكون بورصة المستقبلات من عدة أعضاء وهؤلاء الأعضاء هم ممثلون عن شركات سمسة رئيسية، بنوك ومؤسسات استثمارية وبعض المتعاملين المستقلين، ولا بد من ترخيص كل من تجار المستقبلات بالعمولة ووسطاء أو سمسرة القاعة من قبل الهيئة التعامل بمستقبلات البضائع.

يقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعنى من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر. إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقاً لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة.

وتتغير الأسعار عادة وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات وذلك من خلال أحد السمسرة (تجار المستقبلات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة¹¹.

✦ والمقايضات:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضاً مليون دولار) كل سنة لمدة خمس سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقى ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة خمس سنوات، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية¹².

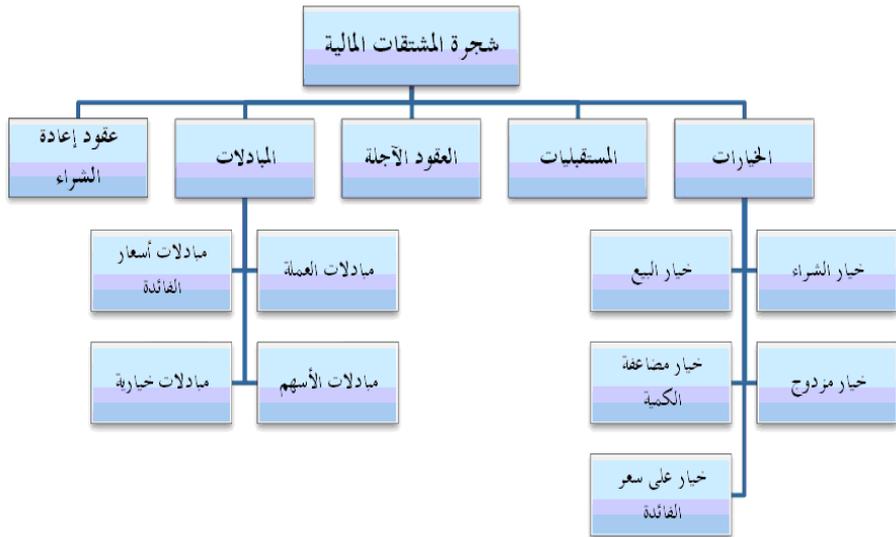
ويمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات لسنة 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، ولعقود المبادلة أنواع كثيرة ومنها:

- 1- مبادلات أسعار الفائدة. في هذه العقود، فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة)، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة)¹³؛
- 2- مبادلة العملات. يتضمن في أبسط صورها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريباً بعملة أخرى. ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى¹⁴؛
- 3- أنواع المبادلات الأخرى. إن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادلًا لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات ولذلك لا يوجد حد

لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها. ومن بين أنواع عقود المبادلات، نجد: مبادلة الاستحقاق المستمر ومبادلة استحقاق الخزائنة، مبادلة أصل الدين ومبادلة حقوق الملكية، والمبادلات السلعية... الخ¹⁵.

4- المبادلة الخيارية¹⁶: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطى حامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار. فالغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قائمة، وبالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة. ويدفع مشتري الخيار حامل الحق علاوةً للبايع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفاً، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمّنه ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في غير صالحه. والطرف البايع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكاً تجارياً أو بنك استثمار، وتحتمل هذه البنوك مخاطر تغيرات أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.

الشكل (2): شجرة المشتقات المالية



المصدر: د. سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص 143.

(2) عقود الخيارات المالية (قضايا أكثر عمقا):

يعتبر فهم طبيعة المشتقات المالية (وبشكل خاص الخيارات المالية) وغرض وجودها الأساسي (على نحو ما عرضنا له في المحور الأول من ورقتنا) مدخلا غير كافٍ من أجل فهم جوهر هذه الأدوات. ومن أجل تحليل أكثر عمقا، فإن ذلك يستدعي فهم تقنيات واستراتيجيات التعامل بعقود الخيارات المالية، وكذا أساليب تسعيرها. هذا وقد أمكن من خلال الهندسة المالية إيجاد عدد كبير من التقنيات والاستراتيجيات في التعامل بهذه الأدوات المالية.

1-2) عقود الخيارات المالية:

آلية عمل عقود الخيارات المالية:

ولشرح آلية عمل عقود الخيارات المالية، دعنا نفترض أن مستثمراً ما يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق وليكن شهر يونيو القادم وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سوف يرتفع في تلك الفترة وذلك مقارنة بالسعر الجاري الآن والذي يبلغ (50) دولاراً للسهم وحتى يتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع القيمة السوقية في تاريخ الشراء فقد تعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها وبالسعر الجاري (50) دولاراً للسهم . ولكن لديه بالطبع توقع عكسي بالنسبة للقيمة السوقية للسهم وذلك مقابل دفع علاوة أو مكافأة يدفعها مشتري الاختيار قيمتها (3) دولار للسهم.

فإذا ما ارتفعت قيمة السهم في السوق في شهر يونيو إلى (55) دولاراً مثلاً حينئذ يطلب مشتري الاختيار تنفيذ الاتفاق أي أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بسعر (50) دولاراً للسهم وحيث إنه قد سبق للمشتري دفع (3) دولاراً عن كل سهم علاوة أو مكافأة للمحرر فإنه يكون قد حقق ربحاً قدره (2) دولار عن كل سهم $(55 - 3 = 52)$ ، وكما هو واضح يتوقع أن يزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ¹⁷.

أما محرر الاختيار . خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها . فسوف يمني بخسائر مقدارها أيضاً (2) دولار عن السهم لأنه سيضطر إلى شراء السهم . إذا ما أصر مشتري حق الخيار على استلام الأسهم - وهو أمر غير وارد في مثل هذه العقود . بمبلغ 55 دولاراً للسهم ليبيعه بمبلغ (50) دولاراً وكان قد حصل قبل ذلك على مكافأة قدرها (3) دولار عن كل سهم. وعلى عكس مشتري الاختيار، سوف تزداد خسائر محرر الاختيار كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، فطرف هو (مشتري الاختيار)، تزداد أرباحه . إن صح التعبير . على حساب طرف آخر تزداد خسائره، أما إذا لم تتحقق توقعات مشتري الخيار وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى (43) دولاراً مثلاً فلن يطلب تنفيذ الاتفاق إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة وحينئذ سوف تنحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة للمحرر والتي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها المحرر، وعلى هذا النحو: فإن خسائر المشتري لحق الخيار محدودة بمقدار المكافأة أو العلاوة على حين أن أرباحه غير محدودة إذ ترتفع بارتفاع القيمة السوقية في وقت التنفيذ، أما خسائر المحرر فغير محدودة إذ ترتفع بارتفاع القيمة السوقية في وقت التنفيذ، أما أرباحه فمحدودة دائماً بمقدار المكافأة أو العلاوة التي يحصل عليها عند إبرام العقد وبذلك يكون كل طرف قد جنى ثمرة توقعاته حيال تقلبات الأسعار وهي عند التعاقد توقعات متضادة حتماً¹⁸.

