

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

# منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ.

بعنوان:

الآثار المالية و الاقتصادية لعقود الخيارات المالية

الأستاذ: نبيل حركاتي جامعة سطيف 1

الأستاذ: عثمان بودحوش جامعة سطيف

## الملخص:

تعتبر عقود الخيارات المالية من أهم التطورات التي ظهرت في الأسواق المالية و هي إحدى الأدوات المالية المشتقة التي ابتكرت في البداية من أجل التحوط من المخاطر قبل أن تتحول إلى أداة للاستثمار و المضاربة حيث لاقت رواجاً كبيراً لدى المتعاملين في الأسواق المالية. وتوفر عقود الخيارات للمتعاملين مزايا متعددة أهمها المضاربة وذلك من خلال استخدام أموال قليلة للمتاجرة في السوق المالية. هذا فضلاً عن استعمالها كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار موجودات المحافظ الاستثمارية، كما يمكن استخدام إستراتيجية الاستثمار من ضمنها. من جهة أخرى، فإن عقود الخيارات ليس لها قيمة اقتصادية حقيقية و بالتالي فإن آثارها وهمية و سلبية على الأسواق المالية و على الاقتصاد.

Options' contracts are considered to be the most important financial developments that have emerged in the financial markets and one of the financial derivative instruments that were invented in order to hedge the risks before they turned out into a tool for investment and speculation, which was highly appreciated among traders in the financial markets.

Options' contracts provide contractors with many advantages, especially speculation by using few amounts of money for trading in the financial markets. In addition, they are used as tools to hedging risks of reducing prices of investment portfolio assets. Moreover, it is possible to use investment strategy through options. On the other hand, options' contracts have no real economic value, and therefore they have fake and negative effects on the financial markets and the economy.

## المقدمة:

تهتم الهندسة المالية بابتكار أدوات و عمليات مالية جديدة تهتم بحل المشاكل المالية المعاصرة، و تعد عقود الخيارات المالية أحد أهم ابتكارات الهندسة المالية حيث تمثل أحد التطورات الحديثة نسبياً في أسواق العقود المستقبلية، أو صورة من صورها، و هي أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها و إنما تستمد قيمتها من الورقة المالية أو الأداة المالية التي يجرى عليها الاختيار.

وما زالت عقود الخيارات المالية تثير جدلاً واسعاً بين المشجعين لاستعمالها، بسبب ما توفره من امتيازات للمتعاملين بها و ما ينتج عن تداولها من آثار إيجابية في الأسواق المالية التي تحتضنها، و بين المعارضين لاستخدامها، لموانع شرعية من جهة و لآثارها السلبية على المستثمرين و الأسواق المالية و الاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى.

## مشكلة الدراسة:

تناول العديد من الباحثين أدوات مالية عديدة يمكن تداولها في السوق المالي، إلا أن عقود الخيارات لم تحض بالاهتمام اللازم في مجال البحث العلمي على الرغم من الوزن الذي تحوزه في الاقتصاديات المعاصرة، في حين صنفتها البعض ضمن أهم

أدوات الهندسة المالية التي يمكن تداولها في الأسواق المالية، وفي ظل التطرق لها من المنظور الإسلامي وجب البحث عن المخالفات الشرعية المترتبة عن تداولها ومختلف الأثار الاقتصادية والمالية التي قد تحدثها وهذا ما يقودنا لطرح التساؤل التالي: ما مدى مشروعية اعتماد عقود الخيارات المالية، وما هي الأثار المالية والاقتصادية التي قد تحدثها؟

نحاول من خلال هذه الورقة البحثية التعريف بعقود الخيارات المالية التي تعد من أهم أدوات الهندسة المالية وكذا تبين آراء علماء الدين في مشروعية التعامل بها مع حصر مختلف الأثار المالية والاقتصادية السلبية والايجابية المترتبة عن التعامل بها.

أولاً- تعريف عقود الخيارات:

تعرف الخيارات بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق و لكن ليس الإلزام لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفاً. من هذا التعريف يتبين أن العقد بين طرف مشتري الحق و طرف بائع لهذا الحق و للمشتري حق الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته مقابل حصول المشتري على هذا الحق فلا بد من دفع ثمن لقيمة الميزات التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق و هذا الثمن يسمى علاوة. [العامري، 2013 ص597]

كما يعرف الخيار، أيضاً، على أنه أداة استثمارية تعطي لحائزها الحق في أن يشتري أو يبيع شئ ما بسعر ثابت محدد، إما في بتاريخ محدد أو في أي وقت خلال فترة سريان العقد .

