

عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة فقهية تطبيقية

د. فهد سعد الدبيس الرشيدى^(*)

(*) العميد المساعد للأبحاث والاستشارات والتدريب، والأستاذ المساعد بقسم الفقه المقارن والسياسة الشرعية، في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية - جامعة الكويت.

ملخص البحث:

بسم الله، والحمد لله، والصلاة والسلام على رسول الله، وبعد:

تم إدراج الخيارات - بصفتها إحدى أدوات الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية بمبادرة من المركز المالي الكويتي (ش.ك.م.)؛ حيث تقدم المركز عام ٢٠٠٢م باقتراح يقضي بإنشاء نظام لتداول الخيارات من خلال صندوق استثماري أسسه المركز وأطلق عليه اسم صندوق "فرصة المالي".

وتعرف عقود الخيارات البسيطة بأنها: "عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول (مصدر الخيار) الطرف الآخر (المشتري) الحق - ولكن لا يلزمه - بشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد (سعر التنفيذ) عند أو قبل تاريخ معين (تاريخ الاستحقاق)، و مقابل ذلك الحق يحصل مصدر الخيار على مبلغ معين من المشتري يسمى سعر الخيار".

ولم تكن مذاهب الاقتصاديين متفقة على قيمة هذا النوع من العقود الاقتصادية؛ حيث نجد من شبه هذه العقود بالقمار، وأنها أحد أسلحة الدمار الشامل المالية، في حين نجد من وصفها بأنها أدوات فعالة لتبادل المخاطر بكفاءة عالية، ومن ثم تسهم في الإنتاجية وتعزيز الرفاه الاقتصادي، وتوسط بعضهم ليرى أنها أشبه بالمسدد الذي يفيد في بعض الظروف، ولكنه قد يقتل في أخرى.

وبقدر اختلافهم كان اختلاف الفقهاء المعاصرين في مشروعية هذا العقد، فذهب جمهورهم إلى عدم مشروعيته؛ لما فيه من غرر وجهالة وكثير من أسباب تحريم العقود، بينما جوزه آخرون تخريجا على بعض التصرفات الشرعية كنحو خيار الشرط وبيع العربون، في حين توسط بعضهم فرأى جواز خيار الشراء؛ لإمكان تخريجه على بيع العربون، دون خيار البيع.

وبهذا الأخير أخذ الباحث؛ حيث ارتأى مشروعية خيار الشراء وفقاً للمعمول به في سوق الكويت للأوراق المالية، وبطلان خيار البيع؛ حيث إنه يقوم على خسارة أحد طرفيه.

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين، وصلى الله على نبينا محمد وعلى آله وصحبه وسلم أجمعين.

المقدمة:

إن الحمد لله، نحمده ونستعينه ونستغفره، ونعوذ بالله من شرور أنفسنا، ومن سيئات أعمالنا، من يهده الله فلا مضل له، ومن يضلل فلا هادي له، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له، وأشهد أن محمداً عبده ورسوله، صلى الله عليه وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً إلى يوم الدين.

أما بعد:

تم إدراج الخيارات - بصفتها إحدى أدوات الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية بمبادرة من المركز المالي الكويتي (ش.ك.م.)؛ حيث تقدم المركز عام ٢٠٠٢م باقتراح يقضي بإنشاء نظام لتداول الخيارات من خلال صندوق استثماري أسسه المركز وأطلق عليه اسم صندوق "فرصة المالي"، ليعمل كصانع سوق للخيارات في المراحل الأولى، فقامت إدارة السوق بتشكيل لجنة لدراسة العرض؛ بهدف إعداد نظام متكامل لتداول الخيارات، وبعد دراسة وتحليل لخصوصية سوق الكويت للأوراق المالية وطبيعة المخاطر فيه وتحديد احتياجات المستثمرين تم وضع مقترح لنظام تداول الخيارات يأخذ بعين الاعتبار النظم المتبعة في الأسواق العالمية وخصائص السوق الكويتي، ومن ثم تم إجراء العديد من الاختبارات باستخدام البيانات التاريخية على الحاسب الآلي، وذلك بهدف التأكد من ملائمة النظام المقترح للتطبيق في سوق الكويت للأوراق المالية، وقياس المخاطر الناتجة عن تداول الخيارات في السوق.

واستمرت التجارب والدراسات حتى شهر مارس من عام ٢٠٠٥م حين منح سوق الكويت للأوراق المالية المركز المالي الكويتي الموافقة على تقديم خدمة خيارات الشراء، وفي ٢٨/٣/٢٠٠٥م تم تقديم خدمة خيارات الشراء في سوق الكويت للأوراق المالية للمرة الأولى، حيث تم التداول على أسهم ١٣ شركة من خلال صندوق فرصة المالي، وتم بيع ٧٥ عقداً في اليوم الأول بقيمة إجمالية بلغت ١٥٠ ألف دينار كويتي.

وعلى الرغم من كثرة الدراسات الفقهية المعاصرة التي تناولت عقد

الخيارات فإنني - بحسب ما اطلعت عليه - لم أجد منها ما يتحدث عن هذا العقد بدراسة تطبيقية تتناول هذا المنتج في السوق الكويتي.

أسباب اختيار الموضوع:

ثمة أسباب عدة دفعتني لدراسة هذا الموضوع، ومن ذلك:

أولاً: اختلاف عقد الخيارات في بعض أحكامه عن المعمول به في الأسواق العالمية، مما أوجب دراسة هذا العقد، ومدى تأثير هذا الاختلاف في تكييفه والحكم عليه.

ثانياً: أهمية هذا النوع من العقود لدى المتعاملين في سوق الكويت للأوراق المالية، مما يوجب البحث في موضوعه ودراسته.

ثالثاً: حاجة الأبحاث المعاصرة والمستجدة للبحث والدراسة؛ حتى ينجلي ما بها من غموض وما يكتنفها من إبهام وعموم، وقد التزمت هذا منهجاً في البحوث العلمية، و لم تسبق دراسة تطبيقية لهذا المنتج في سوق الكويت للأوراق المالية، فكان مستجداً معاصراً من هذا الوجه.

الدراسات السابقة:

تنوعت الدراسات التي تطرقت لهذا الموضوع بين متخصص فيه، وآخر مضمن له في دراسات اشتملت على غيره بعلاقة متنوعة بحسب موضوع الدراسة، وإضافتي تتلخص في أمرين:

الأول: أنها دراسة تطبيقية على ما يجري عليه العمل في سوق الكويت للأوراق المالية، ووفقاً للقرار المنظم لعقود الخيارات ودليل صانع السوق المقدم لهذا المنتج من المركز المالي الكويتي (ش.ك.م.).

الثاني: البحث في الدراسات السابقة مناقشاً ومحللاً لما جاء فيها، ومقارناً بين مذاهب مؤلفيها.

منهج البحث:

المنهج الذي تقوم عليه هذه الدراسة جاء على النحو التالي:

- ١ - جمع المادة العلمية من المصادر الأصلية، من خلال محاولة التتبع والاستقصاء لما كتب في موضوع الدراسة.
- ٢ - توثيق أقوال الفقهاء وأدلتهم من مراجعها الأصلية، دون الاعتماد على المراجع الوسيطة في نسبة الأقوال أو الأدلة.
- ٣ - الاقتصار على دراسة عقود الخيارات وفقاً للتشريعات الصادرة عن سوق الكويت للأوراق المالية، وعن المركز المالي الكويتي الذي يقدم هذا النوع من العقود؛ لمناسبة كون الدراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية، وبيان طبيعة هذا العقد بحسب ما يحتاج إليه في معرفة الحكم الشرعي، فالدراسة فقهية أصالة اقتصادية تبعاً.

خطة البحث:

يتألف هذا البحث من مقدمة وتمهيد وموضوع الدراسة وخاتمة، وتفصيل ذلك على النحو التالي:

أولاً: المقدمة؛ وبينت فيها أسباب اختيار الموضوع، والدراسات السابقة، والمنهج، والخطة التي اتبعتها فيه.

ثانياً: التمهيد: وفيه مطلبان:

المطلب الأول: تعريف عقود الخيارات.

المطلب الثاني: أنواع عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية.

ثالثاً: الموضوع وفيه مبحثان:

المبحث الأول: خصائص عقد الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية وآلية عملها، وقيمتها الاقتصادية

وفيه ثلاثة مطالب:

المطلب الأول: خصائص عقد الخيارات

المطلب الثاني: آلية عمل الخيارات

المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لعقد الخيارات

المبحث الثاني: مشروعية عقد الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية
في الفقه الإسلامي

رابعاً: الخاتمة: وفيها عرض لأهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها.
وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين، وصلى الله على سيدنا محمد
وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً.

التمهيد

وفيه مطلبان:

المطلب الأول

تعريف عقد الخيارات^(١) والمصطلحات ذات الصلة

وفيه فرعان:

الفرع الأول

تعريف عقد الخيارات

تعددت تعريفات الفقهاء والاقتصاديين^(٢) - على نحو متقارب - لهذا

(١) إن الاصطلاح على تسمية هذا النوع من العقود بـ (الخيارات) سببه الترجمة الشائعة للمصطلح الإنجليزي (options)، ومع هذا فإن كثيراً من الباحثين - كما سيأتي في عناوين أبحاثهم - آثروا تسمية هذا العقد "الاختيار" أو عقد الاختيارات، وهو ما نص عليه في قرار المجمع رقم: ٦٥/١/٧؛ وذلك للتفريق بينه والخيارات المعروفة في الفقه الإسلامي.

وإن كنت أرى أن الأولى تسمية العقد بحسب ترجمة مصطلحه، وذلك لما يلي:

١ - اعتباراً لتسمية مصدره؛ حيث إنه لا ينبغي المغايرة في التسمية لمجرد إمكان تشابه محتمل.

٢ - أن تشابه الألفاظ الاصطلاحية لا يستلزم التشابه في المعنى، فمصطلح "السنة" يختلف في دلالة عند المشتغلين في العلوم الشرعية بحسب فنونهم، ولم يقتض هذا تغييره.

٣ - أن التشابه في اللفظ لا يؤثر - سلباً - على معرفة أحكام المعرف، فتسمية الرواية المكنوبة عن النبي صلى الله عليه وسلم بـ "الحديث" ولو كان موضوعاً لم تؤثر في منع قبوله أو بطلان الأخذ له.

٤ - أن الاسم المقترح لهذا النوع من العقود - وهو الاختيار - لا يختلف في اشتقاقه اللفظي عن الخيار، فلم يُزل احتمال التشابه بينه ومصطلح الخيار.

وممن عرفها بنحو هذا التعريف: (٢)

١ - الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف: ١٥٨.

٢ - أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية: ٥٥١.

٣ - أساسيات الاستثمار، طاهر حيدر حردان: ١٥٤.