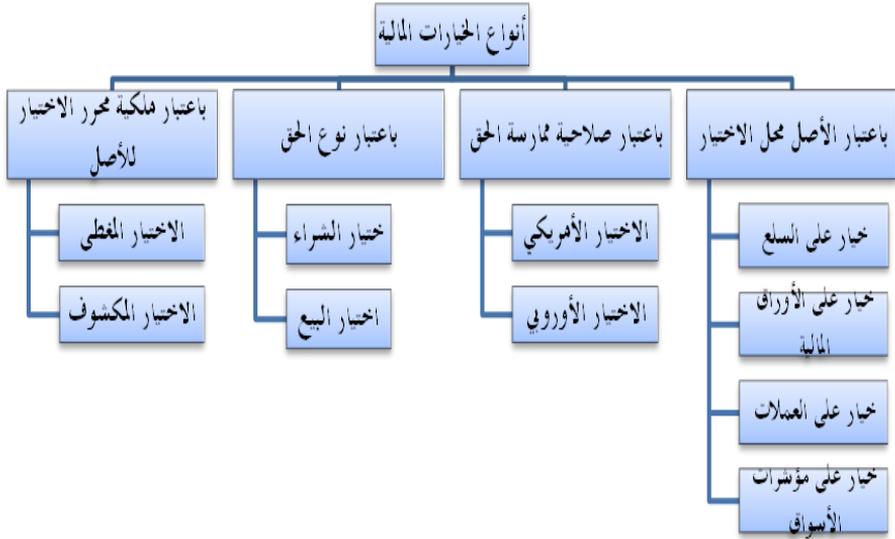
تقسيمات الخيارات المالية:

تتعدد الخيارات باعتبارها عديدة وأنواع وأشكال عديدة، فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات والمؤسسات أو العملات¹⁹ . وعموماً يمكن تقسيم عقود الخيارات إلى عدة أقسام، تختلف باختلاف زاوية النظر، ومن أشمل التقسيمات²⁰:

1) أنواع الخيارات باعتبار نوع الحق الذي يمنحه الاختيار: وهي بهذا الاعتبار ثلاثة أنواع: اختيار الشراء أو الطلب هو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء أصل مالي معين (سلع أو أسهم مثلاً) خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر المسمى في العقد الذي يسمى سعر التنفيذ وعليه فعقد اختيار الشراء يلزم بائع الاختيار (محرر العقد) ببيع الأصل لمشتري الاختيار إذا رغب في الشراء²¹، أما الأخير فله الحق في واحد من ثلاثة:

- ممارسة حقه في شراء الأصل ودفع السعر المحدد أو بيع الاختيار في السوق وإلغاء وضعيته أو المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى انقضاء تاريخ الاستحقاق، فيسقط حقه في الشراء؛
 - اختيار البيع أو الدفع: هو عملية عكسية لاختيار الشراء، فهو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل مالي معين، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر المسمى في العقد الذي يسمى سعر التنفيذ وعليه فعقد اختيار البيع يلزم بائع الاختيار بشراء الأصل من مشتري الاختيار إذا رغب في البيع، أما الأخير فله الحق في واحد من ثلاثة: ممارسة حقه في بيع الأصل مقابل السعر المحدد أو بيع الاختيار في السوق وإلغاء وضعيته أو المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى أن ينقضي تاريخ الاستحقاق ويسقط حقه في البيع؛
 - والاختيار المركب: هو عقد يجمع بين اختيار البيع واختيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون بائعاً أو مشترياً للأصل المالي محل الاختيار بحسب ما تقتضيه مصلحته، ويتنوع الاختيار المركب إلى نوعين:
 - أ) اختيار مركب لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع: مشتري هذا الاختيار ينظر في تقلبات السوق، فإن وجد الأجدى له البيع مارسه، وإذا وجد الأجدى له الشراء مارسه، وبذلك يكون متيقناً من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الاختيار، والذي عادة ما يكون أعلى من سعر الاختيار المفرد؛
 - ب) واختيار مركب يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع: وفي هذا النوع لا يربح مشتري الخيار إلا إذا تجاوز سعر الأصل في السوق سعر التنفيذ في اختيار الشراء، أو نقص عن سعر التنفيذ في اختيار البيع. فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة الاختيار مارس حقه في الشراء، أما إذا انخفضت فإنه يمارس حقه في البيع.
- (2) أنواعها باعتبار صلاحية ممارسة الحق:** تنتوع بهذا الاعتبار إلى نوعين رئيسيين هما²²:
- الاختيار الأمريكي: وهو يعطي لحامله الحق في التنفيذ في أي وقت أثناء مدة الاختيار، ابتداء من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ انتهاء مدة الاختيار (يوم الاستحقاق)؛
 - والاختيار الأوروبي: وهو لا يعطي لحامله الحق في التنفيذ أثناء مدة الاختيار، بل يقتصر حقه في التنفيذ على التاريخ المحدد لانتهاء مدة الاختيار (يوم الاستحقاق)
- (3) أنواعها باعتبار ملكية محرر الاختيار للأصل:** تنتوع باعتبار ملكية محرر الاختيار للأصل عند إبرام عقد الاختيار إلى نوعين:
- الاختيار المعطى: وهو الذي يكون فيه محرر الاختيار مالكا للأصل؛
 - والاختيار المكشوف: وهو الذي لا يكون فيه محرر الاختيار مالكا للأصل، وهذا هو الغالب في عقود الاختيار القائمة في الأسواق المالية.
- (4) وأنواعها باعتبار نوعية الأصل محل التعاقد:** بهذا الاعتبار، تنقسم عقود الخيارات إلى عقود خيارات على أصول حقيقية (عينية) مثل عقود الخيارات على السلع (النفط، الذهب...)، وعقود خيارات على أصول مالية (أسهم، سندات، عملات، أسعار الفائدة، مؤشرات الأسهم...) وعقود خيارات على عقود مشتقة أخرى (مشتقات المشتقات) مثل خيار المبادلة وخيارات العقود المستقبلية.

شكل (3): تقسيمات الخيارات المالية



⊕ تسعير عقود المشتقات المالية كعنصر أساسي لفهمها:

يشتمل أي عقد اختيار على العناصر الأساسية الآتية:

- الأطراف (المشتري والبائع)؛
 - تاريخ التعاقد؛
 - نوع الأصل محل التعاقد؛
 - كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد؛
 - سعر التنفيذ (Exercise Price) أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى أيضاً بسعر التعاقد وهو غالباً ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية مثلاً لحظة تنفيذ الاتفاق؛
 - تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق (Expiry Date) أو الممارسة (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي) وهذه الميزة لهذا الأسلوب تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق؛
 - وقيمة العلاوة أو المكافأة (Premium) التي يحصل عليها محرم الخيار، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل:
- 1- القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار؛
 - 2- سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ (مدة الاستحقاق وكلما طالت المدة كان السعر أعلى)؛
 - 3- أسعار الفائدة السائدة؛
 - 4- العرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيار؛
 - 5- وتقلبات الأسعار.

وتمثل العلاوة تكلفة سعر حق الخيار وهي القيمة السوقية لعقد الخيار ويستخدم لحسابها مجموعة من النماذج البيانية والرياضية.

✦ مفهوم نظرية تسعير الخيارات:

تهدف نظرية تسعير الخيارات والتي يطلق عليها كذلك اسم نظرية تسعير المشتقات إلى تحديد السعر النظري العادل لعقد خيار مالي خلال أي لحظة زمنية. وعلى الرغم من أن عقود الخيارات المالية عرفت من فترة طويلة نسبياً، إلا أن التسعير النظري لعقود الخيارات لم يكن ممكناً إلا بعد ظهور نموذج بلاك شولز (1973) لتسعير الخيارات (The Black-Scholes option pricing formula)، وقد كان ذلك بفضل مجهودات كل من بلاك فيشر (Black Fisher) وروبرت ميرتون (Robert Merton) ومايرون شولز (Myron S. Scholes)²³.