لقد ظهرت عقود الخيارات في بورصة لندن للأسهم في القرن التاسع عشر، و لكن المتاجرة بهذه العقود بشكل منظم بدأت عام 1973 من قبل بورصة شيكاغو للخيارات، و تعتبر إحدى الأدوات المالية المشتقة قيمتها من قيمة الموجود الأساس، و قد يكون الموجود الأساس سهم عادي أو مؤشر أسهم أو عملات أو عقد مستقبلية سلع أو عقد مستقبلية على أوراق المديونية (السندات). و تهدف إلى تسهيل التعامل بالأوراق المالية لأغراض عديدة تشمل الاستثمار و المضاربة و التحوط من تقلبات الأسعار. [العامري، 2013 ص598]

عندما يقرر صاحب الخيار استغلال الفرصة الذي أتاحت له و يشتري أو يبيع الموجود الأساس بالسعر الثابت المحدد في العقد فهو ينفذ الخيار و السعر الذي يشتري أو يبيع به يسمى سعر التنفيذ [Jonathan, 2011 p766]

ثانياً- أنواع الخيارات المالية و خصائصها:

تنقسم الخيارات إلى نوعين وفقاً لموعد التنفيذ وهما :

أ) عقد الخيار الأمريكي: هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة و بسعر محدد مسبقاً و يمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس حصوراً بتاريخ محدد و إنما خلال فترة محددة. [شطنانوي، 2009 ص153] و هذا يعني بأن مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال عمر الحق (خلال مدة استحقاقه).

ب - عقد الخيار الأوربي: وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ما عدا موعد التنفيذ حيث يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ. [شطناوي، 2009 ص153]  
 علماً أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوربية يمكن التعامل بها في شيكاغو و هناك خيارات أمريكية يمكن التعامل بها في باريس. [ Jonathan, 2011 p766 ]  
 ومن جهة أخرى يمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعتها وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين هما :

- النوع الأول: خيار الشراء (Call Option): وهو الذي يعطي لحامله خيار ( وليس الالتزام ) شراء كمية معلومة من الأصول كالأوراق المالية أو السلع النقدية بسعر محدد في عقد الخيار خلال مدة سريان العقد بالنسبة للخيار الأمريكي مقابل عمولة للجهة التي أصدرت العقد. عادة ما يصطلح بأن بائع خيار الشراء يأخذ وضع قصير الأجل لأنه يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية أو السلع موضوع عقد الخيار بينما مشتري خيار الشراء يأخذ موضع طويل الأجل لأنه يتوقع ارتفاع سعر الورقة المالية. [أونور، 2011 ص2]

ولابد من الإشارة إلى أن مشتري حق الخيار الحق في أن يشتري من الطرف الآخر أصلاً معيناً بسعر محدد (سعر التنفيذ) وخلال فترة محددة وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، وهو غير ملتزم بالتنفيذ وثمان هذا الحق الذي يحدده سعر السوق هو ما يسمى بالعلوة والتي يدفعها المشتري إلى الطرف الآخر (البائع). يتحدد في عقد خيار الشراء الآتي: [أونور، 2011 ص3]

\* نوع و كمية الأصول التي يشملها خيار الشراء.  
 \* تاريخ انتهاء صلاحية عقد الخيار.  
 \* نوع العقد إذا كان أمريكياً أو أوربياً  
 \* سعر التنفيذ وهو السعر الذي يتم عليه ممارسة شراء الأصل بموجب العقد.  
 \* رسم أو عمولة الشراء للجهة التي تصدر العقد، وهذه تحدد وفقاً لمنهجيات تسعير عقود الخيارات، من أهمهم نموذج بلاك و شولز (Black & Scholes 1976)  
 ويعد سعر التنفيذ ومدة العقد من العوامل الرئيسية في العقد وتعني بالنسبة لمشتري حق الشراء بأن سعر السوق سوف يرتفع أكثر من سعر التنفيذ خلال فترة العقد لكي تتحقق الأرباح المتوقعة.

يتضح من خلال ذلك بأن أقصى ما يخسره مشتري الحق هو قيمة العلو (Premium) وهذا يعني أن خسائره ومخاطر مشتري الحق في حالة عدم تنفيذ حق الخيار هي محدودة ولا تتجاوز قيمة العلو في أي حال من الأحوال. وبسبب حصر مخاطر شراء الحقوق في العلو فإنه ينصح عادة أن يبدأ المتعاملون الجدد بالتعامل بأدوات الخيار في عمليات الشراء وليست عمليات البيع.

ومما ينبغي الإشارة إليه، بأن مشتري الخيارات يظل يراقب أسعار الموجودات لمنشأة معينة فإذا ما ارتفعت إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر

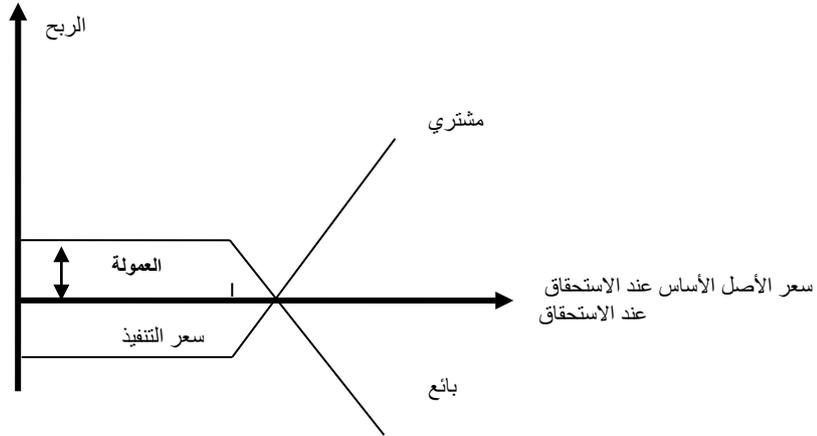
المتفق عليه، ينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شريطة أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أمريكياً، أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوربياً. [رمضان،1998 ص:93]

