



عقود الخيارات من منظور إسلامي

İslam Hukuku Açısından Opsiyon Sözleşmeleri

Options contracts from an Islamic perspective

Eşref Devabe^{*}

المُلخَص:

تعد عقود الخيارات من أهم أدوات المشتقات المالية، حيث فتحت المجال أمام المستثمرين للتحوط ضد المخاطر في ظل بيئة تتسم بالمخاطر وعدم اليقين، فضلا عن تمكنهم من المضاربة اعتمادا على الرفع المالي. وفي المقابل فإن هناك من يرى أن عقود الخيارات تحولت من عقود كانت أصلا في نفسها خطرا، إلى عقود للتحوط ضد المخاطر، ولكنها في حقيقتها ما زالت الخطر ذاته، فهي ليست إلا أدوات مقامرة للتجار في المخاطر، حيث يتم بيعها وشراؤها من خلال نقلها ممن يتحوطون منها إلى من يقبلون عليها طلبا لثمن انتقال المخاطرة إليهم. وفي ظل توجه العديد من الدول العربية لاسيما الخليجية نحو تطبيق عقود الخيارات في أسواقها المالية، ومحاولة صيغ معاملاتها بالصيغة الشرعية، تأتي هذه الدراسة للوقوف على حكم تلك العقود من منظور الاقتصاد الإسلامي. وقد اعتمدت الدراسة على المنهجين الاستقرائي والاستنباطي، وتناولت مفهوم عقود الخيارات، ونشأتها وتطورها، وأنواعها، وسماتها، والمنظور الإسلامي لها، وقد انتهت الدراسة إلى عدم الجواز الشرعي لعقود الخيارات، ووضعت بدائل اقتصادية إسلامية لها، للتحوط من مخاطر التغيرات السعرية، من خلال بيع العربون، والخيار الشرعي، والوعد الملزم، مع عدم تداولها.

الكلمات المفتاحية:

عقود الخيارات - الأوراق المالية- الأسواق المالية

Öz

Opsiyon sözleşmeleri, yatırımcıların risk ve belirsizliğin hakim olduğu bir ortamda risklere karşı korunmalarını sağlayan en önemli finansal türev araçlarından biridir. Ayrıca bu sözleşmeler kaldırca dayalı spekülatif tutumlara da yol açmaktadır. Öte yandan, bu sözleşmelerin risklere karşı korunmayı sağlayan sözleşmelere, aslı itibarıyla riskli sözleşmelerden geçildiği söylenmektedir. Ancak realitede, bahsi geçen riskler sözleşmenin özünde halen mevcut konumundadırlar. Buna binaen, bunlar riske dayalı kumar araçlarından başka birşey değildir. Zira bunlar tedbirli davranan kişiler ile risk ücretini ödemeyi kabul edenler tarafından alınıp satılmaktadır. Başta Körfez ülkeleri olmak üzere birçok Arap ülkesinin finansal piyasalarında opsiyon sözleşmelerinin uygulanmasına yönelik eğilimi ve işlemlerine şerh yasal bir nitelik kazandırma çabaları ışığında, bu çalışma, bahsi geçen sözleşmelerin hükümünü İslam iktisadı açısından değerlendirmektedir. Bu çalışma tümevarım ve tımdengelim olmak üzere iki metoda dayanmaktadır. Bununla birlikte, opsiyon sözleşmeleri kavramını, kökenleri ve gelişimlerini, türlerini, özelliklerini ve İslami bakış açısını ele almıştır. Neticede, bu çalışma, opsiyon sözleşmelerinin şerh açıdan caiz olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Buna mukabil, fiyat istikrarsızlığın risklerine karşı korunmak için İslam iktisadı açısından, kaporalı satış, şerh opsiyon ve bağlayıcı vaad olmak üzere birtakım alternatifler sunulmuştur. Böylece opsiyon sözleşmelerinin alınıp satılmasına gerek kalmamaktadır.

Anahtar Kelimeler

Türevler, Opsiyon Sözleşmeleri, Kıymetli Evraklar, Finansal Piyasalar

* Sorumlu Yazar: Eşref Devabe (Doç. Dr.), İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, İslami İlimler Fakültesi, İslami İlimler Fakültesi, Temel İslam Bilimleri Bölümü, İstanbul, Türkiye. E-posta: ashraf.dawaba@izu.edu.tr ORCID:0000-0003-2122-6618

Atf: Devabe, Esref. "İslam Hukuku Açısından Opsiyon Sözleşmeleri." *darulfunun ilahiyat* 33, 2 (2022): 533–565. <https://doi.org/10.26650/di.2022.33.2.1141122>



Abstract

Option contracts are an essential financial derivatives tool as they have opened the way for investors to hedge against risks in an environment characterized by risk and uncertainty. Options also enable investors to speculate based on financial leverage. However, some view options contracts to have turned from being contracts that were initially a risk to contracts for hedging against risks. In reality, options are still associated with the same risk; they are nothing but gambling tools for trading in risks, as they are sold and bought by transferring them to those who accept the risk transfer. In light of many Arab countries' tendency toward implementing options contracts in their financial markets, especially in Gulf countries, and their attempts to provide a legal character to their transactions, this study aims to determine the ruling regarding these contracts from the perspective of Islamic economics. The study relies on inductive and deductive approaches and deals with the concept of options, their origin and development, types, characteristics, and Islam's perspective toward them. The study has concluded that option contracts are not permissible and that Islamic economic alternatives have been developed to hedge against price-change related risks by selling the deposit and the binding promise while not putting them up for trade.

Keywords

Derivatives, Option contracts, Securities, Financial markets

Extended Summary

Option contracts are among the most important instruments of financial derivatives because they pave the way for investors to hedge against risks in an environment characterized by risk and uncertainty. Options also enable investors to speculate using financial leverage. Meanwhile, some profess option contracts to have transformed from being risk contracts into contracts for hedging against risks while actually still maintaining the same risk. This is because options are nothing but gambling tools for trading in risks, due to being sold and bought by being transferred from those who are hedging against them to those who accept them with a desire to obtain the fee for taking on the risk.

In light of many Arab countries' (especially Gulf countries) inclination toward implementing option contracts in their financial markets while maintaining Shariah compliance, this study intends to discuss the Shariah ruling regarding these contracts from the perspective of Islamic economics. The study relies on inductive and deductive approaches to discuss the concept of option contracts, their origin, development, types, and Islam's view toward them.

The study defines an option contract as a contract between two parties, one being the holder or buyer of the contract and the other being the issuer or seller of the contract. Under this contract, the buyer has the right to buy from or sell to the issuer a number of units of a real or a financial asset at a specific price agreed upon in advance during the contract initiation on the condition that the execution will take place at a later date (i.e., the execution or expiration date). The buyer has the right not to execute the contract if this execution is not in their best interest. In exchange, a compensation payment is made to the issuer, called a reward or premium, during the contract initiation phase. This premium is neither refundable nor a part of the transaction value.

The study also discusses the types of option contracts and categorizes them according to various considerations. In terms of the type of transaction, option contracts can be divided into a call option, a put option, or a double option. In call options, the investor (buyer of the option) has the right to buy a number of financial securities (or other) at a specified price on a certain date in return for a premium paid by the buyer to the issuer of the option. In put options, the investor (buyer of the option) has the right to sell a number of financial securities (or other) at a specified price on a certain date in exchange for a premium paid by the buyer to the issuer of the option. In double options, the investor (the purchaser of the option) has the right to buy and sell a number of financial securities at a specified price on a specific date in return for a premium paid by the buyer to the issuer of the option, thus combining both the call and put options under one contract.

In terms of ownership of securities, option contracts can be divided into covered and uncovered options. In the covered option, the contract issuer (seller) owns the underlying securities of the contract or has sufficient cash to meet their obligations if the request is made to execute the contract and the contract is a put option. In the uncovered option, however, the option seller does not have enough of the underlying securities from the contract to allow them to fulfill their obligations upon a request to execute the contract and deliver the underlying asset if the contract is a call option or lacks sufficient cash to meet their obligations if the contract is a put option.

In terms of contract execution date, option contracts can be divided into American options and European options. In American options, the option buyer has the power to exercise or execute it at any time during the period from the conclusion of the contract until the expiry date. The European option, however, is an option contract that can only be exercised or executed on the contract's specified expiry date. Namely, the expiry/execution date is the last valid day of the contract (i.e., the third Friday of the month of execution/expiry).

The study also presents the emergence and development of option contracts, as they have been known for hundreds of years. In the 19th century, traders in the United States called them privileges, but these were traded in an unorganized market only among people who knew each other in a city. Meanwhile, the first organized market for trading in option contract shares was established at the Chicago Stock Exchange in April 1973. Through this, options were traded in the organized market only after being traded over the counter.

The study seeks to find out the ruling on option contracts in light of Islamic Shariah based on their depiction. This requires identifying the rights in Islamic

Shariah by considering how an option gives not an obligation but a right to its purchaser and by identifying the named contracts that can be viewed as being in agreement with option contracts. In addition, the study includes a discussion on considering option contracts as new and unnamed contracts.

The right in option contracts is shown to not originally be an inherited right for the seller but rather one created through the contract for the benefit of the buyer. Furthermore, after its creation, the right is not associated with wealth but with the abstract aspect of buying or selling. If selling Shariah-mandated rights such as *Haq al-Shufa'ah* [right of preemption] and *Haq al-Qisas* [right of retribution] is not permissible unless they are associated with wealth, then selling rights not mandated by Shariah (e.g., options) is impermissible *a fortiori*.

Furthermore, option contracts are not the same as the permissible Salam contract, because the price in option contracts is not paid during the contract initiation phase but rather delayed until the execution date and done through settlement of price differences. According to the opinion of the majority of scholars on Salam contracts, however, the price must be paid during contract initiation, or within a period of no more than three days according to the Maliki scholars. Moreover, the underlying asset in the option contract is sold several times while in the possession of the first seller and before the first buyer takes possession of it with the aim being to receive or pay the price differences, while selling the item before receiving it is not permissible in the Salam contract.

Option contracts are also not the same as sales that use *Bai' al-Urbun* [down payment contract], which Imam Ahmad approved of, unlike the view of the majority. This is because the down payment is part of the price of the commodity. However, the option premium is a liability or an obligation that represents the price of the option itself separate from the price of the asset. Additionally, the subject matter (i.e., commodity) is present in the sale using *Bai' al-Urbun*. As for the option contract, the subject matter does not exist. Furthermore, the right in option contracts may be for the buyer or for the seller, while in sales using *Bai' al-Urbun*, the right is only granted to the buyer. In addition, option contracts are tradable, while sales using *Bai' al-Urbun* are not. The objective of option contracts is not to attain the purpose of the contract (i.e., receipt of the price and the subject matter), but rather to benefit from the price differences. However, in sales using *Bai' al-Urbun*, the purpose of the contract is achieved by delivering the remainder of the price and receiving the commodity.

Option contracts are also unlike sale contracts in which *Khiyar al-shart* [right of cancelation] is stipulated, for option contracts are independent of sale contracts,

while *Khiyar al-shart* has no independent existence. It is related to the sale contract itself and its subject matter is a specific commodity. Moreover, the subject matter of option contracts is a mere right, not a real or financial asset, while the subject matter of contracts in *Khiyar al-shart* is an existing commodity. Lastly, options are tradable, whereas a *Khiyar al-shart* is not.

An option contract cannot be considered as a new unnamed contract in order to be legitimate in Shariah. Although the general rule in Islamic transactions is permissibility, applying this maxim should not go against the fundamentals of the Shariah. Charging money in exchange for granting options can be considered the same as attaining people's wealth unlawfully. Also, option contracts are undoubtedly of the *Gharar* [ambiguity] and gambling types. They also involve usury, and all of these are prohibited by Islamic law. They also violate the objective of sale-based contracts, which is to grant ownership. Options contracts also fall under the sale of what one does not have or possess as well as *Ba'i al-kali bil kali* [sale of debt]. Options also go against the maxim of justice, which is the cornerstone of contracts, because the interests of the contracting parties clearly collide as the benefit of one party is, at the same time, a loss for the other.

Although option contracts in their current forms are impermissible, Islam does not forbid anything without having multiple permissible alternatives in its place. Creativity and good innovation in worldly matters are required and desirable as long as they are disciplined through religious commands. Therefore, no objection exists toward finding Shariah compliant alternatives to option contracts, provided that they are targeted toward hedging against price movements and not for speculation. This should be done by avoiding resorting to the use of patchworked rulings to provide Shariah excuses; being blameworthy by copying, imitating, or using tricks; or using Satanic financial engineering. This is done by avoiding things Sharia consider impermissible such as *Riba* [usury] and *Gharar*, selling what is not owned, or delaying the possession of countervalues to initiate a debt with another debt. This is also done in addition to being reasonable regarding the core objectives and holistic matters in Islamic economics by basing Shariah rulings on partial and holistic matters as well as the core and minor objectives.

This can be achieved by basing sales using *Bai' al-Urbun* [down payment contract], Shariah-approved rights, and the binding promise without trading them. This ensures achieving the actual delivery and possession of the assets, be it real or financial, while avoiding gambling. This also realizes the interests of both contracting parties without having a zero-sum game. Ultimately, this is beneficial to the national economy.

مقدمة

برزت الهندسة المالية من خلال أدواتها المبتكرة لإدارة المخاطر، وإذا ذكرت الهندسة المالية ذكرت المشتقات التي ينظر لها من قبل مراكز البحوث والاستشارات المالية على أنها ثورة في أسواق المال، وتعد عقود الخيارات من أهم أدوات المشتقات المالية، حيث فتحت المجال أمام المستثمرين للتحوط ضد المخاطر في ظل بيئة تتسم بالمخاطر وعدم اليقين، فضلا عن تمكينهم من المضاربة اعتمادا على الرفع المالي.

وفي المقابل فإن هناك من يرى أن عقود الخيارات تحولت من عقود كانت أصلا في نفسها خطرا، إلى عقود للتحوط ضد المخاطر، ولكنها في حقيقتها ما زالت الخطر ذاته، فهي ليست إلا أدوات مقامرة للاتجار في المخاطر، حيث يتم بيعها وشراؤها من خلال نقلها ممن يتحوظون منها إلى من يقبلون عليها طلبا لثمن انتقال المخاطرة إليهم.