إذن فنظرية تسعير الخيارات (أو نظرية تسعير المشتقات) ونموذج بلاك شولز يعبران عن نفس الشيء. والتاريخ الفعلي لتسعير المشتقات المالية (الخيارات بشكل خاص) يمكن إرجاعه إلى ما قبل ظهور نموذج بلاك شولز، وتعود جذوره إلى باشوليه (Bachelier (1900) سنة 1900 والذي ابتكر الحركة البراونية (Brownian motion)²⁴ للخيارات على سندات الحكومة الفرنسية (وهذا الجهد يعتبر سابقاً حتى لأعمال أين شتاين بخمسة سنوات والذي استخدم هذه الحركة في الفيزياء).

✦ صيغة تسعير عقود الخيارات:

حددنا سابقاً كل العناصر التي يمكن أن تؤثر في سعر عقد الخيار، وهي: سعر الأصل محل التعاقد، سعر التنفيذ، سعر الفائدة الخالي من المخاطر، التذبذب وأخيراً المدة المتبقية لنهاية العقد. وانطلاقاً من العناصر السابقة، يمكن كتابة صيغة تسعير الخيارات المالية بشكل عام، على النحو التالي:

1. خيارات الشراء:

$$c = f(S, X, T, \sigma, r, d)$$

حيث:

$$\left(\frac{\partial c}{\partial S} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial X} < 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial \sigma} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial T} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial r} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial d} < 0\right)$$

2. وخيارات البيع:

$$p = f(S, X, T, \sigma, r, d)$$

حيث:

$$\left(\frac{\partial c}{\partial S} < 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial X} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial \sigma} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial T} > 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial r} < 0\right) \text{ و } \left(\frac{\partial c}{\partial d} > 0\right)$$

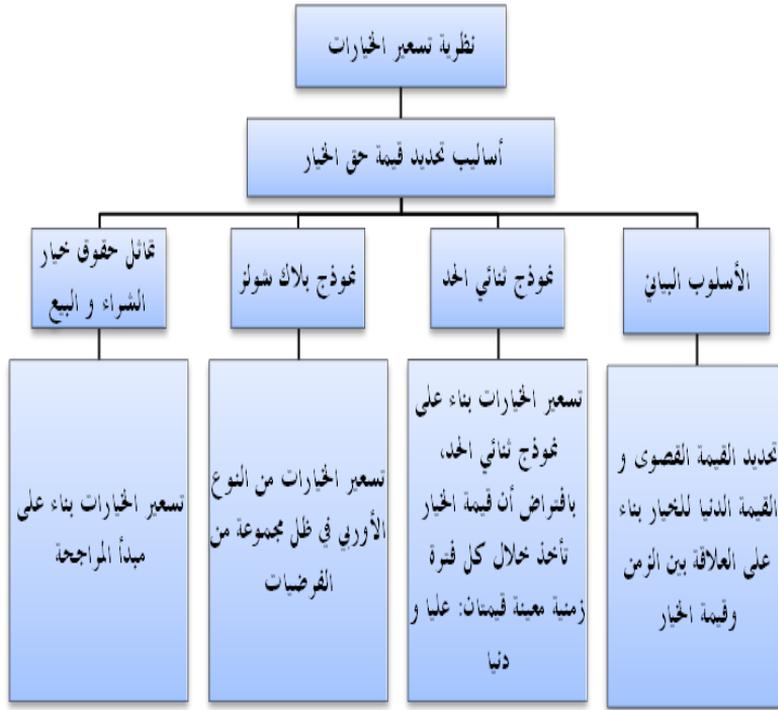
علماً أن هناك علاقة تجمع بين الخيارين (خيار البيع وخيار الشراء)، تسمى تماثل حقوق خيارات الشراء والبيع، والتي يمكن التعبير عنها كالآتي:

$$p + S = c + PV(X)$$

يوجد العديد من الأساليب (المقاربات) لتسعير عقود الخيارات المالية، بعضها يستخدم مبدأ المراجعة، وآخر يعتمد على شجرة بيانية، وبهذا الصدد نذكر:

1. الأسلوب البياني؛
2. نموذج بلاك شولز؛
3. مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء والبيع لتسعير الخيارات؛
4. ونموذج ثنائي الحد.

الشكل (4): أساليب تسعير الخيارات المالية



نموذج بلاك شولز لتسعير الخيارات:

نموذج بلاك شولز (1973) لتسعير الخيارات (The Black-Scholes Option Pricing Model)

(Model) هو أكثر النماذج شيوعا لدى الأكاديميين والممارسين عند تقييم (تسعير) خيارات الشراء.

يقوم النموذج على مجموعة من الفرضيات أهمها²⁵:

- لا توجد تكلفة للمعاملات كما لا توجد ضرائب؛
 - معدل الفائدة الخالي من الخطر ثابت؛
 - تعمل أسواق رأس المال بشكل مستمر (التعامل على كل الأسهم مستمر)؛
 - سعر الأصل محل التعاقد (S) يتبع حركة هندسية براونية (دالة مستمرة)، مع ثبات كل من المشفق (μ) والانحراف المعياري (σ)، حيث:
- $$dS_t = \mu \cdot S_t \cdot dt + \sigma \cdot S_t \cdot dZ_t$$
- لا توجد أية قيود للمراجحة؛
 - يمكن استخدام البيع على المكشوف على الأصل محل التعاقد (اقتراض الأصل وبيعه)؛
 - يمكن اقتراض النقد واقرضه بسعر الفائدة الخالي من المخاطر؛
 - لا توجد توزيعات لحاملي الأسهم؛
 - الخيار من النوع الأوروبي وليس الأمريكي؛
 - وكل الأسهم يمكن تقسيمها بشكل تام (مثلا من الممكن بيع 100/1 من سهم أو 1% من سهم).

يمكن التعبير عن صيغة تسعير خيارات الشراء وفقا لنموذج بلاك شولز على النحو التالي:

$$c = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

على أساس أن:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

حيث:

(C): سعر خيار الشراء	(X): سعر التنفيذ (الممارسة)
(S): السعر السوقي الجاري للأسهم العادية	(e): أساس اللوغاريتم = 2.72
(N(d ₁)): دالة الكثافة التراكمية لـ (d ₁) (توزيع طبيعي)	(r): سعر الفائدة الخالي من المخاطرة
(N(d ₂)): دالة الكثافة التراكمية لـ (d ₂)	(t): الوقت المتبقى على انتهاء صلاحية الخيار
(σ): تنذب السهم (الانحراف المعياري لعوائد الأصل قصيرة الأجل خلال سنة)	

وعلى الرغم من أن المعادلة قد تبدو معقدة، إلا أن تطبيقها لا ينطوي على أية صعوبات، فمعظم المدخلات المطلوبة لحساب سعر خيار الشراء يمكن الحصول عليها من البيانات المنشورة. فسعر السهم (S) وسعر التنفيذ (X) هي قيم معلومة، أما الوقت المتبقى حتى استحقاق الخيار (إلى نهاية صلاحية الخيار) فيحسب عدد الأيام المتبقية حتى الاستحقاق وتقسّم على 365 (عدد أيام السنة). أما سعر الفائدة الخالي من المخاطر (r) فيعبر عنه بسعر الفائدة على سندات الخزينة (T-Bill) بشرط أن يكون أجلها مساوياً لأجل الخيار (ويحسب المعدل بالتركيب المستمر).

وتستخرج قيم (N(d₁)) و (N(d₂)) من جداول التوزيع الطبيعي، مما يعنى أن المتغير الوحيد المجهول والذي يصعب تقديره هو التباين (σ) أو الثقلب ويحسب بالتركيب المستمر لعمر السهم خلال عمر الخيار، إذ يمكن تقدير التباين من خلال البيانات التاريخية لأسعار الأسهم، إلا أن ما يحتاجه المستثمر في الحقيقة هو الثقلب المستقبلي للسهم، وهي قيمة مجهولة، لذلك يقود اختلاف تقديرات المستثمرين لتباين الأسهم إلى اختلاف في تقدير أسعار الخيارات المالية²⁶.