و يطلق مصطلح في النقد (in the money) على عقد الخيار الذي تؤدي ممارسته إلى تحقيق أرباح، حيث يرتفع السعر السوقي إلى مستوى أعلى من سعر الممارسة المحدد في العقد، في حين يطلق مصطلح خارج النقد (out of the money) على عقد الخيار عندما تؤدي ممارسته إلى تحقيق خسائر، حيث ينفض السعر السوقي للسهم إلى مستوى أقل من سعر الممارسة المحدد في العقد. [الراوي،2002 ص:207]

أما عندما يكون يكون سعر التنفيذ مساوياً أو قريباً جداً من السعر السائد ( سعر السوق ) عندئذ يقال أن عقد الشراء على النقود (at the money) [جبار،2011 ص:758]

و الشكل الموالي يوضح الأرباح و الخسائر لمشتري خيار الشراء تبعا لسعر الأصل الأساس عند الاستحقاق:

#### الشكل (1) حالات الربح و الخسارة لخيار الشراء



Source: Vernimmen "Finance d'entreprise" Dalloz,Paris,2009,P: 581

- ويستعمل خيار الشراء للأغراض الآتية : [العامري،2013 ص605]
- 1- أغراض المضاربة: حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته وهي ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ.
  - 2- أغراض التحوط: المتحوط هو المتعامل الذي يخشى من تقلبات أسعار السوق و ينفذ عمليات تحدد مخاطره اتجاه هذه التقلبات، و شراء حق الشراء هي وسيلة تحوط تحمي

المتعامل من مخاطر ارتفاع الأسعار، فهي تعطي المشتري إمكانية ممارسة حق في الشراء عند انخفاض الأسعار و عدم ممارسته في حالة ارتفاعها .

**3- الاستثمار:** يعد شراء حق الشراء أداة استثمارية بديلة عن حيازة الأصل بشكل مؤقت وذلك بانتظار توقع ارتفاع السعر في وقت استحقاق عقد الخيار وإمكانية الشراء والاستثمار بالسعر الأقل وهو سعر التنفيذ، لهذا فإن المتعامل المستثمر يمتلك السهولة اللازمة لتنفيذ شراء الأصل الفعلي، و من ناحية أخرى فغن شراء حق الشراء يعتبر أداة مضاربة إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر أعلى مستقبلاً.

ومن الجدير بالذكر، بأن هناك عوامل تحدد قيم خيار الشراء والتي بالإمكان تقسيمها إلى مجموعتين، حيث تحتوي المجموعة الأولى: على خصائص عقد الخيار. وأن أهم خصائص العقد هي سعر الممارسة وتاريخ الانتهاء. أما المجموعة الثانية: فتشمل العوامل المؤثرة على سعر خيار الشراء فيما يخص بميزات البورصة والسوق.

#### المجموعة الأولى: خصائص العقد

**1- سعر الممارسة Exercise Price :** أي أن ارتفاع سعر الممارسة سيقلل من قيمة خيار الشراء. فمثلاً لو كان هناك خياران للشراء لأوراق مالية تباع بسعر قدره \$60.

خيار الشراء الأول له سعر تنفيذ قدره \$50 أما بالنسبة لخيار الشراء الثاني فسعر تنفيذه هو \$60 سيقع الاختيار على الخيار ذو سعر ممارسة \$40 لأن هذا الخيار سيحقق ربحاً قدره \$20 (\$40-\$60) وبمعنى آخر، أن خيار الشراء ذو سعر الممارسة \$40 يجب أن يباع بأكثر من خيار شراء مماثل ذي سعر ممارسة \$50. [Ross,2002:622]

**2- مدة صلاحية الخيار Expiration Date:** كلا ابتعد تاريخ استحقاق الخيار كلما ارتفعت قيمة الخيار، و ذلك لأنه في حالة طول تلك المدة فإن الخطر الخاص بالخيار يزداد و يجعل البائع يطلب عمولة أكبر، بسبب احتمال تجاوز السعر السائد للورقة المعنية سعر تنفيذها، مما يجعل خسائر البائع أكبر. و بالمقابل كلما اقترب تاريخ الاستحقاق كلما قلت العمولة. [جبار،2011، ص:760]

**3- سعر السهم Stock Price:** كلما كان سعر السهم مرتفعاً كلما كانت قيمة خيار الشراء مرتفعة فإذا كان سعر السهم \$80 فإن خيار الشراء ذو سعر الممارسة \$100 لا يستحق أكثر من ذلك. أما إذا بلغ سعر السهم \$120 فإن خيار البيع سيصبح أكثر قيمة.

