

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:

بين الهندسة و إعادة أي تصميم سيتناسب مع  
عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية

نعيمة بارودي  
ارسلیم موالدي

## الملخص

استدعى التغير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة ذات مخاطر أقل وعوائد أعلى. وقد ضمت الهندسة المالية مجموعة واسعة و متعددة من الأدوات المالية الجديدة ومن أمثلتها الخيارات المالية، فهذه الأخيرة توفر عدة مزايا للمتعاملين بها كالمضاربة، هذا فضلا عن استعمالها كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار الأصول الاستثمارية. و تهدف هذه الورقة البحثية إلى تقييم الخيارات من الجانب الشرعي و تبيان الدور الذي يمكن أن تلعبه عقود الاختيار في النظام المالي الاسلامي، وكيف يمكن للعقود المالية الاسلامية أن تسمح بتوفير تصاميم لإدارة المخاطر وذلك من خلال اطار استعمال عقود شرعية كخيار الشرط و بيع العربون، أو الضمان.

الكلمات المفتاحية: عقود الاختيار، خيار الشرط، بيع العربون، الضمان

### Abstract:

The continuous change in the financial and investment environment leads to the necessity of searching new financial tools and products which described as lower risk, and higher return. The financial engineering contains many multi group of these new financial tools. One of the best example is the financial options which regard as substantial financial tools that .The options' contracts with contractors supply many merits especially speculation by. In addition, they used as tool to hedging risks of reducing prices of the assets.

This paper undertakes an Islamic evaluation of options and its role in the Islamic system of financial contracting. then how the Islamic system of contracting allows for designing risk management solutions using the framework of Khiyar al -shart , bai al- urbun and thaman

**keywords:** options, Khiyar al -shart, bai al- urbun, thaman.

المقدمة

تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية خلال العقود الأخيرة سواء من ناحية حجم التعامل بهذه المشتقات على اختلاف أنواعها، أو من ناحية تنوعها، بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرهما من الموجودات الأخرى.

ولقد كانت عقود الاختيار من أهم ما تم استحداثه كمنتجات للهندسة المالية، وهذا يرجع إلى أهميتها في التحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين، إضافة إلى المضاربة و المراجعة، ولقد كان الغرض الأساسي من إنشاء المشتقات المالية بصفة عامة و عقود الاختيار بصفة خاصة هو التغطية ضد المخاطر، لكنها في الحقيقة أدت إلى تصاعد المخاطر وزيادة موجة الاضطرابات المالية، فأصبحت المشتقات كما وصفها وارن بافيت بمثابة قنابل موقوتة و أنها أسلحة مالية للدمار الشامل، و اعتبرها البعض الآخر وحث المالية المفترس وديناميت الأزمات المالية. كل هذا جعل العديد من الفقهاء يرفضونها لأنها تؤدي إلى عدم الاستقرار، بالإضافة إلى ما تحمله هذه العقود من أمور ترفضها الشريعة الإسلامية كالغرر والربا و باعتبارها أدوات لنقل المخاطر من طرف لآخر، وأدوات تميل إلى القمار أكثر منها إلى الاستثمار، وتخدم مصلحة طرف على حساب طرف آخر، وتكون في النهاية مجرد تسويات نقدية لا يترتب عنها لا تسلم ولا تسليم لمحل العقد ولا للثمن.

وبناء على ما سبق، تكمن إشكالية هذه الورقة البحثية في التساؤل الآتي:

كيف يمكن إعادة هندسة عقود الاختيار لتتفق و أحكام الشريعة الإسلامية؟

### المحور الأول: عقود الإختيار

تعتبر عقود الاختيار من بين المشتقات التي يتم تداولها في أسواق منظمة، و يرى بعض المفكرين أن عقود الاختيار قدر عرفت قبل ظهور العقود الآجلة، حيث كان يتم بيع تلك العقود في أسواق غير منظمة، إلا أن ظهور أسواق اختيار منظمة يرجع إلى عقد السبعينيات من القرن الماضي.

#### 1.1 تاريخ نشأة عقود الاختيار

بدأت عقود الاختيار أولاً في السلع في سنة 1630، ثم توسع التعامل بها فشمملت العقارات و معاملات الأوراق المالية في الأسواق غير المنظمة، حيث تم التعامل بعقود الخيار على الأسهم في سوق لندن في الأوراق المالية في بدايات سنة 1820، و في سنة 1860 كانت هناك سوق الخيارات في السلع و الأوراق المالية في أمريكا و كانت تلك العقود غير نمطية، فلم تكن لها قابلية التداول في الأسواق الثانوية،

و أما النمو المتطور للتعامل بالخيارات بدأ بفعل التقدم الصناعي و التطور السياسي سنة 1970، و سنة 1980 حيث ظهرت أول سوق منظمة للخيارات في أمريكا في مدينة شيكاغو في سنة 1973<sup>1</sup>.

فقد قامت بورصة التجارة الأمريكية خلال السنوات الستينيات و النصف الأول من السبعينيات من القرن العشرين ببذل مجهودات معتبرة و ذلك بهدف تطوير نشاطها، و كذا تنويع الأصول المالية التي يتم تداولها من خلال تلك البورصات، حيث أقدمت على تنظيم عقود إختيار على عقود آجلة، و لكن قبل ذلك التاريخ كان التعامل في بورصة شيكاغو مقتصرًا على العقود الآجلة التي يتم من خلالها تداول المنتجات الفلاحية فقط، و لكن في سنة 1936 أصدر الكونغرس الأمريكي قرارًا بمنع تداول تلك الخيارات، و أصبحت بذلك بورصات شيكاغو ممنوعة من فتح أي سوق لتداول تلك العقود. و في نهاية 1960 و بهدف تنويع الأصول المالية قام مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) بخلق عقود آجلة على أسهم لأكبر الشركات الصناعية في الو.م.أ، و طرحت الفكرة على المسؤولين المكلفين بمراقبة بورصات التجارة. و قامت CBOT بفتح سوق تحت اسم Chicago Board Options Exchange، و تمت أولى المبادلات على عقود الإختيار على القيم المنقولة في أبريل من سنة 1973، حيث تصميم العقود بشكل نمطي مكن من تداولها و التعامل بها بوصفها أدوات مالية، و لقد عرفت هذه الإختيارات رواجًا و نجاحًا ملحوظًا، حيث أخذ العمل بتلك العقود في عدة بورصات على مستوى التراب الأمريكي.

فنجح CBOT و نوعية الخدمات التي تقدمها عقود الإختيار على القيم المنقولة قادت أغلب المراكز المالية الدولية إلى فتح أسواق ماثلة لتلك الأسواق التي تم تطويرها في الو.م.أ، و كان ذلك في كندا (منتريال، توريننتو، فان كوفر)، و في أستراليا (سيدني)، كما تم افتتاح أول سوق أوروبي في سنة 1978 تحت اسم European Options Exchange d'Amsterdam، كما تم في بريطانيا تداول عقود إختيار على القيم المنقولة، و كان ذلك في 21 أبريل من سنة 1978، و بعدها تم افتتاح سوق آخر في فرنسا (Monep) في 10 سبتمبر 1987. و في 1 أكتوبر 1982 قامت بورصات التجارة الأمريكية بفتح أسواق إختيار على العقود الآجلة، إذ كانت المعاملات في بداية الأمر مقتصرة على ثلاثة أدوات و هي: العقود على الأصول المالية ذات العائد الثابت (سندات الخزينة الأمريكية و المواد الأولية. و حتى تصبح شروط التعامل في هذه الأسواق مرضية لأغلب المتعاملين قام المسؤولون المكلفون بمراقبة البورصات بإلغاء كافة القيود و التي تقيد التعامل في الإختيارات، و كان ذلك في سنة 1986، حيث أصبحت كل

العقود الآجلة عبارة عن وسائل تحمية (Sous-Jacent) لعقود الإختيار. فإدخال العقود الآجلة كأصول للعقود الإختيار أدى إلى فتح أسواق الإختيار على معدلات الفائدة الحاضرة، و كان ذلك في 22 أكتوبر 1982. و في 11 مارس 1983 تم إدخال عقود اختيار على المؤشرات البورصوية و كان ذلك من قبل CBOT، أما عقود الاختيار على العملات فقد تم تداولها في سوق منظم في أمستردام، حيث كان ذلك في 18 نوفمبر 1982، و كانت تلك العقود عبارة عن عقود إختيار شراء على الصرف، و تلاها افتتاح أسواق أخرى في بلدان أخرى و منها ( فان كوفر و مونتريال نوفمبر 1982، فيلادلفيا ديسمبر 1982، لندن 1985، سيدني 1986).

## 2.1 أسواق تداول عقود الاختيار

يتم تداول عقود الإختيار في سوقين هما السوق المنظم و السوق غير المنظم

- الأسواق غير المنظمة: و فيها يتم التعامل على إختيارات البيع والشراء من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة، إذ يلعب السمسرة دور الوسيط بين مشتري الإختيار و محره، ونادرا ما يلعب دور البائع أو المشتري في العقود، وتتم الوساطة عن طريق الإعلان في الصحف المتخصصة عن استعداد السمسار لإبرام الصفقات والتوسط بين الأطراف لمساعدتهم على التفاوض و الاتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، سعر التنفيذ، مقدار المكافأة). و عليه فان بنود العقد يتم تحديدها وفقا لرغبات الطرفين وهي بذلك عقود شخصية. و من بين سلبيات التعامل في هذا السوق هو صعوبة إعادة بيع العقود أو التخلص من الإختيار قبل تاريخ انتهاء صلاحيته.
- الأسواق المنظمة: لقد أنشأ أول سوق منظم للتعامل في الإختيار في الو.م.أ بمدينة شيكاغو في أبريل من سنة 1973، وقد كان الهدف من إنشاء هذا السوق هو تعديل الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق غير المنظمة وذلك بتنميط العقود وذلك من أجل تسهيل التعامل في الإختيارات، و قد شملت التعديلات شروط التعاقد و كذا تحديد المسؤولية عن الصفقات. و يمكن تبيان ذلك كما يلي:

- تعديل شروط التعاقد: عمدت بورصة شيكاغو إلى تنميط شروط التعاقد خاصة تاريخ التنفيذ، حيث حددت تواريخ التنفيذ على أساس الدورات، فمن بين الدورات الأكثر

شيوعا نجد : ( جانفي، أفريل، جويلية، أكتوبر/ فيفري، ماي، أوت، نوفمبر/ مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر).

- تنميط سعر التنفيذ: لتنميط سعر التنفيذ اتجهت البورصة إلى جعل سعر التنفيذ للأصول مقربا بمضاعف قدره خمسة دولارات للسهم الذي قيمته أقل من 100 دولار، فمثلا إذا كان السعر السوقي للسهم هو 47 دولار فإن سعر التنفيذ قد يكون 40 أو 45 أو 50...، أي أن سعر التنفيذ يكون أعلى أو أقل بقيمة 5 دولارات أو مضاعفاتها، ومقربا بمضاعف 10 دولار للسهم الذي تفوق قيمته 100 دولار، فمثلا إذا كان السعر السوقي للسهم يقدر بـ 112 دولار فعندها يمكن أن يكون سعر التنفيذ هو 120 أو 130... أي أعلى أو أقل من قيمتها بمقدار 10 دولار أو مضاعفاتها.

- تحديد المسؤولية عن الصفقات: يتم التعامل بعقود الاختيارات في بورصة الأوراق المالية عن طريق غرفة المقاصة (مؤسسة تسوية الاختيار) المعروفة باسم Option Clearing Corporation، فإذا اتفق طرفان على بيع أو شراء عقد اختيار، فإن بائع الاختيار لا يحرر العقد مباشرة إلى مشتري الاختيار، وإنما يحرر هذا العقد إلى مؤسسة تسوية الاختيار فهي تقوم بدور الوساطة كغرفة مقاصة للاختيارات، حيث تقوم بتحرير ذلك العقد باسمها لذلك تعتبر هي البائع في كل عقد اختيار شراء، والمشتري في كل عقد بيع، وهي الجهة الضامنة أيضا لتعهدات كلا الطرفين. فإذا أراد مشتري اختيار الطلب في تنفيذ عقد و ممارسة حقه في الشراء فإنه يقوم بتقديم ثمن الأصول المتعاقد عليها، وإذا لم يرغب في التنفيذ فإنه يسلم إلى غرفة المقاصة مبلغ التعويض للبائع (المكافأة). و تظهر على لوحات البورصات مشخصات الاختيار و تنشر في الجرائد الرسمية اليومية، حيث تشمل نوع الاختيار وسعر التعاقد، و عدد عقود الاختيار، و مبلغ العلاوة، و تاريخ انتهاء العقد، و نوع الورقة المالية المتعاقد عليها و ذلك بذكر اسم الشركة.