ولمزيد من التوضيح حول استخدام نموذج بلاك وشولز لتسعير الخيارات، دعنا نفترض المثال التالي: عقد خيار شراء من النوع الأوروبي على 100 سهم من أسهم شركة (ABC) والتي لا تقوم بتوزيعات على هذه السهم. سعر التنفيذ لعقد الخيار هو 55 دولاراً، وينتهي خلال 4 أشهر (بالتقريب: 0.34 سنة).

شركة (ABC) تباع السهم عند سعر 56.25 ولها معدل 28% تنذب. سعر الفائدة الخالي من المخاطرة (المستمر) هو: 2.85%.

ولحساب سعر الخيار باستخدام نموذج بلاك شولز، لدينا المعطيات التالية:

$$S = 56.25 ; X = 55 ; t = 0.34 ; \sigma = 28\% ; r = 2.85\%$$

يجب أولاً إيجاد كل من (d₁) و (d₂)، وذلك بالتعويض في معادلتيهما، لدينا:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} = \frac{\ln\left(\frac{56.25}{55}\right) + \left(2.85\% + \frac{(0.28)^2}{2}\right)0.34}{0.28\sqrt{0.34}} = 0.28$$

بالنسبة ل (d_2) :

$$d_2 = 0.28 - 0.28\sqrt{0.34} = 0.12$$

بالتعويض في معادلة تسعير خيار الشراء، نجد:

$$c = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

$$c = 56.25 \times N(0.28) - 55 \times N(0.12)e^{-0.28 \times 0.34}$$

$$c = 4.56$$

نجد: 4.56 دولار للسهم الواحد (وهو يمثل القيمة السوقية لحق الخيار للسهم الواحد من أسهم شركة (ABC)). ويوكون بذلك قيمة حق الخيار الكلية هي 456 دولاراً (أي لـ 100 سهم).

عقود الخيارات على العقود المستقبلية:

عقد الخيار على عقد مستقبلي هو عقد خيار يختلف عن باقي العقود في أن مشتري العقد يتسلم عقد مستقبلي على الأصل، وليس الأصل نفسه، هذه العقود ليست ابتكاراً جديداً، ولكن بسبب بعض المخالفات في التعامل عليها، تم إيقاف العمل بها في عام 1936، ولكن في عام 1982 تم إجراء تجارب لإعادة تداولها مع التزام كل بورصة تتداول فيها عقود مستقبلية بأن تطرح عقد خيار على عقد مستقبلي على أصل معين، ونجحت التجربة، وبالتالي تقرر السماح بتداول تلك العقود في جانفي من عام 1987.²⁷

في عقد الخيار على العقد المستقبلي يتم تنفيذ عقد الخيار ثم يليه العقد المستقبلي، بحيث يقوم مشتري عقد الخيار على العقد المستقبلي بالتسوية النقدية لعقد الخيار في تاريخ التنفيذ، ويصبح طرفاً في عقد مستقبلي على الأصل نفسه، فإذا كان عقد خيار شراء على العقد المستقبلي فإن مشتري العقد يصبح مشترياً في العقد المستقبلي والمحرر بائعاً، أما إذا كان عقد خيار بيع على العقد المستقبلي فإن مشتري العقد يصبح بائعاً في العقد المستقبلي والمحرر مشترياً.

2-2) التحوط باستخدام الخيارات:

⊕ استراتيجيات التحوط باستخدام الخيارات:

لا شك أن عقود الخيارات المالية لم تستحدث كأدوات في سوق المال بغرض إتاحة الفرصة للمستثمرين (والمضاربين) لتحقيق أرباح فقط، ولكن أيضاً وهو الأهم بل وأصل وجود الخيارات وهو: التحوط (Hedging).

هناك في الواقع العديد من الاستراتيجيات التي يمكن من خلالها استخدام عقود الخيارات المالية في التحوط ضد المخاطر. من بين تلك الاستراتيجيات ما يهدف للحد من المخاطر ومنها ما يهدف بالإضافة للحد من المخاطر إلى زيادة عوائد المستثمر.

ونشير إلى أن التحوط بحسب تعريفه يعني نقل المخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح، لهذا فالغالب عند استخدام استراتيجيات التحوط، أن تقل الأرباح المحققة في مقابل مخاطر أقل، وهذا تأكيد للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة.

هناك بعض العناصر الذي تؤثر على كيفية انتقاء الإستراتيجية التحوطية المناسبة، أهمها:

- سلوك المستثمر تجاه المخاطر (محب، كاره أو محايد)؛
- ودرجة تقلب سعر الأصل محل التعاقد (سواء كان أصلاً مالياً: أسهم أو سندات، أو أصلاً مادياً: سلع مثلاً)

فيما يلي عرض لأهم استراتيجيات التحوط باستخدام عقود الخيارات المالية:

(1) استراتيجية التحوط باستخدام خيارات الشراء:

هدف هذه الإستراتيجية هو الحد من الخسائر في وضع معين من خلال اتخاذ موقف مضاد (معاكس) وذلك باستخدام نفس الأصل محل التعاقد أو حتى أصل آخر، وفي غالب الأحيان لا يكون التحوط كاملاً، أي لا يمكن التخلص من كل الخسائر المحتملة. وباختصار فإن هذه الإستراتيجية تهدف للحد من الخسائر العالية دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة.

لتوضيح ذلك دعنا نفترض أنه يوجد خيار شراء على محفظة مالية مكونة من 100 سهم من أسهم شركة معينة (ABC)، وأن سعر التنفيذ هو 100 دولار، وأن قيمة حق الخيار هي 5 دولار للسهم أي 500 دولار. فإذا ما كان المستثمر غير متأكد عما إذا كان سعر السهم في تاريخ انتهاء العقد سيكون أقل أو أكبر من سعر التنفيذ (100 دولار)، فإن المستثمر يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بمعنى بيع الأسهم) واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق خيار الشراء (بمعنى شراء حق خيار شراء) أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة وذلك عن طريق تدنية الخسائر دون التأثير على ما يحققه المستثمر من عائد.

(2) استراتيجية التحوط باستخدام خيارات البيع:

تقوم هذه الإستراتيجية على أساس قيام المستثمر باتخاذ مركز طويل بالنسبة للأسهم (بمعنى شراء الأسهم) واتخاذ موقف طويل بالنسبة لحق الخيار (بمعنى شراء خيار بيع). ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأسهم سترتفع مستقبلاً ومن ثم يقوم بشرائها الآن وفي نفس الوقت بشرائها حق خيار بيع يتيح له إمكانية بيع الأسهم مستقبلاً فيما لو انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

(3) استراتيجية التحوط باستخدام حقوق خيار شراء وبيع مغطاة:

صممت الإستراتيجيتان السابقتان (الأولى والثانية) للحد من المخاطر، غير أن استخدام حقوق خيار الشراء والبيع المغطاة تستخدم أساساً لزيادة عوائد المحفظة. هذه الإستراتيجية تستخدم بشكل خاص لتلائم الاستثمار في محفظة أسهم عادية لا يتوقع أن تحدث لأسعارها تغيرات في الأجل القصير أو أن تكون هذه التغيرات محدودة. مثال ذلك أن يعتقد أحد المستثمرين أن الاستثمار في الأسهم يمثل موقفاً جيداً لاستثماراته في الأجل الطويل. كذلك يتوقع أن تغيرات أسعار الأسهم في الأجل القصير سوف تكون محدودة وعلى هذا الأساس فإن قيام المستثمر بتحرير عقود خيار مغطاة يمكنه من زيادة عائد المحفظة في الأجل القصير. غير أن هذا المستثمر لن يفيد من هذه الإستراتيجية إذا كانت أسعار الأسهم كبيرة لأنه ببساطة سيقوم بتنفيذ الخيار، أو بمعنى آخر فإن المستثمر سوف يحتاج للقيام بعملية مبادلة عكسية (Reversing Transaction). لذلك يطلق على إستراتيجية تحرير حقوق خيار مغطاة بأنها إستراتيجية "منحفضة للغاية" لكل من المستثمر الفرد أو المؤسسة.