=

المصطلح، ولعل الأكثر دلالة على حقيقة هذا العقد هو تعريف المركز المالي الكويتي: "عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول (مصدر الخيار) الطرف الآخر (المشتري) الحق - ولكن لا يلزمه - بشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد (سعر التنفيذ) عند أو قبل تاريخ معين (تاريخ الاستحقاق)، و مقابل ذلك الحق يحصل مصدر الخيار على مبلغ معين من المشتري يسمى سعر الخيار"^(٣).

الفرع الثاني المصطلحات ذات الصلة

ورد في القرار الإداري المنظم رقم (٣) لسنة ٢٠٠٥ بشأن التعامل بنظام الخيارات في مادته الأولى المصطلحات ذات الصلة بعقد الخيارات؛ حيث نص على ما يلي:

"يكون للألفاظ والعبارات التالية المعنى المبين قرين كل منها:

- ١ - السوق: سوق الكويت للأوراق المالية.
- ٢ - غرفة المقاصة: الجهة الموكلة لها من قبل السوق إجراء عمليات التسوية والتقاص.
- ٣ - صناع السوق: الشركات المسموح لها من قبل السوق بإصدار الخيارات على الأسهم.
- ٤ - الوسيط: شركات الوساطة المقيمة بالسوق.
- ٥ - العميل: الشخص الذي له حق شراء بيع الخيار من أو إلى مصدري الخيار.

٤ - المشتقات المالية، د. حاكم الربيعي وآخرون: ١٨٣.

٥ - الأسواق المالية والدولية، د. أنس البكري ووليد الصافي: ١٢٧.

٦ - الأسواق المالية، د. محمود محمد الداغر: ١٢٦.

وقد أورد كثير من الباحثين في الفقه المعاصر تعريفات عدة لعقود الخيارات مع مناقشتها وتحليلها. انظر: أحكام التعامل في الأسواق المالية، د. مبارك آل سليمان: ٢ / ١٠٠٥-١٠٠٦، وعقود التحوط، د. طلال الدوسري: ٩٤-٩٦، والمخاطرة في المعاملات المالية المعاصرة، د. عبد الرحمن الخميس: ٢١٦.

(٣) دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ٤.

- ٦ - **ثمن الخيار:** الثمن الذي يدفعه العميل إلى صانع السوق وقت إبرام العقد ويخول العميل حق الخيار.
- ٧ - **سعر التنفيذ:** سعر السهم الذي يتم تحديده بالعقد ويكون للعميل حق شراء الأسهم محل التعاقد بهذا السعر أو بيعها خلال فترة سريان العقد.
- ٨ - **التسوية العينية:** التسوية التي تتم على أساس تسليم العميل الأسهم محل التعاقد مقابل قيامه بسداد ثمنها بسعر التنفيذ خلال فترة التعاقد.
- ٩ - **التسوية النقدية:** تسوية العقد على أساس الفرق بين ثمن الخيار في تاريخ التعاقد وثمان الخيار في تاريخ التسوية.
- ١٠ - **موعد الاستحقاق:** هو التاريخ الذي يتم به تسوية آثار العقد، أو التاريخ الذي تنتهي به مدة العقد^(٤).

المطلب الثاني

أنواع عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية

تتنوع العقود في سوق الكويت للأوراق المالية إلى نوعين^(٥):

النوع الأول - خيار الشراء:

وهو: "عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء ورقة مالية معينة خلال تاريخ معين وبالسعر المسمى في العقد"^(٦).

- (٤) حذفت بعض المصطلحات الواردة في المادة المذكورة؛ لعدم الحاجة لها.
- (٥) علماً بأن: سوق الكويت للأوراق المالية لا يطبق سوى خيار الشراء، وخيار البيع وإن كان منصوصاً على مشروعيته في القرار المنظم إلا أنه وقت كتابة هذا البحث لا يُعمل به، أما الخيار المركب فليس له ذكر في التشريعات ذات الصلة فضربت صفحاً عن ذكره؛ مراعاة لطبيعة الدراسة.
- (٦) انظر: الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف: ١٥٩، وأساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، د. منير إبراهيم هندي: ٥٥٧، وأساسيات الاستثمار، طاهر حيدر حردان: ١٥٦، والمشتقات المالية، د. حاكم الربيعي وآخرون: ١٨٦، والأسواق المالية والدولية، د. أنس البكري ووليد الصافي: ١٣٢، والأسواق المالية، د. محمود محمد الداغر: ١٢٧، ودليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي الكويتي: ٦.

حيث يعطي هذا النوع من الخيار لحامله خلال فترة سريان عقد الخيار الحق - ودون إلزام - بشراء كمية محددة من الأسهم من صانع السوق بسعر محدد متفق عليه مسبقاً وقت التعاقد يسمى سعر التنفيذ، وفي حال عدم رغبته في امتلاك الأسهم محل التعاقد له إعادة بيع العقد لصانع السوق بسعر الطلب المعلن من قبله، على أن يلزم مشتري الخيار لقاء حصوله على هذا الحق بدفع مبلغ غير قابل للاسترداد لصانع السوق مصدر الخيار يسمى سعر الخيار، وفيما يلي توضيح ذلك^(٧):

مشتري الخيار (المستثمر)		مصدر الخيار (صندوق فرصة)	
الالتزامات	الحقوق	الالتزامات	الحقوق
ملزم بدفع سعر الخيار غير القابل للاسترداد لمصدر الخيار.	له الحق في: ١. شراء الأسهم بسعر التنفيذ عند أو قبل موعد استحقاق العقد. ٢. إعادة بيع عقد الخيار لصندوق فرصة بسعر الطلب عند أو قبل موعد استحقاق العقد.	ملزم ببيع الأسهم بسعر التنفيذ عند أو قبل موعد استحقاق العقد.	له الحق في استلام سعر الخيار غير القابل للاسترداد من مشتري الخيار.

ومثاله: لنفرض أن عقد خيار الشراء المصدر من قبل صندوق فرصة - والذي هو صانع السوق محرر الخيار- في تاريخ ٢٠١٢/٥/١ له المواصفات التالية:

السهم محل العقد: بيت التمويل الكويتي

السعر السوقي للسهم: ١٣٦٠ فلساً

سعر التنفيذ: ١٤٠٠ فلساً

(٧) انظر: دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي الكويتي: ٧، والمراجع السابقة.

عدد الأسهم: ١٠,٠٠٠ سهم

تاريخ انتهاء عقد الخيار: ٢٠١٢/٦/٢٩

سعر العرض: ٦٦ فلساً

سعر الطلب: ٦١ فلساً

فإن مشتري هذا العقد بتاريخ ٢٠١٢/٤/٣٠ عليه أن يدفع لصانع السوق (صندوق فرصة) مبلغاً وقدره ٦٦٠ دينار (سعر العرض $\times$ عدد الأسهم أو $٠,٠٦٦ \times ١٠,٠٠٠$).

وإذا ارتفع سعر السهم في ٢٠١٢/٥/٢٢ إلى ١٥٠٠ فلساً، فإن سعر العرض على هذا العقد سوف يرتفع إلى ١٤٢ فلساً وسعر الطلب إلى ١٣٧ فلساً، وبذلك فإن مشتري هذا العقد في ٢٠١٢/٥/٢٢ وفي حال قرر تسوية عقده يمتلك إحدى الوسيلتين التاليتين:

١ - إعادة بيع الخيار لصانع السوق بسعر الطلب (١٣٧ فلس).

شراء عقد الخيار: ٦٦ فلساً

بيع عقد الخيار: ١٣٧ فلساً

الربح: ٧١ فلساً

العائد: ١٠٨٪

٢ - شراء ١٠,٠٠٠ سهم من أسهم بيت التمويل الكويتي من صانع السوق بسعر التنفيذ (١٤٠٠ فلس للسهم الواحد)، وفي هذه الحالة يقوم مشتري العقد بدفع مبلغ وقدره ١٤,٠٠٠ دينار إلى صانع السوق، ولا يخصم سعر عقد الخيار (٦٦٠ دينار) المدفوع في بداية العقد من هذا المبلغ، التكلفة الإجمالية للأسهم (١٤,٠٠٠ دينار + ٦٦٠ دينار = ١٤٦٦٠ دينار) في حين أن سعرها في السوق الرسمي (١٥,٠٠٠ دينار).

أما إذا اختلفت توقعات مشتري الخيار ولم يرتفع سعر السهم محل العقد -
أو انخفض - فإنه سيحاول بيع عقد الخيار على صانع السوق بسعر الطلب -
الذي انخفض عن سعر العرض - وقبل انتهاء فترة العقد، وإلا فسيكون سعر
الطلب نهاية الفترة صفراً.

ومن البدهي أن مشتري الخيار لن يفكر في تنفيذ العقد ويشتري الأسهم
محل العقد؛ إذ إن سعرها السوقي في حال الانخفاض أقل من سعر التنفيذ
والذي كان يزيد عن السعر السوقي حال التعاقد.

النوع الثاني - خيار البيع:

وهو: "عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع ورقة مالية
معينة خلال تاريخ معين وبالسعر المسمى في العقد" ^(٨).

حيث يعطي هذا النوع من الخيار لحامله خلال فترته سريان عقد الخيار
الحق - ودون إلزام - ببيع كمية معينة من الأسهم إلى صانع السوق بسعر
محدد متفق عليه مسبقاً وقت التعاقد يسمى سعر التنفيذ، وفي حال عدم رغبته
ببيع الأسهم محل التعاقد له إعادة بيع العقد لصانع السوق بسعر الطلب المعلن
من قبله على أن يلزم مشتري الخيار لقاء حصوله على هذا الحق بدفع مبلغ
غير قابل للاسترداد لصانع السوق مصدر الخيار يسمى سعر الخيار، وفيما
يلي توضيح ذلك ^(٩):

(٨) انظر: الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف، ط. دارصفاء للنشر
والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى، ١٤٢٤هـ / ٢٠٠٣م: ١٥٩، وأساسيات الاستثمار
وتحليل الأوراق المالية، د. منير إبراهيم هندي، ط. دار المعرفة الجامعية -
الإسكندرية، الطبعة الثانية، ٢٠١٠م: ٥٥٧، وأساسيات الاستثمار، طاهر حيدر حردان،
ط. دار المستقبل للنشر والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى ١٤٣٠هـ / ٢٠٠٩م: ١٥٦،
والمشتقات المالية، د. حاكم الربيعي وآخرون، ط. دار اليازوري العلمية للنشر
والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى، ٢٠١١: ١٨٦، والأسواق المالية والدولية، د. أنس
البكري ووليد الصافي، ط. دار المستقبل للنشر والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى،
٢٠٠٢م: ١٣٢، والأسواق المالية، د. محمود محمد الداغر، ط. دار الشروق - رام الله،
الطبعة الأولى، ٢٠٠٧م: ١٢٧، ودليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي الكويتي: ٨.
(٩) انظر: دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي الكويتي: ٨، والمراجع السابقة.