### 3.1 ماهية عقود الاختيار

1.3.1 تعريف عقود الاختيار: يعرف عقد الإختيار على أنه " اتفاق بين طرفين: المشتري أو حائز الإختيار والبائع (المحرر)، فهذا العقد يعطي الحق و ليس الالتزام لحائز الإختيار (اختيار شراء) أو بيع

(إختيار بيع) على وسيلة تحتية للطرف الآخر بسعر محدد يسمى بسعر التنفيذ، وفي تاريخ مستقبلي، وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى بتاريخ نفاذ صلاحية العقد". فحق إختيار الشراء Call option يمنح من خلاله محرر العقد للمشتري الحق في الإختيار بين شراء أصل ما أو عدم شرائه، و ذلك في تاريخ مستقبلي محدد، و بسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مبلغ ( العلاوة أو المكافأة ) من المشتري. أما حق إختيار البيع Put option فهو الذي يمنح من خلاله المحرر للمشتري الحق في الإختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه وذلك في تاريخ مستقبلي وسعر محدد مسبقا في العقد، ومقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مكافأة من المشتري. فعقود الإختيار هي عقود غير ملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها، فهي تعطي لحاملها حق خيار الممارسة أو عدم الممارسة إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في أن ينفذ هذا العقد إذا كان من مصلحته أو لا ينفذه إذا كان العكس.

### 2.3.1 أنواع عقود الإختيار

تختلف عقود الإختيار باختلاف معيار التصنيف وفق الآتي :

أ. من حيث موعد التنفيذ يوجد ثلاثة أنواع و هي:

- عقد الإختيار الأمريكي American Options: يعطي عقد الإختيار الأمريكي لمشتري الإختيار الحق في بيع أو شراء أصل ما ( أسهم، سندات، عملات ... ) من طرف آخر، بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التنفيذ في أي وقت يمتد من يوم إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه. و إن هذه الميزة لهذا الخيار تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق بموجب الخيار الأمريكي نسبة إلى الخيار الأوربي. علما أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوربية يتعامل بها في أمريكا.
- عقد الإختيار الأوربي European Options: و هو لا يختلف عن عقد الإختيار الأمريكي إلا من حيث موعد التنفيذ، حيث لا ينفذ هذا الإختيار إلا في التاريخ المحدد لإنتهائه و المنصوص عليه في العقد . ولا يعني هذا الخيار بأنه مستعمل في أوربا فقط فهو يمكن استعماله في أي بورصة مالية.
- الإختيار الآسيوي Asian Options: و هو عبارة عن عقد إختيار لا يتضمن تاريخ تنفيذ الذي يمكن لحائز الإختيار من خلاله تنفيذ الحق من عدمه ( عكس الإختيارين الأوربي و

الأمريكي)، أما سعر تنفيذ الإختيار الآسيوي يساوي متوسط الأسعار الجارية للأصول منذ إبرام الإختيار إلى يوم التنفيذ  $kt=fSt1+St2.....Stn/n$  عكس الإختيارات الأوروبية والأمريكية أين تكون أسعار الإختيار ثابتة ومحددة، لذلك يطلق عليه تسمية خيار متوسط السعر، فعند ممارسة حق الخيار الآسيوي لا ينظر إلى السعر أثناء مدة العقد أو عند انقضاء العقد، وإنما ينظر لمتوسط السعر طوال مدة العقد.

▪ عقود اختيار برمودا Bermuda Options: هي نوع من أنواع الاختيارات التي تجمع بين خصائص الاختيارات الأمريكية والأوروبية، فهذا النوع من الخيارات يمكن تنفيذه قبل تاريخ استحقاق الخيار وهو بذلك يشبه الاختيار الأمريكي، أما من ناحية تشابه مع الخيارات الأوروبية فإنه لا يمكن تنفيذ هذا الخيار إلا في تواريخ محددة مسبقا، أي أن عقود خيارات برمودا يمكن تنفيذها في عدة تواريخ محددة مسبقا وتمتد من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ استحقاقه.

ب. من حيث التغطية وهي<sup>10</sup>:

▪ عقود الإختيار المغطاة Covered Options: و فيها يمتلك محرر العقد الأصول موضوع العقد، فهو بذلك يستطيع تغطية إلتزامه بالبيع إذا ما نفذ العقد .

▪ عقود الإختيار غير المغطاة Naked Options: و فيها لا يمتلك محرر العقد الأصول موضوع العقد، وذلك في حالة اختيار الشراء، فإذا ما طلب المشتري بتنفيذ العقد فسيضطر المحرر إلى شراء الأصل من السوق بالسعر الجاري ثم تسليمه للمشتري، أو لم يكن المحرر يمتلك سيولة نقدية كافية للوفاء بالتزاماته إذا كان العقد خيار بيع، ويمتاز هذا النوع من الخيارات بمخاطره العالية، كما انها تحقق أرباحا كبيرة في حالة ما إذا تحركت الأصول محل العقد في نفس الاتجاه الذي توقعه المستثمر، أما بالنسبة لمحرر الخيار غير المغطى فتكون خسائره كبيرة في حالة ما إذا خابت توقعاته.

ج. حسب الربحية وهي ثلاثة أنواع كالآتي<sup>11</sup>:

▪ خيارات مربحة (In the Money): تكون عقود الإختيار مربحة عندما يكون سعر الوسيلة التحتية أعلى من سعر التنفيذ.



- الخيارات العادلة (Withe the Money) : و فيها يتساوى سعر التنفيذ مع السعر السوقي للوسيلة التحتية.
- خيارات غير المربحة (Out the money): و فيها يكون السعر السوقي للوسيلة التحتية أقل من سعر التنفيذ.
- د. من حيث طبيعة العقد إذ توجد عدة أنواع و هي<sup>12</sup>:
- حق إختيار الشراء Call option: هو عقد بين طرفين، و فيه يمنح محرر العقد للمشتري الحق في الإختيار بين شراء أصل ما أو عدم شرائه، و ذلك في تاريخ مستقبلي محدد، و بسعر يحدد مسبقا في العقد. و مقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مبلغ ( العلاوة أو المكافأة ) من المشتري.
- حق إختيار البيع Put option: من خلاله يمنح المحرر للمشتري الحق في الإختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه و ذلك في تاريخ مستقبلي و سعر محددان مسبقا في العقد، و مقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مكافأة من المشتري.
- الضمانات warrants : و هي عقود إختيار شراء تصدرها الشركات على أسهمها و عادة ما تكون مدتها الزمنية طويلة مقارنة بعقود الإختيار الأخرى.
- عقود الخيار المزدوجة Double Option : وهي عقود تجمع بين خيار البيع و خيار الشراء و بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأصول الضمنية أو بائعا لها، و ذلك رهن بمصلحة الشاري، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا<sup>13</sup>. فإذا كان العقد يحتوي على إختيار واحد بالبيع و إختيار واحد بالشراء و بنفس سعر التنفيذ ال نفس تواريخ الاستحقاق فهو الإختيار المزدوج المتساوي Straddle (عقد الخيار المزدوج ثابت السعر) ، أما إذا اختلف سعر خيار البيع عن سعر خيار الشراء فهو الإختيار المزدوج المتفرق Spread (عقد الإختيار المزدوج المتغير)، و تسمى العمليات التي تجري في البورصة على هذه العقود بالعمليات الشرطية المركبة أو الخيارية المزدوجة<sup>14</sup>.
- عقود الإختيار المضاعف أو المتعدد Option to Double: و هي العقود التي يكون لحاملها الحق في شرائين إلى بيع واحد Strap ، أو بيعتين لشراء واحد Strip، و يتم الشراء و البيع في

الاختيار المتعدد بسعر يوم التعاقد، وتسمى العمليات التي تجري في البورصة على هذا النوع من العقود باسم العقود بالعمليات المضاعفة<sup>15</sup>.

### 3.3.1 العمليات الآجلة الشرطية

إن العمليات الآجلة الشرطية تتنوع إلى عدة أنواع وذلك على النحو التالي<sup>16</sup>:

– العمليات الاختيارية البسيطة (أو بشرط التعويض): هي العمليات التي يتضمن عقدها شرطا يميز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدما منذ يوم التعاقد ولا يرد إليه في أي حال من الأحوال. كما عرفها البعض بأنها العمليات التي يكون فيها للمضارب حق فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله إذا تقلبت الأسعار في غير صالحه أو تنفيذ العملية إذا تقلبت الأسعار لصالحه، وفي مقابل استعمله لهذا الحق يدفع تعويضا ولا يرد إليه.

– العمليات الاختيارية بشرط الانتقاء: هي نوع من العمليات الآجلة التي يتأجل فيها تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن إلى موعد آجل محدد يسمى يوم التصفية، غير أن ما يميز هذا النوع من العمليات أن كل واحد من الطرفين يحتمل أن يكون بائعا و يحتتمل أن يكون مشتريا، وذلك بحسب ما يقرره الطرف الآخر، وذلك أن أحد الطرفين يشترط لنفسه وقت الاتفاق أن يكون له في يوم التصفية الخيار في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر محدد أيضا، وعادة ما يكون سعر الشراء أعلى من سعر البيع، أي أن هناك سعرين سعر أدنى للبيع و سعر أعلى للشراء، و على مشترط الخيار أن يقرر يوم التصفية البيع بالسعر الأدنى أو الشراء بالسعر الأعلى، و عليه يمكن تعريف هذه العمليات على أنها عبارة عن عقد بين طرفين يكون فيه لأحدهما الخيار في موعد آجل محدد في أن يبيع للطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه.

و يقدم الطرفان على هذا النوع من العقود نظرا لاختلاف توقعاتها بالنسبة للأسعار في المستقبل، فمشترط الخيار يتوقع تغير الأسعار تغيرا كبيرا بالصعود أو الهبوط، بينما يتوقع

معطي الخيار استقرارها و عدم تغيرها تغيرا كبيرا، و بحسب ذلك يقرر مشرط الخيار البيع أو الشراء، و يترتب عليه تحقيق الربح لأحد الطرفين والخسارة للطرف الآخر.

العمليات الاختيارية المركبة: و هي عبارة عن عقد بين طرفين يكون فيه لأحدهما الخيار في موعد أجل ومحدد في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة، أو أن يشتري منه تلك الأوراق (أن يكون بائعا أو مشتريا) أو أن يفسخ العقد مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر و لا يرد إليه. و بناء على ذلك فإن مشرط الخيار أن يقرر في يوم التصفية واحدا من الخيارات الثلاثة، و يتوقف قراره ذلك على تغير الأسعار، فإن زادت الأسعار على السعر المتفق عليه سيختار الشراء لأنه حينئذ يشتري بالسعر المنخفض المتفق عليه، و يبيع بالسعر الأعلى، و هو سعر يوم التصفية، و إن انخفضت الأسعار عن السعر المتفق عليه فإنه سيختار البيع، لأنه حينئذ يشتري من السوق بالسعر المنخفض، و هو سعر يوم التصفية و يبيع بالسعر المرتفع، و هو السعر المتفق عليه، و هذا إذا كان تغير الأسعار بالارتفاع أو الانخفاض تغيرا كبيرا يكفي لتعويضه عن العوض الذي بذله، أما إذا كان التغير طفيفا فإنه سيختار فسخ العقد لأن تنفيذ العقد في هذه الحالة سيدفع تكلفة السمسرة. و تختلف العمليات الشرطية المركبة عن العمليات الآجلة بشرط الانتقاء في النقاط التالية:

✓ للبيع سعر يختلف عن سعر الشراء في المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء و على مشرط الخيار البيع بالسعر الأدنى أو الشراء بالسعر الأعلى أما في المعاملات الشرطية المركبة فسعر البيع و الشراء واحد.