مشكلة البحث :

في ظل توجه العديد من الدول العربية لاسيما الخليجية نحو تطبيق عقود الخيارات في أسواقها المالية، ومحاولة صيغ معاملاتها بالصيغة الشرعية، فإن هذا التوجه يبرز مشكلة البحث التي تتمثل في مدى شرعية عقود الخيارات، والرؤية الإسلامية لها من الناحيتين الشرعية والاقتصادية.

فروض البحث :

بناء على مشكلة البحث فإن البحث يسعى إلى اختبار مدى صحة الفرض التالي:

هل عقود الخيارات تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية؟

أهداف البحث :

يهدف البحث إلى :

- 1- التعرف على عقود الخيارات من حيث مفهومها، ونشأتها، وأنواعها، وسماتها.
- 2- الوقوف على المنظور الإسلامي لعقود الخيارات، وبدائلها الشرعية.

أهمية البحث :

تبدو أهمية البحث من كونه يتعرض لعقود الخيارات من خلال تصويرها وفقا لتطبيقاتها وما تتضمنه من أنواع، واستخدامها كأدوات للتحوط ضد المخاطر، والمضاربة، ومن ثم عرض هذا التصوير على أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال ربط فقه النص بواقع العصر، وبيان حكمها في المنظور الإسلامي، وبدائلها الشرعية.

الدراسات السابقة :

من خلال ما أتيت للباحث من دراسات سابقة تتعلق بموضوع البحث تبين وجود عدد من الدراسات نوجزها فيما يلي :

1- دراسة منير إبراهيم هندي :

في دراسة للدكتور / منير إبراهيم هندي بعنوان «إدارة المخاطر باستخدام عقود الخيارات» منشورة عن منشأة المعارف بالإسكندرية، 2008م، تعرض لطبيعة عقود الخيارات، والسمات التي تتميز بها، وأسواق وقواعد تداولها، وتسعيرها، واستراتيجيات الاستثمار فيها بالتركيز على عقود خيارات الأسهم ومؤشراتها، وأسعار الفائدة والعقود المستقبلية والأصول الحقيقية. وهذه الدراسة هي دراسة وضعية بحثة لا صلة لها بالجانب الشرعي.

2- دراسة إبراهيم أحمد أونور:

في دراسة للدكتور / إبراهيم أحمد أونور بعنوان: «عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع» منشورة بكلية الدراسات الإدارية، جامعة الخرطوم بالسودان، 2011م، تناول مفاهيم أساسية بعقود الخيارات، وأنواعها، والموقف الإسلامي منها، ولكن بصورة مختصرة تمثل نقلا لرأيين أحدهما بالتحريم لكونها بيع الإنسان ما لا يملك وآخر بالجواز باعتبارها شبيهة ببيع العربون، ثم تناول إدارة المخاطر في بورصة السلع، وخطوات تطبيق الخيارات فيها.

3- دراسة / عزوة فهاد العجمي:

في دراسة للباحثة/ عزوة فهاد العجمي بعنوان: «عقود الخيارات في الأسواق المالية وأحكامها في الفقه الإسلامي»، وهي رسالة ماجستير غير منشورة بكلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، 2018م، تناولت مفهوم عقود الخيارات وأنواعها، وتداولها، وحكمها الشرعي، وقد توصلت إلى جواز بعضها ومنع بعضها الآخر، وكان جوازها لهذا البعض بعيدا عن التصوير الفعلي للخيارات، وواقعها وتطبيقاتها العملية.

كيف يختلف هذا البحث عن الدراسات السابقة، وما الجديد الذي يسعى لتقديمه:

يختلف هذا البحث عن الدراسات السابقة من حيث إنه يتناول موضوع عقود الخيارات بصورة تجمع بين البعد الشرعي والاقتصادي، من خلال تصوير تطبيقاتها العملية وفقا للبيئة التي نشأت فيها، ثم بيان الحكم الشرعي لها بصورة تجمع بين الأصالة والمعاصرة، وتفند ادعاءات من فتح الباب لصبغها بالصبغة الشرعية، دون إسهاب ممل أو اختصار مخل، مع بيان البدائل الشرعية لعقود الخيارات للتحوط ضد مخاطر التغيرات السعرية.

منهج البحث :

من أجل اختبار فروض البحث ، فقد تم الاعتماد على «المنهج الاستقرائي» لاستقراء ما كتب عن عقود الخيارات من الناحيتين النظرية والعملية، كما تم الاعتماد على «المنهج الاستنباطي» لاستنباط الأحكام الشرعية وتطبيقها على عقود الخيارات، ومن ثم الوقوف على حكمها الشرعي، وما يتعلق به من أبعاد اقتصادية، وبدائل شرعية للتعامل مع مخاطرها المرتبطة بالتغيرات السعرية.

خطة البحث :

يتكون البحث من مقدمة ومبحثين يتبعهما خاتمة : يتناول المبحث الأول: ماهية عقود الخيارات، ويتناول المبحث الثاني: عقود الخيارات في المنظور الإسلامي، وينتهي البحث بخاتمة تتناول أهم ما توصل إليه البحث وأهم توصياته.

المبحث الأول

ماهية عقود الخيارات

يتطلب الوقوف على المنظور الإسلامي لعقود الخيارات التعرف عليها بصورة تعكس ماهيتها من حيث مفهومها، ونشأتها، وأنواعها، وسماتها.

1/1- مفهوم عقود الخيارات:

تتعدد تعريفات عقود الخيار فقد عرف (Chance) عقد الخيار بأنه: "عقد بين طرفين - المشتري والبائع - يعطي المشتري حقا، وليس التزام، بشراء أو بيع شيء ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد"¹.

وعرفه (Benton & Robert) بأنه: "عقد يعطي مالكة حق وليس التزام بشراء أو بيع أصل بسعر محدد في العقد وقبل انتهاء مدته"².

كما عرفه (هندي) بأنه: "عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من أسهم منشأة ما، خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مسبقاً"³.

وهذه التعريفات تتفق جميعها في المضمون وإن اختلفت في التفاصيل، حيث لم تبرز تلك التعريفات الالتزام الذي يقع على المشتري نظير ما له من حق من خلال دفعه ثمنا لهذا الحق ممثلا في المكافأة أو ثمن الخيار. وبناء على ذلك يمكننا تعريف عقد الخيار بأنه: عقد بين طرفين هما مالك أو مشتري العقد والآخر المحرر أو بائع العقد بموجبه يعطي هذا العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع من المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر محدد يتفق عليه مقدما لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، ويكون للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان هذا التنفيذ في غير صالحه، مقابل أن يدفع تعويضا للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة، وهذه المكافأة يتم دفعها عند التعاقد وغير قابلة للرد وهي ليس جزءا من قيمة الصفقة.

ويطلق على مشتري العقد Buyer بصاحب المركز الطويل Long Position بينما يطلق على محرر العقد Writer بصاحب المركز القصير Short Position⁴. ويرجع تسمية هذه العقود بعقود الخيار، لأنها تعطى لمالكها الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه، ولا يقر عقد الخيار أي حق للمشتري طالما لم يتم تنفيذ العقد باستثناء حق الخيار في التنفيذ أو عدم التنفيذ للعقد مقابل المكافأة التي يدفعها، ومن ثم لا يكون لمشتري عقد الخيار أي حق في أرباح المنشأة في حالة عقود خيارات الأسهم بل ليس له أي علاقة بالمنشأة المصدرة لتلك الأسهم.

2/1- نشأة وتطور عقود الخيارات:

عقود الخيارات معروفة منذ مئات السنين، وفي القرن التاسع عشر كان المتعاملون بها في الولايات المتحدة الأمريكية يسمونها الامتيازات Privileges، ولكنها كانت تتداول في سوق غير منظمة، وتتم بين

1 Don M. Chance, Options and Futures, Published by The Dryden press Harcourt Brace Jovanovich college publishers, P. 225.

2 Benton E. Gub, Robert Brooks, Interest Rate Risk Management: The Banker's Guide to Using Futures, Options, Swaps and Other Derivative Instruments Hardcover – March 1, 1993, p. 154.

3 انظر، د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف. الإسكندرية، 1999م، ص605.

4 انظر، د. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، منشأة المعارف. الإسكندرية، 2006م، ص6.

أناس يعرف بعضهم بعضاً في مدينة واحدة، ومع اختراع التلغراف اتسع نطاق الخيارات قليلاً، حيث تداولت في الأربعينات من القرن التاسع عشر في بورصة نيويورك على السلع الزراعية من خلال السماسرة، وفي أبريل من العام 1973م تم تأسيس أول سوق منظمة للتعامل في عقود الخيارات على الأسهم وهي بورصة شيكاغو، ومن خلالها اتجهت الخيارات للتداول في السوق المنظمة بعد أن كان تداولها قاصراً على السوق غير المنظمة⁵.

وشهدت فترة الثمانينات من القرن العشرين وما بعدها نشاطاً ملحوظاً لعقود الخيارات على الأسهم والسندات وامتد التعامل بها إلى الأصول الافتراضية كمؤشرات الأسهم وكذلك بعض السلع التي لم يبرم عليها تلك العقود من قبل.

3/1- أنواع عقود الخيارات:

يمكن تصنيف عقود الخيارات باعتباريات متعددة وفقاً للآتي:

1/3/1- نوع الصفقة :

يمكن تصنيف عقود الخيارات وفق نوع الصفقة إلى الآتي:

1/1/3/1- خيار الشراء Call Option :

وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية (أو غيرها) بسعر محدد في تاريخ معين، مقابل مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

وفي هذا النوع من الخيارات تختلف توقعات كل من مشتري الحق ومحرر العقد، فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، يتوقع محرر الحق انخفاض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً.

ويستخدم هذا النوع من الخيارات في المضاربة على الصعود من جانب أولئك الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأوراق المالية مستقبلاً في السوق، كما يستخدم كأداة للتغطية أو التحوط ضد المخاطر حيث يتيح للمستثمر الفرصة لحماية استثماره ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يسعى المستثمر لشراؤها مستقبلاً، فمن حق المستثمر إلزام محرر عقد خيار الشراء بتنفيذ العقد إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية، في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه، وهو سعر التنفيذ.

وبذلك يضمن المستثمر حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق من محرر حق خيار الشراء بسعر التنفيذ، بغض النظر عن ارتفاع قيمة أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ، ومقابل ذلك يحصل محرر حق خيار الشراء على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نتيجة لتحمله مخاطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية مستقبلاً.

ولتوضيح ذلك بفرض أن مستثمراً يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لسهم ما، وبناء على ذلك قام بشراء عقد خيار شراء على هذا السهم (100 سهم) بتاريخ وسعر تنفيذ يونه 50، في مقابل مكافأة قدرها 4 دولار للسهم الواحد.

5 لمزيد من التفاصيل انظر، المرجع السابق، ص58-55، جويل كرتزمن، موت النقود، ترجمة د. محمد العصيمي، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2010م، ص93-92 (بصرف)،

Don M. Chance, Options and Futures, Op. Cit, P.19-20.

وبفرض تحققت توقعات المستثمر وارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ لتصل إلى 55 دولاراً حينئذ يكون من حق المستثمر المطالبة بتنفيذ العقد بسعر التعاقد وهو 50 دولاراً للسهم. وبذلك تكون قيمة الخيار للسهم الواحد 5 دولارات حيث يتم حساب القيمة الذاتية للعقد بالمعادلة الآتية:

$$\text{القيمة الذاتية للعقد} = (\text{س ن} - \text{ت}) \text{ أو صفر أيهما أكبر.}$$

حيث س ن تمثل القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ، أي عند الزمن ن

ت تمثل السعر المنصوص عليه في العقد.

$$\text{القيمة الذاتية للعقد} = (55 - 50) \text{ أو صفر أيهما أكبر} = 5 \text{ دولارات.}$$

ومن ثم تتم التسوية بدفع محرر العقد 5 دولار عن كل سهم حيث إن التسوية في سوق عقود الخيارات أساساً تسوية نقدية Cash Settlement.

ولما كان المشتري سبق وأن دفع لمحرر العقد مكافأة غير قابلة للرد قدرها 4 دولارات فإن المكاسب الصافية للمشتري عن السهم الواحد دولار واحد (-5) وتكون مكاسبه الإجمالية عن العقد 400 دولار (100 سهم × 4 دولار) وهي نفس ما يتكبده محرر العقد من خسائر، وكل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم يمثل زيادة في مكاسب المشتري وزيادة بنفس القدر في خسائر المحرر. فلو أن القيمة السوقية للسهم بلغت في تاريخ التنفيذ 60 دولاراً حينئذ تصبح قيمة العقد 10 دولارات عن السهم الواحد ويصبح الربح الصافي للمشتري والخسارة الصافية للمحرر بعد خصم قيمة المكافأة 6 دولارات عن السهم الواحد بإجمالي 600 دولار عن العقد.

ويظل العقد قابلاً للتنفيذ من قبل المشتري طالما أن قيمة العقد موجبة، فلو كانت القيمة السوقية للسهم 51 دولاراً فسوف تكون قيمة العقد موجبة وتساوي دولار واحد ويكون من صالح المشتري تنفيذ العقد تقليلاً لخسائره حيث تبلغ خسائره بعد أخذ في الحسبان ما دفعه من مكافأة 3 دولارات، في حين أنه إذا قرر عدم تنفيذ العقد ستكون خسائره قيمة المكافأة بالكامل وهي 4 دولارات.

وفي حالة سعر التعادل (54 دولاراً) أي حينما يكون سعر السهم في السوق مساوياً لسعر التنفيذ (50 دولاراً) مضافاً إليه قيمة المكافأة (4 دولارات) فإن طرفي العقد لن يحققا ربحاً أو خسارة.