- **النوع الثاني: خيارات البيع (Put Option):** وهو عقد أو اتفاقية يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الموجودات أو الأوراق المالية بسعر محدد يتفق عليه بين مشتري خيار البيع ومحرره، أما في تاريخ أو يوم محدد عادة آخر يوم(الخيار الأوربي)، أو في أو قبل انقضاء تاريخ محدد في المستقبل (الخيار الأمريكي)، ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب مشتري خيار البيع ذلك واتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الأوراق المالية [العبادي،2014، ص:14]

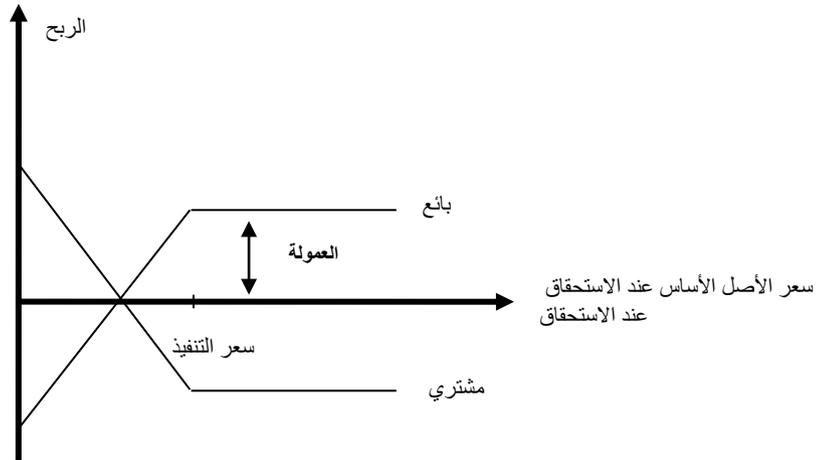
إن مشتري حق البيع هو شخص متشائم بالنسبة لأسعار السوق فهو خائف من انخفاض الأسعار و لهذا يضمن بهذا الحق البيع بسعر التنفيذ الذي يحدده إذا ما انخفضت أسعار السوق أقل من سعر التنفيذ أو أنه لن يمارس حقه في البيع إذا ما ارتفعت الأسعار بأعلى من سعر التنفيذ.

ولا بد من التنويه إلى أنه في حالة انخفاض أسعار الموجودات الخاصة بالعقد في أي منشأة ما في السوق إلى مستوى أقل من السعر المحدد في عقد الخيار فإن حامل العقد يمارس حقه في البيع لمصدر الخيار بسعر التنفيذ المتفق عليه وعلى مصدر العقد أن يشتريه بذلك السعر. أما إذا ارتفعت أسعار الموجودات إلى أعلى من السعر المحدد فإن حامل العقد لن يمارس حقه وتكون خسارته عبارة عن ثمن شراء العقد فقط. وبالمقابل تكون ربح مصدر العقد مساوية للمبلغ نفسه الذي يحققه حامل العقد وهو مكسب له، وأن تلك الخسارة التي يتحملها حامل العقد تتمثل بالعلو المحددة مسبقاً أي أنه في عقد الخيارات دائماً ما يكون طرف رابح وآخر خاسر والأرباح تكون مساوية للخسائر سواء في حالة تنفيذ أو عدم التنفيذ .

وكما هو الشأن بالنسبة لخيار الشراء فإنه للحصول على خيار البيع لا بد من دفع ثمن مناسب يقنع الطرف الآخر ببيع مثل هذا الحق أو الخيار. ومن الطبيعي أن نفترض أن الطرف الآخر سيقبل عقد صفقة في هذا الشأن إذا اعتقد بأن سعر السهم لن ينخفض عن ذلك السعر المحدد .

ومن الجدير بالذكر، بأن الظروف التي تحدد قيمة خيار البيع هي معاكسة لتلك الظروف المتعلقة بخيار الشراء، لأن خيار البيع يعطي المالك الحق في بيع الأسهم، فإذا افترضنا أن سعر الممارسة لخيار البيع هو \$50 وأن سعر البورصة في وقت التنفيذ هو \$40 فإن حامل هذا الخيار (أي خيار البيع) سيكون له الحق في بيع السهم بأكثر مما يستحق من قيمة، وهو نوع مربح نوعاً ما [Ross,2002 P:614] كما موضح في الشكل (4) الآتي

الشكل (2): أرباح و خسائر خيار البيع



Source: Vernimmen "Finance d'entreprise" Dalloz, Paris, 2009, P: 582

ولابد من الإشارة إلى مشتري حق البيع هو شخص متشائم بالنسبة لأسعار السوق ويتوقع انخفاضها بعكس مشتري حق الشراء المذكور سابقاً (حبش 1998، ص 187) حيث يتشابه شراء حق البيع ببوليصة تأمين يضمن بموجبها المشتري بأنه سوف يبيع موجوداته من الأصول المالية بسعر معين (سعر التنفيذ) وليس بسعر السوق المتوقع انخفاضه.

وتستعمل عقود خيار البيع لأغراض المضاربة أو لأغراض التحوط وكما يأتي [العامري، 2013، ص: 608]:

1- المضاربة: يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق البيع إذا ما تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار في السوق بأعلى من سعر التنفيذ. وبالمقابل في هذه الحالة لا يملك الأصول المالية التي سوف تباع إذا مارس حقه في البيع، وإنما هو يضارب على ارتفاع سعر حق الخيار أو الاستفادة من فرق سعر التنفيذ مع سعر السوق إذا ما تحققت توقعاته.

2- التحوط: يستعمل المتعامل هذه الأداة لضمان بيع موجوداته بسعر محدد (سعر التنفيذ) ولهذا فهو بموجب حق البيع يضمن بيع هذه الموجودات بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ خاصة إذا ما انخفضت الأسعار بأقل من هذا السعر في الأسواق المالية. أي أن البيع يمثل بويصلة تأمين لتجنب مخاطر انخفاض الأسعار مع الاحتفاظ بفرصة تحقيق الأرباح في حالة ارتفاع الأسعار. إن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى زيادة قيمة موجوداته المالية و تتحدد خسارته بالعلوة التي دفعها ثمناً لشراء حق البيع.