✓ لمشرط الخيار في المعاملات الشرطية المركبة حق فسخ العقد إذا لم يرغب في البيع أو الشراء و ليس له ذلك في المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء.

✓ يدفع مشرط الخيار العمليات الشرطية المركبة عوضا للطرف الآخر مقابل تمتعه بحق الخيار و لا يدفعه في العمليات الآجلة بشرط الانتقاء.

العمليات الاختيارية المضاعفة ( أو البيع مع خيار الزيادة): و هي المعاملات التي يكون فيها للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها، و ذلك بسعر يوم التعاقد مقابل تعويض يدفعه ولا يرد إليه. و عليه يمكن تعريف هذه العمليات على أنها " بيع

أوراق مالية مؤجلة بضمن مؤجل مع اشتراط أحد المتعاقين الخيار في مضاعفة الكمية المباعة او المشتراة بالسعر المتفق عليه، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر ولا يسترده بحال. ففي هذا النوع من العمليات يشترط البائع لنفسه الخيار في أن يبيع المشتري كمية إضافية من الأوراق المالية بمقدار الضعف أو الضعفين أو ثلاثة أضعاف بنفس السعر، أو يشترط المشتري لنفسه أن يشتري من البائع نفسه كمية إضافية من الأوراق المالية بنفس السعر أيضا. و بناء على ذلك فإن البائع أو المشتري ملزم بتنفيذ العقد بالنسبة للكمية المتفق عليها وهو بالخيار في تنفيذ العقد بالنسبة لما زاد على ذلك.

#### 4.3.1 المفاهيم التقنية المتعلقة بعقود الإختيار

- الأصل محل التعاقد (الوسيلة التحتية) : و هي الأداة التي تكون موضوع العقد فقد تكون مواد أولية أو مواد زراعية (السكر، البن، البترول ...)، أو معادن ثمينة (الذهب، الفضة ...)، أو القيم المنقولة (الأسهم، السندات ...)، أو عملات، أو معدلات الفائدة، مؤشرات بورصوية .....
- تاريخ التنفيذ : و هو الزمن الذي يتم فيه إنهاء العقد، أي تنفيذ الحق فالإختيار قد ينفذ في أي وقت يقع بين تاريخ إبرام العقد و لانتهاء الصلاحية أو ينفذ في تاريخ الاستحقاق .
- سعر التنفيذ (سعر التعاقد): و هو سعر الوسيلة التحتية عند التنفيذ، و السعر المتفق عليه في العقد مسبقا ويبقى ساري المفعول حتى تاريخ التنفيذ.
- مركبات سعر الإختيار و تتمثل في<sup>18</sup> :
- ✓ القيمة الذاتية valeur intrinsèque : و هي القيمة التي يأخذها الإختيار وقت التنفيذ و تساوي الفرق بين سعر التنفيذ و سعر الوسيلة التحتية.
- ✓ القيمة الزمنية valeur temps : و تمثل الفرق بين قيمة الإختيار و قيمته الذاتية.
- ✓ المكافأة : و هي مبلغ مالي يدفعه مشتري حق الإختيار إلى المحرر مقابل أن يمنحه هذا الأخير الحق في التنفيذ من عدمه. و تعتمد هذه العلاوة على نوع الأصول و الفرق بين السعر السائد في السوق و سعر التعاقد، و تغيرات الأسعار نتيجة العرض و الطلب، و الفترة الزمنية بين يوم عقد الإختيار و يوم انقضائه.

## 4.1 استراتيجيات عقود الاختيار

### 1.4.1 إستراتيجية البيع و الشراء على إختيار الشراء

- شراء إختيار شراء: يلجأ المستثمر إلى شراء حق إختيار الشراء لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأصول المالية التي يمتلكها أو يرغب في امتلاكها مستقبلاً، فهو بامتلاكه هذا الحق يلزم المحرر على تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأصول خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه في العقد، ففي هذه الحالة يضمن المستثمر حصوله على الأصول محل الاتفاق بسعر التنفيذ بغض النظر عن الارتفاع الذي يصيب أسعار تلك الأصول، و مقابل حصوله على هذا الحق يدفع المشتري مكافأة للمحرر.

لنفترض أن سعر تنفيذ الإختيار على سهم ما هو \$20 وتقدر قيمة المكافأة التي يدفعها المشتري بـ \$4، فما هو موقف مشتري الإختيار في حالة ما انخفضت أو ارتفعت الأسعار؟ في حالة ما إذا ارتفعت أسعار الأسهم و وصل سعرها إلى \$30 مثلاً فهنا يطلب المشتري من المحرر تنفيذ الإتفاق وتكون النتائج المترتبة عن تنفيذ هذا العقد كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{قيمة حق إختيار الشراء} &= \text{السعر السوقي للسهم} - \text{سعر التنفيذ} = 30 - 20 = 10 \\ \text{أرباح أو خسائر مشتري حق إختيار الشراء} &= \text{قيمة حق إختيار الشراء} - \text{المكافأة} = 10 - 4 = 6 \end{aligned}$$

6

فهنا يحقق المشتري ربحاً قدره \$4 عن كل سهم، أما نقطة التعادل بالنسبة للإختيار هي عند سعر \$24 (4+20) وهي النقطة التي لا يحقق عندها المستثمر لا أرباح و لا خسائر. أما إذا انخفضت أسعار الأسهم إلى ما دون \$20 فهنا لا يطالب المشتري بتنفيذ العقد و تكون خسارته محددة بقيمة المكافأة التي يدفعها (\$4 عن كل سهم) . و يمكن توضيح موقف مشتري حق إختيار الشراء في الشكل رقم 1.

- بيع إختيار الشراء: إن الربح الأقصى المنتظر من بيع إختيار شراء يساوي إلى \$4 (المكافأة)، أما خسائر المحرر فهي غير محددة إذا ما ارتفعت الأسعار و تجاوزت نقطة التعادل (سعر التنفيذ + المكافأة)، وهي تعادل تماماً المكاسب التي يحققها المشتري (الشكل رقم 2). وتتحدد أرباح و خسائر المحرر كما يلي<sup>19</sup>:

الأرباح أو خسائر = (سعر التنفيذ + المكافأة) - السعر الحالي للأصل .

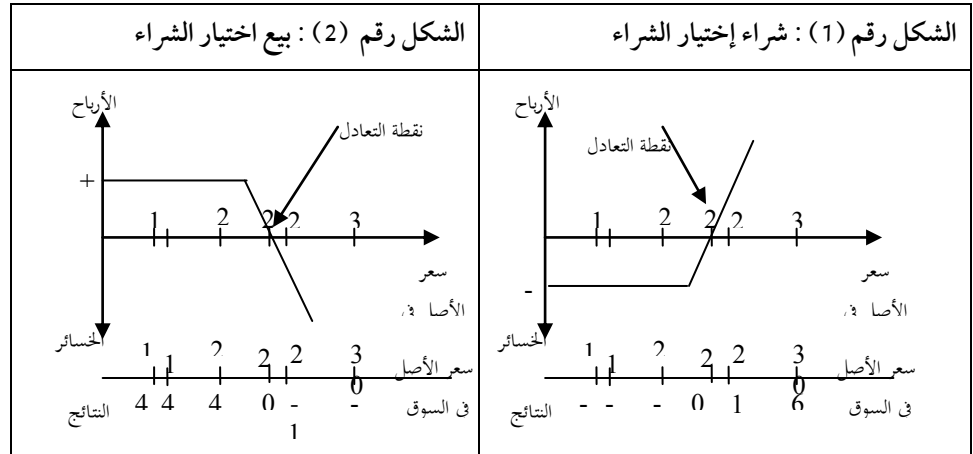
أما في حالة ما إذا انخفضت الأسعار فهنا لن يطالب المشتري بالتنفيذ و تصبح:

قيمة حق الإختيار = السعر السوقي - سعر التنفيذ = 0 لأنه لم ينفذ، و عليه:

فأرباح المحرر = سعر التنفيذ + المكافأة - سعر التنفيذ = المكافأة

في هذه حالة يحقق المحرر أرباحا محدودة بقيمة المكافأة و لذلك فهمها انخفضت الأسعار، و في

هذه الحالة تكون مساوية تماما لأرباح المحرر و تتمثل في قيمة المكافأة.



المصدر : من إعداد الباحثين

إن الأمثلة السابقة توضح الأرباح و الخسائر للطرفين في حالة ما إذا كان المحرر يمتلك الأصل

(إختيار مغطى) أما في حالة ما إذا كان الخيار غير مغطى، فإنه سينجم عن بيع إختيار شراء غير مغطى

خطر مرتفع في حالة ارتفاع أسعار الأسهم فهنا سيطالب المشتري بتنفيذ العقد و على المحرر التنفيذ،

فيصبح مجبرا على شراء الأسهم بالسعر الحالي الذي يفوق سعر التنفيذ ليسلمها للمشتري .

#### 2.4.1 إستراتيجية البيع و الشراء على إختيار البيع

• شراء إختيار البيع: يحقق مشتري إختيار البيع أرباحا إذا هبطت أسعار الأسهم، و مع هبوط

سعر السهم عن سعر التنفيذ يزداد العائد المتولد عن إختيار البيع، و كلما كان انخفاض

الأسعار كبيراً كلما زاد العائد بالنسبة لمشتري إختيار البيع عند انتهاء صلاحية العقد. وبانخفاض سعر السهم يقرر المستثمر التنفيذ وتكون النتائج كما يلي<sup>20</sup>:

قيمة حق إختيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي

الأرباح أو الخسائر = قيمة حق إختيار البيع - المكافأة

لنفترض أن سعر تنفيذ إختيار البيع على سهم ما يقدر بـ 20 \$، وحددت قيمة المكافأة بـ 3 \$ عن كل سهم. فمشتري حق إختيار البيع سيكسب في حالة ما إذا انخفضت الأسعار وسيخسر 4 \$ (قيمة المكافأة) في حالة ارتفاع الأسعار. فمشتري إختيار البيع يعطيه الحق في تنفيذ عملية البيع في حالة انخفاض السعر أو عدم ممارسة الحق وذلك عند ارتفاع الأسعار، و يمكن تمثيل موقف مشتري إختيار البيع في الشكل رقم 3.

ففي حالة انخفاض الأسعار إلى 15 \$ ستكون النتائج كما يلي:

قيمة حق إختيار البيع = 20 - 15 - 3 = 2 وهو ربح المشتري.

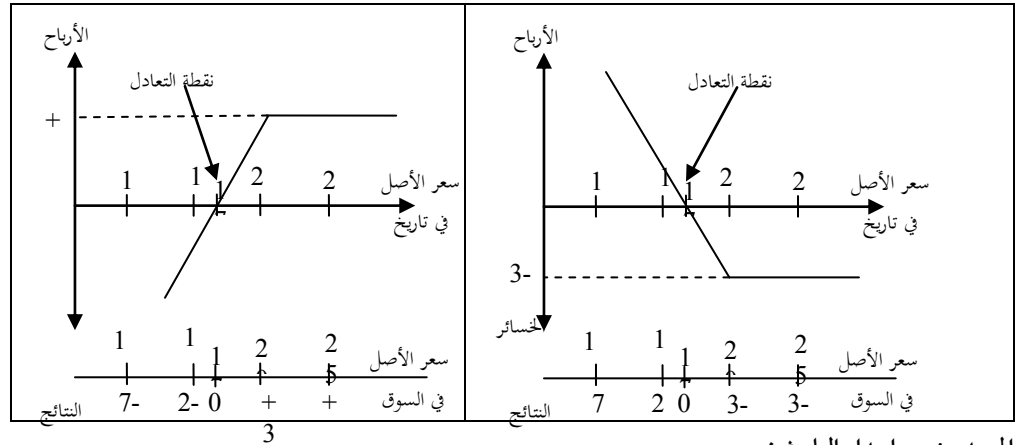
وعليه بانخفاض الأسعار ينفذ العقد أما في حالة الارتفاع فإنه لا ينفذ.