وأخيراً فإنه في حالة كون القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ مساوية أو أقل من سعر التنفيذ فإن المشتري لن ينفذ العقد ويخسر قيمة المكافأة التي تمثل في المقابل مكسباً للمحرر. فلو كانت القيمة السوقية للسهم 50 دولاراً فأقل لن يكون في صالح المشتري تنفيذ العقد، فليس من المنطق أن يشتري السهم من المحرر بسعر التنفيذ 50 دولاراً مثلاً طالما يمكنه شراؤه من السوق بسعر أقل وليكن 49 دولاراً مثلاً خاصة وأنه يدرك أن المكافأة ضاعت عليه لا محالة سواء نفذ تلك العقد أو لم ينفذه. ويظهر الجدول التالي تلخيصاً لقيمة عقد خيار الشراء وأرباح وخسائر كل من المشتري والمحرر.

جدول رقم (1)

قيمة عقد خيار الشراء وأرباح وخسائر كل من المشتري والمحرر
(ت = 50 دولار ، ك = 4 دولار)

محرر الخيار	مشتري الخيار	قيمة العقد	القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ
الربح / الخسارة	الربح / الخسارة		
-6	6	10	60
-1	1	5	55
صفر	صفر	4	54
3	-3	1	51
4	-4	صفر	50
4	-4	صفر	49
4	-4	صفر	30

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن خيار الشراء يحقق حماية للمستثمر، فأرباحه ليس لها حدود حيث ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية في وقت التنفيذ، بينما خسارته محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها لمحرر العقد، وعلى العكس من ذلك فإن أرباح محرر العقد محدودة بمقدار المكافأة التي يحصل عليها من مشتري حق الخيار، أما خسائره فليس لها حدود، حيث تزداد مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية. كما أن خسائر المشتري وأرباح المحرر تنخفض عن قيمة المكافأة عندما تتراوح القيمة السوقية للسهم بين سعر التنفيذ وسعر التعادل.

مع التأكيد على أن ما يحققه أحد الطرفين من أرباح فإنها تماثل تماماً ما يحققه الطرف الآخر من خسائر، وأن المكافأة يخسرهما المشتري سواء نفذ العقد أم لم ينفذه. ويطلق على عقد الشراء بأنه عقد قابل للتنفيذ In- the- money عندما تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ فحينئذ يطلق على عقد الشراء بأنه غير قابل للتنفيذ Out- the- Money ، وإذا تساوت القيمة السوقية للسهم مع سعر التنفيذ يكون العقد في حالة تعادل At- the- money وتصبح فرصة تنفيذه أو عدم تنفيذه متساوية.

2/1/3/1- خيار البيع Put Option:

وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية (أو غيرها) بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

وفى هذا النوع من الخيارات يتوقع مشتري حق خيار البيع انخفاض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، في حين يتوقع محرر حق خيار البيع ارتفاع أسعار الأوراق المالية مستقبلاً .

ويستخدم هذا النوع من الخيارات في المضاربة على الهبوط من جانب أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً في السوق ، كما يستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف وأداة للتغطية أو التحوط ضد المخاطر حيث يتيح للمستثمر فرصة لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، فالمستثمر من حقه إلزام محرر عقد خيار البيع بتنفيذ العقد في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه وهو سعر التنفيذ. وبذلك يضمن المستثمر حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق من محرر حق خيار الشراء بسعر التنفيذ، بغض النظر عن الانخفاض في قيمة

أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ مستقبلاً .

ولتوضيح ذلك يفرض أن مستثمراً يتوقع انخفاض القيمة السوقية لسهم ما ، وبناء على ذلك قام بشراء عقد خيار بيع على هذا السهم (100 سهم) بتاريخ وسعر تنفيذ مايو 70 ، في مقابل مكافأة قدرها 4 دولارات للسهم الواحد.

وبفرض تحققت توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ لتصل إلى 65 دولاراً حينئذ يكون من حق المستثمر المطالبة بتنفيذ العقد بسعر التعاقد وهو 70 دولاراً للسهم. وبذلك تكون قيمة الخيار للسهم الواحد 5 دولارات حيث يتم حساب القيمة الذاتية للعقد بالمعادلة الآتية:

القيمة الذاتية للعقد = (ت - س) أو صفر أيهما أكبر.

حيث ت تمثل السعر المنصوص عليه في العقد.

س تمثل القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ.

القيمة الذاتية للعقد = (70-65) أو صفر أيهما أكبر = 5 دولارات.

ومن ثم تتم التسوية بدفع محرر العقد 5 دولارات عن كل سهم حيث إن التسوية في سوق عقود الخيارات — كما ذكرنا سلفاً— أساساً تسوية نقدية Cash Settlement.

ولما كان المشتري سبق وأن دفع لمحرر العقد مكافأة غير قابلة للرد قدرها 4 دولارات فإن المكاسب الصافية للمشتري عن السهم الواحد دولار واحد (-5) وتكون مكاسبه الإجمالية عن العقد 400 دولار (100 سهم × 4 دولار) وهي نفس ما يتكبده محرر العقد من خسائر ، وكل انخفاض في القيمة السوقية للسهم يمثل زيادة في مكاسب المشتري وزيادة بنفس القدر في خسائر المحرر. فلو أن القيمة السوقية للسهم بلغت في تاريخ التنفيذ 60 دولاراً حينئذ تصبح قيمة العقد 10 دولارات عن السهم الواحد ويصبح الربح الصافي للمشتري والخسائر الصافية للمحرر بعد خصم قيمة المكافأة 6 دولارات عن السهم الواحد بإجمالي 600 دولار عن العقد.

ويظل العقد قابلاً للتنفيذ من قبل المشتري طالما أن قيمة العقد موجبة فلو كانت القيمة السوقية للسهم 69 دولاراً فسوف تكون قيمة العقد موجبة وتساوي دولار واحد ويكون من صالح المشتري تنفيذ العقد تقليلاً لخسائره حيث تبلغ خسائره بعد أخذ في الحسبان ما دفعه من مكافأة 3 دولارات، في حين أنه إذا قرر عدم تنفيذ العقد ستكون خسائره قيمة المكافأة بالكامل وهي 4 دولارات.

وفي حالة سعر التعادل (66 دولاراً) أي حينما يكون سعر السهم في السوق مساوياً لسعر التنفيذ (70 دولاراً) مخصوماً منه قيمة المكافأة (4 دولارات) فإن طرفي العقد لن يحققا ربحاً أو خسارة.

وأخيراً فإنه في حالة كون القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ مساوية أو أكبر من سعر التنفيذ فإن المشتري لن ينفذ العقد ويخسر قيمة المكافأة التي تمثل في المقابل مكسباً للمحرر. فلو كانت القيمة السوقية للسهم مساوية لسعر التنفيذ لن يجني المشتري من وراء التنفيذ أي مكاسب ، ولو كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ ولتكن مثلاً 73 دولاراً لن يكون في صالح المشتري تنفيذ العقد ، فليس من المنطق أن يبيع السهم للمحرر بسعر التنفيذ 70 دولاراً وهو يمكنه بيعه في السوق بسعر أعلى 73 دولاراً خاصة وأنه يدرك أن المكافأة ضاعت عليه لا محالة سواء نفذ ذلك العقد أو لم ينفذه. ويظهر الجدول التالي تلخيصاً

لقيمة عقد خيار البيع وأرباح وخسائر كل من المشتري والمحرر.

جدول رقم (2)

قيمة عقد خيار البيع وأرباح وخسائر كل من المشتري والمحرر
(ت = 70 دولار ، ك = 4 دولار)

محرر الخيار	مشتري الخيار	قيمة العقد	القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ
الربح / الخسارة	الربح / الخسارة		
6-	6	10	60
صفر	صفر	4	66
1-	1	5	65
4	4-	صفر	70
4	4-	صفر	73

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن خيار البيع يحقق حماية للمستثمر ، فأرباحه ليس لها حدود حيث تزداد بانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، بينما خسارته محدودة دائما بمقدار المكافأة التي يدفعها لمحرر العقد، أما محرر الخيار فأرباحه محدودة بمقدار المكافأة، بينما خسائره تزداد مع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية عند التنفيذ عن القيمة المتعاقد عليها مطروحا منها قيمة المكافأة. كما أن أرباح المشتري وخسائر المحرر تنخفض عن قيمة المكافأة عندما تتراوح القيمة السوقية للسهم بين سعر التنفيذ وسعر التعادل.

مع التأكيد على أن ما يحققه أحد الطرفين من أرباح فإنها تماثل تماما ما يحققه الطرف الآخر من خسائر، وأن المكافأة يخسرها المشتري سواء نفذ العقد أم لم ينفذه. ويطلق على عقد خيار البيع بأنه عقد قابل للتنفيذ In- the- Money عندما تكون القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ فحينئذ يطلق على عقد خيار البيع بأنه غير قابل للتنفيذ Out- the- Money ، وإذا تساوت القيمة السوقية للسهم مع سعر التنفيذ يكون العقد في حالة تعادل At- the- Money وتصبح فرصة تنفيذه أو عدم تنفيذه متساوية.

ويمكن تلخيص موقف مشتري ومحرر عقدي خيار الشراء والبيع من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3)

موقف مشتري ومحرر عقدي خيار الشراء والبيع

الحالة	أطراف التعامل	حق اختيار الشراء	حق اختيار البيع
سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ	المشتري	يقرر تنفيذ الاتفاق أما أرباحه فهي غير محدودة.	يقرر عدم تنفيذ الاتفاق أما خسائره فهي محددة بقيمة المكافأة .
	المحرر	يحقق خسائر غير محدودة.	يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة.
سعر السوق أقل من سعر التنفيذ	المشتري	يقرر عدم تنفيذ الاتفاق أما خسائره فهي محدودة بمقدار المكافأة.	يقرر تنفيذ الاتفاق أما أرباحه فلا حدود لها .
	المحرر	يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة.	يحقق خسائر غير محدودة.

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

3/1/3- الخيار المزدوج أو المختلط Straddle :

”وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء/ بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين، مقابل مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار. وهو بذلك يجمع بين كل من خيار الشراء وخيار البيع في عقد واحد ، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتري العقد مشترياً وإذا انخفضت كان بائعاً ، ومع تعاضد المخاطرة التي يتعرض لها محرر الخيار ، فإن ما يتقاضاه من مكافأة تكون ضعف ثمن شراء خيار الشراء أو خيار البيع“⁶.

ولتوضيح ذلك بفرض أن مستثمراً ليس موقفاً بحركة واتجاهات الأسعار فقام بشراء عقد خيار شراء وعقد خيار بيع من خلال عملية خيارية مزدوجة على أسهم شركة ABC الأمريكية، وبفرض أن سعر التعاقد لكلا العقدين هو 30 دولاراً وأن المكافأة هي 8 دولارات.

ووفقاً لذلك فإنه إذا ارتفعت الأسعار اتخذ مشتري العقد مركز طويل وكان مشترياً ، وإذا انخفضت الأسعار اتخذ مشتري العقد مركز قصير وكان بائعاً ، ولن يتمكن من ممارسة العقد قبل بلوغ السعر لنقطة التعادل Break Even Point، وتحدد نقطة التعادل عندما تكون القيمة السوقية للأصل محل التعاقد مساوية لسعر التعاقد مضافاً إليه أو مطروحاً منه ثمن شراء حق الخيار المزدوج. وعلى ذلك تكون نقطة التعادل عند مبلغ 38 دولاراً (30+8) ، ومبلغ 22 دولاراً (30-8) ، ومن ثم يمكن لمشتري الخيار أن يمارس حقه بأن يكون مشترياً عندما يصل السعر إلى 38 دولاراً وما زاد عن ذلك ، أو أن يمارس حقه بأن يكون بائعاً عندما يصل السعر إلى 22 دولاراً وما قل عن ذلك. أما فيما بين السعريين 38 و 22 دولاراً فلن يتمكن مشتري حق الخيار من تنفيذ العقد وسيتحمل الخسارة المتمثلة في المكافأة.

1/2/3- ملكية الأوراق المالية :

يمكن تصنيف عقود الخيارات وفق ملكية الأوراق المالية إلى الآتي:

1/2/3-الخيار المغطى Covered Option :

يوصف الخيار بأنه مغطى Covered حينما يكون محرر العقد (البائع) مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يحرر عليها عقد شراء، بما يمكنه من الوفاء بالتزاماته إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد أو يكون لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طوّل بتنفيذ العقد ، وكان العقد خيار بيع⁷ Put Option.

وكذلك يكون عقد خيار البيع مغطى في حالة قيام محرر العقد ببيع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف، وعليه عندما ينخفض سعر السهم عن سعر التنفيذ، ويسعى المشتري العقد إلى تنفيذه ، يقوم المحرر بشراء السهم من السوق بالسعر المنخفض لإقفال مركزه على صفقة البيع على المكشوف محققاً قدراً من المكاسب ربما تكفي لتعويض كلي أو جزئي عن الخسائر التي قد يكون قد منى بها نتيجة قيام المشتري بتنفيذ العقد⁸.

”وكون العقد مغطى لا يعني أن ذلك سبباً لدرء المخاطر التي قد تطرأ إذا ما صعدت الأسعار واضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن أسعار السوق. ولكنها يقيناً أدنى مخاطرة من عقود الخيار

6 انظر ، د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005م، ص182-154، Don M. Chance, Options and Futures, Op. Cit, P. 225.

7 انظر ، د. سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص209 (بتصرف).

8 انظر ، د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الهندسة المالية، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص15 (بتصرف).

غير المغطاة⁹ التي فيها يضطر المحرر لشراء السهم من السوق مهما كان السعر الذي يباع به وذلك من أجل تسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد، هذا بافتراض قيام المحرر بالتسليم الفعلي للأوراق المالية محل التعاقد وهو أمر لا يحدث في الواقع العملي الذي يقتصر على التسوية النقدية¹⁰.

2/2/3/1- الخيار غير المغطى Uncoverd Option :

”يوصف العقد بأنه غير مغطى أو عارٍ “Naked“ عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار (Writer or Seller) رصيماً من الأوراق المالية محل التعاقد تسمح له بتغطية التزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد – إن كان العقد خيار شراء Call option – أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية Insufficient Cash للوفاء بالتزاماته ، إذا ما كان العقد خيار بيع Put Option“¹¹.