مصدر الخيار (صندوق فرصة)		مشتري الخيار (المستثمر)	
الحقوق	الالتزامات	الحقوق	الالتزامات
له حق استلام سعر الخيار غير القابل للاسترداد من مشتري الخيار.	ملزم بـ: ١. شراء الأسهم بسعر التنفيذ عند أو قبل موعد استحقاق الخيار. ٢. شراء عقد الخيار بسعر الطلب عند أو قبل موعد استحقاق العقد	له الحق في: بيع الأسهم بسعر التنفيذ عند أو قبل موعد استحقاق العقد. إعادة بيع عقد الخيار لصندوق فرصة بسعر الطلب عند أو قبل موعد استحقاق العقد.	ملزم بدفع سعر الخيار غير القابل للاسترداد لصندوق فرصة.

ومثاله: لنفرض أن عقد خيار البيع المصدر من قبل صندوق فرصة في تاريخ ٢٠١٢/٤/٣٠ له المواصفات التالية:

السهم محل العقد: بيت التمويل الكويتي.

السعر السوقي للسهم: ١٣٦٠ فلساً.

سعر التنفيذ: ١٣٢٠ فلساً.

عدد الأسهم: ١٠,٠٠٠ سهم

تاريخ انتهاء عقد الخيار: ٢٠١٢/٦/٢٩

سعر العرض: ٤٢ فلساً.

سعر الطلب: ٤٠ فلساً.

فإن مشتري هذا العقد بتاريخ ٢٠١٢/٤/٣٠ عليه أن يدفع لصانع السوق (صندوق فرصة) مبلغاً وقدره ٤٢٠ ديناراً (١٠,٠٠٠ × ٠,٠٤٢).

فإذا انخفض سعر السهم في ٢٠١٢/٥/٢٢ إلى ١٢٨٠ فلساً، فإن سعر العرض لهذا العقد سوف يرتفع إلى ٧٢ فلساً وسعر الطلب إلى ٧٠ فلساً، وبذلك فإن مشتري هذا العقد في ٢٠١٢/٥/٢٢ وفي حال قرر تسوية عقده يمتلك إحدى الوسيلتين التاليتين:

١ - إعادة بيع عقد الخيار لصانع السوق بسعر الطلب (٧٠ فلساً).

شراء عقد الخيار: ٤٢ فلساً.

بيع عقد الخيار: ٧٠ فلساً.

الربح: ٢٨ فلساً.

العائد: ٦٧٪

٢ - بيع ١٠,٠٠٠ سهم من أسهم بيت التمويل الكويتي إلى صانع السوق بسعر التنفيذ (١٣٢٠ فلس للسهم الواحد)، وفي هذه الحالة يقوم مشتري العقد بتسليم ١٠,٠٠٠ سهم إلى صانع السوق واستلام مبلغ وقدره ١٣,٢٠٠ دينار، في حين أنه اشترى الأسهم محل العقد بـ ١٢٨٠٠ دينار، أي أن العائد: $(١٣٢٠ - ١٢٨٠٠ - ٤٢٠) = ٢٠$ ديناراً) وعليه يكون مشتري الخيار قد خسر ٢٠ ديناراً ما لم يكن السعر السوقي للسهم محل العقد أقل من ١٢٨٠ فلس، مما يعني أن التسوية العينية في مثل هذه الحال غير مجدية لمشتري الخيار ما لم يكن الانخفاض في سعر السهم أكثر من هذا السعر.

إلا أنه إذا اختلفت توقعات مشتري خيار البيع فإن هذا يعني أنه سيخسر سعر العرض الذي اشترى به العقد والذي ستتناقص قيمته عن الـ ٤٢ فلساً، حتى يكون صفراً في نهاية مدة العقد.

ولن يقوم بتنفيذ العقد؛ إذ يقتضي ذلك أن يشتري عدد الأسهم محل العقد من السوق الفوري والتي زاد سعرها عن ١٣٦٠ فلساً، ليسلمها لصانع السوق بـ ١٣٢٠ فلساً، وهذا ما لا يكون.

والجدير بالذكر أن: عدد خيارات الشراء يفوق بكثير عدد عقود خيارات البيع؛ وذلك أن المتعاملين يميلون بالطبيعة إلى التعامل بكثافة أكبر عندما يكون المستقبل مبشراً، ومن ثم فإنهم يقومون بالشراء للاستثمار على أمل ارتفاع الأسعار وتحقيق أرباح من وراء ذلك، أما عقد خيار البيع فهو يقوم على تصور متشائم بشأن أسعار الأسهم في السوق فقيمة العقد ترتفع مع انخفاض سعر السهم عن سعر التنفيذ^(١٠).

(١٠) انظر: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، د. منير إبراهيم هندي: ٥٦١-٥٦٢.

المبحث الأول

الخصائص والعناصر المكونة لعقد الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية وآلية عملها، وقيمتها الاقتصادية

وفيه أربعة مطالب:

المطلب الأول

خصائص عقد الخيارات

عند النظر في طبيعة عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية وفلسفتها نجد أنها تتميز بما يلي^(١١):

١ - أن عقد الخيار غير ملزم لمشتري الخيار، وإنما يعطيه الحق في شراء أو بيع سهم معين بسعر محدد، ونظير هذا الحق يدفع المشتري مبلغاً معيناً يسمى سعر الخيار.

٢ - سعر الخيار يُدفع لمصدر الخيار الذي يلتزم بتنفيذه عندما يرغب مشتري الخيار في ممارسة حقه، ويعد هذا السعر مقابل المخاطرة التي يتحملها مصدر الخيار عندما يمارس المشتري هذا الحق مهما كانت ظروف السوق التي يمكن أن تؤثر على سعر السهم محل العقد.

٣ - يلاحظ أن سعر الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض وذلك يتوقف على:

- مدة العقد.

- نوع السهم محل العقد.

- ظروف السوق المالية.

٤ - عند ممارسة مشتري الخيار حقه، فإنه يدفع (في حالة خيارات الشراء)

(١١) اقتصر في هذا المطلب على دليل الخيارات الصادر عن المركز المالي بصفته مقدم المنتج. انظر: دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ٤ - ٥.

- أو يحصل على (في حالة خيارات البيع) قيمة العقد بالكامل (عدد الأسهم $\times$ سعر التنفيذ) بحيث لا يُعدُّ الخيار دفعة أولى من قيمة العقد.
- ٥ - عقد الخيار محدد بفترة زمنية محددة، وفي حالة ثبات سعر السهم محل العقد فإن قيمة الخيار بمرور الزمن تصبح صفراً في نهاية مدة العقد.
- ٦ - عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه بسعر يتوقف على العرض والطلب لعقد الخيار في سوق الخيارات، ويتوقف سعر عقد الخيار على قيمة السهم محل العقد فتزداد قيمة العقد بارتفاع قيمة السهم محل العقد (في حالة خيارات الشراء) أو بانخفاض قيمة السهم محل العقد (في حالة خيارات البيع).
- ٧ - عقد الخيار محدد الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يمكن أن يخسره صاحب العقد إذا لم ينفذ العقد هو السعر الذي دفعه مقابل الحق في الخيار.

المطلب الثاني

آلية عمل الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية

يتم تداول عقود خيارات صندوق فرصة المالي - التابع للمركز المالي الكويتي - في السوق الثانوي في داخل قاعة التداول في سوق الكويت للورق في أيام التداول الرسمية من الساعة ١٢:٥٥ إلى الساعة ١:١٥ ظهراً، وذلك وفقاً لما يلي:

أولاً: يقوم الصندوق بصفته صانعاً للسوق بطرح أسعار العرض والطلب لجميع عقود الخيار القائمة عبر شاشات العرض في قاعة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية.

وهذا وفقاً للمادة الخامسة من القرار المنظم حيث نصت على: "يجب على صناع السوق أن يعلنوا في المواعيد التي تحددها لهم إدارة السوق عن الأسهم التي يرغبون في إصدار الخيارات عليها ونوعية هذه الخيارات، وأسعار التنفيذ، وأثمان الخيارات لها، ومدد هذه الخيارات والكميات التي يلتزمون بالبيع و الشراء بها".

ثانياً: يقوم الراغبون بشراء عقود الخيار من صندوق فرصة بإرسال أوامر الشراء إلى وسطائهم الذين يقومون بـ "تسجيل الأوامر التي يتلقونها من عملائهم بشأن التعامل بنظام الخيارات في سجلات خاصة تعد لهذا الغرض، وتزويد صناع السوق - أي صندوق فرصة - بهذه الأوامر وفقاً لأولوية كل منها" (١٢).

ثالثاً: يقوم صانع السوق بإيداع الضمانات (١٣) - قبل المباشرة بإصدار عقد الخيار - لدى الشركة الكويتية للمقاصة، والتي هي عبارة عن:
ضمانات عينية: تتكون من نسبة ١٠٠٪ من الأسهم المراد إصدار عقود الخيار عليها.

ضمانات نقدية: خلال دورة تداول الخيارات، يجب أن يحافظ مصدر الخيار على ضمان نقدي يساوي ٨٪ من قيمة الأسهم المراد إصدار عقود خيار عليها عند تاريخ الإصدار.

وعند نهاية كل يوم تداول تقوم شركة المقاصة برصد ومقارنة قيمة إجمالي الخيارات المصدرة مع ضمان مصدر الخيار النقدي المودع لديها، ويتم تسوية الفارق، فإذا كانت قيمة الخيارات المباعة أقل من الضمان النقدي، يقوم مصدر الخيار بتسديد الفارق وإذا كانت قيمة الخيارات المباعة أكثر من الضمان النقدي، ينقل الفارق تلقائياً إلى حساب مصدر الخيار (١٤).

وحيث إن صانع السوق ملزم بتقديم الضمانات اللازمة في مقابل كل عقد خيار يصدره، فإنه لا يستطيع حينئذ إصدار أكثر من عقد خيار مقابل الأسهم التي تم إيداعها لدى الشركة الكويتية للمقاصة.

(١٢) جزء من المادة السادسة من القرار المنظم.

(١٣) في موعد لا يتجاوز الساعة ١١ من صباح اليوم التالي للتعاقد، فإذا لم يكن هذا اليوم يوم عمل في السوق يجب أن يتم التسليم في موعد لا يتجاوز الساعة ١١ من صباح يوم العمل التالي.

(١٤) انظر: المادة الحادية عشرة من القرار المنظم.

رابعاً: بعد تنفيذ الصفقة يقوم الوسيط بإعطاء العميل عقد شراء يحتوي على مكونات صفقة الخيار المنفذة ومبلغ الشراء المطلوب دفعه، حيث يجب على "صناع السوق إخطار هؤلاء الوسطاء بما تم بشأن تنفيذ هذه الأوامر، وتحرير عقود البيع أو الشراء على النماذج المعدة من قبل السوق، وذلك فور انتهاء الفترة المحددة للتعامل بنظام الخيارات" (١٥).