(4) واستراتيجية الخيارات المزدوجة (Straddle):

نقصد بإستراتيجية حقوق الخيار المزدوجة الشراء (أو البيع) المتزامن لعقدي خيار شراء وخيار بيع لذات السهم وسعر الممارسة (التنفيذ) وتاريخ الانتهاء. هدف الإستراتيجية هو تحقيق ربح إذا تحركت أسعار السهم حركة كبيرة سواء للأعلى أو للأسفل. لكن من مساوئ هذه الإستراتيجية أنها تتطلب لتحقيق أرباح أن تكون تحركات أسعار الأصول كبيرة جداً. وينقسم الخيار المزدوج إلى قسمين هما:

1. إستراتيجية التهذيب (Strip): هو عملية خيارية تتضمن مركزاً طويلاً في عقدي

خيار بيع وعقد خيار شراء واحد، وبمعنى آخر عقدي خيار بيع لكل عقد شراء بنفس سعر التعاقد وبنفس مدة التعاقد؛

2. إستراتيجية التحزيم (Strap): ينطوي هذا العقد على شراء عقدي خيار شراء وعقد خيار

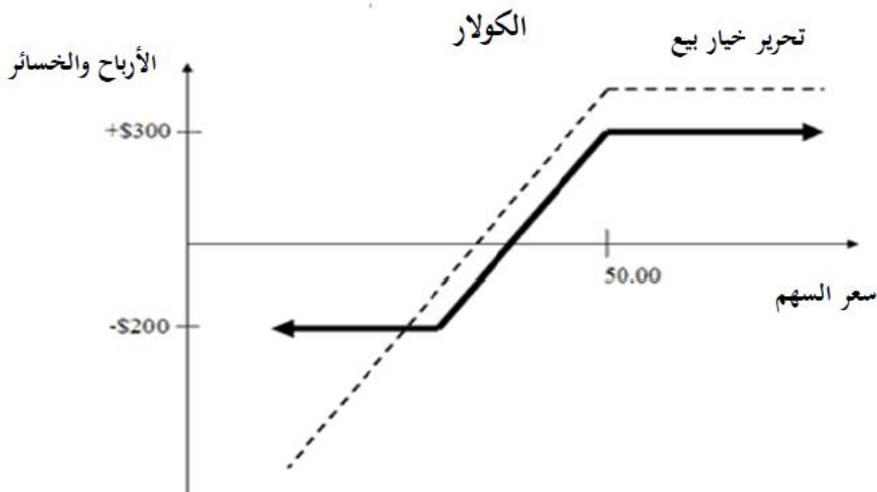
بيع واحد، وذلك إذا ما غلب على المستثمر ظن أن حركة الأسعار سوف تتجه إلى الصعود، وإن كان غير موقن بذلك، ويتوجس خيفة من تقلبات الأسعار في غير

صالحه، ولذلك فهو يبتغى أن يجمع بين الحسنيين بشراء عقد خيار مزدوج يتحصن به في مواجهة المخاطر وأن يجنى ثمار توقعاته من خلال زيادة حقوق الشراء على حقوق البيع.

✦ استراتيجية الكولار (The Collar Strategy):

الكولار هو أحد استراتيجيات تداول الخيارات، والتي تتكون من تملك أسهم (شرائها) وفي نفس الوقت شراء خيار بيع وبيع (تحرير) خيار شراء على نفس الأسهم. عدد عقود خيارات الشراء وخيارات البيع يجب أن يكون متساويا، كما يجب أن يكون لها نفس تاريخ الانتهاء.

شكل (5): استراتيجية الكولار



من أهم خصائص الكولار رغم أن ربحيته قد تكون محدودة هو جعل الخسائر التي يتحملها المستثمر أو المؤسسة المالية محدودة كذلك.

3) الخيارات المالية الإسلامية:

إذا كان الهدف الرئيس من عقود المشتقات المالية (التقليدية) هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمّت المخاطر ثم عملت على إدارتها باستخدام الهندسة المالية، بمعنى آخر: المشتقات المالية هي التي خلقت المشكلة من أجل البحث لها عن علاج. وقد كان من نتيجة ذلك أن انتشرت المقامرات بصورة مقننة وأصبحت المشتقات قنابل موقوتة يؤدي انهيارها إلى انهيار منشآت الأعمال بل إلى انهيار البورصات، وهذا ما دعا العديد من رجال المال الرأسماليين إلى وصفها بأنها: "توع من المقامرة" و"بيت للعب للقمار" و"تأثيرها على تقلب أسعار الأوراق المالية قد فاق كل التوقعات".

3-1) الحكم للشرعي للخيارات المالية بشكلها الحالي وضرورة إيجاد البديل الإسلامي:

صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بخصوص عقود الاختيار بالتحريم (قرار رقم 63)²⁸، وبذلك صدرت فتوى ندوة البركة (13/6)، وسبب تحريم عقد الاختيار أنه غرر، وهو غرر فاحش يبطل العقد لأنه يأخذ حكم الميسر والرهان. ولبيان ذلك، نحاول فهم فلسفة الخيارات المالية.

✦ فلسفة الخيارات المالية:

إن توقعات تقلبات الأسعار وتقدير الفرصة والخطر فيها هي جوهر التعامل في حقوق الخيارات المالية، حيث يستطيع المتعامل الاستفادة من صحة توقعاته بانخفاض أو ارتفاع الأسعار وذلك بشراء حق خيار يعطى لصاحبه الحق في الشراء أو يعطى لصاحبه الحق في البيع حسب توقع اتجاه الأسعار.

ولغرض التوضيح المستوعب لحالات الخيار دعنا نطرح التساؤلات الافتراضية الآتية²⁹:

- السؤال الأول: لو تأكد لدينا أن سعر سهم معين يباع بعشرة دولارات سيصل بعد (6) أشهر إلى ستة عشر (16) دولاراً فماذا يمكن أو ماذا يجب أن نفعل؟
- والسؤال الثاني: لو تأكد لدينا أن سعر السهم نفسه سيهبط إلى (6) دولارات خلال الفترة نفسها فماذا يجب أن نفعل؟

ويمكن أن نكرر هذين السؤالين المتقابلين بالنسبة لجميع الأنشطة كأن نتوقع ارتفاع أسعار الفائدة أو انخفاضها خلال فترة معينة أو ارتفاع سعر عملة معينة أو انخفاضها أو ارتفاع سعر الذهب أو انخفاضه.