جدول رقم: (4)

مقارنة بين الخيار المغطى والخيار غير المغطى

الخيار	مغطى	غير مغطى
شراء	يكون محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية بما يمكنه من الوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأوراق المالية.	لا يملك محرر العقد رصيماً من الأوراق المالية محل التعاقد تسمح له بتغطية التزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد.
بيع	يكون لدى محرر العقد السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد. وأيضا في حالة قيام محرر العقد ببيع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف، وعليه عندما ينخفض سعر السهم عن سعر التنفيذ، ويسعى مشتري العقد إلى تنفيذه، يقوم المحرر بشراء السهم من السوق بالسعر المنخفض لإفقال مركزه على صفقة البيع على المكشوف محققاً قدراً من المكاسب ربما تكفي لتعويض كلي أو جزئي عن الخسائر التي قد يكون قد منى بها نتيجة لقيام المشتري بتنفيذ العقد.	محرر العقد لا يملك السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته.

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

3/3/1- تاريخ تنفيذ العقد :

يمكن تصنيف عقود الخيارات وفق تاريخ تنفيذ العقد إلى الآتي:

1/3/3/1- الخيار الأمريكي American Option :

هو عقد خيار يكون فيه لمشتري الخيار صلاحية ممارسته أو تنفيذه في أي وقت- خلال المدة من إبرام العقد حتى تاريخ انتهائه.

9 انظر، د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 209.

10 انظر، د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الهندسة المالية، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 11 (بتصرف).

11 انظر، د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 209.

2/3/3/1- الخيار الأوربي European Option :

هو عقد خيار لا يتم ممارسته أو تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهاء العقد، أي في آخر يوم صلاحية للعقد وهو ثالث يوم جمعة من شهر التنفيذ.

وينبغي التأكيد على أن تسمية الخيار أمريكي أو أوربي لا يعني أن هذه التسمية مرتبطة بتداول العقد مكانيا في أمريكا أو أوربا ، فالاسم على غير المسمى، وهو يشير فقط إلى سمة تتعلق بتاريخ تنفيذ العقد. لذا فإنه يوجد كذلك نوع من الخيارات هو الخيار الآسيوي Asian Option أو خيار متوسط الأسعار -Average price Option ويسري عليه ذلك أيضا حيث يستهدف التغطية ضد مخاطر تغير متوسط الأسعار خلال فترة العقد. وهو بذلك قد يكون خيار أمريكي حيث يتم تنفيذ العقد في أي وقت أو خيار أوربي حيث يتم تنفيذ العقد في آخر يوم من تاريخ صلاحية العقد. ويتم حساب المتوسط على أساس حسابي أو هندسي، وإن كان المتوسط الحسابي هو الأكثر انتشارا واستخداما.

4/3/1- محل العقد :

تتعدد أنواع الخيارات وفق محل العقد، ومنها ما يلي:

1/4/3/1- خيارات الأصول الحقيقية:

وهي عقود محل الخيار فيها أصول حقيقية من سلع كالحبوب والنفط، وتتوقف قيمة العقد في تاريخ التنفيذ على القيمة السوقية للأصل.

2/4/3/1- خيارات الأوراق المالية:

وهي عقود محل الخيار فيها أوراق مالية من أسهم وسندات وأذون خزانة، وتتوقف قيمة العقد في تاريخ التنفيذ على القيمة السوقية للورقة المالية.

3/4/3/1- خيارات العملات الأجنبية:

ظهرت هذه النوعية من الخيارات في العام 1982م في بورصة فيلادلفيا لتداول الأسهم، وهي عقود محل الخيار فيها عملات الأجنبية، وتتوقف قيمة العقد في تاريخ التنفيذ على السعر الذي تتداول به وحدة العملة في السوق الحاضر. حيث تعطي للمشتري حق دون التزام أن يشتري أو يبيع من المحرر عدد من وحدات عملة أجنبية بسعر يحدد عند التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق مقابل مكافأة للمحرر غير قابلة للرد. ومن ثم ينفذ المحرر العقد إذا كان في صالحه، وله أن يمارس ذلك منذ توقيع العقد، وعادة لا تتم عمليات بيع أو شراء للعملات بل تسوية نقدية.

4/4/3/1- خيارات أسعار الفائدة:

وهي عقود ظهرت بعد عقود خيارات العملات الأجنبية، ومحل الخيار فيها أسعار الفائدة، وتتحدد قيمة العقد في تاريخ التنفيذ على أساس سعر الفائدة في السوق. وفي خيار الشراء يكون للعقد قيمة لمشتريه ومن ثم يسعى إلى تنفيذه عندما تكون أسعار الفائدة في السوق التي تقاس عادة بالليبور LIBOR أعلى من سعر الفائدة المتوقع عليه وهو سعر التنفيذ، وهو ما يناسب التغطية ضد مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، فالقيمة الموجبة

للعقد تمثل تعويضا للمقترض عن ارتفاع سعر الفائدة عندما يحين وقت الاقتراض، وعلى العكس من ذلك يكون عقد خيار البيع حيث يكون للعقد قيمة لمشتريه ومن ثم يسعى إلى تنفيذه عندما تكون أسعار الفائدة في السوق أقل من سعر الفائدة المتفق عليه وهو سعر التنفيذ، وهو ما يناسب التغطية ضد مخاطر انخفاض سعر الفائدة، فالقيمة الموجبة للعقد تمثل تعويضا عن انخفاض سعر الفائدة في السوق عندما يحين وقت الاقتراض.

”وعلى عكس عقود الخيارات على الأسهم التي تتسم بالتمطية أي المواصفات المحددة، فإن عقود الخيارات على أسعار الفائدة يتم تفصيلها وفقا لاحتياجات العملاء، ومن ثم يكون تداولها في السوق المنظم، فضلا عن أنها من النوع الأوربي الذي لا ينفذ إلا آخر يوم في صلاحية العقد. غير أنه على عكس عقود الخيارات على الأسهم، هناك تاريخ تسوية يختلف عن تاريخ التنفيذ، فتاريخ التنفيذ هو التاريخ الذي تحدد فيه قيمة العقد، بينما تاريخ التسوية هو التاريخ الذي تنتهي فيه صلاحية العقد، الذي هو عادة ما يكون هو تاريخ تسوية الفوائد على الفرض ذاته“¹².

5/4/3/1- خيارات المؤشرات: 13

وهي عقود ظهرت بعد عقود خيارات أسعار الفائدة، حيث شهدت بورصة شيكاغو التجارية تداول أول عقد خيار شراء على مؤشرات الأسهم وذلك على مؤشر ستاندرد أند بورز 100 في 11 مارس 1983م تبعه بعد ذلك عقود على مؤشرات أخرى. فمحل الخيار في هذه العقود مؤشرات الأسهم، وتستخدم كغيرها من عقود الخيارات للمضاربة والتغطية، ولكن يلاحظ أن حجم التداول السنوي لهذه النوعية من العقود يفوق في مجمله حجم التداول السنوي الكلي لعقود الخيارات على الأسهم الفردية.

كما أن هذه النوعية يوجد بها مفهومين لتحديد سعر التنفيذ، أولهما: يتمثل في أن سعر التنفيذ هو عدد النقاط الفعلية للمؤشر عند التعاقد، ومن ثم تتم التسوية في تاريخ التنفيذ على أساس عدد نقاط المؤشر في ذلك التاريخ، وثانيهما: يتمثل في أن سعر التنفيذ يتحدد بما يسمى حجم العقد الذي يقدر على أساسه قيمة اعتبارية، يطلق عليه مضاعف العقد Contract Multiplier، فمثلا المضاعف في عقود الخيارات على مؤشرات ستاندرد أند بورز 100 هو 100، بمعنى أنه لو كانت قيمة المؤشر في السوق الحاضر 1200 يكون حجم العقد 120000، ولما كانت التسوية في هذه العقود نقدية على الدوام، فإنه لو تم عقد خيار شراء على هذا المؤشر على أساس سعر تنفيذ 1200 ثم ارتفع المؤشر في تاريخ التنفيذ إلى 1250، فإن المحرر يلتزم بدفع لمشتري العقد 5000 دولار (120000 – 125000).

4/1- سمات عقود الخيارات:

من خلال التعرف على مفهوم وأنواع عقود الخيارات يمكن القول أنها تنقسم بالآتي:

أ- هي عقود يبدو فيها مفهوم المشتقات واضحا، حيث إن قيمتها تشتق من القيمة التي يتم بها بيع الأصل محل عقد الخيار في السوق الحاضر.

ب- عقود الخيار المتداولة في الأسواق المنظمة هي عقود نمطية Standardized Contracts بما يعني

12 انظر، د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الهندسة المالية، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، مرجع سابق، ص428.

13 لمزيد من التفاصيل انظر، A. Tucker, Financial Futures Option and Swap, Minn.: West Publishing Company, 1990, PP.413-455, R. Jonson And C. Giaccotto, Options, and futures: Concepts, strategies and applications. Minn. Wesr Publishing company, 2004, p.275.

أن مواصفاتها محددة ولا دخل أو تأثير لطرفي العقد عليها، ومن أهم بنودها محل التمني: حجم العقد، وتاريخ التنفيذ، وسعر التنفيذ¹⁴، وقيود التنفيذ والمراكز، ونظام الهامش والتسوية اليومية، وهو ما يترتب عليه تحسين سيولة تلك العقود في السوق.

ج- يتم قيد وتداول عقود الخيار في السوق المنظمة بصرف النظر عن رغبة الشركة المبرم العقد على أسهمها، حيث إن قرار القيد هو قرار إدارة السوق والجهة المنظمة له التي تضع شروطاً لهذا القيد.

د- شراء السهم بعقد خيار ينطوي على تكلفة أقل مقارنة بشرائه ذاته من السوق، حيث إن شرائه يتطلب دفع قيمة المكافأة التي تقل كثيراً عن الهامش المبدئي في نظام الشراء الهامشي في السوق الحاضر، فضلاً عن انخفاض تكلفة المعاملات.

هـ- تمكن عقود الخيار من التمتع بمزايا الرفع المالي، بدرجة تفوق بصورة كبيرة ما يتيح البيع على المكشوف في السوق الحاضر. فضلاً عما يحققه الرفع المالي من عائد في عقود الخيارات بصورة تفوق شراء السهم ذاته.

و- عقود الخيار أداة للمضاربة، ويقصد بالمضاربة بيع وشراء الأوراق المالية بغرض الاستفادة من فروق الأسعار، وتعد أسواق الخيارات وسيلة بديلة للمضاربة في السوق الحاضر، فبدلاً من التعامل في الأسهم والسندات محل التعاقد، بوسع أي من المحترفين أو المتعاملين في أسواق الخيارات أن يدخل السوق مضارباً، ويفضل الكثير من هؤلاء المضاربة بالخيارات على استخدام الأدوات التقليدية في عمليات المضاربة لاعتمادها على الرفع المالي الذي يتسم به التعامل، فما يدفع عند التعاقد يمثل مبلغاً ضئيلاً مقارنة بقيمة الصفقة.

ز- عقود الخيار أداة للتغطية أو التحوط ضد مخاطر التغيرات السعرية، التي يأتي في مقدمتها: مخاطر تغير سعر الفائدة، ومخاطر تغير سعر الصرف، ومخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، ومخاطر تغير أسعار السلع، والتغطية Hedging تعني مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلاً عن أصل معين، كما أنها أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته.

ح- سعر عقد الخيار أي مقدار المكافأة التي يحصل عليها محرر العقد تتوقف على عدد من المتغيرات تتمثل في القيمة السوقية للسهم، وسعر التنفيذ، وتاريخ التنفيذ، ومدى التقلب في سعر السهم الذي أبرم عليه العقد، وسعر الفائدة السائد في السوق، والتوزيعات النقدية التي تجري قبل بلوغ تاريخ التنفيذ.

ط- عقود الخيار ليس فيها تسليم ولا تسلم - غالباً - وإنما تسوية نقدية في تاريخ تنفيذ العقد، وهو ما يصعب في صالح سيولة عقود الخيارات.

ي- عقد الخيار يعطي مشتري الخيار حق وليس التزام، فمشتري العقد له الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان في غير صالحه، ومن ثم فإن الخسائر في عقود الخيارات محدودة ومعلومة مقدماً، وتتمثل في قيمة المكافأة، أما الخسائر التي يمكن أن تحدث في السوق الحاضر قد تصل لمستوى لا يستطيع المستثمر تحمله.

هذا ومن الجدير بالذكر أنه قد يتبادر سؤال يفرض نفسه وهو: لماذا يسعى محرر الخيار إلى التعامل في

14 عادة ما تصدر عقود الخيارات بثلاثة أسعار تنفيذ وقد يصل العدد في بعض الأحيان إلى خمسة أسعار، الفرق بين كل سعر وآخر والذي يمكن أن نطلق عليه بالهامش هو 2.5 دولاراً للأسهم التي تتداول بسعر يقل عن 25 دولاراً للسهم، 5 دولارات للأسهم التي تتداول بسعر يتراوح ما بين 25 إلى 200 دولاراً للسهم، وأخيراً 10 دولارات للأسهم التي تتداول بسعر يزيد عن 200 دولاراً للسهم. (لمزيد من التفاصيل انظر، د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الهندسة المالية، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 32-33).

الخيارات رغم أن مكسبه محدود بمقدار المكافأة في حين خسائره لا حدود لها؟ .

وتكمن الإجابة في تباين توقعات طرفي التعاقد المشتري والمحرر، كما أن المحرر عادة ما يتعامل في محفظة متنوعة من الأوراق المالية، فضلا عن أنه يأخذ أحيانا مركز مشتري في بعض العقود، وهذا التنوع في حقيقته يسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المحرر. كما يمكن للمحرر وضع حدا أقصى للخسائر التي يتعرض لها، وذلك بإقفال مركزه بعقد مماثل إذا وجد السوق يتحرك في غير صالحه ويخشى من استمرار ذلك، أي يأخذ مركز مشتري في عقد مماثل للعقد الذي أخذ فيه مركز محرر.

وفيما يلي جدول يلخص أهم ما يتعلق بالخيارات من خلال أهم أوجه الفروق بين خيار الشراء وخيار البيع.