وكما هو الحال في خيارات الشراء، فإن هناك ثمة عوامل مؤثرة أيضاً في خيارات

البيع والتي تتحدد بثلاثة عوامل يمكن الإشارة إليها كالآتي (Ross, 2002 p:624):

- (1) تنخفض القيمة السوقية لخيار البيع كلما ازداد سعر السهم. لأن خيارات البيع ذات قيمة مالية عندما يكون سعر شراء الأسهم في البورصة أقل من سعر الممارسة.
- (2) تكون قيمة خيار البيع ذا سعر الممارسة المرتفع نسبياً أكبر من قيمة خيار البيع ذي سعر ممارسة منخفض لنفس السبب الموضح سلفاً.
- (3) يؤثر معدل الفائدة المرتفع بوضوح على قيمة خيار البيع. فالقدرة على بيع السهم بسعر ممارسة ثابت في المستقبل في بعض الأحيان يساوي أقل من قيمته الحالية لسعر الممارسة إذا طرح من معدل الفائدة المرتفع. أما تأثير العاملين الآخرين على خيارات البيع فهي مشابهة للعوامل المؤثرة على خيارات الشراء.
- (4) تكون قيمة خيار البيع الأمريكي لأي تاريخ تنفيذ أكبر من خيار بيع مماثل ذي فترة تنفيذ مبكرة. مما يعني أن طول مدة الانتهاء تعطي مالك خيار البيع مرونة أكثر كما هو الحال في خيار الشراء.
- (5) إن تقلب سعر السهم الضمني يزيد من قيمة خيار البيع.

ومن الجدير بالذكر أن بائع خيار البيع يفكر بطريقة معاكسة لمشتري هذا الخيار الذي يتوقع أن تنخفض الأسعار وبهذا يضمن البيع بسعر محدد. حيث يتوقع بائع خيار البيع أن ترتفع الأسعار ولهذا فإن حق الخيار لن يمارس وسوف يستفيد من قيمة العلوة، وتفكير هذا المتعامل يتطابق مع تفكير مشتري خيار الشراء.

ومن أهم الاستعمالات الرئيسية لبيع خيار البيع هو أن البائع ينوي فعلاً الشراء للأصل ويحدد سعر الشراء (سعر التنفيذ) وهو على استعداد لعملية الشراء للأصل إذا ما اتجهت الأسعار إلى الانخفاض بعكس ما توقع، وفي هذه الحالة فهو يخسر فرصة الشراء بأسعار السوق المنخفضة حيث يكون سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق. ويلتزم بائع خيار البيع بشراء السهم الأساسي عندما يقرر حامل الخيار تنفيذه، ويستلم مقابل هذا الالتزام علاوة تمثل مكافأة عن تحمله مخاطر الخسارة من انخفاض سعر السهم.

- النوع الثالث: الخيار المزدوج (Double Option): هو خيار يسمح للمضارب بأن يكون بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية محل الصفقة بسعر محدد مسبقاً وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الخيار العادي، أي هو حق بيع أو شراء، حسب خيار المشتري (المستثمر)، لعدد من الأوراق المالية المتفق عليها بسعر شراء أو بيع محدد مسبقاً، وذلك عند الاستحقاق. بعبارة أخرى فإن الخيار المزدوج هو تلك الصفقة التي تتم بين متعاملين في سوق العمليات الخيرية، بحيث يكون للمستثمر الخيار بأن يتقدم كمشتري أو كبائع للأوراق المالية المتفق عليها سابقاً، بسعر محدد، على أن يكون التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها مقابل علاوة مضاعفة غير قابلة للاسترداد، وذلك حسب تطور الأسعار أثناء الفترة الممتدة من عقد الصفقة وحتى حلول موعد التصفية.

[ جبار 2011، ص: 767 ]

و عليه فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية خلال الفترة عن السعر العلى المتفق عليه مقدماً، يتقدم المستثمر في التصفية كمشتري لتلك الأوراق المالية محل الصفقة، لأنه بذلك سيحصل على العدد المتفق عليه من الأوراق بالسعر المتفق عليه، والذي ارتفع- كما سبق و أن افترضنا - و بإمكانه أن يحقق أرباحاً من وراء تلك الصفقة. و على العكس من ذلك، أي عند انخفاض أسعارها عن السعر الأدنى، يتقدم المستثمر كبائع لتلك القيم بسعرها المحدد مسبقاً، و ليس بالسعر السائد في السوق، و الذي انخفض، كما سبقت الإشارة إلى ذلك. بذلك يمكن لنفس المستثمر أن يحقق أرباحاً أيضاً. [ جبار، 2011 ص: 767 ]

ثالثاً - آراء العلماء في عقود الخيارات:

للعلماء في عقود الخيارات آرايان : الأول : التحريم، الثاني: الجواز

الرأي الأول: المحرّمون [شطناوي، 2009 ص: 154]:

يرى معظم العلماء المعاصرين تحريم هذه العقود، فقد 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 الإطلاع 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 ابتداءً فلا يجوز تداولها.

ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على التحريم ما يلي

1- تعارض عقود الخيار الشرطية مع قصد الشارع لتحقيق العدل:

فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه ما إذا كان تطور الأسعار لصالحه فينفذ الصفقة، وإذا ما كان غير ذلك فيختار فسخ العقد... إن خيار الشرط لم يبيح من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتري، أو أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المباعة (في حالة البيوع المضاعفة). فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر...

2- 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... فيه شروط ليست من مقتضى العقد، أو تنافي مقتضى العقد، أو تشتمل على غرض يورث التنازع.

3- انطواء البيوع الأجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده:

فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم، وكل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار.

4- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية:

أغلب البيوع الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك فلا المشتري يملك المبيع، ولا البائع يملك الثمن، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك، ولما كانت عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض كانت غير محققة لهذا المقتضى، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل.

5- الغرر 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.

الرأي الثاني: المجيزون [شطناوي، 2009، ص156]

ذهب الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه " رأي التشريع في البورصة " في الموسوعة العلمية و العملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرطية، حيث يقول : بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة شرط صحيح، و أن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد على دافعه و كذا أجازها الدكتور محمد علي القرني.

و قد استدلوا بعدد من الحجج و الأدلة منها:

- قوله تعالى: ﴿ يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود ﴾ (المائدة:1)

- و قوله ﷺ: "والمسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً" (سنن

أبي داود، 830 ، وقال الألباني في أرواء الغليل "صحيح" (142/5)

- تحقق مصلحة أكبر من المفسدة.

- ضرورة وجود سوق مالية إسلامية.

ومن خلال تأمل أدلة الفريقين، يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استندت بها الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبت إليه الموسوعة.

في ضوء ما سبق، يتبين أن الراجح هو ما ذهب إليه عامة الفقهاء المعاصرين، وصدر به قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، وهو أن عقود الاختيارات التقليدية القائمة في الأسواق المالية محرمة شرعاً؛ وذلك لأن المعقود عليه هو الحق في الشراء أو البيع، وليس الأصل محل الاختيار. وهذا النوع من الحقوق ليس مما يجوز بيعه.

رابعاً: الآثار الايجابية و السلبية لعقود الخيارات المالية:

نذكرها فيما يلي:

أ- الآثار الايجابية لعقود الخيارات المالية: لعقود الخيارات المالية المعاصرة من وجهة نظر المتعاملين بها، آثار اقتصادية ايجابية في الأسواق المالية، نوجزها في العناصر التالية:

1- تعد عقود الخيارات المالية أداة جيدة للتغطية من مخاطر تغير السعر: حيث يتم نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد و من المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق الخيارات بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق.

2- إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين: يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار إلا أنه سعيه لتحقيق الربح يحوله طرف في العقد يفقد خدمة اجتماعية، و إن كان لا يقصدها، ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا يرغب فيها الأطراف الأخرى أي الأطراف التي تملك الأصل بالفعل ( الطرف البائع ) أو ترغب في امتلاكه مستقبلاً ( الطرف المشتري ) حاجة فعلية له. [سرارمة، 2012 ص67]

3- تيسير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه مما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد و ذلك بزيادة حجم التداول عليه و يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة و تقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي الأصل في السوق الحاضر.

[سرارمة، 2012 ص67]

4- تغطية مخاطر سعر الصرف: إن خيار الصرف يمثل بالنسبة لحائزه حق في شراء أو بيع وضعية صرف عاجلة أو آجلة بالنسبة لعملة معينة في تاريخ أو مدة محددة و بسعر صرف متفق عليه و محدد بدقة في تاريخ التعاقد على هذا الخيار.

و الميزة الأساسية لخيارات الصرف هي أنها تمكن المؤسسة من تجنب خطر الصرف، مع إمكانية الاستفادة من التطور الإيجابي لسعر الصرف في نفس الوقت . ف شراء خيار الصرف يمكن المؤسسة إما من تأمين سعر صرف أقصى لبيع العملة الأجنبية مقابل المحلية أو سعر صرف أدنى في حالة شراء للعملة محل الخيار مقابل عملة أخرى، مع الحفاظ على إمكانية الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يحدث في سعر الصرف بين العملتين.

كما أن خيار الصرف يمكن أن يستخدم من أجل تغطية عمليات مؤكدة خاصة بـ : الاستيراد ، التصدير ، تسديد ديون بالعملة الأجنبية ، تحويل عملة ، أو عمليات أخرى غير أكيدة الوقوع أو محتملة فقط كما هو الحال بالنسبة لـ: المناقصات ، الأرباح الموزعة Dividends ... إلخ. [بوعتروس، 2007 ص10]

5- المساهمة في إيجاد أسواق دائمة ومستمرة

يرى المتعاملون بالخيارات المالية المعاصرة أن هذه العقود يمكن أن تساهم في إيجاد أسواق دائمة ، وذلك لوجود عدد كاف من المتعاملين يكونون على استعداد للبيع والشراء في أي وقت وكذلك السماح بالبيع على المكشوف، كون البائع يستطيع إبرام صفقة غير موجودة عنده وقت التعاقد ، وذلك اعتمادا على استطاعته في الحصول عليها فيما بعد بفضل السوق المستمرة. [مهيدات ، 2010 ص8]