خامساً: يقوم مشتري الخيار بعد ذلك بتسديد المبلغ المطلوب للشركة الكويتية للمقاصة، والتي بدورها تكون مسؤولة عن أعمال التقاص والتسوية لجميع عقود الخيار، و"على غرفة المقاصة أن تقيد ثمن الخيارات المدفوعة في حساب مصدر الخيار فور استلامها لها ويتم تسليمها إليه في موعد التسوية التالي لتاريخ العقد" (١٦).

سادساً: تبدأ فترة سريان العقد ويثبت لكل من طرفي العقد حقوقه والتزاماته - كما مر سابقاً - إلا أنه "لا يجوز للعميل ممارسة حقه في الخيار قبل يوم العمل التالي لتاريخ تعاقد" (١٧).

المطلب الثالث

القيمة الاقتصادية والمخاطر المالية لعقد الخيارات

أطلق الملياردير وارن بافيت - أشهر مستثمر في أسواق الأسهم الأمريكية - على المشتقات المالية اسم "أسلحة مالية للدمار الشامل"، بل إن رئيس لجنة المصارف في الكونجرس الأمريكي هنري جونزالز يصف المشتقات المالية بأنها نوع من القمار؛ حيث قال: "يمكن أن تطلق عليه ما شئت ولكنه في كتابي يسمى قماراً" (١٨).

وفيما امتدحها آخرون كرئيس نظام الاحتياطي الفدرالي السابق آلان

(١٥) المادة الثالثة عشرة من القرار المنظم.

(١٦) المادة السادسة من القرار المنظم.

(١٧) المادة الرابعة عشرة من القرار المنظم.

(١٨) انظر: التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي بن إبراهيم السويلم: ٣٧.

غرينسبان بصفتها عناصر مهمة تمتص الصدمة في النظام المالي، وإن كان هذا الخلاف سببه الاختلاف في هذه المشتقات بين البسيط والمعقد، حتى شبهها بعض المراقبين بالمسدس الذي يفيد في بعض الظروف، ولكنه قد يقتل في أخرى^(١٩).

وقد رأى بعضهم أنها أدوات فعالة لتبادل المخاطر بكفاءة عالية، ومن ثم تسهم في الإنتاجية وتعزز الرفاه الاقتصادي^(٢٠).

وقد سميت هذه المشتقات بهذا الاسم؛ لأن قيمتها اشتقت من قيمة غيرها، وعليه فإن أداء عقد الخيارات المالي للعقد مشتق من الأصل المالي موضوع العقد^(٢١).

وشأن كثير من العقود المالية فإن عقود الخيارات تحوي قدرًا من المزايا الاقتصادية والمخاطر المالية لمشتري الخيار ومصدره، وتفصيله في فرعين:

الفرع الأول

القيمة الاقتصادية والمخاطر المالية لمشتري عقد الخيار.

أولاً - القيمة الاقتصادية:

١ - التحوط^(٢٢):

حيث تتيح عقود خيار البيع فرصة الحماية أو التحوط ضد أي انخفاض

(١٩) انظر: نهاية وول ستريت، دايف كانساس: ٤٥، وقد أورد الحديث عن المشتقات المالية تحت الفصل الثاني المعنون بـ: "الشعوذة المالية": ٤٣.

(٢٠) انظر: التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي بن إبراهيم السويلم: ٣٨

(٢١) الأسواق المالية، د. محمود محمد الداغر، ط. دار الشروق - رام الله، الطبعة الأولى، ٢٠٠٧م: ١٢٤.

(٢٢) والتحوط لغة: من الاحتياط، قال في لسان العرب: " (حوط) حاطَه يَحْوَطُه حَوْطًا وحِيطَةً وحِياطَةً حَفَظَه وتَعَهَّدَه.. واختلط الرجل لنفسه أي أخذ بالثقة، والحَوْطَةُ، والحِيطَةُ: الاحتياط، وحاطَه الله حَوْطًا وحِياطَةً، والاسم: الحِيطَةُ والحِيطَةُ: صانه وكَلَاهُ ورَعاهُ". لسان العرب: ٢٧٩/٧.

محتمل في قيمة الأسهم، ولعل الكثير من المستثمرين يستخدمون استراتيجية شراء الأسهم مع شراء خيارات البيع عليها؛ لتغطية أي خسارة محتملة جراء انخفاض قيمة الأسهم؛ إذ إن الانخفاض في قيمة الأسهم سوف يقابله ارتفاع في قيمة عقد الخيار، لذا تُعدُّ هذه الاستراتيجية أداة تأمين ضد الانخفاض في أسعار الأسهم^(٢٣).

٢ - عوائد معظمة:

إن عملية التداول في عقود خيار الشراء تتيح للمستثمر فرصة الاستفادة من التغير في سعر السهم من دون الحاجة إلى دفع كامل قيمة الأسهم الأمر الذي يمكنه من تحقيق عوائد على رأس ماله أعلى بكثير من تلك الممكن تحقيقها في حاله الاستثمار المباشر في الأسهم، ويبين الجدول التالي المقارنة بين النسبة المئوية للعائد من الاستثمار بعقد الخيار والنسبة المئوية للعائد من الاستثمار بالسهم محل عقد الخيار^(٢٤)، ولعل هذا الجدول يوضح ذلك:

المواصفات	دفع سعر خيار الشراء	دفع كامل قيمة السهم
سعر السهم / سعر التنفيذ عند إبرام عقد الخيار (فلس)	١٠٠٠	١٠٠٠
الكمية (سهم)	١	١
إجمالي سعر الخيار (فلس)	٣٥	—

= وعرف اصطلاحاً بأنه: "الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب فيه"، وقد ذكر الباحث طلال بن سليمان بن إبراهيم الدوسري في بحثه: "عقود التحوط من مخاطر تذبذب أسعار العملات" عشرة تعاريف أوردها الباحث مناقشا ومحللا لها (٢٧-٤٢) ليرى أن هذا التعريف أولاهها وأدقها. (٢٣) انظر: الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف: ١٦١، ودليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ١٥.

(٢٤) انظر: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، د. منير إبراهيم هندي: ٥٦٢، ودليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ١٥.

المواصفات	دفع سعر خيار الشراء	دفع كامل قيمة السهم
إجمالي الاستثمار (فلس)	٣٥	١٠٠٠
سعر السهم قبل الاستحقاق (فلس)	١٠٥٠	١٠٥٠
إجمالي الربح (فلس / السهم)	٥٠	٥٠
صافي الربح (فلس / السهم)	١٥	٥٠
العائد على الاستثمار	٤٣ %	٥ %

فمن الجدول السابق نلاحظ أن عقود الخيار توفر رافعة مالية؛ إذ إنها تعظم الربح مقارنة بشراء الأسهم (التي تسدد قيمتها بالكامل)، ويعود ذلك إلى أن سعر الخيار لا يشكل إلا جزءاً يسيراً من سعر السهم، ويؤدي إلى عوائد أكبر على رأس المال المستثمر.

٣ - سهولة التداول والمضاربة^(٢٥):

حيث تتميز عملية تداول الخيارات بصغر حجم رأس المال المطلوب (مقارنة بذلك المطلوب لتداول الأسهم في السوق النقدي)، وفي سرعة الدخول في الاستثمار والخروج منه من خلال إمكان إعادة بيع عقد الخيار إلى صانع السوق عوضاً عن اللجوء إلى ممارسة حق التسوية العينية، وتساعد هذه المزايا

(٢٥) والمضاربة كمصطلح له دالتان:

الأول: عند الفقهاء؛ حيث يعرف بأنه: "أن يُدفع إلى المضارب مالا ليتجر فيه؛ والربح مشترك". تحفة المحتاج: (٨٢/٦)، وانظر: تبين الحقائق: (٥٢/٥)، ومنح الجليل: (٣١٧/٧)، وشرح منتهى الإرادات: (٢١٥/٢).

الثاني: عند الاقتصاديين؛ حيث يعرف بأنه: "الشراء أو البيع في المستقبل عندما تتغير الأسعار". موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، د. عبدالعزيز هيك: ٧٧٣.

وهذا التداخل في الدلالة ليس له وجه، إلا أنه شاع بين المتعاملين في الأوراق المالية؛ حيث استخدم كثير من الكتاب هذا المصطلح لعنونة كتبهم به، لذا نجد أن البحث من خلال الفهرس الإلكتروني لأي مكتبة زاخرة بالكتب الاقتصادية تجد أنه يخرج لك الكثير من الكتب بذات العنوان لا سيما المترجمة منها.

على المضاربة بغية تحقيق عوائد مميزة عبر شراء عقود خيار الشراء، وإذا كان يتوقع انخفاض السعر السوقي لسهم ما، فيمكنه تحقيق عوائد مميزة عبر شراء عقود خيار البيع مع تحديد مسبق لحجم الخسائر المحتملة، وفي كلتا الحالتين يستطيع مشتري الخيار إعادة بيع عقوده قبل تاريخ الاستحقاق إلى صانع السوق من أجل تحقيق الربح أو تقليل الخسارة^(٢٦).

٤ - تنويع المحافظ الاستثمارية:

تمكن عقود الخيار المشتري من تنويع المحفظة الاستثمارية بغية تقليل المخاطر بتكلفة أقل بالمقارنة مع نظيرتها المستخدمة لتقليل المخاطر عن طريق شراء الأسهم مباشرة؛ ذلك أن سعر الخيار أقل بكثير من أسعار الأسهم نفسها^(٢٧).

ثانياً - المخاطر المالية:

إن سوء استخدام عقود الخيارات أو التعامل بها من دون دراية كاملة بجميع جوانبها قد يتسبب في خسائر كبيرة، لذلك يجب على المستثمر قبل القيام بتداول الخيارات أن يحدد بدقة أهدافه الاستثمارية، ومصادره المالية، وجميع الاعتبارات الأخرى المتعلقة بهذا الاستثمار، كما يجب عليه أن لا يقدم على تداول الخيارات مطلقاً إلا إذا كان يعلم طبيعة عقود الخيار ومدى مخاطرها التي نلخص هنا أهمها:

١ - مخاطر السوق:

إن السعر السوقي للسهم محل العقد من أهم العوامل المؤثرة على قيمة الخيار، بالإضافة إلى مدة العقد ومعدل التذبذب المتوقع للسهم وسعر التنفيذ وسعر الفائدة، إذ إن قيمة الخيار تنخفض عند انخفاض القيمة السوقية للسهم

(٢٦) انظر: الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف: ١٦١، و دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ١٦.

(٢٧) دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ١٦.

محل العقد (في حالة خيار الشراء) أو عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم محل العقد (في حالة البيع)، وذلك مع افتراض ثبات العوامل الأخرى، فإغلاق السعر السوقي للسهم محل العقد في موعد الاستحقاق عند مستوى يقل أو يساوي سعر التنفيذ في حالة خيار الشراء (وعكس ذلك في حالة خيار البيع) قد يتسبب في خسارة مشتري الخيار لكامل المبلغ المدفوع عند شراء الخيار، وإن كان إجمالي الخسائر التي قد يمتن بها مشتري الخيار تنحصر فقط بالمبلغ المدفوع عند شراء الخيار^(٢٨).