• بيع إختيار البيع: في إختيار البيع يكون ربح المحرر محدوداً بقيمة المكافأة التي يحصل عليها إذا ارتفعت الأسعار أي أن المستثمر يلجأ إلى تنفيذ الاتفاق بانخفاض، ولكن بانخفاض الأسعار سيحقق محرر إختيار البيع خسائر غير محدودة.

اعتاداً على معطيات المثال السابق مكن تمثيل موقف محرر إختيار البيع (حيث أن الربح الأقصى المتوقع أن يحصل عليه هو مقدار المكافأة أما خسائره فغير محدودة) في الشكل رقم 4. و لتفادي الخسارة يلجأ البائع إلى تصفية وضعيته، بمعنى يلجأ إلى إعادة شراء إختيار البيع الذي باعه بمجرد انخفاض سعر السهم فهذه الإستراتيجية تسمح له بالحد من الخسارة

الشكل رقم (4): بيع إختيار بيع

الشكل رقم (3): شراء إختيار بيع



المصدر : من إعداد الباحثين

في الاستراتيجيات السابقة تم حساب الأرباح أو الخسائر للطرفين بالنسبة لسهم واحد ولكن عقود الاختيار تتضمن عددا من السهم يمكن أن يكون 100 أو 1000 و لذلك لحساب الخسائر الكلية يتم ضرب قيمة الأرباح أو الخسائر بعدد الأصول المكونة للعقد.

وبالاعتماد على الاستراتيجيتين السابقتين يمكن تلخيص موقف كل من مشتري و محوري الإختيار في

الجدول التالي:

الجدول رقم (1):موقف كل من مشتري و محرر عقود الاختيار

حالة	حق إختيار البيع	حق إختيار الشراء
السعر السوقي للوسيلة التحتية أكبر من سعر التنفيذ	المشتري: عدم تنفيذ الاتفاق وتحقيق خسائر تقدر بقيمة المكافأة. المحرر: تحقيق ربح يقدر بمقدار المكافأة.	المشتري: تنفيذ الاتفاق وتحقيق أرباح غير محدودة. المحرر: خسائر غير محدودة.
السعر السوقي للوسيلة التحتية أقل من سعر التنفيذ	المشتري: تنفيذ الاتفاق وتحقيق أرباح غير محدودة. المحرر: خسائر غير محدودة	المشتري: عدم تنفيذ الاتفاق وخسائر محدودة بقيمة المكافأة. المحرر: تحقيق ربح محدود يقدر بمبلغ المكافأة.

المصدر : محمد الصالح حناوي " تحليل و تقييم الأسهم و السندات " مرجع سابق ص 346 .

3.4.1 استراتيجية تتضمن توليفة من اختيارات شراء و اختيارات البيع Stelage

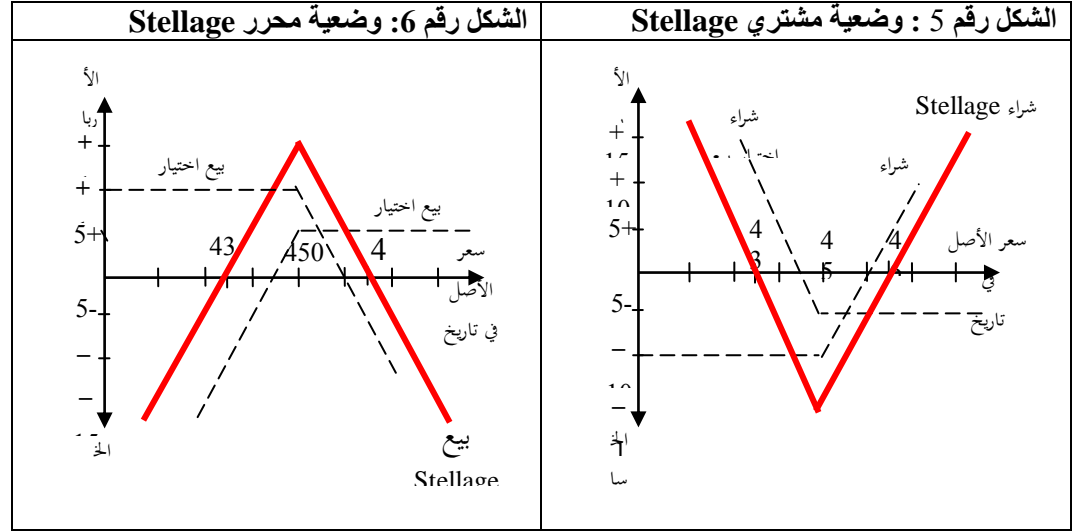


في هذه التوليفة يكون الاختياران على نفس الأصل و لهما نفس تاريخ الاستحقاق و سعر التنفيذ، مع العلم أن كل اختيار قابل للتنفيذ بمفرده، كما يمكن لحامل الاختيارين حرية التصرف في أحدهما بالبيع دون الآخر، فهذه التوليفة تعطي لمشتريها الحق في البيع إلى المحرر و الحق في الشراء منه عددا معيناً من الأصول بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة .

ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية عندما يتوقع حدوث تغيرات كبيرة في أسعار الأصول محل الاختيار، إلا أنه غير متأكد من اتجاه هذه التغيرات (ارتفاعاً أو انخفاضاً) <sup>21</sup>.

• موقف مشتري Stelage: لنفترض أن القيمة السوقية لسهم ما هي 450 \$ و أن قيمة مكافأة اختيار الشراء تقدر بـ 10 \$ (لكل سهم) ، و أن قيمة مكافأة اختيار البيع تقدر بـ 5 \$ ، و يتضمن عقد اختيار البيع 100 سهم كما يتضمن عقد اختيار الشراء 100 سهم. فعلى مشتري التوليفة دفع مكافأة قدرها 1000 \$ (100×10) للمحرر وذلك عن عقد واحد يعطيه الحق في الشراء، و مكافأة أخرى تقدر بـ 500 \$ (5×100) تعطيه الحق في شراء عقد واحد يعطيه الحق في البيع . ففي حالة ما إذا ارتفع سعر السهم و وصل إلى 470 \$ في تاريخ التنفيذ فهنا لا ينفذ اختيار البيع لأن سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي للسهم، و في المقابل ينفذ اختيار الشراء، أي يحصل المشتري على السهم من المحرر بسعر 450 \$ لبيعه في السوق بـ 470 \$ محققاً بذلك ربحاً قدره 20 \$ عن السهم الواحد أي ما مقداره 2000 \$ عن عقد الشراء (2000=100×20)، و يقدر الربح الصافي الذي يحصل عليه المستثمر بـ 1000 دولار (1000-2000 المكافأة)، و سيحقق مشتري التوليفة نفس الأرباح إذا ما انخفض سعر السهم و وصل إلى 430 \$ . ففي هذه الحالة سينفذ اختيار البيع و لا ينفذ اختيار الشراء <sup>22</sup>.

و كقاعدة عامة سيحقق المستثمر خسائر طالما أن التقلب في سعر السهم (الفرق بين القيمة السوقية للسهم و سعر التنفيذ) أقل من مجموع قيمة المكافأة التي تدفع على الاختيارين و التي تبلغ في هذه الحالة 15 \$ = (5+10) ، ففي هذا المثال إذا ارتفع سعر السهم من 450 \$ إلى ما دون 465 \$ أو انخفض السعر عن 450 \$ دون أن يصل إلى حدود 435 \$. أما نقطة التعادل = سعر الأصل ± قيمة الكلية للمكافأة و هي النقطة التي لا تتحقق عندها لا أرباح و لا خسائر ، و تكون عندما يرتفع السعر السوقي للسهم إلى 465 \$ و ينخفض إلى 435 \$ . و



يحقق المستثمر أرباحاً مؤكدة إذا ما ارتفع السعر عن \$465 أو انخفض إلى ما دون \$435 . و يمكن توضيح موقف مشتري هذه التوليفة من خلال الشكل رقم 5 .

- موقف محرر Stellage : تعد نقطة التعادل بالنسبة للمحرر هي ذاتها نقطة التعادل بالنسبة للمشتري، أما وضعية المحرر إذا ما ارتفع السعر إلى \$470 فهنا يجب على المحرر تنفيذ اختيار الشراء مما يعني أنه سيشتري السهم بـ\$470 ليبيعه بـ\$450 وبذلك يكون قد حقق خسائر تقدر بـ\$20 عن السهم الواحد في مقابل فإنه قد حصل على مكافأة قدرها \$15، و عليه تقدر خسائره الصافية بـ\$5 (20-15) عن كل سهم. أما إذا انخفض سعر السهم ووصل إلى \$430 ففي هذه الحالة لن ينفذ اختيار الشراء بينما ينفذ اختيار البيع هذا ما يعني قيام مشتري الاختيار بشراء السهم من السوق بسعر \$430 وبعه للمحرر بسعر تنفيذ مقدر بـ\$450، ففي تاريخ التنفيذ فإن بائع Stellage سيحقق ربحاً إذا كان السعر السوقي محصوراً بين 435 و 465 ، وخارج هذا المجال سيحقق المحرر خسائر<sup>23</sup>. و يمكن تمثيل وضعية محرر Stellage من خلال الشكل رقم 6.

contrat à terme » Yves simon « Options,/Source: Monder bellalah

Economic, paris 2000, pp 64-66.

4.4.1 إستراتيجية تتضمن توليفة تتكون من اختيارين للبيع و اختيار شراء Strip . و ما يميز بلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا كان يتوقع حدوث انخفاض محتمل في القيمة السوقية للسهم ، في حين أنه يرغب في التأمين ضد احتمال ارتفاع الأسعار، فهنا يلجأ إلى شراء Strip . و ما يميز هذه التوليفة أن الاختيارات الثلاثة تحرر في نفس الوقت و لها أسعار تنفيذ واحدة ، كما أنها تحمل نفس تاريخ الاستحقاق. و لتوضيح هذه الاستراتيجية نفترض أن سعر التنفيذ لكل اختيار في التوليفة يقدر بـ\$50، و تقدر قيمة المكافأة بـ \$4 عن كل سهم، وأن العقد يتضمن 100 سهم. ففي حالة انخفاض الأسعار و وصلت إلى \$40 ففي هذه الحالة لا ينفذ اختيار الشراء في حين يتم تنفيذ اختيارات البيع، إذ يقوم المستثمر بشراء السهم بـ\$40 لبيعه للمحرر بـ\$50 (سعر التنفيذ) إذ يحقق ربحاً مقداره \$10 عن كل سهم ، و يكون بذلك الربح الإجمالي عن عقدي البيع هو \$2000 (200×10) في حين أنه قد دفع مكافأة عن التوليفة تقدر بـ\$1200 (300×4) فيبلغ بذلك ربحه الصافي \$800 (2000-1200). وهي تعادل الخسائر التي تلحق بالمحرر حيث أنه سيشتري 200 سهم بـ\$50 في حين أن السعر السوقي للسهم يقدر بـ \$40 ، أي أنه سيحقق خسائر تقدر بـ\$10 عن كل سهم و تصبح بذلك خسائره الكلية تساوي إلى \$2000 (200×10)، و في المقابل فإنه يحصل من المستثمر على مكافأة مقدارها \$1200 و تكون حينها الخسائر الصافية مساوية لـ \$800 (2000-1200)=\$800<sup>24</sup>.

5.4.1 إستراتيجية تتضمن توليفة تتكون من اختيار بيع و اختيارين للشراء Strap

يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا ما كان يتوقع حدوث ارتفاع كبير في سعر سهم ما في المستقبل ، في حين أنه يرغب في التأمين ضد احتمال انخفاض الأسعار ، فهنا يقوم بشراء توليفة تتضمن اختيار بيع و اختيارين للشراء، و ما يميز هذه العقود الثلاثة أن لها نفس سعر التنفيذ ، نفس تاريخ التنفيذ و تحرر في نفس الوقت . و لتوضيح هذه الاستراتيجية نفترض أن سعر التنفيذ لكل اختيار في التوليفة يقدر بـ \$45، و قيمة المكافأة تقدر بـ \$3 . ففي حالة ما إذا ارتفعت الأسعار و وصلت إلى \$58 فهنا لا ينفذ اختيار البيع في حين ينفذ اختياري الشراء . و يكون موقف المشتري و محرر التوليفة كما يلي :

يحقق المشتري أرباحاً تقدر بـ:  $2600 = 200 \times 13$  \$ فهو يشتري أسهماً بسعر تنفيذ يقدر بـ \$45 ، في حين أن قيمتها السوقية تقدر بـ \$58 ، و في المقابل يدفع مكافأة للمحرر عن التوليفة ككل تقدر بـ  $(900 = 300 \times 3)$  ، وبذلك تبلغ أرباحه الصافية \$1700 (2600-900) . أما بالنسبة للمحرر الذي هو مجبر على تنفيذ العقد فهو ملزم بشراء الأسهم بسعر \$58 وبعها بـ \$45 أي أنه سيحقق خسائر تقدر بـ \$13 عن السهم و 2600 عن اختيار الشراء في المقابل فإنه يحصل على مكافأة تقدر بـ  $900 = 300 \times 3$  و تصبح بذلك خسائره الصافية تقدر بـ  $(2600 - 900) \times 3$  .