جدول رقم (5)

أهم أوجه الفروق بين خيار الشراء وخيار البيع

م	بيان	خيار شراء	خيار بيع
1	الهدف	المضاربة على الصعود أو التحوط ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية مستقبلا.	المضاربة على الهبوط أو التحوط ضد مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية مستقبلا.
2	الارتباط بربحية الشركة المصدره للأسهم	ليس لحامله حق مباشر في ربحية الشركة، بل وليس له أي علاقة بالشركة بتاتا.	ليس لحامله حق مباشر في ربحية الشركة، بل وليس له أي علاقة بالشركة بتاتا.
3	توقعات المشتري والمحرر بشأن السعر المستقبلي للأسهم	من المستحيل وجود الخيار على أسهم شركة معينة إلا إذا كانت توقعات المشتري وتوقعات المحرر بشأن السعر المستقبلي للسهم مختلفة.	من المستحيل وجود الخيار على أسهم شركة معينة إلا إذا كانت توقعات المشتري وتوقعات المحرر بشأن السعر المستقبلي للسهم مختلفة.
4	المستثمر	أرباحه ليس لها حدود، حيث ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية في وقت التنفيذ، بينما خسارته محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها لمحرر العقد.	أرباحه ليس لها حدود، حيث ترتفع بانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، بينما خسارته محدودة دائما بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لمحرر العقد.
	المحرر	أرباحه محدودة بمقدار المكافأة، أما خسائره فلا حدود لها، حيث تزداد مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية. كما أن خسائر المشتري وأرباح المحرر تنخفض عن قيمة المكافأة عندما تتراوح القيمة السوقية للسهم بين سعر التنفيذ وسعر التعادل. وما يحققه أحد الطرفين من أرباح فإنها تماثل تماما ما يحققه الطرف الآخر من خسائر، والمكافأة يخسرها المشتري سواء نفذ العقد أم لم ينفذه.	أرباحه محدودة بقيمة المكافأة، أما خسائره فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية. كما أن أرباح المشتري وخسائر المحرر تنخفض عن قيمة المكافأة عندما تتراوح القيمة السوقية للسهم بين سعر التنفيذ وسعر التعادل. وما يحققه أحد الطرفين من أرباح فإنها تماثل تماما ما يحققه الطرف الآخر من خسائر، والمكافأة يخسرها المشتري سواء نفذ العقد أم لم ينفذه.
5	محددات سعر (مكافأة) الخيار	قوى العرض والطلب التي تتأثر بالقيمة السوقية للسهم (طردية)، وسعر تنفيذ الخيار (عكسية)، وتاريخ التنفيذ (طردية)، والتقلب في سعر السهم (طردية)، وأسعار الفائدة (طردية)، التوزيعات النقدية (عكسية)، التوزيعات النقدية لحملة الأسهم محل الخيار (طردية).	قوى العرض والطلب التي تتأثر بالقيمة السوقية للسهم (طردية)، وسعر تنفيذ الخيار (عكسية)، وتاريخ التنفيذ (طردية)، والتقلب في سعر السهم (طردية)، وأسعار الفائدة (طردية)، التوزيعات النقدية (عكسية)، التوزيعات النقدية لحملة الأسهم محل الخيار (طردية).

<p>لا يختلف عن خيار الشراء ولكن يكون مبلغا نقديا، ويكون كذلك في الحدود التي تتناسب مع حجم المخاطر.</p>	<p>تلزم مؤسسة تسوية عقود الخيارات بأن يودع محرر العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه هامش لحماية المشتري من مخاطر عدم الوفاء. ومن ثم توفير الثقة لأطراف التعامل، فرغم أنها لا تعتبر المحرر الفعلي للعقد إلا أنها تقف بين طرفي العقد لتصبح وكأنها المحرر بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للمحرر فيصبح مشتري العقد في أمان، ولا يهيمه الوقوف على قدرة المحرر الأصلي على الوفاء، طالما أن المؤسسة قد حلت محله.</p> <p>ويكون الهامش في صورة السهم محل التعاقد في حالة خيار الشراء المغطى أو مبلغا نقديا في حالة خيار الشراء غير المغطى، ويتناسب الهامش مع حجم المخاطر.</p>	<p>الهامش</p>	<p>6</p>
<p>أساسا تسوية نقدية إذ يندر تسليم الأسهم محل الخيار. والتسوية من خلال دفع نقود تقع مسئوليتها على سمسار المحرر وليس مؤسسة التسوية.</p>	<p>أساسا تسوية نقدية إذ يندر تسليم الأسهم محل الخيار، وتقوم مؤسسة التسوية باستخدام الحاسوب للاختيار العشوائي لأحد محرري الخيار -محل التعامل- والذي لم يعلق مركزه بعد وذلك لتنفيذ الخيار. والتسوية من خلال تسليم أسهم (الخيار المغطى) أو دفع نقود تقع مسئوليتها على سمسار المحرر وليس مؤسسة التسوية.</p>	<p>التسوية</p>	<p>7</p>

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

المبحث الثاني

المنظور الإسلامي لعقود الخيارات

لما كان الحكم على الشيء فرع عن تصوره، وقد تعرضنا في المبحث السابق للتصور الخاص بعقود الخيارات، ومن ثم تبدو أهمية الحكم على هذا التصور في ضوء المنظور الإسلامي، وهو ما يتطلب الوقوف على الحقوق في الشريعة الإسلامية باعتبار الخيار يعطي حقا لمشتريه وليس التزاما، فضلا عن الوقوف على العقود المسماة التي قد ينظر إليها أنها تتفق مع عقود الخيارات، وكذلك مناقشة النظر لعقود الخيارات بأنها عقود جديدة غير مسماة¹⁵.

15 "العقود المسماة هي العقود التي وضع لها اسم خاص، وتكفل التشريع ببيان أحكامها كالبيع والإجارة والرهن ونحوها، بينما العقود غير المسماة هي عقود ليس لها اسم خاص، وهي غير منحصرة ولا تقف عند حد، ولكن إذا اصطح لها على اسم خاص انتقلت إلى قسم العقود المسماة كالاستصناع والتحكير وبيع الاستجرار". (انظر، د. محمد مصطفى شلبي، المدخل في التعريف بالفقه الإسلامي وقواعد الملكية والعقود فيه، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1981م، ص561).

1/2- الحق في الخيارات من منظور إسلامي:

لما كان عقد الخيار يعطي الحق لمشتري الخيار في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه مقابل مكافأة هي ثمن الخيار، وهو ما فتح الباب للقول بأن هذا الحق هو حق مالي ومن ثم لا غبار شرعا في بيعه وشراؤه وتداوله.

وحتى تتضح الصورة من الناحية الشرعية فإنه يجب أن نقر في البداية أن ظهور الخيارات في الأسواق المالية جاء نتيجة للهندسة المالية التي جعلت مهمتها إدارة المخاطر وفي الوقت نفسه لم يخلو دورها من صنع المخاطر ومن ثم الاتجار فيها، وكل ذلك ظهر وتداول في بيئة حييت الأخلاق وجعلت الأسواق لا عرض منها سوى تعظيم الربحية، ومع ذلك فإن الفكرة والحكمة النافعة يقف الإسلام معها ويأخذ بها فهي ضالة المؤمن هو أحق الناس بالأخذ بها أنى وجدها، وفي الوقت نفسه لا ينبهر عاقل بتلك المنتجات ليطوي لها أعناق النصوص باسم الأصل في الأشياء الإباحة أو رفع الحرج، ليوقع الناس في الحرام، فهذه القواعد مقيدة بعدم اصطدامها بنص ثابت.

ومن هنا فإن الأمر يتطلب معرفة الحق وما يتعلق به من بيع أو إسقاط عنه في الشريعة الإسلامية. وقد تعددت إطلاقات الفقهاء للحق، ومنها:

”أ-إطلاق الحق على ما يشمل الحقوق المالية وغير المالية، مثل: من باع بثمن حال ثم أجله، فهذا حقه، حيث إنه يملك إسقاطه فيملك تأجيله.

ب-الالتزامات التي تترتب على العقد -غير حكمه- وتتصل بتنفيذ أحكامه، مثل: تسليم الثمن الحال أو لا ثم تسليم المبيع.

ج-الأرزاق التي تمنح للقضاة والفقهاء وغيرهم.

د-مرافق العقار، مثل حق الطريق، وحق المسيل، وحق الشرب.

ه-الحقوق المجردة، وهي المباحات، مثل: حق التملك، وحق الخيار للبائع أو المشتري، وحق الطلاق للزواج“¹⁶.

وما يهمنا هنا هو الوقوف الحكم الشرعي لأنواع الحقوق من حيث بيعها أو إسقاطها بعوض، حيث يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع:

النوع الأول: حقوق جائزة البيع: مثل حق المرور (في الدار أو الأرض المملوكة)، فقد ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية (في إحدى الروايتين بالجواز والأخرى بعدم الجواز) والمالكية والشافعية والحنابلة إلى جواز ذلك، لأنه يتعلق بمال وهو العين التي يرد عليها الحق¹⁷.

النوع الثاني: حقوق غير جائزة البيع، ولكنها جائزة الاسقاط بعوض: مثل حق النكاح وحق القصاص، فهذه الحقوق أثبتتها الشارع لأصحابها لمعنى لا يوجد في غيرها لذا لا يجوز بيعها. ونظرا لأنها ثابتة لأصحابها أصالة، وليس على وجه دفع الضرر عنهم، فإنه يجوز لهم إسقاطها والتنازل عنها بعوض، لأن حق النكاح

16 انظر، الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشئون الإسلامية بالكويت، 1409هـ، ج18، ص11(بتصرف).

17 انظر، كمال الدين الهمام، فتح القدير، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1316هـ، ج6، ص66، المواق، التاج والإكليل شرح مختصر خليل، مطبعة السعادة، القاهرة، 1329هـ، ج6، ص84، إبراهيم بن أحمد الباجوري، حاشية الباجوري على ابن قاسم الغزي على متن أبي شجاع، دار المنهاج، بيروت، الطبعة الأولى، 2016م، ج1، ص365، عبد الرحمن بن محمد بن قاسم العاصمي، حاشية الروض المربع شرح زاد المستنقع، بدون ناشر، الطبعة الأولى، 1397هـ، ج4، ص326.

ثبت للزوج بعوض، فيجوز إسقاطه بعوض من خلال الخلع، كما أن حق القصاص يؤول إلى المال، وذلك بالعفو عنه إلى الدية، فجاز أخذ العوض عنه مهما بلغ¹⁸.

النوع الثالث: حقوق غير جائزة البيع ومختلف في جواز إسقاطها بعوض: وهذه الحقوق متفق على عدم جواز بيعها، ومختلف في جواز إسقاطها بعوض، مثل حق الشفعة، وحق الزوجة في القسم. فهذه الحقوق أثبتتها الشارح لأصحابها لمعنى لا يوجد في غيرها لذا لا يجوز بيعها، كما أنها ثابتة من أجل دفع الضرر عنهم، بإقدام صاحب الحق على طلب العوض مقابل إسقاطها دليل على انتفاء الضرر عنه، ولهذا لم يجز الحنفية والشافعية والحنابلة أخذ العوض على إسقاطها، في حين أجاز المالكية إسقاطها بعوض، لعموم قوله -صلي الله عليه وسلم- "الصلح جائز بين المسلمين، إلا صلحا حرم حلالا أو أحل حراما"¹⁹، ولعدم وجود محذور شرعي في ذلك²⁰.

ومما سبق يتبين أن الحق في ذاته ليس مالا، وأن المباح من بيع الحقوق هو ما كان متعلقا بمال، أما إسقاط الحقوق فأوسع مجالا، فيجوز أخذ العوض في مقابل إسقاط الحق، مع عدم جواز بيعه. وقد قرر الفقهاء أن «المبيع لا بد أن يكون مالا أو حقا متعلقا بمال»²¹.

ومن خلال تطبيق ذلك على حق الخيار الذي يمثل محل عقد الخيار نجد أنه لا يدخل تحت أي نوع من أنواع الحقوق الثلاثة سالفة الذكر، فهو حق غير ثابت -في الأصل- للبايع، وإنما يتم إنشاؤه بالعقد لصالح المشتري، كما أنه بعد إنشائه لا يتعلق بمال، وإنما يتعلق بشيء مجرد، وهو الشراء أو البيع. وإذا كانت الحقوق الثابتة مثل حق الشفعة وحق القصاص لا يجوز بيعها ما لم تتعلق بمال، فمن باب أولى عدم جواز بيع الحقوق غير الثابتة كحق الخيار. وإلى هذا ذهب مجمع الفقه الإسلامي الدولي حيث أكد على أن: «المعقود عليه في الخيار ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه لذا فإنه عقد غير جائز شرعا»²².

ورغم وضوح الحكم الشرعي لعقود الخيارات إلى أن هناك من يبرر جواز أنواع معينة من الخيارات، وسوف نتناول ما ورد من تبرير ثم الرد عليه فيما يلي:²³

أ- خيار الشراء المغطى جائز باعتباره عقد على حق مالي يجوز بيعه وشراؤه وتداوله على أصل موجود

18 انظر، عثمان بن علي بن محسن البارعي، فخر الدين الزليعي، تبين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشلبي، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1313هـ، ج6، ص386، ابن عابدين، حاشية رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، دار الفكر، بيروت، الطبعة الثانية، 1386هـ، ج4، ص15، مالك بن أنس، المدونة الكبرى، دار الكتب العلمية، بيروت، 1994م، ج3، ص383، عثمان بن عمر بن الحاجب، جامع الأمهات، دار اليمامة، بيروت، الطبعة الأولى، 1998م، ص287، ص489، النووي، روضة الطالبين، المكتب الإسلامي، القاهرة، 1985م، ج5، ص681، ج7، ص57، الخطيب الشربيني، مغني المحتاج، دار الكتب العلمية، بيروت، 1355هـ، ج3، ص263، ج4، ص49، البيهوتي، كشف القناع عن متن الإقناع، دار الفكر، بيروت، 1403هـ، ج3، ص466-467.

19 الترمذي، سنن الترمذي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، بدون تاريخ نشر، ج3، ص626.

20 انظر، ابن عابدين، حاشية رد المحتار، مرجع سابق، ج4، ص14، البيهوتي، كشف القناع، مرجع سابق، ج3، ص467، ج5، ص233، الحسين بن مسعود البغوي، التهذيب في فقه الإمام الشافعي، دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، 1997م، ج4، ص353، ج5، ص534، المواق، التاج والإكليل، مرجع سابق، ج6، ص84.