6- انخفاض نسبة المخاطر في الأسواق المالية

يكتنف الاستثمار في أسواق المال مخاطر تجارية ، نتيجة تقلبات الأسعار وتأثر مزاج المستثمرين الآخرين بما يحدث في عالم السياسة والاقتصاد ، ونظرا أن قرارات الاستثمار في أسواق المال معتمدة اعتمادا شبه كلي على التوقعات حول المستقبل ، لا بد أن يؤدي أي حدث يعتقد أنه سيؤثر على الوضع الاقتصادي إلى التأثير على اتجاهات السوق ، وعليه ومن أجل ذلك يحتاج المستثمرون إلى طريقة تشبه صيغة التأمين تقلل من نسبة المخاطر، نتيجة عدم التأكد [مهيدات ، 2010 ص8-9]

ب- الأثار السلبية لعقود الخيارات المالية : يترتب على التعامل بعقود الخيارات المالية آثار سلبية ، تعود على المتعاملين بها و على الأسواق المالية بشكل عام بالضرر والخطر . و تتمثل هذه الأثار السلبية في:

1- عقود الخيار تشجع المضاربات الوهمية: عقود الخيارات ليست لها قيمة اقتصادية حقيقية في ذاتها و لا أي أثر اقتصادي ينعكس على الأسواق المالية إيجابيا، إنما آثارها وهمية كونها تقوم على فروق الأسعار مما يجعل مبادلاتها صفرية انعكست سلبا على الأسواق المالية و بالتالي فإن ما نسبته 98% هذه العقود لا يجرى تنفيذها لأنه لا يقابلها أصول مادية و عليه فإن المضاربة بهذه العقود ليست من المضاربة الحقيقية التي يتم فيها تبادل أصول مادية إنما هي مضاربات وهمية و بالتالي كانت سببا من أسباب حدوث الأزمات المالية. [مهيدات، 2010 ص67]

2- عقود الخيارات تساهم في خلق الأزمات: ساهمت عقود الخيارات كأحدى الأدوات المنتمية لعائلة المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية، فهي كما رأينا سابقا لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل. وهي أقرب للقمار منها للتجارة . وأحد أوضح صور تجارة

عقود الخيارات تتعلق بالمضاربة على اتجاه ارتفاع أو انخفاض البورصة . ونوع آخر يتعلق بعقود البيع أو الشراء لسلعة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين . ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلعة أو الورقة المالية، ويكتفي فقط بتقديمه وعدا بالبيع أو بالشراء . وساهمت عقود المشتقات، التي تطور التعامل بها بشكل ملفت في الآونة الأخيرة حيث بلغت قيمتها أكثر من 600 تريليون دولار حول العالم مما ساهم في نشوء مثل هذه الأزمة المالية، كما أن التعامل بالمشتقات المالية يتضمن عدة مخاطر تتراوح بين المخاطر الائتمانية [بوعافية سمير 2009، ص 13] ومخاطر السوق إلى المخاطر الرقابية والقانونية وهو ما زاد من حدة الأزمة المالية العالمية.

إن المخاطر الناجمة عن عقود الخيارات المالية هي نفس المخاطر المتواجدة في الأدوات المالية المولفة

بدرجة أكبر ومذلك تمتلك الأدوات المالية المشتقة سمات خاصة مثل: [بوعافية 2009 ، ص 13]

- التدفقات النقدية إلى الخارج أو الداخل عند الابتداء ضئيلة أو معدومة .
- لا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو استلامه .
- المخاطر والعوائد المحتملة أكبر من المبلغ المعترف بها في قائمة المركز المالي .
- قيمة الأدوات المشتقة أكثر تقلبا من قيمة الأدوات المالية الأخرى حيث تتغير قيمتها ما بين قيم موجبة وسالبة في فترة زمنية قصيرة وفي ضوء هذه السمات يكون من الصعب فصل أداة مالية مشتقة لأن تفاعل تلك المخاطر يمكن أن يكون معقد مما يؤدي إلى زيادة تعقيدها.

4 - عقود الخيارات تساهم في اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي:

إن التعامل بالخيارات المالية يؤدي إلى إخراج الأموال من النشاط الإنتاجي الحقيقي و تحويلها إلى النشاط المالي الطفيلي الذي يهدر الثروات و المدخرات الأزمة للعملية التنموية في تعاملات وهمية لا يستفيد منها سوى فئة مخصوصة محدودة على حساب تدمير الاقتصاد و هذا ما قاله الاقتصادي الشهير بيتر دراكر " الذي يرى أهم ما تمخض عنه الفكر المالي الحديث من ابتكارات خلال الثلاثين عاما الماضية لم يكن سوى أدوات القمار الذي يجرى التعامل عليها في لاس فيجاس أو مونت كارلو".