#### 6.4.1 إستراتيجية تتضمن توليفة من اختيارات الشراء Spread

تتضمن هذه الإستراتيجية شراء اختيار شراء و بيع اختيار شراء في نفس الوقت و على نفس السهم ، و يطلق على هذه الإستراتيجية بإستراتيجية المدى، إذ تهدف إلى تغطية مركز المستثمر من أجل تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها ، وذلك بتغطية المركز الطويل و المتمثل في شراء اختيار الشراء على نفس السهم و مركز قصير أي بيع اختيار الشراء على نفس السهم أو تغطية مركز قصير اتخذه المستثمر تمثل في بيع اختيار شراء بمركز طويل أي شراء اختيار شراء على نفس السهم . و يمكن التفرقة بين نوعين من إستراتيجية المدى و هي<sup>25</sup>:

✓ إستراتيجية مدى السعر (اختلاف سعر أي الفرق بين أسعار التنفيذ) rice spread : و يطلق عليها أيضاً باسم إستراتيجية المدى الرأسي « vertical spread » إذ تتضمن هذه الإستراتيجية شراء اختيار شراء على سهم ما بتاريخ و سعر تنفيذ معينين، و بيع اختيار شراء على نفس السهم و بنفس تاريخ التنفيذ و لكن بسعر مختلف .

✓ إستراتيجية مدى الزمن (اختلاف تواريخ التنفيذ) time spread: والتي يطلق عليها أيضاً اسم المدى الأفقي (Horizontal spread) و تتضمن شراء و بيع اختيار شراء على نفس السهم و بنفس السعر، و لكن بتاريخ تنفيذ مختلفة .

المحور الثاني : موقف الفقه من عقود الاختيار و البدائل الشرعية

#### 1.2 موقف الفقه من عقود الاختيار

اختلف الفقهاء المعاصرون في بيان حكم العمليات الاختيارية على رأيين، فمنهم من أجازها و

منهم من رأى عدم جوازها.

## الرأي الأول: المجيزون للتعامل في عقود الخيار

من الذين اجازوا العمليات الاختيارية نجد الدكتور أحمد يوسف سليمان، و هبة الزحلي و

محمد علي القري و استدل أصحاب هذا الرأي إلى جواز العمليات الاختيارية شرعا بما يلي<sup>26</sup>:

- إن الشرط الذي اتفق عليه العاقدان في البورصة شرط صحيح، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق لا يرد إلى دافعه، إذ قال تعالى " يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود" [ سورة المائدة: الآية رقم (1) ] وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم " المسلمون على شروطهم إلا شرطا أحل حراما، أو حرم حلالا" و لما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإن له أن يبيع حقه هذا، و لا ريب في أن مدة الخيار معلومة.

فالعمليات الاختيارية البسيطة و المركبة تكون مدة الخيار فيها معلومة (من وقت العقد إلى وقت التصفية) و ما دامت المدة معلومة فالعقد جائز، و دفع المال بشرط متفق عليه هو من الأمور الجائزة لأن المسلمون عند شروطهم، أما المعاملات الاختيارية بشرط الانتقاء فطالما تم العقد في الموعد المحدد على سعر معلوم و كمية معلومة، و كانت الأوراق المالية مما يباح التعامل بها فهو عقد شرعي، و أما العمليات الاختيارية مع شرط الزيادة ففيها بيع و وعد بالبيع أو الشراء عند عقد الصفقة الأولى، و الطرف الثاني يعلم أن هذا الوعد غير ملزم فتكون هذه العملية صحيحة، فإذا تمت الصفقة الأخرى فهي عقد بيع جديد لا علاقة له بالعقد الأول، و أما العمليات الآجلة الاختيارية المضاعفة فطالما أن الكمية المضاعفة معلومة فالعملية جائزة لأنه يجوز تعديل العقد بإضافة شرط إليه، و يعتبر التعويض مضافا إلى أصل الثمن<sup>27</sup>.

فأصحاب هذا الرأي يلحقون هذه العمليات في الجواز بخيار الشرط الذي أجمع على جوازه جمهور الفقهاء خلافا للظاهرية، و إن اختلفوا في تحديد مدته، حيث حددها الامام أبو حنيفة، و زفر، و الشافعية، و الامام زيد بن علي بثلاثة أيام لا أزيد، و لذلك قالوا : إن خيار الشرط هو أن يشترط أحد المتعاقدين الخيار ثلاثة أيام أو أقل، استنادا إلى ما روي عن النبي صلى الله عليه و سلم أنه قال لحبان بن منقذ عند ما ذكر - أو اشتكى - له أنه يُعْبَنُ أو يُجْدَعُ في البيوع : " إذا بايعت فقل لا خلافة، ثم أنت بالخيار في كل سلعة ابتعتها ثلاث ليال، فإن رضيت فأمسك، و إن سخطت فأرددها على صاحبها " و في رواية أخرى : " إذا بايعت فقل لا خلافة، و لي ثلاثة أيام " و بالتالي فإنه يجب التقيد

بالمدة التي حددها النبي صلى الله عليه وسلم فلا يجوز الزيادة عليها، و من ثمة فإنه يجوز اشتراط الخيار لمدة ثلاثة أيام فأقل، أما ما كثر من ذلك فلا يجوز لأن حبان كان أحوج إلى الزيادة في الخيار لمكانه من ضعف الادراك و حاجته إلى استدراك الخديعة فلما لم يزد رسول الله صلى الله عليه وسلم بالشرط على الثلاث دل على أنه صلى الله عليه وسلم حده بالثلاث -أي جعل غاية حده الثلاث- والحد يفيد المنع إما من المجاوزة أو من النقصان، فلما جاز النقصان من الثلاث علم أنه حد للمنع من مجاوزة الثلاث، و بالتالي فإن الحاجة إلى التروي لدفع الغبن لا تدعو إلى أكثر من الثلاث غالباً إذ أن هذه المدة كافية للترو و لدفع الغبن.

بينما اجاز الحنابلة و الإمامية، و الإباضية، و أبو يوسف و محمد من الحنفية، و ابن أبي ليلى، و الأوزاعي، و أبي ثور، و إسحاق، أن تكون مدة خيار الشرط أكثر من ثلاثة أيام و ذلك حسب ما يتفق عليه طرفا العقد من المدة المعلومة قلت المدة أو كثرت.

أما المالكية فقد أطلقوا تحديد مدة خيار الشرط تبعاً لنوع المبيع و ما تدعوا إليه الحاجة و الضرورة في اختباره و تعرف أحواله، حيث قالوا بأن مدة خيار الشرط غير محددة بوقت معين و إنما يجوز أن تزيد على ثلاثة أيام إذا احتيج إلى ذلك في اختبار المبيع و تعرف أحواله، فما أمكن تعرف حاله في يوم لم يجوز أن يشترط فيه ثلاثاً، و ما لم يمكن تعرف حاله إلا في شهر جاز أن يشترط فيه شهراً و هكذا. و لأنها مدة ملحقة بالعقد فجاز أن تزيد على ثلاثة أيام، و لأن الخيار ضربان، خيار مجلس و خيار شرط فلما جاز أن يمتد خيار المجلس فوق ثلاث، جاز أن يكون خيار الشرط فوق ثلاث.

و الراجح ما ذهب إليه الإمام أبو حنيفة، و الشافعية، و من وافقهم و هو أن مدة خيار الشرط لا يجوز أن تزيد على ثلاثة أيام و ذلك لقوة أدلتهم و لأن شرط الخيار في البيع يمنع الملك و اللزوم و إطلاق التصرف، و لأنه شرط لا يخلو في الغلب عن الغرر و الجهالة ولكنه أجزى بالنص على خلاف مقتضى القياس أو الأصل في العقود، و ذلك للحاجة إلى التروي و التدبر في أمر العقد - ليكون هذا الخيار وسيلة إلى تحقيق كمال الرضا بين المتعاقدين و التأكد من سلامتها و قيامها على أساس صحيح- و لذلك فإنه يجب أن تقتصر مدته على ما ورد به النص وهو الثلاثة أيام .

• إن اشتغال العمليات الاختيارية على شرط الخيار الذي يعطي للمضارب الحق في فسخ العقد في موعد التصفية أو قبله، و ذلك مقابل التعويض الذي يدفع مقدماً و لا يرد إليه -كما هو الحال في

العمليات البسيطة- أو في أن يكون بائعاً أو مشترياً، أو أن يفسخ العقد على النحو الذي يرى فيه مصلحته حسباً تقلبات الأسعار عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر من التعويض الذي يدفع في العمليات البسيطة - كما هو في العمليات المركبة- أو في أن يكون له أو للعائد الآخر مضاعفة أو زيادة الكمية التي باعها أو اشتراها بسعر يوم التعاقد عند حلول موعد التصفية مقابل تعويض -تختلف قيمته حسب كمية الزيادة- يدفعه الراغب في المضاعفة عند اتضاح الأسعار ولا يرد إليه - كما هو في العمليات المضاعفة- أساسه التراضي بين المتعاقدين ولا ينطوي هذا الشرط على محذور شرعي فليس فيه أكل مال بالباطل لأن المال الذي يدفعه نظير حق تقرر له يستخدمه بما يحقق مصلحته.

- إن التعامل بعقود الاختيار فيه من المصالح ما هو أكبر من المفسد.
- إن المال الذي أخذه البائع من المشتري هو حق فلا يرد إلى دافعه -المشتري-.

الرأي الثاني: المانعون للتعامل في عقود الاختيار

ذهب جمهور العلماء و الباحثين المعاصرين في حكم العمليات الاختيارية إلى القول بالتحريم، كما ذهب مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة بجدة عام 1992، إلى تحريم عقود الاختيار، حيث جاء في القرار رقم 63/ (7/1) بشأن الأسواق المالية، و بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع: "الأسواق المالية" وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر أن " المقصود بعقود الاختيارات الاعتياض عن 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"، و حكمها الشرعي كان كما يلي " إن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية - هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً، وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها<sup>28</sup>. و من أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على تحريم عقود الاختيار ما يلي<sup>29</sup>:

- تعارض عقود الاختيار مع قصد الشارع لتحقيق العدل: تنطوي المعاملات الاختيارية على الظلم لأحد المتعاقدين، و ذلك لأنها تعطي أحد المتعاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر، فبعد أن يكون قد عرف مستوى الأسعار القائمة في السوق و قارن بينها و بين

أسعار التعاقد، فإنه يختار هل ينفذ العقد أم يفسخه (العمليات الاختيارية البسيطة)، كما أن خيار الشرط لم يبيح من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتر (العمليات الاختيارية المركبة أو المزدوجة)، أو أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المباعة (في العمليات الاختيارية المضاعفة). فكل هذه العمليات تنطوي على ظلم و جور، و الأصل في جميع المعاملات أو العقود هو العدل.

• اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة: إن العمليات الاختيارية يشوبها الفساد فالشروط الفاسدة تضم ما يلي:

— إن العقود الاختيارية جميعها تتضمن منفعة لأحد العاقدين لا يقتضيها العقد، فالمال المبذول الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه لحق الخيار، و بذل الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة له إذا ما استبان له أن الأسعار في السوق تتجه في غير صالحه، هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده و ذلك للأسباب التالية:

✓ أن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد له ذكر.