21 انظر، ابن الهمام، فتح القدير، مرجع سابق، ج6، ص46.

22 انظر، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورات 21-2، القرارات 1-238، مطبوعات المجمع، جدة، 2019م، قرار رقم: 63 (7/1).

23 وردت هذه التبريرات في رسالة ماجستير للطالبة: عزوة فهاد العجمي بعنوان: عقود الخيارات في الأسواق المالية وأحكامها في الفقه الإسلامي، بكلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، 2018م.

مملوك لمصدره وخالي من الغرر والقمار والجهالة.. فإذا تم التعاقد على شراء أسهم موجودة مملوكة ومحجوز عليها مع خلو هذه العملية من المخالفات الشرعية فلا إشكال فيها.

وهذا الكلام مردود عليه فوفقاً لآليات الخيارات لا يمكن التسليم بما قيل. فلو افترضنا شراء تلك الأسهم فإن تأخير البديلين هو محصلة ذلك وهو بيع كاليء بكاليء وغرر فاحش، لاسيما مع احتمالية عدم إمكانية التنفيذ أصلاً.

كما أن القول بأن حق الخيار حق مالي يجوز بيعه غير صحيح فالحق المالي هو اختصاص مشروع بمنفعة ذات قيمة مالية بين الناس وهو ما يفتقر إليه الخيار. كما أنه لا تجوز الحقوق التي يترتب عليها تغيير الأحكام الشرعية. فضلاً عن أن من قواعد منع التعسف في استخدام الحق القصد غير المشروع، فاستعمال الحق لتحقيق غرض غير مشروع لا يتفق مع المصلحة المقصودة من الحق أمر لا يجوز شرعاً.

كما أن قياس حق الخيار على حق الشفعة هو قياس مع الفارق فرغم أن حق الشفعة حق مالي مجرد فإن الاعتياض في هذا الحق منعه الحنفية باعتباره مجرداً عن محل الملك، فيلزم من ذلك عدم التصرف فيه بطريق المعاوضة، ومنعه الشافعية والحنابلة وردوا ذلك إلى طبيعة هذا الحق وهو كونه شرع لدفع الضرر، وأجاز المالكية ذلك بعد الشراء باعتباره تنازلاً عن ملك بعوض، ومنعوه قبل الشراء وكان على شفيعته لأن من وهب ما لا يملك لم تصح هيبته. وبصفة عامة الحقوق المجردة لا يجوز الاعتياض عنها وأثبتها الشارع لدفع الضرر عن أصحابها.

ب- خيار البيع المغطى فيه ببيع البائع الأسهم ويعطي المشتري مبلغاً من المال مقابل امتلاك الحق في بيعها عليه مدة العقد إذا رغب. وهذا جائز بشرط وجود الأسهم وملكيته لأحد العاقدين. وذلك لأن المعقود عليه حق مالي يجوز ويصلح أن يكون محلاً للعقد والمبلغ المدفوع مقابل الحصول على الحق.

وهذا مردود عليه بما ذكرناه من نفي أن الخيار حق مالي معتبر شرعاً. كما أن المكافأة ليست ثمناً أو جزء من الثمن. إضافة إلى أن العبرة ليس بتملك الأسهم فقط ولكن أيضاً بتسليمها، ولو افترضنا تسليمها في تاريخ التنفيذ فإن الثمن أيضاً مؤخراً، ولا يجوز شرعاً تأخير البديلين، فضلاً عن احتمالية عدم إمكانية التنفيذ أصلاً.

وهذه الصورة تدخل في بيعتين في بيعة المنهي عنها شرعاً، فإذا كان ذلك ممنوعاً في البيع فإنه في الحق غير الشرعي للخيار أولى.

ج- في خيار البيع غير المغطى تشترط شركة الوساطة على المحرر إيداع مبلغ لضمان تأدية التزامه وهذا المبلغ لا بد أن يغطي أقصى خسارة وهي معلومة في هذا العقد وهي القيمة المتفق عليها لشراء الأسهم، وإذا لم يملك كامل المبلغ فلا إشكال أيضاً إذ لا يشترط أن يملك المشتري ثمن المبيع كما لو اشترى سلعة بالأجل فلن يؤثر وجود الثمن في صحة البيع المؤجل وعقد الخيار البيع فيه تم على الحق وقبضت قيمته. فيجوز التعامل بهذا النوع من العقود لأنه عقد على حق مالي، والأسهم موجودة ومملوكة لأحد العاقدين، لأن في هذا النوع من العقود من يشتري حق البيع هو مالك السهم، فيشتري حق البيع ليبيع أسهمه إذا رغب.

وهذا مردود عليه بما ذكرناه من نفي أن الخيار حق مالي معتبر شرعاً، وأن المكافأة ليست ثمناً أو جزءاً من الثمن. كما أنه في البيع الأجل يتم تسليم السلعة وتأجيل الثمن وهنا يتم تأجيل البديلين.

ومن الجدير بالذكر أن من عرض هذه التبريرات لإباحة خيار البيع غير المغطى حرم في الوقت نفسه خيار الشراء غير المغطى مبرراً ذلك بعدم استيفاء الحق لملكية الأسهم فهو بيع ما لا يملك وفيه غرر وجهالة وقمار، والحقيقة أن الغرر والجهالة والقمار هي سمة عقود الخيارات وفقاً لتصميمها كمنتج مالي للمضاربة والتحوط، ولا يمكن اعتبارها حقاً مالياً. فهي في حقيقتها معاوضة لضمان السعر بغير كثير كالتأمين التقليدي.

2/2- عقد الخيار والعقود المسماة:

هناك من قد يرى أن عقد الخيار يشبه عددا من العقود المسماة كبيع السلم، وبيع العربون، والخيار الشرعي.

1/2/2- عقد الخيار وعقد السلم:

قد يرى البعض أن من عقد الخيار من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية، وبيع السلم هو "بيع موصوف في الذمة يبدل يعطى عاجلاً"²⁴، باعتبار أن الثمن المعجل في الخيار هي المكافأة، وهذا قول يخالف الواقع، حيث يختلف عقد السلم اختلافا جوهريا عن عقد الخيار في الآتي:

أ- لا يتم دفع الثمن في عقد الخيار في مجلس العقد، وإنما يؤجل دفعه إلى موعد التصفية، من خلال تسوية فروق الأسعار بينما في بيع السلم يدفع الثمن وجوبا في مجلس العقد عند جمهور الفقهاء أو خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أيام عند المالكية²⁵.

ب- الأصل المتعاقد عليه في عقد الخيار يباع وهو في ذمة البائع الأول، وقبل أن يحوزه المشتري الأول عدة ببوعات، بغرض قبض أو دفع فروق الأسعار، بينما في عقد السلم لا يجوز بيع المبيع قبل قبضه.

2/2/2- عقد الخيار وبيع العربون:

قد يرى البعض أن عقد الخيار من قبيل بيع العربون الذي "أجازه الإمام أحمد بن حنبل خلافا للجمهور"²⁶، والعربون هو أن "يشترى السلعة فيدفع إلى البائع جزءا من الثمن على أنه إذا أخذ السلعة احتسب به من الثمن، وإن لم يأخذها فهو للبائع"²⁷.

فهذا الرأي يعتبر الثمن الذي يدفعه المشتري في خيار الشراء لا يختلف عن العربون الذي يدفعه المشتري للبائع في بيع العربون، حيث إنه إذا تم البيع احتسب البائع من ثمن السلعة، وإذا لم يتم المشتري الصفقة ذهب عليه العربون، والمشتري كذلك في خيار الشراء، فإن مارس حقه في الشراء أصبح ثمن الخيار الذي دفعه جزءا من الثمن، وإن لم يشتري ذهب عليه. كما أن كل من العربون والخيار له مدة محددة، فالخيار يعطي المشتري الحق في شراء الأوراق المالية أو غيرها خلال فترة محددة، وفي بيع العربون يكون للبائع الحق في إمضاء البيع خلال فترة محددة كذلك.

وهذا قول لا يستقيم أيضا، حتى لو أخذنا برأي الإمام أحمد، حيث يختلف بيع العربون اختلافا جوهريا عن عقد الخيار في الآتي:

أ-من خلال بيع العربون يتم دفع مقدم من الثمن في سلعة، فإذا تم البيع خصم هذا المقدم من الثمن، وإذا لم يتم البيع أخذ البائع العربون، فالخيار فيه للمشتري، واللزم على البائع، ومن ثم فإن العربون جزءاً من ثمن سلعة أما علاوة الخيار فهي حق أو التزام تمثل سعرا للخيار نفسه ومنفصلة عن سعر الأصل.

ب-المعقود عليه موجود في بيع العربون وهو السلعة أما في الخيار فالمعقود عليه غير موجود، حيث إن البيع يرد على الخيار نفسه وليس على الأصل محل الخيار.

24 انظر، الموسوعة الفقهية، مرجع سابق، ج25، ص191.

25 انظر، المرجع السابق، ج25، ص197-198.

26 انظر، سيد سابق، فقه السنة، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الرابعة، 1983م، ج3، ص156-157.

27 انظر، ابن قدامة، المغني، مكتبة القاهرة، الطبعة الأولى، 1968م، ج6، ص331.

ج- الخيار في عقود الخيار قد يكون للمشتري وقد يكون للبائع، بينما في بيع العربون لا خيار إلا للمشتري.
د- حق الخيار قابل للتداول، بينما حق العربون ليس قابلاً للتداول، فالبائع يحتفظ بمحل العقد الذي فيه عربون، فليس له التصرف فيه، والخيار على عكسه.

هـ- الغرض من عقد الخيار ليس تحصيل مقصود العقد، وهو قبض الثمن والمثمن، ولكن الغرض هو الاستفادة من فروق الأسعار، حيث إن تسوية العقد تكون في الغالب تسوية نقدية، بينما في بيع العربون يتم تحصيل مقصود العقد بتسليم باقي الثمن واستلام السلعة.

3/2/2- عقد الخيار وعقد البيع مع خيار الشرط:

قد يرى البعض أن عقد الخيار لا يختلف عن عقد البيع الذي اشترط فيه خيار الشرط، باعتبار أن عقد الخيار يتيح للمشتري الحق في الشراء أو البيع خلال فترة محددة، وكذلك يتيح البيع الذي اشترط فيه الخيار للمشتري الحق في إمضاء البيع أو فسخه خلال مدة محددة.

وهذا قول جانبه الصواب، حيث يختلف عقد البيع مع خيار الشرط اختلافاً جوهرياً عن عقد الخيار في الآتي:

أ- عقد الخيار عقد مستقل عن عقد البيع ومحلله حق لمشتريه والتزام على بائعه وليس معاوضة على أصل معين وهذا من سمة عقد الخيار، ومن هنا تم تصنيفه ضمن عقود المشتقات، بينما الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل فهو يتعلق بعقد البيع نفسه ومحلله أصل أو سلعة معينة.

ب- محل العقد في عقد الخيار هو مجرد حق وليس أصل حقيقي أو مالي، بينما محل العقد في الخيار الشرعي سلعة موجودة.

ج- حق الخيار قابل للتداول بينما الخيار الشرعي لا يجوز تداوله.

3/2- عقد الخيار والعقود غير المسماة:

قد يرى البعض أن عقد الخيار هو عقد جديد ولذلك يدخل تحت العقود غير المسماة حيث إن الفقهاء اختلفوا في نظرهم للحق لذا ما المانع من أخذ عوض مقابل إعطاء حق البيع أو حق الشراء لاسيما وأن هذا الحق مستجد، وكونه ليس من جنس الحقوق التي ذكر الفقهاء جواز أخذ العوض عليها، لا يعني الجزم بأنه لا يجوز أخذ العوض عليه، حيث إن أخذ العوض عليه ليس مبنياً على أساس تلك الحقوق المذكورة بعينها، وإنما مبني على كون هذه الحقوق في أصلها تقبل المعاوضة عليها، فالأصل في المعاملات الإباحة، والحق من حيث هو حق لا يوجد ما يمنع من المعاوضة عليه، والفقهاء ذكروا حقوقاً لا يجوز أخذ العوض عنها، كما ذكروا حقوقاً يجوز أخذ العوض عنها، ومنعهم أخذ العوض في بعضها لمعنى معين، وهذا المعنى لا يرجع إلى أن الحق من حيث كونه حق لا يجوز أخذ العوض عليه، ومن ثم فإن بيع حق الخيار جائز بناء على أن الأصل في المعاملات الإباحة، مع عدم وجود معنى في هذا الحق يمنع من بيعه ونقله من شخص لآخر.

وهذا الكلام يحمل في طياته عوامل هدمه ومردود عليه شرعاً وعقلاً بما يلي:

أ- إذا كان الأصل في المعاملات الإباحة، فإن ذلك يجب أن لا يصطدم بثوابت الشريعة، فأخذ المال مقابل منح حق الخيار يدخل في أكل المال بالباطل الذي نهى عنه القرآن الكريم «بِأَيِّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ»²⁸، لأنه هذا الحق ليس بمال ولا متعلقاً بمال، كما أنه لا يحقق نفعاً لمشتريه إلا

باستعماله، وهو أمر يتوقف على أن يكون العقد موجبا بالنسبة له، من خلال تغير الأسعار في صالحه، وإذا لم تتغير الأسعار في صالحه، لم يستعمل هذا الحق، ويذهب عليه ما دفعه من مال بلا مقابل، وهذا أيضا من أكل للمال بالباطل باعتباره غرر، فأبى حق استحق محرر العقد ثمن الخيار.

ب- عقود الخيار واضح فيها بما لا يدع مجالاً للشك بأنها من جنس القمار والميسر وفيها ربا وكل ذلك حرمته شريعة الإسلام، حيث إن القمار هو «ما يكون فاعله مترددا بين أن يغمم وبين أن يغرّم»²⁹، والمشترون والبائعون في عقود الخيارات إما يغطون الأخطار أو يضاربون على الأسعار، والمغطون يأخذون مركزا مستقبليا لتغطية مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، ويفعلون ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق، أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد بالنسبة للطرف الآخر، أما الطرف الآخر فإنه يبذل هذا المال على محض المقامرة والمراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقا لمركزه بما يحقق مصلحته، فدانما مكاسب طرف ما تكون على حساب خسائر الطرف الآخر.