5- تساهم عقود الخيارات في تفاقم المخاطر: كما يمكن أن تستخدم الخيارات المالية كأداة للتحوط من المخاطر، يمكن أن تستخدم في المجازفة و ليس من طبيعتها ما يميز مقصود صاحبها من استخدامها، وقد أشار كين آرو إلى أن المشتقات و أدوات تخفيض المخاطر قد لا تستخدم دائما لهذا الغرض أي تخفيض المخاطر " إنها محايدة و لكن الناس يقامرون بها" و هذا يعني أن " المجازفين يسهمون في زيادة المخاطر بدلا من تخفيضها" [السويلم2007،ص53 ]

و حيث أن المخاطر و العوائد التي تتضمنها الخيارات المالية تبتعد عن تلك التي تتضمنها الأصول الحقيقية فقد برزت فرص للربحية لا صلة لها بالاقتصاد الحقيقي و هذا يعني أن رؤوس الأموال المخصصة لأسواق الخيارات المالية لا صلة لها ابتداء بالنشاط الإنتاجي، و هذا يعني أن المجازفات الناشئة عن ذلك مآلها أن تؤثر بشكل أو بآخر في أسعار الأصول الحقيقية مما يؤدي إلى اختلال فرص الاستثمار الحقيقي لأن المجازفات تتأتى من تركيبة للمخاطر و العوائد مستقلة ابتداء عن الأصول الحقيقية. [السويلم2007،ص45]

6- الخيارات المالية تحول المخاطر إلى سلعة: إن فصل المخاطر عن الأصول يعني تحويلها إلى سلعة في نفسها و لكن هذه السلعة ليست من الطيبات التي يرغب في الحصول عليها بل هي سلعة ضارة أشبه ما تكون بالنفائات السامة . [السويلم2007،ص45]

من وجهة نظر المجمع فإن المخاطر يجب تقليلها إلى أدنى حد و لكن إيجاد سوق خاص بالمخاطر يعني وجود من يربح من خلال المتاجرة بها، و إذا كان من مصلحة هؤلاء توسع السوق و نموها لأن هذا يعني المزيد من فرص الربح بالنسبة لهم و لكن توسع السوق و نموها يقتضي من المخاطر المتداولة و هذا ينافي الهدف الأصلي و هو تقليل المخاطر [السويلم2007،ص44].

#### الخاتمة:

تعرّضنا في هذه المداخلة إلى عقود الخيارات المالية من حيث مفهومها وأنواعها، وأوجه استخداماتها، وكذا الأثار الاقتصادية و المالية المترتبة عنها، وقد تبين مما تقدم أن عقود الخيارات المالية المتداولة في الأسواق المالية بصورتها الحالية، مثلها كمثل الخمر و الميسر إذ أن إثمها أكبر من نفعها، فهي لا تملك قيمة حقيقية في ذاتها ، وبالتالي ليست لها أثارا اقتصادية معتبرة شرعا إنما هي أثار وهمية ساهمت في ظهور مقامرات بصورة مقننة وأصبحت عقود الخيارات قنابل موقوتة يؤدي انهيارها إلى انهيار المؤسسات الاقتصادية بل إلى انهيار البورصات.

هذا كله يجعل من الضروري تكييف هذه العقود مع الضوابط الشرعية من جهة، و الرفع من كفاءتها الاقتصادية لكي تكون أداة مالية فعالة بيد المستثمرين من جهة أخرى، و يتم كل ذلك في إطار سوق مالي إسلامي. المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم أحمد أنور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق راس المال، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، 2011
2. أرشد فؤاد التميم، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري والتوزيع، عمان، 2010
3. جليل كاظم مدلول العارضي، نماذج تسعير الخيارات المتقدمة و دورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار و بناء محفظة التحوط-دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، مجلة الآداب، الكوفة العدد 5 المجلد 2009، 1
4. خالد الراوي و عبد الله بركات و نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج، عمان، ط1، 2002
5. رمضان زياد، الاستثمارات المالية والحقيقية، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، 1998.
6. ريتشارد بيرليو آخرون، تعريب سرور علي ابراهيم سرور و احمد يوسف عبد الخير، أساسيات التمويل، دار المريخ، الرياض، 2011
7. زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، دار النفانس، عمان، ط1، 2009
8. سامي بن ابراهيم السويلم، التحوط في التمويل الاسلامي، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريس، جدة، 2007
9. سمير بوعافية و مصطفى قريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية الحالية ، مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف1، 2009.
10. عبد الحق بوعتروس، تقنيات إدارة مخاطر سعر لصراف، بحث مقدم لمؤتمر إدارة المخاطر و اقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، عمان، 2007
11. فريد النجار، المشتقات و الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009
12. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات و الاستراتيجيات، الجزء الأول، دار الهدى، 2011
13. محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف1، 2009.
14. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل، عمان، ط1، 2013،
15. محمد يونس البيرقدار، نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الاسلامية، بحث مقدم للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2009

16. محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية" السوقية" و دورها في الأزمة المالية" عقود الخيارات" دراسة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، عمان، 2010.
17. مريم سرارمة، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012
- المراجع باللغة الأجنبية:**
18. Aswath Damodaran, Finance d'entreprise ,de boeck, Paris,2007
19. Jonathan Berk & Peter DeMarzo, adaptation française par Gunther Capelle Blancard & Nicolas Couderc, Finance d'entreprise,2<sup>e</sup> édition,Pearson,Paris,2011
20. Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise ,Daloz, Paris,2009
21. Ross, Stephen A. "Corporate Finance", Irwin, McGraw-Hill, 2002