✓ أنه يحول بين ترتيب الآثار التي رتبها الشارع و هي تملك المبيع للمشتري و الثمن للبائع.

✓ أن الثمن المبذول مقابل حق الخيار إنما جرى بذله من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، و هذا مما ينافي مقصود العقد و الذي هو مقصود الشارع، و كل شرط ينفي مقتضى العقد و مقصوده فهو باطل.

— إن حصول أحد المتعاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة فيها شبهة الربا واضحة، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة ما بهال. و من يحصل على ثمن بيع حق الاختيار إنما يفعل ذلك مقامرة و مراهنة على استقرار الأسعار في السوق و اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر فهو يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها. و بالتالي فإن عقود الاختيار تتعارض فيها مصلحة المتعاقدين تعارضا بينا فما كان مظنة منفعة لأحد الأطراف يمثل مضررة للطرف الآخر، و إلحاق الضرر بالغرر محرم لقوله صلى الله عليه و سلم " لا ضرر و لا ضرار".



- كونها من قبيل بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه: العقود الاختيارية لم يتم فيها العقد من الناحية الشرعية لأنه لم يتم التسليم و التسلم لأي من البدلين، لا الثمن و لا الثمن، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معا و هذا لا يجوز لأنه يعتبر من قبيل بيع الدين بالدين وهو غير جائز شرعا باتفاق جمهور الفقهاء و سبب ذلك لا يعود إلى خيار الشرط لأنه جائز شرعا و إنما إلى عدم تحقق أركان العقد فيكون محرما. فالمعاملات الاختيارية بشرط الانتقاء مثلا لا تعتبر بيعا، حيث لم يحدد فيها الثمن، فضلا عن اشتراط تأجيل البدلين بموجب الخيار، و هو ممنوع شرعا، لأنه يدخل في بيع الدين بالدين، كما أن المعاملات الاختيارية المركبة فيها أيضا تأجيل البدلين فتكون محرمة، لأنها من باب بيع الدين بالدين المنهي عنه<sup>30</sup>.
- انطواء البيوع الأجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده: فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم، و كل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار.
- صورية أغلب العقود الاختيارية: حيث لا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها تملك ولا تمليك، فلا المشتري يملك المبيع ولا البائع يملك الثمن، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعا لإفادة التمليك وهي غير مؤدية لذلك فهي باطلة. فالعقود الاختيارية لم تصمم إلا للتسوية النقدية، و تكون المقامرة في اوضح صورها في الخيارات المضاعفة والمزدوجة التي تمكن من زيادة تحقيق اكبر قدر من الأرباح لمشتري الخيار و الحاق أكبر قدر من الخسارة ببائع الخيار). كما تشتمل الخيارات المالية على أنواع جديدة من القمار المتمثلة في اشتقاق الخيار و تداوله ليكون هو محل العقد دون الأصول المالية، الأمر الذي يؤكد عدم اتجاه الإرادة المتعاقدين إلى إحداث آثار العقد وأحكامه وما لم يتصل العقد بآثاره وأحكامه عاجلا أو آجلا فهو غير مشروع، و تتعمق المشكلة أكثر في حالة أنواع الخيارات المضاعفة أو المزدوجة أو خيارات المؤشرات فهي مكشوفة الغرض للمقامرة<sup>31</sup>.
- وجود الغرر في عقود الاختيار: 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. فالمتعاقدين على هذه العقود يدفعهم إلى ذلك مجرد توقعات غير مؤكدة، ولو أنهم متأكدون من النتيجة لما قامت للخيارات قائمة، فمشتري

الخيار دافعه مجرد توقعه أن تتغير الأسعار في صالحه ليبارس حقه في التنفيذ، ولو حدث عكس ما توقع لم يقدم على ذلك، وكذلك البائع فإنه يتوقع تغير الأسعار في غير صالحه، ولو أنه توقع تغيرها لصالحه لم يقدم على بيع الخيار، وملخص القول أن كلا من المتعاقدين يجهل ما ستؤول إليه الأمور، وبينون تعاملهم على التوقعات.

• إن العمليات الاختيارية البسيطة إن كان الخيار فيها للمشتري فهي أشبه ما تكون ببيع العربون و جمهور الفقهاء يرون عدم صحته أو جوازه شرعا و ذلك لما روي عن النبي صلى الله عليه و سلم " نهى عن بيع العربان" و لما فيه من الغرر و الضرر و المخاطرة و أكل أموال الناس بالباطل، لأن المشتري شرط للبائع شيئا بغير عوض فلم يصح كما لو شرطه لأجنبي، أما إن الخيار في هذه العلميات للبائع بأنه إن لم يرغب في البيع دفع مبلغا من المال للمشتري فهو أشبه ما يكون باشتراط عقد هبة في عقد البيع لأن المشتري لا حق له في مبلغ المال إلا إذا كان على وجه الهبة، و اشتراط عقد في عقد آخر لا يصح و يكون البيع باطلا لنهي النبي صلى الله عليه و سلم عن بيعتين في بيعة (كما في العمليات المضاعفة أو المزدوجة أيضا فهي تحتوي على بيعتين في بيعة واحدة).

• إن اشتقاق الخيار من الأصول المالية ليصبح هو بذاته أداة مالية مستقلة قابلة للتسعير و التداول لا يجوز من الناحية الشرعية لأن المعقود عليه لا بد أن يكون مالا متقوما و (حق البيع أو حق الشراء) ليس مالا متقوما فهو في الحقيقة شراء التزام في الذمة و الالتزام حق، و الحق لا يقبل المعاوضة، إلا إذا تعلق بهال و هو هنا حق مجرد مستقل بذاته، غير متعلق بهال و هو مختلف تماما عن بيع العربون و عن خيار الشرط المعروفين في الفقه الاسلامي و بهذا تكون العلاوة فيه من باب أكل المال بالباطل<sup>32</sup>.

و بعد سرد كلا الرأيين و حججهم فإن القول بحرمة جميع العمليات الشرطية بجميع صورها هو الأولى بالقبول لاشتغالها على محظورات تخالف ما عليه العقود الشرعية لأن هذا النوع من التعامل يقوم على المخاطرة و الحظ و اقتناص الفرص، و لا يمثل بيعا حقيقيا مما قد يضر بالأسواق و يعرضها للأزمات، فالعقود الاختيارية التي تجري في سوق الأوراق المالية الحالية هي في الغالب لا تمثل بيعا حقيقيا و لا شراء حقيقيا، حيث لا يجري فيها التقابض في البدلين و فيها يقوم البائع ببيع ما لا يملك كما أن البيع و الشراء يتكرر أكثر من مرة على الشيء ذاته قبل قبضه و كل ذلك يؤثر على الأسواق و يؤدي إلى تقلبات في الأسعار غير حقيقية، لأن المفروض في الأسعار أن تخضع لعملية العرض و الطلب من المحتاجين

لإجراء عمليات البيع و الشراء، و هذا ما لا يحدث غالبا في السوق الحالية حيث أن الأسعار فيها تتأثر بأمور مفتعلة يقوم بها مجموعة من المحتكرين أو المحترفين التلاعب بالأسواق<sup>33</sup>.

و لذلك يجب تطوير العقود الاختيارية لتتفق مع الشريعة الاسلامية و ذلك من خلال إزالة المخالفات الشرعية التي تتضمنها هذه العقود.

## 2.2 التكييف الفقهي لعقود الاختيار

إن عقود الاختيار التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية، لذلك لا بد من إيجاد البديل الشرعي لهذه العقود تطويرها في ظل الضوابط الشرعية، فعقود الاختيار يمكن تطويرها اسلاميا في ظل الأحكام الشرعية إما قياسا على بيع العربون ، أو على خيار الشرط أو اعتمادا على أنها شكل من التأمين التجاري، أو أنها التزام أو ضمان أو كفالة يجوز كونها محلا لعقود المعاوضات أو قياسا على الحقوق المعنوية أو جعل الاختيار بدون مقابل.

### 1.2.2 عقد الاختيار و بيع العربون

يبدو أن ثمة علاقة بين العربون و بين الاختيارات قياسا على بيع العربون، و لتحديد وجه العلاقة فلا بد من التعرف على ماهية العربون

1.1.2.2 تعريف بيع العربون (اصطلاحا): هو مبلغ من المال يدفعه المشتري للبائع ليتمتع بحق العدول عن العقد، فإن اختار اللزوم كان العربون من الثمن (العربون يحسب من الثمن) و إلا فهو للبائع<sup>34</sup>.

من التعريف السابق لبيع العربون يتبين أنه بيع يثبت فيه (الخيار للمشتري) فإذا أمضى البيع كان العربون جزءا من الثمن، و إذا رد البيع فقد العربون، فهو خيار شرط يقابله مال في حال الرد، و هذا الخيار للمشتري وحده. إذن فحقيقة العربون أنه خيار شرط يقابله مال، و هو ثمن الخيار أو ثمن حق النكول يستحقه البائع مقابل ضرر التعطل والانتظار و تفويت الفرصة في صفقة أخرى، و العربون في الفقه الاسلامي: خيار للمشتري فقط أما العربون في القانون الوضعي فهو خيار للمشتري و البائع سواء<sup>35</sup>.

و يتجلى الغرض من بيع العربون في تثبيت السعر، و التحوط ضد تقلبات الأسعار المستقبلية

لمصلحة يتوخاها دافع العربون (المشتري) و قابض العربون (البائع).

### 2.1.2.2 خصائص العربون في الفقه الاسلامي

للعربون في الفقه الاسلامي عدة خصائص وهي<sup>36</sup>:

- أنه يكون مدفوعا كجزء من الثمن (سواء في البيع أو الاجارة)، فالعربون هو دفع بعض الثمن، وهذه هي الدلالة الأصلية للعربون في الفقه الاسلامي، إلا أن العربون قد يكون له دلالة أخرى وهي دلالة العدول لكن هذه الدلالة لا تثبت إلا بالشرط.
- العربون لا يرد إلا على العقد الصحيح اللازم، والذي يقبل بطبيعته الفسخ ولا يشترط لصحته القبض.
- يتميز عربون العدول في الفقه الاسلامي بأنه يعطي الخيار للمتعاقد الذي دفعه فقط، أما الطرف الآخر فالعقد يكون لازما بالنسبة له، أي أنه يعطي إمكانية أحادية للفسخ.
- أن العربون يكون مضافا للعقد أي ملحقا بالعقد ولكنه ليس من طبيعته.
- العربون مبلغ يدفع عند ابرام العقد وهو بذلك يختلف عن الأداءات الأخرى التي يدفعها أحد المتعاقدين بعد ابرام العقد.

### 3.1.2.2 حكم بيع العربون

ذهب جمهور العلماء إلى عدم جواز بيع العربون بينما ذهب الحنابلة إلى جوازه.

أولا : المانعون

وهم جمهور الفقهاء من الشافعية والحنفية والمعتمد عند المالكية، ولعل النهي الوارد على هذا البيع اشتتاله على شرطين فاسدين، أحدهما شرط كون ما دفعه إليه يكون مجانا إن اختار ترك السلعة، والثاني: شرط الرد على البائع إذا لم يقع منه الرضا بالبيع، بالإضافة إلى اشتتاله على الضرر ودخوله في أكل أموال الناس بالباطل، ولأنه كذلك بمنزلة الخيار المجهول، فإنه اشترط أن يكون له رد المبيع من غير ذكر مدة<sup>37</sup>. وقد استدلوا بالأدلة التالية<sup>38</sup>:

1. قاله تعالى: " يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل " [سورة النساء، الآية 92].
2. من السنة ما رواه عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده أن النبي صلى الله عليه وسلم " نهى عن بيع العُربان".
3. نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر.

4. إن بيع العربون فيه شرط للبائع شيئاً بغير عوض، فلم يصح كما لو شرطه لأجنبي؛ ولأنه بمنزلة الخيار المجهول فإنه اشترط أن له رد المبيع من غير ذكر مدة فلم يصح كما لو قال: ولي الخيار، متى شئت رددت السلعة ومعها درهم أو في هذا اشتهاها على شرط الرد والهبة إن لم يرض بالسلعة.