كما أن الإيجاب والقبول فيها قائم على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق خلال فترة العقد، وهو أمر ينافي مقصود العقد الذي هو مقصود الشارع. ويبدو ذلك بصورة لا تحتاج لبرهان في خيارات المؤشرات، وخيارات سعر الفائدة المحرم في أساسه باعتباره ربا، فضلا عن خيارات العملات الأجنبية القائمة على الأجل وافتقاد التقابض الشرعي، ومن ثم وقوعها في الربا.

لقد أصبحت عقود الخيارات أداة لحماية المستثمر من المخاطر بعد أن كانت الخطر نفسه، ومع ذلك فإنه يغلب عليها جانب المجازفة على جانب التحوط، والمبادلات الصفرية على المبادلات المولدة للثروة، وتعظيم المخاطر ثم العمل على إدارتها تحت مسمى الهندسة المالية، فهي من خلقت المشكلة بغرض البحث لها عن علاج، حيث إن الدور الأساسي لعقود الخيارات قائم على تحويل المخاطر من مستثمر لآخر دون أن يتطلب ذلك بيعاً للأصول محل التعاقد. فتصميم عقود الخيار لم يتم إلا بغرض المتاجرة في المخاطر وتحويلها إلى سلعة، حيث يجري بيع المخاطر وشرائها ونقلها ممن يتوجسون خيفة من نتائجها إلى الذين يسعون حثيثا في طلبها وتحملها مقابل ثمن يتقاضونه مسبقاً عند تحرير العقد.

وقد كان من نتيجة ذلك أن انتشرت المقامرات بصورة مقننة، وارتفعت المخاطر، وتزايدت التقلبات الاقتصادية، وتراجع نمو الثروة، وأصبحت المشتقات ومنها الخيارات قنابل موقوتة يؤدي انهيارها إلى انهيار منشآت الأعمال بل إلى انهيار البورصات، وهذا ما دعا العديد من رجال المال الغربيين وفي مقدمتهم المضارب الشهير جورج سوروس إلى القول أن: «كثيراً من أدوات المشتقات لا تخدم غرضاً معيناً سوى تسهيل المضاربة على وجه الخصوص»³⁰. كما ذهب اتحاد المصارف العربية إلى القول أن: «عمليات الخيار من قبيل الرهان والقمار الحقيقي وهو علم له أصوله وفنونه ولا عبوه ونتائجه»³¹.

ج - تنطوي عقود الخيار على الصورية حيث لا يتم فيها دفع قيمة الاستثمار عند الاتفاق عليه، وليس هدفها أساسا الحصول على أصل مالي أو حقيقي، بل تسوى فروق الأسعار بعد ذلك حسابيا دون دفع ثمن أو استلام أصل، وبالتالي لا يترتب عليها تملك ولا تملك، فلا المشتري يملك المثلث ولا البائع يملك الثمن. كما أنها تختلف عن المعاوضة الحقيقية التي تحقق المنفعة لطرفي العقد.

29 انظر، سليمان البيجرمي، حاشية البيجرمي على شرح المنهج، مصطفى البابي الحلبي، القاهرة، 1345هـ، ج4، ص313، 367.

Edward Chancellor, Devil take the Hindmost, a History of Financial Speculation, Published 30 by Farar, Staraus, Giroux, 1999, p.334

31 انظر، الهندسة المالية، مطبوعات اتحاد المصارف العربية، 1996م، ص135.

ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعا لإفادة التمليك، فإن كانت غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل، فالبيع في الفقه الإسلامي تمليك وتملك على سبيل التأييد³².

د - تتعارض مع "قاعدة العدل التي تمثل الأصل في العقود"³³، والتي أمر بها الله تعالى في قوله تعالى: «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ»³⁴، فهذه النوعية من العقود تتعارض فيها مصلحة المتعاقدين تعارضا بينا فما كان مطن منفعة لأحد الأطراف يمثل ضررا للطرف الأخر، فأرباح أحد الأطراف هي خسارة الطرف الأخر. والإسلام لا يرضى بهذا، فمن قواعده الكلية (لا ضرر ولا ضرار).

د- عقود الخيار ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم ويسوى الفرق ربحا أو خسارة من خلال تسوية فروق الأسعار، فهذه العقود من قبيل بيع ما ليس عندك، وبيع ما لم يقبض، وبيع الكالئ بالكالئ المحرمة شرعا لما فيها من غرر. أما كونها من قبيل بيع ما ليس عندك فهو واضح لأنها غالبا تتبادل فيها التزامات وليس أصولا. وكونها من بيع ما لم يقبض فهو واضح من كونها تتم عادة على ما لا يملك، كما أنها في حقيقتها لا تهدف عادة إلى تسليم أصول، وكونها من قبيل بيع الكالئ بالكالئ، فهو واضح من كونها لا يسلم فيها أصولا ولا يدفع فيها ثمنًا إلا نسبيته فكل طرفي المعاوضة نسبيته.

هذا وقد حسم المجمع الفقه الإسلامي لرابطة العالمي الإسلامي حرمة الخيارات حيث ذكر أن: "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 مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعا. وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها"³⁵. كما ذهب مجمع الفقه الإسلامي الدولي إلى أنه: "لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحته وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"³⁶. كما ذهب لذلك أيضا المعايير الشرعية لذلك حيث نصت على أن: "عقود الخيارات لا يجوز إنشاؤها ولا تداولها"³⁷.

4/2- أدوات شرعية للتحوط بديلا عن عقود المشتقات:

إن الإسلام لا يحرم شيئا إلا ويضع بدائل متعددة له في دائرة الإباحة، والابتكار والإبداع الحسن في أمور الدنيا، مطلوب ومرغوب ما دام منضبطا بما ورد في الدين، لذا لا مانع شرعا من وضع بدائل شرعية لعقود الخيارات على أن تكون للتحوط من مخاطر التغيرات السعرية وليس للمضاربة بعيدا عن سياسة التوقيع أو التبرير الفقهي والتقليد المذموم والحيل المذمومة أو الهندسة المالية الشيطانية، بالبعد عن المحظورات الشرعية، كالربا، والغرر، وبيع ما ليس مملوكا، وتأجيل قبض البديلين (ابتداء الدين بالدين) وغيرها. وكذلك الفطنة إلى المقاصد والأمور الكلية في الاقتصاد الإسلامي، من خلال النظر في بيان الحكم الشرعي إلى الجزئيات والكليات وإلى الفروع والمقاصد.

32 لمزيد من التفاصيل انظر، ابن تيمية، الفتاوى الكبرى، دار الغد العربي، القاهرة، الطبعة الثالثة، 1991م، ص344-345، محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ص237، -277، 283، د. محمد مصطفى شلبي، المدخل في التعريف بالفقه الإسلامي وقواعد الملكية والعقود فيه، مرجع سابق، ص482-480.

33 انظر، ابن القيم، إعلام الموقعين عن رب العالمين، مكتبة الكليات الأزهرية، حسني محمد إمبابي المنياوي، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ج2، ص7.

34 النحل/90.

35 انظر، قرارات المجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي، من دورته الأولى 1398هـ إلى دورته السابعة عشر، 1424هـ، مكة المكرمة، بدون تاريخ نشر، ص137.

36 انظر، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، قرار رقم: 63 (1/7).

37 انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2016م، ص552، 572.

وفي إطار ذلك وما أسست له المعايير الشرعية من بدائل لعقود الخيارات³⁸ فإنه يمكن في ضوء الاقتصاد الإسلامي التحوط من مخاطر التغيرات السعرية، من خلال الصور الثلاثة الآتية:

أ- إبرام العقد على أصول حقيقية أو مالية مع دفع جزء من الثمن عربونا على أن يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة نظير استحقاق البائع مبلغ العربون في حال استخدام المشتري حق الفسخ. ويكون هذا الحق الثابت بالعربون غير قابل للتداول.

ب- إبرام العقد على أصول حقيقية أو مالية شرعية مع اشتراط الخيار لإثبات حق الفسخ لأحد العاقدين أو لكليهما خلال مدة معلومة. ويكون خيار الشرط غير قابل للتداول.

ج- إصدار وعد ملزم من البائع مالك الأصول الحقيقية أو المالية الشرعية أو وعد ملزم من المشتري للأصول الحقيقية أو المالية الشرعية، دون تخصيص مقابل للوعد، ويكون هذا الوعد غير قابل للتداول.

وبذلك يتوافر التسليم والقبض الحقيقي للأصول، الحقيقية أو المالية بعيدا عن المقامرات، وتتحقق مصلحة الطرفين دون تحقيق مغنم لطرف على حساب مغرم الطرف الآخر، وهو ما يصب في نهاية المطاف في صالح الاقتصاد القومي.

خاتمة :

وهكذا تم التعرف على عقود الخيارات من حيث مفهومها، ونشأتها وتطورها، وأنواعها، وسماتها، والمنظور الإسلامي لها، وقد خلص البحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

النتائج :

خلص البحث إلى مجموعة من النتائج من أهمها ما يلي :

1- عقد الخيار هو عقد بين طرفين هما مالك أو مشتري العقد والآخر المحرر أو بائع العقد بموجبه يعطي هذا العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع من المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر محدد يتفق عليه مقدما لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، ويكون للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان هذا التنفيذ في غير صالحه، مقابل أن يدفع تعويضا للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة، وهذه المكافأة يتم دفعها عند التعاقد وغير قابلة للرد وهي ليس جزءا من قيمة الصفقة.

2- تتعدد أنواع عقود الخيارات، ويمكن تصنيفها باعتبارات متعددة، فمن حيث نوع الصفقة يمكن تقسيمها إلى: خيار شراء وخيار بيع وخيار مزدوج، ومن حيث ملكية الأوراق المالية يمكن تقسيمها إلى: خيار مغطى وخيار غير مغطى، ومن حيث تاريخ تنفيذ العقد يمكن تقسيمها إلى: خيار أمريكي وخيار أوربي، ومن حيث محل العقد يمكن تقسيمها إلى: خيار أصول حقيقية، وخيار أوراق مالية، وخيار عملات أجنبية، وخيار أسعار فائدة، وخيار مؤشرات.

3- من سمات عقود الخيارات أنها عقود يبدو فيها مفهوم المشتقات واضحا، فهي تشتق قيمتها من القيمة التي يباع بها الأصل محل عقد الخيار في السوق الحاضر، كما أن عقود الخيارات المتداولة في الأسواق المنظمة هي عقود نمطية.

38 لمزيد من التفاصيل انظر، المرجع السابق، ص553-554.

4- تمكن عقود الخيار من التمتع بمزايا الرفع المالي، بدرجة تفوق بصورة كبيرة ما يتيح البيع على المكشوف في السوق الحاضر، ومن ثم فهي أداة للمضاربة، كما أنها أداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية.

5- تعطي عقود الخيار للمشتري حق وليس التزام، فمشتري العقد له الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان في غير صالحه، كما أنها ليس فيها تسليم ولا تسلم وإنما غالبا تسوية نقدية في تاريخ تنفيذ العقد.

6- حق الخيار حق غير ثابت -في الأصل- للبائع، وإنما يتم إنشاؤه بالعقد لصالح المشتري، كما أنه بعد إنشائه لا يتعلق بمال، وإنما يتعلق بشيء مجرد، وهو الشراء أو البيع. وإذا كانت الحقوق الثابتة مثل حق الشفعة وحق القصاص لا يجوز بيعها ما لم تتعلق بمال، فمن باب أولى عدم جواز بيع الحقوق غير الثابتة كحق الخيار. وإلى هذا ذهب مجمع الفقه الدولي حيث أكد على أن: «المعقود عليه في الخيار ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه لذا فإنه عقد غير جائز شرعا».

7- عقد الخيار ليس من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية، فالثمن في عقد الخيار لا يدفع في مجلس العقد، وإنما يؤجل إلى موعد التصفية، من خلال تسوية فروق الأسعار، بينما في بيع السلم يدفع الثمن وجوبا في مجلس العقد عند جمهور الفقهاء أو خلال مدة لا تزيد على ثلاثين يوما عند المالكية. كما أن الأصل المتعاقد عليه في عقد الخيار يباع وهو في ذمة البائع الأول، وقبل أن يحوزه المشتري الأول عدة بيوعات، بغرض قبض أو دفع فروق الأسعار، بينما في عقد السلم لا يجوز بيع المبيع قبل قبضه.

8- عقد الخيار ليس من قبيل بيع العربون الذي أجازاه الإمام أحمد خلافا للجمهور، حيث إن العربون جزءاً من ثمن سلعة أما علاوة الخيار فهي حق أو التزام تمثل سعرا للخيار نفسه ومنفصلة عن سعر الأصل. كما أن المعقود عليه موجود في بيع العربون وهو السلعة أما في الخيار فالمعقود عليه غير موجود، والخيار في عقود الخيار قد يكون للمشتري وقد يكون للبائع، بينما في بيع العربون لا خيار إلا للمشتري. إضافة إلى أن حق الخيار قابل للتداول، بينما حق العربون ليس قابلا للتداول، والغرض من عقد الخيار ليس تحصيل مقصود العقد، وهو قبض الثمن والمثمن، بل الغرض هو الاستفادة من فروق الأسعار، بينما في بيع العربون يتحقق مقصود العقد بتسليم باقي الثمن واستلام السلعة.

8- عقد الخيار ليس من قبيل عقد البيع الذي اشترط فيه خيار الشرط، فعقد الخيار عقد مستقل عن عقد البيع، بينما الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل فهو يتعلق بعقد البيع نفسه ومحله سلعة معينة. كما أن محل العقد في عقد الخيار هو مجرد حق وليس أصل حقيقي أو مالي، بينما محل العقد في الخيار الشرعي سلعة موجودة. وحق الخيار قابل للتداول بينما الخيار الشرعي لا يمكن تداوله.