٢ - مخاطر انقضاء الوقت

إن تاريخ الاستحقاق لعقد الخيار ثابت، ومن ثَمَّ فإن فترة العقد محددة، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة للخيار بسبب تقلص المدة المتبقية للعقد، وإن كان انخفاض القيمة الزمنية للخيار يكون تدريجياً خلال مدة الخيار، ويزداد هذا الانخفاض خلال الأيام الأخيرة من الخيار، حتى تصل القيمة الزمنية للخيار إلى الصفر في آخر يوم من فترة العقد.

وعليه: وإن كانت خسائر مشتري الخيار محدودة بثمن الخيار، إلا أنها تبقى خسارة لكامل المال المستثمر في العقد.

الفرع الثاني

القيمة الاقتصادية والمخاطر المالية لمحرر عقد الخيار^(٢٩)

إن سبب دخول محرر الخيار طرفاً في تلك العقود - سواء أكانت شراء أم بيعاً - رغم أن أرباحه من هذه العقود محدودة بينما خسائره في بعضها غير محدودة يكمن في تباين التوقعات بين طرفي التعاقد، إذ من غير المتوقع أن

(٢٨) دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ١٦.

(٢٩) لم أر - فيما اطلعت عليه من المصادر - من تحدث عن القيمة الاقتصادية لمحرر الخيار، بل وجدت الحديث مقصوراً على ما يخص مشتري الخيار، فاجتهدت في بيان هذا مسترشداً بما فهمته عن هذا المنتج وطبيعته.

يدخل محرر الخيار طرفاً في عقد خيار الشراء إذا كان يتوقع ارتفاع سعر السهم، وعكسه في عقد خيار البيع^(٣٠)، هذا من جهة.

ومن جهة أخرى نجد أن جميع الأرباح النقدية أو العينية للأسهم محل العقد تكون لمحرر الخيار أثناء فترة الخيار، حيث نصت المادة العشرون من القرار المنظم على أنه: "يكون لصانع السوق حق التصويت وحق ممارسة أولوية الاكتتاب وحق استيفاء الأرباح والتوزيعات عن الأسهم التي أصدر عليها خيارات ولم تتم تسويتها عينياً".

ووفقاً لما يجري عليه العمل في سوق الكويت للأوراق المالية نجد أن القيمة الاقتصادية تختلف بحسب نوع الخيار، وتفصيله فيما يلي:

الحال الأولى: إذا توافقت أسعار الأسهم محل العقد مع توقعات صانع السوق

إن عقد الخيار يعد أحد أدوات الاستثمار بالنسبة لصانع السوق محرر الخيار، حيث إن ثمن الخيار يكون لصانع السوق في مقابل إصدار الحق لصالح مشتري الخيار، ويستحق بكامله عند انتهاء مدة العقد، فيكون بذلك قد حقق عائداً على محفظته الاستثمارية بمجرد إصدار وثيقة عقد الخيار.

كما أن سعر التنفيذ الوارد في العقد يزيد (في حال خيار الشراء) وينقص (في حال خيار البيع) عن السعر السوقي وقت العقد، وفي حال أراد مشتري الخيار التسوية العينية للعقد فإنه سيدفع بالإضافة لثمن الخيار ثمن الأسهم محل العقد، فيكون صانع السوق قد حقق عائداً من جهتين.

الحال الثانية: إذا اختلفت أسعار الأسهم محل العقد مع توقعات صانع السوق

وهنا تختلف الحال بحسب نوع الخيار:

١ - خيار الشراء:

إن المخاطر التي يمكن أن تلحق صانع السوق حينها تكون عندما تختلف

(٣٠) أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية: ٥٦١.

توقعاته عن أسعار الأسهم محل العقد بأن ترتفع قيمة السهم محل العقد، وهنا ثمة حالتان لتسوية العقد:

الأولى: التسوية النقدية، وذلك بإعادة بيع عقد الخيار لصانع السوق بسعر الطلب الذي سيكون أكثر من سعر العرض الذي اشترى به العقد، والفرق سيعد خسارة في حق صانع السوق.

إلا أنه: في حال تحرير صانع السوق عقد خيار الشراء فإنه ملزم بوضع الضمانات العينية والمالية - وفقاً للقرار المنظم -، وهذا يعني أن الأسهم المودعة لدى غرفة المقاصة لصالح صانع السوق قد ارتفعت قيمتها عن السعر السوقي التي اشتراها به وقت العقد، فيكون قد أفاد عائداً من جهة أخرى، فما خسره في الفارق بين سعري الخيار عوضه في زيادة قيمة سعر السهم السوقي وزيادة؛ حيث إن الفارق بين سعر الطلب وسعر العرض في حال ارتفاع قيمة السهم محل العقد أقل من زيادة قيمة السهم، وبهذه الفرضية يكون كل من مشتري الخيار ومحرر الخيار قد حقق عائداً لمحفظة الاستثمارية، ولا وجه للمخاطرة بالنسبة لصانع السوق، إلا أن يقال: إن فوات بعض الربح يعد مخاطرة!

الثانية: التسوية العينية، وهذا إذا أراد مشتري الخيار تنفيذ العقد بشراء الأسهم محل العقد بسعر التنفيذ الذي يكون في حال ارتفاع الأسهم أقل من سعر التنفيذ؛ ليكسب مشتري الخيار الفرق بين السعر السوقي حال التسوية وسعر التنفيذ وقت العقد، وفي هذه الحال نجد أن صانع السوق على الرغم من اختلاف توقعاته لم يخسر شيئاً، بل قد حقق ربحاً؛ حيث إن سعر التنفيذ يزيد عن السعر السوقي وقت العقد، ويتمثل العائد حينها في الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي وقت العقد، فضلاً عن ثمن عقد الخيار الذي حصله عند العقد.

وعليه: نجد أن عقد خيار الشراء لا يشتمل على أي من المخاطر تجاه صانع السوق، بل محقق للعائد والذي يختلف بحسب صدق توقعاته.

٢ - خيار البيع

إن المخاطر التي يمكن أن تلحق صانع السوق حينها تكون عندما تختلف توقعاته عن أسعار الأسهم محل العقد بأن تنخفض قيمة السهم محل العقد، وهنا ثمة حالتان لتسوية العقد:

أولاً: التسوية النقدية، وذلك لما يرغب مشتري الخيار ببيع العقد على صانع السوق، إذ إن ثمن خيار البيع سيرتفع في حال انخفاض قيمة السهم محل العقد، وهنا تكون خسارة صانع السوق في الفرق بين ما دفعه مشتري الخيار في سعر العرض وما دفعه صانع السوق في سعر الطلب لصالح مشتري الخيار.

ثانياً: التسوية العينية، وذلك إذا تجاوز انخفاض سعر السهم محل العقد أكثر من قيمة الخيار والفارق بين السعر السوقي وقت التسوية وسعر التنفيذ وقت العقد، وهنا سيكون محرر الخيار ملزماً بتسليم الأسهم لمشتري الخيار بالسعر السوقي وقت التسوية على الرغم من انخفاضه عن السعر السوقي وقت العقد الذي هو سعر التكلفة، على أن تخصم من هذا الانخفاض ثمن الخيار.

وعليه: نجد أن خيار البيع قد يحمل محرره (صانع السوق) خسائر لصالح مكاسب يحققها مشتري الخيار.

ولعل هذا ما جعل صندوق فرصة لا يقدم هذا المنتج؛ لاسيما مع مراعاة طبيعة تذبذب أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

المبحث الثاني

الحكم الفقهي لعقد الخيارات

في سوق الكويت للأوراق المالية

تناول المعاصرون ببيع الأسهم المتنوعة بكثير من الدراسة والبحث والنظر والتدقيق، وكان من ذلك دراسة مشروعية عقد الخيارات في الفقه الإسلامي، وصاروا في ذلك إلى ثلاثة أقوال:

القول الأول: تحريم عقود الخيارات المركبة والبسيطة، وهو قول جمهور المعاصرين^(٣١)، وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي^(٣٢)، وبه أخذت هيئة

(٣١) ومن هؤلاء:

١ - القره داغي، في الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ٧/

١٥٧، ١٦٢،

٢ - د. الشريف، في أحكام السوق المالية، د. الشريف: ١٣٠٨/٢/٦.

٣ - د. السالوس في حكم أعمال البرصة، د. السالوس: ١٣٥٣/٢/٦.

٤ - د. القري في الأسواق المالية، د. القري: ١٦١٤/٢/٦.

٥ - الشيخ السلامي في الاختيارات، للشيخ السلامي: ٢٤٠/٢/٧.

٦ - د. الزحيلي في عقود الاختيارات، د. الزحيلي: ٢٥٤/١/٧.

٧ - د. الضرير في الاختيارات، د. الضرير: ٢٦٣/١/٧.

٨ - د. أبو غدة في الاختيارات في الأسواق المالية، د. أبو غدة: ٣٣٨/١/٧.

٩ - د. عبد العزيز القصار في الاختيارات في أسواق الأوراق المالية: ٢٧١.

١٠ - د. مبارك آل سليمان في أحكام التعامل في الأسواق المالية، د. مبارك آل

سليمان: ١٥٢/٢.

١١ - د. طلال الدوسري في عقود التحوط، د. الدوسري: ١٤٥.

(٣٢) وهذا في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من ٧ إلى ١٢ ذي

القعدة ١٤١٢ هـ الموافق ٩-١٤ مايو ١٩٩٢م؛ حيث صدر القرار رقم: ٧/١/٦٥،

بشأن الأسواق المالية، والذي ينص على أن: "عقود الاختيارات - كما تجري اليوم

في الأسواق المالية العالمية - هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من

العقود الشرعية السماة، 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". مجلة مجمع الفقه الإسلامي: ٧/١/٧١١.

المعايير الشرعية^(٣٣).

القول الثاني: مشروعية عقود الخيارات البسيطة، وهو قول د. أحمد يوسف سليمان^(٣٤) د. الشبيلي^(٣٥).

القول الثالث: مشروعية خيار الشراء المفرد، وهو قول د. محمد عبدالغفار الشريف^(٣٦).

الأدلة:

أدلة القول الأول:

استدل أصحاب هذا القول بما يلي:

الدليل الأول: أن عقود الخيارات المركبة - وحتى البسيطة منها - تشتمل على صفقتين في صفقة واحدة، وهذا منهي عنه؛ حيث "نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعَتَيْنِ فِي بَيْعَةٍ"^(٣٧)، ووجهه - كما قال القري-: "إن هذين عقدان في عقد واحد.

(٣٣) الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛ حيث نص المعيار رقم: ٢٠ بشأن بيع السلع على الأسواق المنظمة في البند رقم: (٢/٢/٥) - بعد تعريفه للاختيارات - على ما يلي: "عقود الاختيارات المشار إليها أعلاه لا يجوز إنشاؤها ولا تداولها". المعايير الشرعية: ٢٨٧.