مناقشة أدلة المحرمين:

اعتمد المانعون كلية على حديث واحد ورد في الباب وهو: عن مالك عن الثقة عنده عن عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده أن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - نهى عن بيع العربان، وهذا الحديث ضعفه جماعة من رجال الحديث منهم الإمام أحمد. لذلك لا يصح الاحتجاج بهذا الحديث. كما أن استدلالهم بالآية هو استدلال عام، و إن موضوع الغرر في بيع العربون ليس مؤكداً<sup>39</sup>.

ثانياً: المجيزون

وهو رأي الإمام أحمد وجمهور أصحابه و به أفتى في المذهب أن بيع العربون صحيح. و تتمثل

أدلتهم فيما يلي<sup>40</sup>:

1. عن نافع بن عبد الحارث -عامل عمر -على مكة، انه اشترى من صفوان بن أمية داراً لعمر بن الخطاب بأربعة آلاف درهم، واشترط عليه نافع إن رضي عمر، فالبيع له، وإن لم يرض فلصفوان أربع مائة درهم.

2. ما روى عن ابن سيرين أنه قال عن بيع العربون لا بأس به، و قال سعيد بن المسيب و ابن سيرين لا بأس به إذا كره السلعة أن يردّها و يرد معها شيئاً، و قال احمد هذا في معناه -أي في معنى بيع العربون-.

3. ما أخرجه البخاري من باب ما يجوز من الاشتراط " قال الرجل لكريه أدخل ركبائك (جهاز الدابة) فإن لم أرحل معك يوم كذا و كذا فلك مائة درهم، فلم يخرج فقال شريح: من شرط على نفسه طائعا غير مكروه فهو عليه".

و قد تم مناقشة أدلة المجيزين و تبين أن:

- واقعة شراء دار صفوان بن أمية لعمر رضي الله عنه تشبه بيع العربون، و الاستدلال بهذه الحادثة استدلال سليم.

- ما أجازاه ابن القيم و ابن سيرين و سعيد بن المسيب يشابهه مع بيع العربون .
- بعد عرض أدلة المجيزين و الحرمين لبيع العربون يميل الغالبية إلى اعتبار أن أدلة المجيزين هي الأقوى خاصة باعتبار أنه ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر و الحرج و المشقة، ففي تحريم العربون تضييق على الناس ومصالحهم، والغاية المرجوة من بيع العربون هي:
- إعطاء المشتري أو المستأجر حق النكول(العدول) إذا بدا له أن الشراء في غير صالحه.
- جبر ضرر البائع أو المؤجر، نتيجة نكول المشتري أو المستأجر، فالعربون هو الجزاء أو الثمن الذي يتكبده أحد المتعاقدين، نتيجة نكوله، فقد يرغب أحد المستهلكين في شراء سلعة، ولا يملك ثمنها كاملا، فيدفع جزءا من الثمن للبائع ويقول له :لا تبع هذه السلعة لغيري، فإن عدت إلى يوم كذا فما دفعته يكون جزءا من الثمن وإلا فلك. فقد يجد أحد المشتريين سلعة لدى أحد الباعة و يتردد في شرائها؛ خشية عدم ملاءمتها جودة أو ثمنها أو غير ذلك، فان لم يشتريها فربما عاد فلم يجدها وإن اشتراها على البيع البات فربما لم تعجبه بعد ذلك، أو لم تعجب من اشتراها له كزوجة أو ولده أو موكله. فمن أجل ذلك شرع الخيار لكن قد لا يوافق البائع على الخيار بالمجان للمشتري، ولا سيما أن ضررا قد يصيبه من جراء عدول المشتري عن الشراء، مثل تفويت فرصة بيعها لآخر .

#### 4.1.2.2 بيع العربون الاسلامي و حقوق الاختيار

يلتقي العربون مع حقوق الاختيار في صورة من صورته، و هي حالة خيار الشراء في العمليات الشرطية البسيطة التي تعطي صاحبها الحق في فسخ العقد و العدول عن تنفيذ الصفقة مع خسارته للعلاوة، و هذه الصورة تحديدا لا تختلف عن حقيقة بيع العربون، أنه خيار شرط يقابله مال، و هو ثمن الخيار أو ثمن حق النكول، بمعنى: أن العربون يمثل حقا لدفع العربون لدى الطرف الآخر (قابض العربون) مقابل أن يلتزم الأخير بعدم بيع محل العربون و هو ما أجزى- عند من قال به- إلا ملاحظة لقيمة الفرصة البديلة التي يخسرها البائع مقابل شغل ذمته بالالتزام تجاه من دفع له العربون.

و يختلف بيع العربون عن اختيار الشراء في العمليات الشرطية البسيطة تحديدا في أن البائع في بيع العربون يمتلك الأصل الحقيقي محل العربون، أما البائع في خيار الشرط في العمليات الشرطية البسيطة، لا يمتلك الأصل المالي محل الخيار غالبا و يحتسب العربون من ثمن الصفقة عند تنفيذها، و

ليس كذلك في الخيار<sup>42</sup>. و يوضح الجدول التالي أوجه الاتفاق والخلاف بين بيع العربون الاسلامي و خيار الشراء .

الجدول رقم 2 : أوجه الاتفاق و الاختلاف بين بيع العربون الاسلامي و بين خيار الشراء

خيار الشراء	بيع العربون الاسلامي	
خيار شرط يثبت حقا بفسخ الصفقة	خيار شرط يثبت حقا بفسخ الصفقة	أوجه التشابه
خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني	خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني	
شراء خيار شرط (حق الفسخ) مقابل ثمن (العلاوة)	شراء خيار شرط (حق الفسخ) بثمن (دفعة العربون)	
فيه خسارة العلاوة (ثمن الحق) عند العدول عن التنفيذ	فيه خسارة الدفعة (ثمن الحق) عند العدول عن تنفيذ الصفقة	
وارد على أصل مالي غير مملوك لصاحبه وقت العقد غالبا	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد	أوجه الاختلاف
لا يحسب ثمن الخيار ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة	يحسب ثمن العربون ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة	

المصدر: محمد وجيه حنيني " تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية: دراسة تطبيقية" دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 105 .

وقياسا على حكم بيع العربون، يمكن القول بجواز عقود اختيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى، أما عقود اختيار البيع، فيمكن الحكم عليها من خلال معرفة حكمك الالتزام أو الضمان أو الكفالة، أو حكم التأمين التجاري.

2.2.2 عقد الاختيار هو التزام أو ضمان أو كفالة

وهذا يعني هل الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون ماد لعقود المعاوضات؟ و للفقهاء في ذلك

عدة آراء أشهرها قولان<sup>43</sup>:

القول الأول: إن محض الالتزام فيه منفعة مقصودة ومصالحة مشروعة مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة والعارية والوكالة، ولذلك يصح أن يكون محلاً للعقد في الضمان والوديعة، كما جاز مبادلته بالمال في كثير من الفروع والمسائل والتطبيقات عند الفقهاء، ومن هذه التطبيقات:

- جواز أخذ الأجر على محض الالتزام بالحفظ في الوديعة، ولو لم يكن إلى جانبه عمل.
- جواز أخذ العوض المالي على بعض الالتزامات الجائزة شرعاً، مثل أن تدفع المرأة لزوجها مقابل التزامه بعدم الزواج عليها، أو يدفع الرجل لزوجته مبلغاً مقابل التزامها بعدم الزواج بعد وفاته.
- جواز دفع مبلغ من المال من الدائن للمدين إذا أحضر المدين ضامناً أو كفيلاً يكلفه في سداد دينه، فالالتزام في عقد الكفالة مما يصح بذل المال في مقابلته.

ومن الأدلة أيضاً: جواز اشتراط الأجر على الرقية بالقرآن، وجواز أخذ الأجر على الطاعات كتعليم القرآن والأذان والإمامة وغيرها فهذه قرب وطاعات، فإذا كان الضمان أو الكفالة قرينة وطاعة، فلا يمنع أخذ الأجرة عليها.

القول الثاني: يرى بعض الفقهاء أن الحقوق أو الالتزامات أو الضمان أو الكفالة وكل ما ليس له صفة مادية محسوسة لا يجوز بيعه أو شراؤه لأنه ليس بهال فهو شبيه بحق الشفعة وحق الحضانة والولاية، فتلك حقوق معنوية لم يجز الشرع بيعها أو التنازل عنها بعوض.

وأدلتهم على هذا المنع: أن أخذ مقابل بعض هذه الحقوق مثل الكفالة، معناه أخذ الرشوة والدخول في القمار والغرر، لأن المكفول قد يدفع وقد لا يدفع، فإذا دفع لكافله أصل المبلغ مع الجعل يكون رابح، وإلا سوف يكون خاسراً.

والأرجح فيما تقدم من الآراء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تتعد بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية. وقياساً على هذا الحكم يمكن القول بجواز اختيار البيع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فهالك 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 الأول.

3.2.2 عقد الاختيار و خيار الشرط



1.3.2.2 تعريفه (اصطلاحاً): هو أن يشترط العاقدان أو أحدهما أن له الخيار في فسخ البيع أو إمضائه مدة معلومة، و مثل ذلك أن يقول المشتري ابتعت هذه السلعة على أن يكون لي الخيار مدة أسبوع، فيكون له الخيار خلال هذه المدة في إمضاء البيع أو فسخه و لو لم يظهر في السلعة عيب. و يشترط لصحة خيار الشرط شرطان هما: تراضي الطرفين سواء حصل اتفاق في نفس العقد أو قبله، و تحديد المدة ولو طال<sup>44</sup>. و قد وضع خيار الشرط للتروي و التدبر و التراضي المحض و التحوط تجنباً للمنازعة.

يتبين من تعريف خيار الشرط أنه حق يثبت لأحد المتعاقدين أو لكليهما في صورة شرط يجوز صاحبه ان يمضي بالعقد أو أن يعدل عنه دون مقابل و إنما محض التزام بارادة تعاقدية حرة إذن هو حق لأحدهما مقابل التزام من الآخر دون عوض.

2.3.2.2 حكمه: اتفق العلماء على جوازه إلا ابن حزم حيث اعتبره من الشروط الفاسدة. و عليه فإن خيار الشرط مشروع -مع كونه مخالفاً لمقتضى العقد- و دليل مشروعيته ما يلي<sup>45</sup>:

1. ما رواه ابن عمر رضي الله عنهما، قال: ذكر رجل، هو حبان بن منقذ، لرسول الله صلى الله عليه وسلم، أنه يمدح في البيع فقال: (إذا بايعت فقل لا خلافة) متفق عليه، و زاد ابن إسحاق: (ثم أنت بالخيار في كل سلعة ابتعتها ثلاث ليال، فإن رضيت فأمسك، وإن سخطت فاردد). و الحديث صريح، في تشريع الخيار، لمعنى معقول وهو الاستيثاق والتأكيد من أن هذا العقد لا غبن فيه، ليكون الرضا به تاماً، وليس في الحديث ما يفيد أنه خصوصية لحبان.

2. يقول ابن رشد "و أما جواز الخيار فعليه الجمهور، إلا النووي و ابن أبي شبرمة و طائفة من أهل الظاهر، و عمدة الجمهور حديث حبان بن منقذ وفيه ولك الخيار ثلاثاً، و ما روي في حديث ابن عمر: البيعان بالخيار ما لم يفترا إلا بيع الخيار، و عمدة من منعه أنه غرر، و أن الأصل هو اللزوم في البيع إلا أن يقوم دليل على جواز البيع على الخيار من كتاب الله أو سنة ثابتة أو إجماع - قالوا: و حديث حبان إما أنه ليس بصحيح، و إما أنه خاص لما شكنا إليه صلى الله عليه وسلم، أنه يمدح في البيوع، قالوا و أما حديث ابن عمر و قوله فيه - إلا بيع الخيار، فقد فسر المعنى المراد بهذا اللفظ، وهو ما ورد فيه من لفظ آخر وهو أن يقول أحدهما لصاحبه اختر".