9- عقد الخيار ليس عقداً جديداً يدخل تحت العقود غير المسماة بغرض إباحته، فإذا كان الأصل في المعاملات الإباحة، فإن ذلك يجب أن لا يصطدم بثوابت الشريعة، وأخذ المال مقابل منح حق الخيار يدخل في أكل المال بالباطل، وعقود الخيار واضح فيها بما لا يدع مجالاً للشك بأنها من جنس الغرر القمار والميسر وفيها ربا وكل ذلك حرمته شريعة الإسلام، كما أنها تخالف مقتضى عقود البيع التي وضعت شرعا لإفادة التمليك، وتدخل في بيع ما ليس عندك وبيع ما لم يقبض وبيع الكاليء بالكاليء، كما تتعارض مع قاعدة العدل التي تمثل الأصل في العقود، حيث تتعارض مصلحة المتعاقدين تعارضا بينا فما كان مظن المنفعة لأحد الأطراف يمثل في الوقت نفسه ضررا للطرف الآخر.

10- يمكن وضع بدائل لعقود الخيارات -من منظور الاقتصاد الإسلامي- للتحوط من مخاطر التغيرات السعرية، وذلك من خلال بيع العربون، والخيار الشرعي، والوعد الملزم، مع عدم تداولها.

التوصيات :

في ضوء ما أسفر عنه هذا البحث من نتائج، فإن الباحث يوصي بما يلي:

- 1- أهمية الالتزام بأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية في تطوير المنتجات المالية، وتجنب سياسة الترفيع أو التبرير الفقهي والتقليد المذموم والحيل المذمومة أو الهندسة المالية الشيطانية.
- 2- أهمية تأسيس سوق مالية إسلامية فعالة تنضبط بالضوابط الشرعية وتخلو من الربا والغرر والمقامرة والنجش بما ييسر التوفيق بين الممولين والمستثمرين، ويعود بالنفع على الاقتصاد القومي إنتاجاً وتوزيعاً واستهلاكاً.

والله ولي التوفيق.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The author has no conflict of interest to declare.

Grant Support: The author declared that this study has received no financial support.

المراجع

- ابن أنس، مالك، المدونة الكبرى، دار الكتب العلمية، بيروت، 1994م.
- ابن تيمية، الفتاوى الكبرى، دار الغد العربي، القاهرة، الطبعة الثالثة، 1991م.
- ابن عابدين: محمد أمين، حاشية رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، دار الفكر، بيروت، الطبعة الثانية، 1386هـ.
- ابن قدامة: عبد الله بن أحمد، المغني، مكتبة القاهرة، الطبعة الأولى، 1968م.
- ابن الحاجب، عثمان بن عمر، جامع الأمهات، دار اليمامة، بيروت، الطبعة الأولى، 1998م.
- ابن القيم، إعلام الموقعين عن رب العالمين، مكتبة الكليات الأزهرية، حسني محمد إمبابي المنياوي، القاهرة، بدون تاريخ نشر.
- أبو زهرة: محمد، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة، بدون تاريخ نشر.
- الباجوري: إبراهيم بن أحمد، حاشية الباجوري على ابن قاسم الغزي على متن أبي شجاع، دار المنهاج، بيروت، الطبعة الأولى، 2016م.
- أونور: إبراهيم أحمد، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع» بحث منشور بكلية الدراسات الإدارية، جامعة الخرطوم بالسودان، 2011م.
- البارعي، الزيلعي: عثمان بن علي بن محجن، فخر الدين، تبين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشلبي، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1313هـ.
- البغوي: الحسين بن مسعود، التهذيب في فقه الإمام الشافعي، دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، 1997م.
- البيجرمي: سليمان، حاشية البيجرمي على شرح المنهج، مصطفى البياي الحلبي، القاهرة، 1345هـ.
- العاصمي: عبد الرحمن بن محمد بن قاسم، حاشية الروض المربع شرح زاد المستنقع، بدون ناشر، الطبعة الأولى، 1397هـ.
- اليهوتي: منصور بن أحمد، كشاف القناع عن متن الإقناع، دار الفكر، بيروت، 1403هـ.

- الترمذي: محمد بن عيسى، سنن الترمذي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، بدون تاريخ نشر.
- الشريني: الخطيب محمد بن أحمد، مغني المحتاج، دار الكتب العلمية، بيروت، 1355هـ.
- العجمي: عزوة فهد، عقود الخيارات في الأسواق المالية وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، 2018م.
- القره داغي: د. علي، حقيبة الدكتور على القره داغي الاقتصادية، الكتاب الرابع: بحوث في الاقتصاد الإسلامي، شركة دار البشائر الإسلامية، بيروت، الطبعة الأولى، 2010م.
- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2016م.
- المواق: محمد بن يوسف، التاج والإكليل شرح مختصر خليل، مطبعة السعادة، القاهرة، 1329هـ.
- الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشئون الإسلامية بالكويت، 1409هـ.
- النووي: يحيى بن شرف، روضة الطالبين، المكتب الإسلامي، القاهرة، 1985م.
- الهمام: كمال الدين، فتح القدير، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1316هـ.
- الهندسة المالية، مطبوعات اتحاد المصارف العربية، 1996م.
- رضوان: د. سمير عبد الحميد، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005م.
- سابق: سيد، فقه السنة، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الرابعة، 1983م.
- ثلبي: د. محمد مصطفى، المدخل في التعريف بالفقه الإسلامي وقواعد الملكية والعقود فيه، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1981م.
- قرارات المجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي، من دورته الأولى 1398هـ إلى دورته السابعة عشر، 1424هـ، مكة المكرمة، بدون تاريخ نشر.
- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورات 21-2، القرارات 1-238، مطبوعات المجمع، جدة، 2019م.
- كرتزمان: جويل، موت النقود، ترجمة د. محمد العصيمي، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2010م.
- هندي: منير إبراهيم، إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، منشأة المعارف. الإسكندرية، 2006م.
- ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف. الإسكندرية، 1999م.

Kaynakça/References

- Ibn Anas, Mālik, Al-Mudawwanah al-Kubrā, Dār al-Kutub al-‘Ilmīyah, Bayrūt, 1994m.
- Ibn Taymīyah, Al-Fatāwā al-Kubrā, Dār al-Ghad al-‘Arabī, al-Qāhirah, al-Ṭab‘ah al-thālithah, 1991m.
- Ibn ‘Ābidīn : Muḥammad Amīn, Ḥāshiyat radd al-muḥtār ‘alā al-Durr al-Mukhtār sharḥ Tanwīr al-abṣār, Dār al-Fikr, Bayrūt, al-Ṭab‘ah al-thānīyah, 1386h.
- Ibn Qudāmāh : ‘Abd Allāh ibn Aḥmad, Al-Mughnī, Maktabat al-Qāhirah, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 1968m.
- Ibn al-Ḥājib, ‘Uthmān ibn ‘Umar, Jāmi‘ Al-ummahāt, Dār al-Yamāmāh, Bayrūt, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 1998M.
- Ibn al-Qayyim, I‘lām al-muwaqqi‘īn ‘an Rabb al-‘ālamīn, Maktabat al-Kullīyāt al-Azharīyah, Ḥusnī Muḥammad Imbābī al-Mīnyāwī, al-Qāhirah, bi-dūn Tārīkh Nashr.
- Abū Zahrah : Muḥammad, Al-Malakīyah wa-nazarīyah al-‘Iqd fī al-sharī‘ah al-Islāmīyah, Dār al-Fikr al-‘Arabī, al-Qāhirah, bi-dūn Tārīkh Nashr.
- Al-Bājūrī : Ibrāhīm ibn Aḥmad, Ḥāshiyat al-Bājūrī ‘alā Ibn Qāsim al-Ghazzī ‘alā matn Abī

Shujā‘, Dār al-Minhāj, Bayrūt, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 2016m.

-Awnawar : İbrāhīm Aḥmad, ‘Uqūd al-khiyārāt wa-idārat al-makhāṭir fī Aswāq al-sila‘ ‘‘baḥṭh manshūr bi-Kullīyat al-Dirāsāt al-İdārīyah, Jāmi‘at al-Khartūm bi-al-Sūdān, 2011M.

Albār‘y, al-Zayla‘ī : ‘Uthmān ibn ‘Alī ibn Miḥjan, Fakhr al-Dīn, tbbyn al-ḥaqā‘ıq sharḥ Kanz al-daqa‘ıq wa-ḥāshiyat al-Shalabī, al-Maṭba‘ah al-Kubrā al-Amīrīyah, al-Qāhirah, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 1313h.

Al-Baghawī : al-Ḥusayn ibn Mas‘ūd, Al-Tahdhīb fī fiqh al-İmām al-Shāfi‘ī, Dār al-Kutub al-‘İlmīyah, Bayrūt, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 1997m.

Albyjrmıy : Sulaymān, Ḥāshiyat albyjrmıy ‘alā sharḥ al-manhaj, Muṣṭafā al-Bābī al-Ḥalabī, al-Qāhirah, 1345h.

Al-‘Āsimī : ‘Abd al-Raḥmān ibn Muḥammad ibn Qāsim, Ḥāshiyat al-Rawḍ al-murbi‘ sharḥ Zād al-Mustanqa‘, bi-dūn Nāshir, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 1397h.

Al-Buhūtī : Manṣūr ibn Aḥmad, Kashshāf al-qinā‘ ‘an matn al-Iqnā‘, dārālfkr, Bayrūt, 1403h.

Al-Tirmidhī : Muḥammad ibn ‘İsā, Sunan al-Tirmidhī, Dār İḥyā‘ al-Turāth al-‘Arabī, Bayrūt, bi-dūn Tārīkh Nashr.

Al-Shirbīnī : al-Khaṭīb Muḥammad ibn Aḥmad, Mughnī al-muḥtāj, Dār al-Kutub al-‘İlmīyah, Bayrūt, 1355h.

Al-‘Ajamī : Azwh Fahhād, ‘Uqūd al-khiyārāt fī al-aswāq al-mālīyah wa-aḥkāmuhā fī al-fiqh al-İslāmī, Risālat mājıstır ghayr manshūrah, Kullīyat al-sharī‘ah wa-al-Dirāsāt al-İslāmīyah, Jāmi‘at al-Kuwayt, 2018m

Ālqrh Dāghī : D. ‘Alā, Ḥaqıbat al-Duktūr ‘alā al-Qarah Dāghī al-iqtıśādīyah, al-Kitāb al-rābi‘ : Buḥūth fī al-iqtıśād al-İslāmī, Sharikat Dār al-Bashā‘ır al-İslāmīyah, Bayrūt, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 2010m.

Al-ma‘āyır al-shar‘īyah, Hay‘at al-muḥāsabah wa-al-murāja‘ah lil-mu‘assasāt al-mālīyah al-İslāmīyah, al-Baḥrayn, 2016m.

Mawwāq : Muḥammad ibn Yūsuf, Al-Tāj wa-al-İklīl sharḥ Mukhtaṣar Khalīl, Maṭba‘at al-Sa‘ādah, al-Qāhirah, 1329h.

al-Mawsū‘ah al-fiqhīyah, Wizārat al-Awqāf wa-al-Shu‘ūn al-İslāmīyah bi-al-Kuwayt, 1409h.

al-Nawawī : Yahyá ibn Sharaf, Rawḍat al-ṭālibīn, al-Maktab al-İslāmī, al-Qāhirah, 1985m.

Al-humām : Kamāl al-Dīn, Fatḥ al-qadīr, al-Maṭba‘ah al-Kubrā al-Amīrīyah, al-Qāhirah, al-Ṭab‘ah al-ūlā, 1316h.

Al-Handasah al-mālīyah, Maṭbū‘āt İttihād al-maṣārif al-‘Arabīyah, 1996m.

Raḍwān : D. Samīr ‘Abd al-Ḥamīd, Al-Mushtaqāt al-mālīyah, Dār al-Nashr lil-Jāmi‘āt, al-Qāhirah, 2005m.

Sābiq : Sayyid, Fiqh al-Sunnah, Dār al-Fıkr lil-Ṭibā‘ah wa-al-Nashr wa-al-Tawzı‘, Bayrūt, al-Ṭab‘ah al-rābi‘ah, 1983m.

Shalabī : D. Muḥammad Muṣṭafá, Al-Madkhal fī al-ta‘ríf bi-al-fiqh al-İslāmī wa-qawā‘id al-Malakīyah wa-al-‘Uqūd fıhi, Dār al-Nahḍah al-‘Arabīyah lil-Ṭibā‘ah wa-al-Nashr, Bayrūt, 1981M.

Qarārāt al-Majma‘ al-fıqhī li-Rābiṭat al-‘ālam al-İslāmī, min dawratıhi al-ūlā 1398h ilá dawratıhi al-sābi‘ah ‘ashar, 1424h, Makkah al-Mukarramah, bi-dūn Tārīkh Nashr.

Qarārāt wa-tawṣıyāt Majma‘ al-fiqh al-İslāmī, Munazzamat al-Ta‘āwun al-İslāmī, al-Dawrāt 2-21, al-qarārāt 1-238, Maṭbū‘āt al-Majma‘, Jiddah, 2019m.

Kurtzman, Joel, Mawt al-nuqūd, tarjamat D. Muḥammad al-‘Uṣaymī, Dār al-Maymān lil-Nashr wa-al-Tawzī‘, al-Riyāḍ, al-Ṭab‘ah al-ūlá, 2010m.

Hindī : Munīr Ibrāhīm, Idārat al-makhāṭir, al-juz’ al-thālith, ‘Uqūd al-khiyārāt, Munsha’at al-Ma‘ārif. al-Iskandarīyah, 2006m.

-----, Asāsīyāt al-istithmār fī al-awrāq al-mālīyah, Munsha’at al-Ma‘ārif. al-Iskandarīyah, 1999M.

A. Tucker, Financial Futures Option and Swap, Minn.: West Publishing Company,1990.

Benton E. Gub, Robert Brooks, Interest Rate Risk Management: The Banker’s Guide to Using Futures, Options, Swaps and Other Derivative Instruments Hardcover – March 1, 1993.

Don M. Chance, Options and Futures, Published by The Dryden press Harcourt Brace Jovanovich college publishers.

Edward Chancellor, Devil take the Hindmost, a History of Financial Speculation, Published by Farar, Starsaus, Giroux, 1999.

R. Jonson And C. Giaccotto, Options, and futures: Concepts, strategies and applications. Minn. Wesr Publishing company, 2004.