(٣٤) وقد ذهب أيضاً إلى مشروعية عقود الخيارات المركبة. انظر: الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: ٥/٤٢٥.

(٣٥) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٤٦/٢، وقد نسب هذا القول إلى د. وهبة الزحيلي، وأسند إلى بحث الدكتور وهبة الزحيلي المعنون ب: "السوق المالية" ضمن أبحاث الدورة السادسة للمجمع الفقهي الإسلامي، إلا أنني وجدت الدكتور في بحثه المعنون ب: "عقود الاختيارات" تراجع في نظره لمشروعية عقود الخيارات، ورأى تحريم هذا العقد وبطلانه، انظر: عقود الاختيارات، د. وهبة الزحيلي؛ حيث أورد فيه: أن عقد الخيارات لا ينضوي تحت أي من العقود المسماة، وأنه لا علاقة له ببيع العربون أو البيع على الصفة أو السلم أو الهبة، فلا يصح عقد الخيارات محلاً لعقد، وغير مقبول شرعاً. انظر بحثه عقود الاختيارات: ١/٧، ٢٥٢، ٢٥٦-٢٥٨.

(٣٦) أحكام السوق المالية، د. الشريف: ١٣٠٨/٢/٦.

(٣٧) رواه أحمد في مسنده، حديث: (٦٨٧٩)، والترمذي - كتاب البيوع - باب ما جاء في النهي عن بيعتين في بيعة، حديث: ١٢٣١، وقال: أنه حديث حسن صحيح، ورواه النسائي - كتاب البيوع - باب بيعتين في بيعة، حديث: ٤٦٣٢.

الأول: هو ذلك الحق الذي ذكرنا - أي حق الخيار-.

والثاني: هو السلعة، أو السهم المباع، فشابها في ذلك البيعتين في بيعه والشرطين في عقد، فإن كان الأمر كذلك فهي غير جائزة " (٣٨).

يناقش هذا الاستدلال ب: أن اشتغال عقود الخيارات على صفقتين في صفقة متصور في عقد الخيارات المركبة، وليس في عقد الخيار البسيط، إذ أنه في عقد الخيار البسيط وإن كان التعاقد على الحق والتعاقد على السلعة تصرفين منفصلين إلا أنهما في حكم تصرف واحد جاء على مرحلتين، بخلاف الخيار المركب فهو تعاقد على الحق، وتعاقد على تصرفين لا يجوز أن يجتمعا على محل واحد.

الدليل الثاني: أن عقود الخيارات بأنواعها تُعدُّ عقود معاوضة تتضمن غرراً فاحشاً، فكانت نوعاً من الميسر، ومن أكل أموال الناس بالباطل، ووجه الغرر (٣٩) فيها:

١ - أن عقد الخيار المركب لم تحدد فيه صفة مشتري الخيار، هل هو بائع أو مشتر.

٢ - أن خسارة مصدر الخيار غير محدودة بحد، فقد ترتفع أسعار الأسهم محل التعاقد أعلى بكثير مما كانت عليه، وقد تنخفض بأقل من سعر التنفيذ.

٣ - أن خسارة أي من العاقدين تكاد تكون متحققة، فربح أحدهما يستلزم خسارة الآخر (٤٠).

(٣٨) الأسواق المالية، د. القري: ١٦١٠/٢/٦، وانظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٦٢/١/٧، وأحكام السوق المالية، د. الشريف: ٢/٦/ ١٣١١ فيما يخص خيار البيع).

(٣٩) والغرر هو: " ما يكون مجهول العاقبة لا يدرى أيكون أم لا ". التعريفات للجرجاني: ٢٠٨، وانظر: تبين الحقائق: ٤ / ٤٦، والتاج والإكليل: ٦ / ٢٢٤، وأسنى المطالب: ١١/٢، المغني: ٤ / ١٥١.)

(٤٠) الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٥٣/١/٧،

ونوقش هذا الاستدلال ب: أن ليس جميع عقود الخيارات تتضمن الغرر، فالغرر في الخيار المركب وإن كان ظاهراً ومتفاحشاً إلا أنه في عقود الخيارات البسيطة لا وجود للغرر إذا نفذ مشتري الخيار حقه في العقد، وكون العاقدین لا يعلمان ما سيؤول إليه سعر السهم فإن هذا لا يستلزم الغرر، لأن التعاقد جرى بسعر معلوم ثابت والسلعة مقدور على تسليمها، ونظيره في الفقه الإسلامي خيار الشرط والسلم، فكل من العاقدین لا يعلم ما ستؤول إليه سعر السلع وقت تنفيذ آثار العقد.

وأما إذا لم ينفذه فإن الغرر محصور بمقدار ما دفعه قيمة للخيار، وهو يسير مغتفر لاسيما عند من يجوز بيع العربون^(٤١) (٤٢).

واعترض على هذه المناقشة ب: أن الغرر قائم؛ حيث إن مشتري الخيار ومحزره لا يعلمان قيمة السلعة وقت التنفيذ^(٤٣).

(٤١) وبيع العربون هو: "أن يشتري شيئاً ويعطي البائع درهماً، ويقول: إن أخذته وإلا فالدرهم لك". الإنصاف ٣٥٨/٤، وانظر: المغني: ١٦٠/٤. وقد اختلف الفقهاء في مشروعيتها، وصاروا إلى ثلاثة أقوال: القول الأول: عدم مشروعية عقد بيع العربون، وهذا مذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والمالكية والشافعية، ورواية عند الحنابلة واختاره أبو الخطاب. القول الثاني: مشروعية عقد بيع العربون، وإن لم يوقت الخيار فيه بمدة زمنية محددة، وهو المذهب عند الحنابلة. القول الثالث: مشروعية عقد بيع العربون، بشرط توقيت مدة الخيار فيه بمدة زمنية محددة، وهو قول مرجوح عند الحنابلة، وبه صدر قرار المجمع الفقهي. انظر: فتاوى السُّعْدِيِّ: ١/٤٦٧، ٤٧٣، ولم أجده عند غيره من الحنفية إلا أن كتب المذاهب الأخرى نسبت هذا القول للحنفية، وشرح مختصر خليل للخرشي، ٧٨/٥، وحاشية الدسوقي: ٣/٣٦، وأسنى المطالب: ٢/٣١، ونهاية المحتاج: ٢/٤٧٦، والمغني: ٤/١٦٠، والإنصاف: ٤/٣٥٨، والقرار الصادر عن المجمع الفقهي في دورته المنعقدة في مؤتمره الثامن ببندر سيري باجوان، بروناي دار السلام من ١ إلى ٧ محرم ١٤١٤هـ الموافق ٢١ - ٢٧ يونيو ١٩٩٣ م، والذي نص على: "يجوز بيع العربون إذا قيدت فترة الانتظار بزمان محدود، ويحتسب العربون جزءاً من الثمن إذا تم الشراء، ويكون من حق البائع إذا عدل المشتري عن الشراء".

(٤٢) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢/٣١٣ - ٣١٤.

(٤٣) عقود التحوط، د. الدوسري: ١٢٨.

ويجاء عن هذا الاعتراض بـ: أن سعر السلعة محدد عند التعاقد، أما ما سيؤول إليه السعر فهذا لا أثر له في إنشاء الغرر؛ حيث إن مشتري الخيار له الحق في العدول عن التنفيذ، أما محرر الخيار: فهو قد اشترى الأسهم محل التعاقد بسعر ما عند تحرير عقد الخيار^(٤٤)، فلا وجه لبقاء الغرر في هذا النوع من العقود، وإن كان وجه المخاطرة فيها ظاهراً.

الدليل الثالث: أن مصدر الخيار يبيع ما ليس عنده، وقد جاءت السنة بتحريم ذلك؛ حيث نهى النبي صلى الله عليه وسلم حكيم بن حزام بقوله: "لَا تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ"^(٤٥) ^(٤٦).

ونوقش هذا الاستدلال من وجهين:

الوجه الأول: أن هذا القول ليس على إطلاقه، فقد يكون محرر الخيار مالكا للسلعة، بل قد يكون ذات الشركة المصدرة للأسهم محل التعاقد^(٤٧).

قلت: إن القرار المنظم لعقد الخيارات في السوق الكويتي يشترط وجوب إيداع محرر الخيار ضمانات عينية لدى غرفة المقاصة، فلا وجه لهذا الاستدلال في منع عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية^(٤٨).

الوجه الثاني: أنه لو فرض كون عقود الخيارات من قبيل بيع ما لا يملكه

(٤٤) وهذا في عقد الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية. انظر: البند الثالث في المطلب الثاني من المبحث الأول.

(٤٥) رواه أحمد في مسنده، حديث: (١٤٨٨٧)، ورواه الترمذي - كتاب البيوع - باب ما جاء في كراهية بيع ما ليس عندك، حديث: ١٢٣٢، وقال الترمذي: حسن صحيح، ورواه النسائي - كتاب البيوع - باب بيع ما ليس عند البائع، حديث: ٤١٦٣، وأبو داود - كتاب البيوع - باب في الرجل يبيع ما ليس عنده، حديث: ٣٥٠٣.

(٤٦) انظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٥٥/١/٧، والاختيارات في الأسواق المالية، د. أبو غدة: ٣٣٦/١/٧.

(٤٧) أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: ٦٥٥، نقلاً عن: الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣١٣ / ٢.

(٤٨) انظر: المادة الحادية عشرة من القرار المنظم.

البائع، فإن هذا لا يمنع من كونه بيعاً موصوفاً في الذمة عند من يرى بصحة السلم الحال، وهو مذهب الشافعية^(٤٩).

الدليل الرابع: أن عقود الخيارات عقود صورية، ولا يجري تنفيذها، ولا تنتج آثارها، فلا المشتري يملك الأسهم ولا البائع يملك الثمن، وهذا مخالف لمقتضى البيع، فكان باطلاً، ووجه ذلك:

١ - ما ذكره بعض المختصين من أن معظم المستثمرين لا يفضلون تنفيذ العقود، بل يؤثرون التبرج من بيع الخيار عن تنفيذها^(٥٠).
ونوقش هذا من ثلاثة أوجه^(٥١):

الوجه الأول: أن عدم تنفيذ الحق لا يستلزم صورية العقد، وثبوت الحق لا يعني تنفيذه، كالمستأجر يستأجر البيت وقد لا يسكنه.

الوجه الثاني: أن تفضيل معظم المستثمرين عدم ممارسة التنفيذ سببه أن القيمة السوقية للخيار تساوي تقريباً الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ.

الوجه الثالث: أنه ليس من شروط صحة البيع تملك السلعة للغرض الذي تستخدم له، فقد تشتري السيارة للمتاجرة، كما تشتري الأسهم للمضاربة وليس قصداً لتحقيق العوائد.

٢ - أن مشتري الخيار عندما يقوم بتنفيذ حقه في الخيار لا يقوم بدفع قيمة التنفيذ واستلام الأسهم حقيقة، بل بمجرد قيام المحرر بدفع فرق السعر لمشتري الخيار^(٥٢).