3.3.2.2 مدة خيار الشرط

لا خلاف بين الفقهاء على جواز اشتراط ثلاثة أيام فأقل، فلو قال أحد المتبايعين، بعد البيع ولو بأيام، جعلتك بالخيار ثلاثة أيام، صح بالإجماع. لا أما إذا اشترط أكثر من ثلاثة أيام فقد اختلف

- ذهب أبو حنيفة وزفر والشافعي ، إلى عدم إجازة هذا الشرط ، ويرون أنه عقد فان ، والسبب في ذلك أن خيار الشرط جاء على خلاف القياس والأصل فيه الفساد لأنه يناقض مقتضى العقد فيقتصر فيه على ماورد به النص وهو ثلاثة أيام.
- يرى الصحابان وأحمد جواز شرط الخيار بأي مدة يتفق عليها المتعاقدان - طال أم قصرت - مادامت محددة معلومة ، لأن الخيار شرع للحاجة، وقد يقتضي الاختيار والموازنة والاستشارة وقتاً أكثر من ثلاثة أيام ، وقصر العقادين واتفاقها على مدة أطول من ذلك، دليل على أن موضوع العقد يقتضيه حتى يتم الخيار عن رضا أكيد يرتفع معه الغبن - وقالوا : إن المدة التي جاءت في الحديث كانت خاصة بالشخص المخاطب نفسه ، لأن الرسول - صلى الله عليه وسلم - لاحظ كفايتها له ولعقوده.
- أما الإمام مالك - فينظر إلى محل العقد لا إلى اتفاق المتعاقدين - لأن المدة تختلف باختلاف السلع ، فلا يقيد بالثلاثة - كما في قول أبي حنيفة وزفر والشافعي، ولا تفوض إلى تقدير العقادين - كما في قول الصحابين والإمام أحمد : وإذا كان المعيار عند المالكية هو أن تكون المدة مناسبة فينبني على ذلك أنه لو حدد العاقدان مدة أكثر أو أقل من المدة المتعارف عليها ، ردت إلى المدة المتعارف عليها ، ومثل ذلك ما إذا كانت المدة مجهولة، كأن يقول: أنت بالخيار متى تشاء - فإن العقد يصح وتحدد المدة بما يتناسب مع العقود عليه.
- أما عند الإمام أحمد - فإن شرط الخيار مع جهالة المدة شرط فاسد ، فيفسد الشرط ، وحده ، ويصح العقد ، ويكون لازماً ، ويلغو الشرط وحده.
- وعند الحنفية فالشرط الفاسد في عقود المعاوضات المالية ، يتعدى فساده إلى العقد ، ويحكم بفساد العقد أيضاً.

#### 4.3.2.2 خيار الشرط الاسلامي و حقوق الاختيار

- إن خيار الشرط الموجود في الفقه الاسلامي - بالرغم من الخلاف بينه وبين حقوق الاختيار - إلا أنه يلتقي معها في صورة من صورها وهي حالة خيار الشراء و خيار البيع في العمليات الشرطية البسيطة التي تعطي صاحبه الحق في فسخ العقد و العدول عن تنفيذ الصفقة إلا أن خيار الشرط في الفقه

الإسلامي دون مقابل و خيار الشراء في الاختيارات بمقابل و خيار الشرط في الفقه الإسلامي وارد على أصل حقيقي مملوك و خيار الشراء وارد على أصول مالية غير مملوكة (غالبا) لكن ثبت أن بيع العربون ما هو في حقيقته إلا خيار شرط بمقابل. و يوضح الجدول أسفله أوجه الاتفاق و الاختلاف بين اختيار الشراء و بين خيار الشرط الإسلامي<sup>47</sup>.

الجدول رقم 3: أوجه الاتفاق و الاختلاف بين اختيار الشراء و بين خيار الشرط الإسلامي

اختيار الشراء	خيار الشرط الإسلامي	
يثبت حقا بالفسخ	يثبت حقا بالفسخ	أوجه التشابه
حق الفسخ مقابل التزام الطرف الآخر بتنفيذ الصفقة	حق الفسخ مقابل التزام الطرف الآخر بتنفيذ الصفقة	
شراء حق الفسخ بمقابل (العلاوة)	ثبوت حق الفسخ دون مقابل	أوجه الاختلاف
وارد على أصل مالي غير مملوك لصاحبه وقت العقد غالبا	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد	

المصدر: محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 107.

إذن هناك فروقا جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي و عقود الاختيار المتداولة في الأسواق المالية، فمن 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 أعيان.

الخاتمة

تعتبر المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية الحالية مرفوضة شرعا للأسباب التالية :

– شبهة الربا : في العقود الاختيارية يحصل أحد العاقدين على مال بغير عوض وهذا ما يمثل

مصلحة زائدة فيها ربا واضح، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال؛

- التعامل بالعقود الاختيارية ما هو إلا صورة توسعية للقمار و لا فرق بينه و بين المضاربة على فروق الأسعار، فالمشترين والبائعين لهذه العقود إما أن يتخذوا وضعية التغطية ضد مخاطر تقلب أسعار الأصول أو يتخذون وضعية مضاربين على الأسعار، فالمغطون يأخذون موقفا مستقبليا لتغطية مخاطر تغير أسعار السلعة ويفعلون ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر، أما الطرف الآخر فإنه يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقا لمركزه، فمكاسب أحد الأطراف هي دائما على حساب الطرف الآخر؛
  - يقوم التعامل بالعقود الاختيارية في الغالب على المخاطرة و الحظ و التوقعات؛
  - أغلب العقود الاختيارية صورية لا يترتب عليها تملك و لا تمليك، بل إن الأمر لا يستوجب في هذه العقود أن يكون البائع مالكا لما يبيع و لا المشتري مالكا للمال الذي يشتري به؛
  - تتعارض هذه العقود مع قاعدة الشارع في العدل والتي أمر الله تعالى بها " إن الله يأمر بالعدل" لأن منفعة أحد الطرفين تعتبر خسارة للطرف الثاني؛
  - إن أخذ المال مقابل اعطاء حق الاختيار هو من أكل أموال الناس بالباطل؛
  - إن التعامل بالعقود الاختيارية فيه غرر كبير يتمثل في الجهالة و الترقب و انتظار تقلبات السوق؛
  - إن التعامل بالعقود الاختيارية يرافقه شروط فاسدة تفسد العقد.
- و عليه فإن العقود الاختيارية التي يجري التعامل بها الأسواق يشوبها الكثير من المفسدات و التي تجعلها غير مقبولة شرعا، لذلك توجب على الباحثين في مجال الاقتصاد الاسلامي تطوير تلك العقود و تكييفها و إيجاد بدائل لها حتى تصبح ذات مصداقية شرعية.
- و من البدائل الشرعية للعمليات الاختيارية نجد :
- خيار الشرط ، و ذلك بأن يدخل الشخص في العقد اللازم و يشترط لنفسه حق الفسخ بارادته المنفردة خلال مدة معلومة و هذا يحقق مطلب التروي في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها.

- بيع مع العربون و هو لا يخلو عن خيار للمشتري يعطيه حق الفسخ ولكنه يخسر المبلغ المعجل -غالبا- لتعويض البائع عن حبس سلعته من السعي لبيعها لآخرين غير المشتري.

## المصادر والمراجع

<sup>1</sup> حسني عبد السميع ابراهيم " أحكام البورصة و التوريق و التورق من منظور الفقه الاسلامي و الاقتصاد المعاصر: دراسة فقه معاصرة" دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، الطبعة الأولى 2012، ص 407.

<sup>2</sup> Monder bellalah /Yves simon « Options, contrat à terme » Economic, paris 2000, pp 20-24.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " مرجع سابق، ص ص 629-630.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص ص 630-649.

- حسني عبد السميع ابراهيم ، مرجع سابق ، ص 413.

<sup>5</sup> Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financières: gestion de portefeuille et des risques »Dunod, Paris, 4 éme édition 2002, p 274.

<sup>6</sup> Hull John « Option, Futures et autre actif dérivés » Preason Education, 7. france2007

<sup>7</sup> منير إبراهيم هندي " الفكر الحديث في مجال الإستثمار " منشأة المعارف الاسكندرية 1999، ص 573

<sup>8</sup> Jean-Noel Dordain et Niladri Singh « Finance quantitative » Economica, paris 1999, p116.

<sup>9</sup> <http://www.yourdictionary.com/bermuda-option>

<sup>10</sup> طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية: مفاهيم -إدارة المخاطر المحاسبية- " الدار الجامعية،

الاسكندرية 2001، ص 45.

<sup>11</sup> بارودي نعيمة " الأسواق المشتقة و دورها في تغطية المخاطر المالية" مذكرة ماجستير، تحت اشراف

الدكتور بن بوزيان محمد، جامعة تلمسان، 2004-2005، ص 85 .

<sup>12</sup> Josette peyrand « la bourse » Vuibert, 9é édition, 2000 ,p 167.

- طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق، ص 44 .

<sup>13</sup> سمير عبد الحميد رضوان " المشتقات المالية" دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر 2004، 168 .

<sup>14</sup> حسني عبد السميع ابراهيم ، مرجع سابق ، ص 411 .

<sup>15</sup> المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>16</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة" كنوز اشبيليا للنشر

و التوزيع، الرياض، الجزء الثاني، الطبعة الأولى 2005، ص ص 850-901 .

- محمد سعيد محمد الرملاوي " الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للأسسالية و دعوة للشريعة الاسلامية"

دار الفكر الجامعي، الاسكندرية الطبعة الأولى 2011، ص ص 106-107 .

- محمد شكري الجميل العدوي " المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة

الاسلامية " دار الفكر الجامعي، الاسكندرية الطبعة الأولى 2012، ص ص 137-144 .

<sup>17</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 894 .

<sup>18</sup> www.abcbourse.com.

<sup>19</sup> Mondher bellalah / Yves Simon . Op.Cit, p 47.

<sup>20</sup> idem .Op.Cit, p43

<sup>21</sup> منير إبراهيم هندي ن مرجع سابق، ص 696 .

<sup>22</sup> Monder bellalah / Yves simon .op.cit, p 64.

- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 696-697 .

<sup>23</sup> Monder bellalah / Yves simon .op.cit, pp 65-66.

<sup>24</sup> منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ص ص 701-702 .

<sup>25</sup> المرجع السابق، ص ص 687-688 .

<sup>26</sup> محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق، ص ص 157-169 .

<sup>27</sup> محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص ص 110-111 .

<sup>28</sup> <http://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat/7-1.htm>

- <sup>29</sup> كمال توفيق خطاب " نحو سوق مالية إسلامية " ص ص 11-12 .
- محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق، ص ص 147-157 .
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق ص ص 854-903 .
- <sup>30</sup> محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص 108 .
- <sup>31</sup> محمد وجيه حنيني " تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية " دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 100 .
- <sup>32</sup> المرجع السابق، ص ص 100-101 .
- <sup>33</sup> محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص 131 .
- <sup>34</sup> عبد العظيم أبو زيد " بيع المرابحة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية " بدون دار نشر، الطبعة الأولى 2004 ، ص 229 .
- <sup>35</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 102 .
- <sup>36</sup> ياسر محمد علي النيداني " العربون : دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والقانون المدني " المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، الطبعة الأولى 2007 ، ص ص 104-105
- <sup>37</sup> فواز محمود محمد بشارات " أثر الأجل في عقد البيع في الفقه الإسلامي " أطروحة ماجستير، تحت إشراف جمال زيد الكيلاني ، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين 2005 ، ص 53
- <sup>38</sup> ياسر محمد علي النيداني، مرجع سابق، ص ص 123-130 .
- <sup>39</sup> فواز محمود محمد بشارات، مرجع سابق، ص 66 .
- <sup>40</sup> كمال توفيق خطاب، مرجع سابق ، ص ص 14-15 .
- <sup>41</sup> فواز محمود محمد بشارات، مرجع سابق، ص 58 .
- <sup>42</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص ص 104-105 .
- <sup>43</sup> كمال توفيق خطاب، مرجع سابق ، ص ص 16-17 .

---

<sup>44</sup> يوسف الشبيلي " مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة " دورة ألقيت في حفر الباطن لعام 1426 هـ، ص 9.

<sup>45</sup> يوسف عبدالفتاح المرصفي " الخيارات في العقود في الفقه الإسلامي " منشورات مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، ص ص 2-3.

<sup>46</sup> المرجع السابق، ص 3.

<sup>47</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 107.