وللإجابة عن السؤال الأول: نستطيع أن نقوم بأحد التصرفات التالية:

- إما أن نقرر حيازة ذلك السهم بأموالنا (شراء نقدي)؛
- أو أن نفترض كلياً أو جزئياً ونشتري السهم من السوق³⁰؛
- أو أن ندفع هامشاً تأمينياً ونشتري عقداً أجلاً مرتبطاً بالسهم؛
- أو أن نراهن مثلاً إذا كان ممكناً أو مسموحاً أو وجد طرف مقابل لديه الاستعداد للمراهنة على عكس توقعنا وندفع بدلاً مقابل هذا الرهان؛

وللإجابة على السؤال الثاني: نستطيع أن نقوم بأحد التصرفات التالية:

- إما أن نبيع السهم فوراً في السوق إذا كان بحوزتنا؛
- أو أن نفترض السهم من إحدى الجهات ونبيعه في السوق فوراً على أمل شرائه بعد ذلك بسعر أقل واعادته إلى الجهة التي اقترضناه منها والاحتفاظ بربح صافي لحسابنا³¹؛
- أو أن ندفع هامشاً تأمينياً ونبيع عقداً أجلاً؛
- أو أن ندفع شيئاً آخر كأن نراهن على حدوث الانخفاض في سعر السهم وندفع بدلاً مقابل هذا الرهان.

وسنستبعد الوجوه الأخرى في التصرفات المتصورة والممكنة حيال الإجابة على السؤالين السابقين لوضوحها.

أما بخصوص "الرهان" كتصرف يواجهه المتعامل فكيف يمكن القيام به عملياً؟

والناظر في جوهر ماهية حقوق الخيار، لوجدها تنطبق تماماً مع مبدأ المراهنة. يحتاج الأمر إلى جهة تقبل التعامل (الرهان) ومن الطبيعي أن يكون لديها وجهة نظر مخالفة حتى يمكن أن تقبل الرهان وهذه الجهة إما:

- أن تكون مالكة للسهم المشار إليه؛
- أو لا تكون مالكة له.

فإذا كانت مالكة للسهم ونُخالفنا في الرأي بإمكانية ارتفاع سعر السهم خلال الفترة المحددة فإن ذلك يعد بالنسبة لها "فرصة" لعقد صفقة وسيكون اهتمامها بعقد هذه الصفقة أكبر إذا هي اعتقدت أن سعر السهم سينخفض بدلاً من أن يرتفع (حالة خيار مغطى).

وإذا لم تكن تملك السهم ولكنها تعتقد أن سعر السهم سينخفض بدلاً من أن يرتفع فلا بد أنها ستسعى لعقد الصفقة وتدبر أمر عدم امتلاكها للسهم بطريقة ما (خيار مكشوف). وعلى هذا النحو يتضح أن كل طرف يحاول أن يستفيد من توقعاته على حساب الطرف الآخر، والمحصلة ستكون بالضرورة خسارة أحد الطرفين وربح الآخر (مبادلة صفرية). وخالصة الأمر في عقود الاختيار أنها رهان (قمار) وهو ما يجعل منها عقوداً محرمة. وفي مقابل تحريم عقود الخيارات (وباقى المشتقات المالية) تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية بشكل عام في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة، كما يمكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادياتها. ولكن تطوير المشتقات المالية الإسلامية من خلال الهندسة المالية الإسلامية يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية:

- يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
 - يجب أن تحقق على الأقل نفس الفوائد والمنافع التي تحققها المشتقات المالية التقليدية؛
 - ويجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.
- وتبرز الحاجة للمشتقات المالية الإسلامية على الرغم من الخلاف الفقهي الذي تثيره من جانبين:
- الجانب الأول: ضرورة تكييف المؤسسات المالية الإسلامية مع واقع النظام المالي العالمي والذي من سماته الأساسية التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع والخدمات... وهو ما يستدعي القيام بعمل إيجابي تجاه هذه التقلبات بدلاً من تكبد المؤسسات المالية الإسلامية وحتى مؤسسات الأعمال الأخرى لخسائر نتيجة مخاطر لم تكن بأي حال من الأحوال هي المتسبب فيها؛
 - والجانب الثاني: يستدعي المحافظة على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية وضمان معاصرته (تتافسيتها بشكل خاص) الأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحققها الأدوات التقليدية وفي نفس الوقت تحقق ميزة المصدقية الشرعية³².

✦ عقود الخيارات وتكييفها الفقهي:

خيارات جمع خيار. ومعناه الاختيار، ومعناها في الجملة طلب خير الأمرين، والاتجاه إليه³³. ومن الواضح أن هناك فروقاً جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي وعقود الخيارات المتداولة في الأسواق المالية والتي تناولناها في المبحث الثالث من الفصل الأول. من أبرز هذه الفروق أن الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل دون عقد البيع، فهو جزء من عقد البيع، وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع. أما الخيار المالي فهو عقد مستقل ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان³⁴. ومع ذلك فإن للعلماء في عقود الخيارات رأياً: الأول: التحريم³⁵، الرأي الثاني: الجواز³⁶. يرى بعض الباحثين في الاقتصاد الإسلامي³⁷ أن عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية في الوقت الحاضر يمكن أن يندرج - بعد إضافة الضوابط الشرعية وتغيير العقود المنظمة لهذه العقود- تحت عدد من العقود والتكيفات الفقهية منها: أولاً: عقد الخيار هو حق معنوي، ثانياً: عقد الخيار هو بيع عربون، ثالثاً: محل عقد الخيار هو ضمان أو كفالة. وسوف لن نبحت كل هذه التكيفات الفقهية بل نكتفي بتناول التكيف الذي نرى أنه الأبعد عن الخلاف الفقهي، لأننا كما أشرنا في تعريف الهندسة المالية الإسلامية أنها تهدف أساساً إلى الابتعاد قدر الإمكان عن الخلاف الفقهي.

(1) عقد خيار الشراء وبيع العربون:

يرى د. محمد القري أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة³⁸ على خلاف الجمهور. ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزءاً (عشرة دنانير مثلاً)، ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فالدنانير العشرة لك، ويُعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها، ودون الخوض في الخلاف الفقهي حول بيع العربون، فإننا نرى الأخذ برأي المجيزين خاصة وأن أدلتهم هي الأقوى بالإضافة إلى أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم، وسماح بإيقاع الضرر، والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها. وقياساً على حكم بيع العربون، يمكن القول بجواز عقود خيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى.

(2) عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة:

هل الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات؟ الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تتباعد بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية. وقياساً على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول³⁹.

وكنتيجة لما سبق، يرى بعض الباحثين في الاقتصاد الإسلامي التكيف التالي⁴⁰:

- إمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون؛
- إمكانية قياس حكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو الضمان؛
- وأن مضاعفة مقدار العربون ضرر وحرص ومشقة، ولذلك ينبغي أن يلتزم العاقدان بما اتفقا عليه وهو مقدار العربون فقط.

وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم، وسماح بإيقاع الضرر، والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها⁴¹.

⊕ ضوابط احترازية للتعامل بعقود الخيارات المالية الإسلامية⁴²:

- يمكننا في الأخير إضافة بعض الضوابط الاحترازية لتقاضي عنصر المقامرة في عقود الخيارات الإسلامية، مثل⁴³:
- أن تتعامل هذه المؤسسة مع مالكي الأسهم الحقيقيين، وأن تودع الأسهم لدى المؤسسة عند بداية العقد أو ما يثبت وجودها وملكيته؛
- أن يمارس أسلوب الخيار الأوروبي فقط، أي ينفذ الخيار في آخر يوم من مدته، وذلك لتقليل فرص الاستفادة من التقلبات اليومية؛
- وأن تنتهي مدة الخيار مع بداية أول ساعة في آخر يوم من أيام العقد، وذلك لتلافي الارتفاع بسبب تزايد الطلبات.