(٤٩) أسواق الأوراق المالية، سمير رضوان: ٣٦٤.

(٥٠) فإن (٩٧٪) من المتعاملين في هذا النوع من المشتقات يستخدمون هذه المنتجات لغرض المجازفات. انظر: التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي بن إبراهيم السويلم: ٤١، وأسواق الأوراق المالية، سمير رضوان: ٣٦٦.

(٥١) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢ / ٣٢٣.

(٥٢) الاختيارات، د. السلامي: ٧ / ١ / ٢٢٣،

ونوقش هذا الوجه ب: أن اقتضاء الفرق بين السعيرين لا يستلزم كون البيع سوريا، فحقيقة ما يجري هو أن العاقرين يجريان مقاصة بينهما ويتطارحان الدينين، فلمشتري الخيار في ذمة محرره أسهم، وللباع في ذمة مشتري الخيار سعر التنفيذ، فيطرح من الأكثر منهما قيمة الأقل، ويأخذ المشتري الفرق بينهما، وهذا مبني على ترجيح جواز تطارح الدينين وإن كانا مختلفي الجنس^(٥٣).

قلت: إن الذي يجري في سوق الكويت للأوراق المالية عند عدم رغبة مشتري الخيار في تنفيذ الشراء مثلا هو أن محرر الخيار يقوم بشراء حق الخيار منه بما يحقق ذات النتيجة الربحية في حال قيام مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

الدليل الخامس: تعارض مقتضى عقود الخيار مع العدل الواجب في العقود والذي يقتضي التسوية بين المتعاقدين؛ إذ أن طبيعة هذا النوع من العقود يكمن في إعطاء أحد المتعاقدين فرصة واسعة لأن يحقق مكاسب على حساب المتعاقد الآخر؛ حيث إنه تتاح له فرصة معرفة مستويات الأسعار في موعد التصفية ومقارنتها بأسعار التعاقد، ثم يختار بين تنفيذ العقد وفسخه^(٥٤).

ونوقش هذا الاستدلال من وجهين^(٥٥):

الوجه الأول: أن العدل لا يستلزم التسوية مطلقا، بل قد يكون في التسوية ظلم، فالعدل هو إعطاء كل من العاقرين ما تحقق له من حقوق اقتضاها العقد، دون الإضرار بالعاقد الآخر.

الوجه الثاني: أن العقد المتضمن لخيار الشرط يعطي ذات الفرصة لصاحب الخيار، ولم يقتض ذلك تحريمه.

الدليل السادس: أن عقود الخيارات تعد أحد أنواع التأمين المحرم؛ حيث إن

(٥٣) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢ / ٣٢٤ - ٣٢٨.

(٥٤) انظر: أسواق الأوراق المالية، سمير رضوان: ٣٦١.

(٥٥) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢ / ٣٢٩.

الدافع الحقيقي لشراء الخيار في أسواق البورصة هو الرغبة في دفع المخاطرة وضمان سعر محدد للبيع أو الشراء في المستقبل، ومن ثم تفادي الخسارة، ومقابل ذلك يتنازل المستثمر عن مبلغ محدد يمثل ثمن الخيار المذكور. فكأن الخيار - إذاً - نوعاً من التأمين. وهو عقد معاوضة يتضمن غرراً فاحشاً والبيع بهذه الصفة نوع من الميسر، فالبائع إنما يبيعه مخاطرة؛ ففيه أكل للمال بالباطل وهو مفض إلى الظلم والتباغض. يقول المولى عز وجل: ﴿وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ﴾ (٥٦) (٥٧).

قلت: قد لا ينازع أحد في أن عقود الخيارات لا تختلف في الغرض بالنسبة لمشتري الخيار عن التأمين، فالتشابه بينهما ظاهر، وحتى أن صانع السوق محرر الخيار في سوق الكويت للأوراق المالية جاء في دليل الخيارات الصادر عنه ما نصه:

"من الممكن: تشبيه عقود الخيار بعقود التأمين، حيث إن مشتري عقد التأمين يستخدمه في حالات معينة فقط، كوقوع الحوادث مثلاً، ويقوم بدفع مبلغ معين غير قابل للاسترداد لقاء المخاطرة التي تتحملها شركة التأمين، ولذلك يمكن اعتبار سعر الخيار بمثابة التأمين المدفوع من قبل مشتري الخيار لتثبيت سعر السهم عند التنفيذ الثابت عند ١٤٠٠ في أي وقت خلال مدة العقد المحدد على الرغم من تغير سعر السهم يومياً في السوق، فإذا ما ارتفع سعر السهم في السوق الفوري إلى ١٥٠٠ فلس يقوم مشتري عقد الخيار بتنفيذ حقه بشراء السهم بسعر التنفيذ الثابت عند ١٤٠٠ فلس، الذي هو أقل من السعر المعروض في السوق، وبذلك يكون عقده رابحاً، وعلى العكس فإذا لم يرتفع سعر السهم عن ١٤٠٠ فلس عند نهاية العقد فإنه ليس من مصلحة مشتري العقد تنفيذه وشراء السهم بسعر أعلى مما هو معروض في السوق، وعليه يكون العقد قد انتهى ويكون المشتري قد خسر الخيار (التأمين) الذي دفعه في بداية العقد كاملاً.

(٥٦) سورة البقرة، من الآية: ١٨٨.

(٥٧) انظر: الأسواق المالية، د. القري: ١٦١١/٢/٦.

مما سبق نرى أن سعر الخيار يمثل أتعاب تأمين غير قابلة للاسترداد بحيث يمكن لمشتري عقد خيار الشراء الاستفادة منه إذا ما ارتفع سعر السهم محل العقد، ومن الممكن أن لا يستفيد منه إذا انخفض سعر السهم، تماماً كما هو الحال في التأمين على السيارة، ولجميع عقود التأمين مدة صلاحية إذا انقضت انتهى التأمين، وكذلك الأمر بالنسبة لعقود الخيار فإنها تنتهي بانتهاء تاريخ الاستحقاق" (٥٨).

إلا أن هذا الاستدلال نوقش ب: أن تحريم عقد التأمين ليس لما فيه من الرغبة من دفع المخاطر، بل إن هذا غرض مشروع كالسلم، وإنما لما في العقد من جهالة، تكمن في أن كلا من المؤمن والمؤمن له لا يعلم حقيقة ما سيحققه من هذا العقد وهذا غرر فاحش، في حين أن عقد الخيارات يعلم كل من العاقدين فيه التزامه، فمشتري الخيار يعلم قيمة الخيار، ومحرر الخيار يعلم سعر التنفيذ (٥٩).

ويُعترض على هذه المناقشة ب: أن انتفاء الجهالة هذا يكون في عقد خيار الشراء الذي يكون فيه محرر الخيار مالكا للأسهم، أما خيار البيع فالجهالة قائمة والغرر ظاهر، فإن محرر الخيار لا يعلم قدر الفرق بين السعر السوقي للأسهم و سعر التنفيذ، ولا شك أن شراء محرر الخيار أسهماً بأعلى من سعرها السوقي يعد خسارة لا يُعلم مداها في خيار البيع.

الدليل السابع: أن الحق الذي يقتضيه الخيار لا يجوز أن يكون محلاً للعقد؛ لأنه ليس بمال متقوم شرعاً، وليس من جنس الحقوق التي يجوز التصرف بها في البيع؛ إذ أنها حقوق ناتجة عن فعل سابق أو عن عقد سابق (ترتبت عليه علاقة بين طرفين)، فحق ولي المقتول إنما نشأ من فعل القتل الذي تعدى به القاتل على ضحيته، وحق الزوج في استمرار عقد الزواج إنما هو حق نشأ بعقد زواج كان محله التمتع بالعلاقة المعروفة بين الزوج والزوجة ومن لوازمه: الاستمرار.. وهكذا، كما أنه يغلب عليها جميعاً صفة التعويض عن الضرر الذي لحق بفرد لعدم تمكنه من التمتع بحق أثبت له عقد سابق، مثل

(٥٨) دليل الخيارات ٢٠٠٨، المركز المالي: ٨.

(٥٩) انظر: الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٣٠/٢.

حق الحضانة، أو أثبتته له الشريعة، كحق الشرب والمسيل^(٦٠)، ونحو ذلك من حقوق الارتفاق^(٦١) (٦٢).

ونوقش هذا الاستدلال ب: أن الخيار من الحقوق المجردة، وقد أجاز جمهور الفقهاء بيع الحقوق المجردة^(٦٣)، كحق المرور والتعليم والشرب ووضع الخشب على الجدار ونحو ذلك^(٦٤).

وأجيب عن هذه المناقشة من وجهين^(٦٥):

الوجه الأول: أن الخيارات تقتضي إنشاء التزام من طرف محرر الخيار، وليس من باب بيع الحقوق.

ويُجاب عن هذا الوجه من الاعتراض ب: أن هذا الالتزام الذي يعد أثراً لهذا العقد أنشأ حقاً لمشتري الخيار يتمثل في تمكنه من تنفيذ البيع أو الشراء، وهذا الحق هو المعقود عليه وليس أثره.

الوجه الثاني: أنه إن كان عقد الخيار يعد بيعاً للحق، إلا أنه ليس من جنس الحقوق المجردة التي يجوز الاعتياض عنها؛ كتلك التي تكون ناتجة عن فعل سابق أو عقد سابق، أو يغلب عليها صفة التعويض عن الضرر الذي لم يتمكن من التمتع به كحق الشرب.

(٦٠) والمسيل هو: "المجتمع من المطر الجاري في الأودية، والمسيل مجرى السيل". المصباح المنير: ٢٩٩-٣٠٠.

(٦١) حق الارتفاق هو: "تحصيل - شخص أو عقار - منافع تتعلق بالعقار"، وهذا عند المالكية والشافعية والحنابلة، وقصره الحنفية على انتفاع العقار بالعقار. انظر: البحر الرائق: ١٤٨/٦، ومنح الجليل: ٣١٦/٦، والأحكام السلطانية، للماوردي: ٢٣٦، والأحكام السلطانية لأبي يعلى: ٢٢٤.

(٦٢) انظر: الأسواق المالية، د. القرني: ١٦١٣/٢/٦، وانظر: الاختيارات، د. الضرير: ١/٧/٢٦٥، والاختيارات في الأسواق المالية، د. أبو غدة: ١/٧/٣٣٤، وعلى هذا بنى مجمع الفقه الإسلامي قراره في خصوص الاختيارات، انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي: ١/٧/٧٨١، وإليه استندت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم: ٢٠، انظر: المعايير الشرعية: ٢٩١.

(٦٣) وهو مذهب المالكية والشافعية والحنابلة. انظر: التاج والإكليل: ٨٤/٦، ومغني المحتاج: ٣٢٣/٢، وكشاف القناع: ٤٠٣/٣.

(٦٤) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٣١/٢.