3-2) بعض المنتجات المالية البديلة لعقود الخيارات المالية التقليدية:

⊕ خيارات صرف متوافقة مع الشريعة:

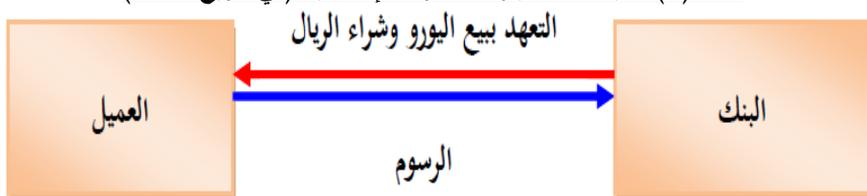
هدف خيارات العملة (خيارات الصرف) للحماية من التعرض لمخاطر العملات الأجنبية، سواء عندما ترتفع أسعار الصرف أو تنخفض مستقبلاً، كما أنها تتيح للعملاء الاستفادة من التحركات المستقبلية في الأسعار.

إن الخيارات المتوافقة مع الشريعة للصرف الأجنبي عبارة عن منتجات تحوط مرنة تسمح للمؤسسات بإدارة التعرض لمخاطر القطع الأجنبي من خلال تحديد سعر صرف سلفاً يتم بموجبه إجراء صفقات الصرف الأجنبي في المستقبل وفي نفس الوقت الاستفادة من خيار وميزة الحركات الموازية لأسعار الصرف الأجنبي في المستقبل. فعلى سبيل المثال، يمكن لمؤسسة ما تحتاج لدفع 100 مليون يورو لأحد المصدرين خلال ثلاثة شهور أن تقوم بالتحوط لمخاطر العملة (ارتفاع قيمة اليورو مقابل الريال السعودي مثلاً) باستخدام هذه الأداة.

⊕ آلية المنتج:

لتوضيح آلية عمل هذه الأداة، لنفترض أن سعر الصرف الذي يجب تحديده لمبلغ 100 مليون يورو هو: 5 يورو = 5 ريال سعودي.

شكل (6): آلية عمل خيارات الصرف الإسلامية (في تاريخ التعاقد)



المصدر: البنك السعودي الهولندي (<http://www.shb.com.sa>)

1. يقدم البنك للعميل تعهداً منفرداً (وعداً) ببيع اليورو وشراء الريال السعودي؛
 2. يقوم العميل بدفع الرسوم إلى البنك مقابل تقديم التعهد المحدد والمتفق عليه بشكل واضح من قبل الطرفين؛
 3. ويسري مفعول التعهد لمدة 3 شهور⁴⁴ ويمكن ممارسته إما في تاريخ الاستحقاق (مثل الخيارات الأوروبية) أو ممارسته في أي وقت خلال فترة 3 شهور من مدة سريان المفعول بما في ذلك تاريخ الاستحقاق (مثل الخيارات الأمريكية) في تاريخ الاستحقاق (أو عند ممارسة الحق)
- نفترض أن اليورو قد ارتفعت قيمته مقابل الريال السعودي (مثال: 5,1 ريال سعودي مقابل اليورو الواحد)، فإن العميل يطلب من البنك السعودي الهولندي تنفيذ التعهد وهو ما ينتج عنه صفقة عملة فورية بالشكل التالي:

شكل (7): مدفوعات خيارات الصراف الإسلامية في تاريخ التعاقد التنفيذ



المصدر: البنك السعودي الهولندي (<http://www.shb.com.sa>)

ولكن لو انخفضت قيمة اليورو مقابل الريال السعودي (94، ريال سعودي مقابل اليورو الواحد)، فإن العميل سيتنازل عن الخيار وذلك لأن اليورو يمكن شراؤه بسعر أرخص من السوق. ويتنازل العميل كذلك عن الرسوم.

خاتمة:

تعتبر المشتقات المالية بشكل عام، والخيارات بشكل خاص أدوات قوية في التحوط وإدارة المخاطر بالصناعة المالية. وفي التمويل الإسلامي تعتبر هذه الأدوات غير ممكنة الاستخدام لعدم استيفائها للضوابط الشرعية. وقد برزت بعض الاتجاهات التي تدعو إلى ضرورة البحث عن أدوات مالية تحقق غرض التحوط من دون إخلال بالمتطلبات الشرعية. لكن على الرغم من كل ما كتب عن البدائل الشرعية للمشتقات المالية، إلا أن المشكلة التي تواجهها هذه البدائل تتمثل في عنصرين مرتبطين:

- الأول: أن البدائل صعبة الاستخدام، وبالتالي فإن كونها بدائل للمشتقات المالية والتي يصل حجمها إلى التريليونات من الدولارات هي محل نظر، وتحتاج إلى مزيد من البحث لإيجاد الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن أن تحقق أهداف عقود المشتقات المالية؛
- والثاني: هو طريقة تقييم (تسعير) المشتقات المالية البديلة (أي المتوافقة ومبادئ الشرع الإسلامي)، وهذه النقطة بدورها تجعل إمكانية التوسع والانتشار لهذه البدائل محدودة.

الهوامش والمراجع:

- ¹ ويمكن تسميتها كذلك بالمقايضات أو المقالبات.
- ² طارق عبد العال حماد، «المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر - المحاسبة»، ط. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 5.
- ³ وهبة الزحيلي، «المعاملات المالية المعاصرة»، ط. دار الفكر، دمشق، 2002، ص 502.
- ⁴ عبد العزيز هيكل فهمي، «موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية»، ط. دار النهضة العربية (الطبعة الثانية)، بيروت، 1981، ص 175.
- ⁵ فريدي وصادر باز & جورج مكرم، «معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية»، ط. اتحاد المصارف العربية، 1985، ص 179.
- ⁶ محمد على القرني، «نحو سوق إسلامية»، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد 1، العدد 1، 1993، ص 21.

- 7 يتحدد في هذه العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد.
- 8 أحمد صلاح عطية، «مشاكل المراجعة في أسواق المال»، ط. الدار الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 219.
- 9 عبد العال حماد، «المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر- المحاسبة»، ص 12.
- 10 خاصة أنها تتم خارج الأسواق المنظمة.
- 11 مخامرة وجددي، «الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبلات»، مجلة البنوك، العدد 3، المجلد 19، أبريل 2000، ص ص 70-71.
- 12 المرجع السابق ل طارق عبد العال حماد، «المشتقات المالية: مفاهيم-إدارة مخاطر ومحاسبة»، ص 213.
- 13 المرجع السابق ل طارق عبد العال حماد، ص 215.
- 14 المرجع السابق ل طارق عبد العال حماد، «المشتقات المالية: المفاهيم، المخاطر، المحاسبة»، ص 246.
- 15 للاطلاع أكثر بهذا الخصوص، أنظر: طارق عبد العال حماد، «المشتقات المالية: المفاهيم، المخاطر، المحاسبة»، ط. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 250 وما بعدها.
- 16 مدحت صادق، «أدوات وتقنيات مصرفية»، ط. دار غريب، القاهرة، 2001، ص 131.
- 17 منير هندي، «أدوات الاستثمار في أسواق راس المال»، ص 75.
- 18 لهذا تسمى عقود الخيارات (كغيرها من عقود المشتقات) بلعبة صفرية حيث مجموع الأرباح والخسائر يساوي صفرًا.
- 19 محمد علي القرني، «الأسواق المالية»، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد 6، الجزء الثاني، جدة، 1990، ص 1605 وما بعدها.
- 20 منير هندي، «أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية»، ص 608.
- محمد جرية، «الأدوات المالية التقليدية»، مجلة مجمع الفقه، العدد السادس، 2 / 1535.
- سمير رضوان، «المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر»، ص 188.
- محمد حبش، «الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة»، ص 203.
- محمد علي القرني، «الأسواق المالية»، مجلة مجمع الفقه، العدد السادس، 2 / 1615.
- 21 شعبان محمد إسلام البروراي، «بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية»، ط. دار الفكر، دمشق، 2002، ص 226.
- 22 لمزيد من التفصيل أنظر: حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، & محفوظ جودة، «الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات»، ط. دار زهران، عمان، 1998، ص 174 وما بعدها.
- 23 للتعرف أكثر على روبرت ميرتون (Robert Merton) ومايرون شولز (Myron S. Scholes)، أنظر الملحق الخاص بشخصيات مرتبطة بالمشتقات المالية.
- 24 ينسب إكتشاف الحركة البراونية إلى عالم النباتات الأسكتلندي روبرت براون، (Robert Brown) عام 1827، إثر دراسته لجزيئات رحيق الأزهار. فقد لاحظ عندما وضع هذه الجزيئات في الماء، لمشاهدتها عن طريق المجهر، أنها في حركة عشوائية متواصلة. فتساءل عن سبب هذه الحركة، أهي ناتجة عن كون الجزيئات كائنات حية؟ (شبيهة بحركة البكتيريا مثلا). للتأكد من هذه الفرضية، قام براون بتكرار التجربة نفسها، مستخدما هذه المرة جزيئات معدنية ميكرونية. ومن جديد، شاهد حركة شديدة التشابه بملاحظاته السابقة. أتثبتت هذه التجارب ان الحركة البراونية غير ناتجة عن قوة حيوية. لكن ما أصل هذه الظاهرة؟ أصلها فيزيائي، كما أتثبت هذا ألبرت أينشتاين في واحد من مقالاته الشهيرة. طبعاً والمقصود هنا بالحركة البراونية لباشلييه الأعمال الرياضية التي استخدمها لتوضيح الحركات العشوائية لأسعار الخيارات على سندات الحكومة الفرنسية.
- 25 Hull, J. C. (2006), «Options, Futures, and Other Derivatives», 6th edition, Prentice-Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

Black, M & Scholes, M (1973), «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», Journal of Political Economy, vol. 81, no. 3, May/June.

26 هاشم فوزي دباس العبادي، «الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية»، ط. الورق للنشر، 2008، ص210.

27 المرجع السابق لـ منير إبراهيم هندي، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية، «إدارة المخاطر»، الجزء الثالث: «عقود الخيارات»، ص 539.

28 تثير عقود الخيارات بصورتها الراهنة مجموعة من الإشكالات الفقهية، أهمها:

- تتعارض مع قاعدة العدل التي تمثل الأصل في العقود، والتي أمر بها الله تعالى في قوله عز وجل: ﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ﴾ [النحل:90] حيث إنه في هذا النوع من العقود تتعارض مصلحة المتعاقدين تعارضاً يبيّنُ فما كان مظن منفعة لأحد الأطراف يمثل ضرراً للطرف الآخر؛
- تعارض عقود الخيار الشرعية مع قصد الشارع لتحقيق العدل: فالخيار لم يُشرع لكي يرى المستفيد منه هل يكون تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد... فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر؛
- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة: فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد أو فيه شروط ليست من مقتضى العقد، أو تنافي مقتضى العقد، أو تشتمل على غرض يورث التنازع؛
- ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم ويسوى الفرق ربحاً أو خسارةً أو يتم نقل المراكز ببيع ما اشترى أو شراء ما يبيع كل ذلك دون قبض²⁸، فهذه العقود من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده²⁸ (وقد حرم الإسلام بيع الإنسان ما ليس عنده فعن حكيم بن حزام (رضى الله عنه) قال: قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيريد مني البيع ليس عندي، فأبنته له من السوق؟ فقال (صلى الله عليه وسلم): "لا تبع ما ليس عندك"²⁸، وبيع ما لم يقبض²⁸ (كما حرم الإسلام بيع الإنسان ما اشتراه الإنسان قبل القبض، فعن عبد الله بن عمر رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: "من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه"²⁸، وبيع الكائي بالكائي²⁸؛
- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرعية: أغلب البيوع الشرعية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تملك ولا تملك فلا المشتري يملك المبيع، ولا البائع يملك الثمن، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التملك، ولما كانت عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض كانت غير محققة لهذا المقتضى، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل؛
- ولغرض في عقود الخيارات: فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب لآخرين.

29 عبد الحميد البعلی، «المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية»، ط. مركز البحوث المالية والمصرفية، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية، 1999.

30 أي تستخدم الشراء الهامشي.

31 أي تستخدم البيع المكشوف.

32 أنظر: عبد الكريم قندوز، «الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق»، ط. مؤسسة الرسالة، بيروت، 2008.

33 د.محمد أبو زهرة، «الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية»، ط. دار الفكر العربي، القاهرة، 177، ص384.

34 كمال توفيق خطاب، «نحو سوق مالية إسلامية»، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2005، ص 14.

³⁵ ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في القرار رقم (7/6/65) "بعد الاطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر: أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات- كما تجري اليوم في الأسواق المالية- هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه غير جائز شرعاً وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها".

³⁶ ذهبت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية (1982، 224/5) إلى جواز عقود الخيارات الشرعية، وإلى أن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه... ولما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن يبيعه حقه هذا، يدفعه من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق من مال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار هو حق للبائع لا يرد إلى دافعه، وتضيف الموسوعة "وكما جوزنا العمليات الشرعية البسيطة، فإننا نرى جواز العمليات الشرعية المركبة لنفس الأسباب" وكذلك أجازها د/ وهبة الزحيلي في بحثه المقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة. ومن أدلتهم:

- قوله تعالى: { يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود". (سورة المائدة:1)؛
- قوله صلى الله عليه وسلم: "والمسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً".
- تحقق مصلحة أكبر من المفسدة؛
- رورة وجود سوق مالية إسلامية.

³⁷ أنظر مثلاً الأستاذ د.كمال توفيق خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق.

³⁸ وقد سئل الشيخ ابن باز رحمه الله حول حكم أخذ البائع للعربون، فأجاب رحمه الله: "لا حرج في أخذ العربون في أصح قولى العلماء إذا اتفق البائع والمشتري على ذلك ولم يتم البيع"، أنظر في ذلك: اللجنة العلمية للبحوث العلمية والإفتاء، "فقه وفتاوى البيوع"، أضواء السلف، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1996، ص291. ومن أبرز ما استدلت به الحنابلة ما يلي:

- ما رواه سفيان بن عيينة عن... نافع بن الحارث عامل عمر على مكة أنه اشترى من صفوان ابن أمية داراً لعمر بن الخطاب بأربعة آلاف درهم واشترط عليه نافع إن رضى عمر، فالبيع له، وإن لم يرض فلصفوان أربعمئة درهم؛
- وا روي عن ابن سيرين أنه قال عن بيع العربون لا بأس به، وقال سعيد بن المسيب وابن سيرين لا بأس إذا كره السلعة أن يردّها ويرد معها شيئاً، وقال أحمد هذا في معناه- أي في معنى بيع العربون-

³⁹ د.كمال توفيق خطاب، «نحو سوق مالية إسلامية»، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2005، ص 23.

⁴⁰ وهذا ما وصل إليه كمال توفيق خطاب كما أشرنا وذلك بعد أن استعرض أدلة المحرمين وأدلة المجيزين لعقود الخيارات...

⁴¹ للمزيد من التفصيل، أنظر: المرجع السابق لـ كمال توفيق خطاب، «نحو سوق مالية إسلامية».

⁴² المرجع السابق لـ كمال توفيق خطاب، «نحو سوق مالية إسلامية»، ص ص 25-26.

⁴³ محمد علي القرني، «نحو سوق إسلامية»، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد الأول، العدد الأول، 1993، ص24.

⁴⁴ يمكن زيادة المدة أو تخفيضها على حسب الحالة.