(٦٥) عقود التحوط، د. الدوسري: ١٢٥-١٢٧.

ويجاب عن هذا الوجه من الاعتراض ب: أن القصد من مشروعية الاعتياض عن الحقوق لما أصبح لها من قيمة عند المتعاملين بها، ولا أثر لكونها سابقة عن فعل أو ناتجة عنه، بل قيمتها متحصلة بما فيها من نفع؛ وعليه يمكن الاعتياض عن الحقوق التي تمكن من تصرف لاحق قد يكون في مصلحة أي من المتعاملين.

الدليل الثامن: أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية؛ لأنه لم يتم فيه تسليم الثمن أو المثل، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معاً، فلذلك لا يجوز؛ وسبب ذلك لا يعود إلى خيار الشرط لأن ذلك جائز؛ وإنما إلى عدم تحقق أركان العقد، إضافة إلى اشتراط التنازل عن جزء من المال دون أن يربط بضرر فعلي محقق، فهذا أيضاً لا يجوز^(٦٦).

ويناقش هذا الاستدلال بأنه: إذا تم التسليم بجواز بيع الحقوق المجردة وأن حق الخيار أحد أشكال هذه الحقوق فإن العقد يكون قد اكتمل باكتمال أركانه، فالثمن هو ما يدفعه مشتري الخيار، والمبيع هو الحق الذي يمنحه العقد لمشتري الخيار، وهذان يتم تسلمهما وقت العقد.

الدليل التاسع: أن هذه المعاملة رغم ما فيها من صور البيع فإنها معاملة ضارة في أغلب الأحوال، وأن أغراض المتعاملين فيها شبيهة بلعب الميسر، حيث يعتمد الربح فيها على المصادفة والمخاطرة^(٦٧) والقمار^(٦٨)، وهذا الغرض يكمن في أحد أمرين أو كليهما^(٦٩):

-
- (٦٦) الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٥٧/١/٧.
- (٦٧) والمخاطرة هي: "الإشراف على الهلاك وخوف التلف"، ولم يخرج المعنى الاصطلاحي لهذا اللفظ عن المعنى اللغوي. انظر: المصباح المنير: ١٧٣، والمبسوط: ٤٦/١٦، وشرح مختصر خليل للخرشي: ٣٤/٥، وأسنى المطالب: ٢٨٩/٢، والمغني: ١٨٠/٤.
- (٦٨) والمقامرة بمعنى الميسر، وهو: "كل ما لا يخلو اللاعب فيه من غنم أو غرم". نيل الأوطار: ١٠٧/٨، وانظر: بدائع الصنائع: ١٢٧/٥، وأسنى المطالب: ٢٣٠/٤ وحاشية الدسوقي: ٢٠٩/٢، والمغني: ٤٣/٤.
- (٦٩) الأسواق المالية، د. القري: ١٦١٣/٢/٦-١٦١٤.

- ١ - حماية المستثمر نفسه من خسارة متوقعة بإلقاء المخاطرة على طرف آخر وإلزامه بالشراء عند حصول المكروه بثمن يحمي ذلك المستثمر من الخسارة التي نتجت عن انخفاض الأسعار، ويلتزم الطرف الثاني بذلك مقابل ثمن يتعهد بمقابلته أن يشتري أسهمه (أو سنداته) بثمن محدد سلفاً.
- ٢ - رغبة المستثمر في تحقيق ربح عن طريق اقتناص فرصة سنحت، معتمداً في ذلك على حواسه وتوقعه لما ستكون عليه حال الأسواق والأسعار في المستقبل، فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر يتحدد اليوم لبيعها غداً عندما ترتفع أسعارها، أو حق بيع أسهم يتوقع انخفاض سعرها.. وهكذا. ثم عندما يتحقق ما أمل فيه يبيع ذلك الحق (وربما لا يحتاج إلى إتمام صور المعاملة بشراء الأسهم أو السندات فضلاً)؛ ليحقق ما يصبو إليه من ربح.

ويناقش هذا الاستدلال من وجهين:

الوجه الأول: حماية المتعامل بالأوراق المالية نفسه من تقلبات السوق وتأمين نفسه ضد المخاطر: أمر مشروع متى كان بطريق مشروع.

الوجه الثاني: أن هذا الاستدلال وإن كان يصلح في تحريم خيار البيع من جهة إلقاء الأثر السلبي على محرر الخيار، إلا أنه في خيار الشراء لا وجه له؛ إذ إن محرر الخيار - وفقاً للقرار المنظم - محصن من تأثير ارتفاع الأسعار؛ حيث إنه ملزم بشراء الأسهم محل التعاقد إذا لم يكن يملكها، وهذا يحميه من خطر تقلبات السوق، فكان هذا الاستدلال لا أثر له في محل النزاع.

الدليل العاشر: أن هذا العقد يتضمن إسقاط الرضا الذي هو أحد أهم شروط صحة العقود؛ وذلك أن محرر الخيار مجبر على تنفيذ موجب عقد الخيار، فهو مجبر على البيع في خيار الشراء، كما أنه مجبر على الشراء في خيار البيع، والرضا وإن كان موجوداً عند تحرير الخيار، إلا أنه غير قائم عند تنفيذ البيع أو الشراء^(٧٠).

(٧٠) عقود التحوط، د. الدوسري: ١٣٣.

ويناقش هذا الاستدلال من وجهين:

الوجه الأول: أن محرر الخيار لم يكن ليقدم هذا النوع من العقود لكي لا يرضى بتنفيذ آثاره ونتائجه، فليس لإيجاب ذلك من جهة التشريعات الملزمة، بل من جهة حرصه على قيمة المنتج الذي يقدمه من الناحية الاقتصادية.

الوجه الثاني: أن الاستدلال لا يكون موجهاً للعقد حال ورود أي من العوارض عليه - كسقوط الرضا - التي قد ترد على العقد، بل يجب أن يكون موجهاً للعقد في حالته الطبيعية، وإلا يلزم منه بطلان جميع العقود بحجة أنه قد يكون أحد العاقلين غير راض بتنفيذ العقد؛ لاسيما في تلك العقود التي يتأخر فيها تسليم أحد البديلين.

أدلة القول الثاني:

استدل أصحاب هذا القول بما يلي:

الدليل الأول: أن طبيعة عقد الخيارات البسيطة تتفق وطبيعة بعض التصرفات الواردة في الفقه الإسلامي، ويمكن تخريجه على خيار الشرط، ووجه موافقته فيما يلي:

أن مقتضى العقد هو تمكين مشتري الخيار من حق فسخ العقد خلال مدة الخيار، يستخدمه بحسب ما يراه محققاً لمصلحته، وهذا هو خيار الشرط الوارد في الفقه الإسلامي، فكان جائزاً دفع مبلغ من المال لتحصيل هذا الحق^(٧١).

ونوقش هذا التخريج من أربعة أوجه:

الوجه الأول: أن خيار الشرط عند جمهور الفقهاء لا تتجاوز مدته ثلاثة أيام، أو قدر ما تنقضي به حاجة المتعاقدين، في حين أن مدة الخيار في عقود

(٧١) انظر: الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: ٥/٤٢٥، و الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٣٣/٢.

الخيارات قد لا تقل عن تسعين يوماً، وهذا الاختلاف يمنع صحة تخريج عقود
الخيارات على خيار الشرط^(٧٢).

وأجيب عن هذه المناقشة ب: أن الفقهاء - القائلين بمشروعية خيار
الشرط- وإن اتفقوا على صحة أن تكون مدته ثلاثة أيام فأقل، إلا أنهم اختلفوا
على ما زاد عن ذلك، وعليه هذا الاعتراض لا يلزم القائلين بأنه لا حد لمدة
خيار الشرط، بل بحسب الحاجة؛ لاسيما أن الراجح خلافه^(٧٣).

الوجه الثاني: أن غرض الشارع من تشريع خيار الشرط إنما كان مبعثه
تمكين المتعاقد من معرفة مناسبة المعقود عليه له من جهة حالته وثمرته،
فاحتاج قدرا من الزمن للتأكد من هذه المناسبة، والقياس لا يقتضيه إلا أنه
جوز للحاجة، في حين أن غرض مشتري الخيار إنما هو للنظر في مدى موافقة
أسعار الأسهم محل التعاقد لتوقعاته، وهذا الاختلاف في الغرض يمنع
التخريج^(٧٤).

ويجاب عن هذه المناقشة: بأن النظر في مدى موافقة أسعار الأسهم
لتوقعات مشتري الخيار يعد أحد مظاهر تمكين العاقد من مناسبة المعقود عليه
من جهة ثمنه، فكان ذلك توافقا بين خيار الشرط وعقد الخيار من جهة الغرض.

الوجه الثالث: أن هذا التخريج - لو صح - فإنه إنما ينطبق على عقود
الخيارات التي يمكن فيها مشتري الخيار من مباشرة حقه أثناء فترة الخيار،
وليست تلك التي لا تسمح لمشتري الخيار بمباشرة حقه إلا في يوم محدد
يسمى موعد التنفيذ^(٧٥).

ويجاب عن هذا الوجه من المناقشة ب: أن اللوائح المنظمة لعقود الخيارات

(٧٢) انظر: أسواق الأوراق المالية، لسمير رضوان: ٣٦٦.

(٧٣) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٣٣/٢ - ٣٣٩.

(٧٤) انظر أسواق الأوراق المالية لسمير رضوان: ٣٦٦، وحكم أعمال البرصة، د. السالوس:
١٣٤٧/٢/٦.

(٧٥) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٤٠/٢ - ٣٤١.

في السوق الكويتي للأوراق المالية تمنح مشتري الخيار مباشرة مقتضى العقد أثناء مدته، ودون تحديد يوم محدد للتنفيذ.

الوجه الرابع: قال القري مناقشاً: "إن في المعاملة المذكورة أعلاه اختلافاً واضحاً عن الخيار في الفقه الإسلامي، ولعل أول هذه الاختلافات أن الخيار الموصوف الذي يتعامل به الناس في أسواق المال عقد مستقل عن عقد البيع، فالصيغة تتضمن انفصال البيع عن الخيار، فيكون للخيار ثمن والسلعة (أو السهم) ثمن، والخيار عقد مستقل يشتري فيه المستثمر حقاً يخوله البيع والشراء، والأغلب أن يبيع الخيار من لا يملك الأسهم من السماسرة، فدل على أنه عقد مستقل بذاته. ومحل العقد هنا هو ذلك الحق وليس الأسهم؛ لأن للأسهم عقداً آخر، هو عقد بيع وليس حقاً" (٧٦).

وأجيب عن هذا الوجه من المناقشة بـ: بأن كون الخيار له ثمن لا يمنع صحة التخريج، فبيع العربون نوع من بيع الخيار، والخيار فيه مشروط بثمن (٧٧).

ويعترض على هذا الجواب بـ: أن ما أجيب به لا يصح في محل النزاع؛ إذ أن محل النزاع يبحث في مدى تأثير ثمنية الخيار في عقود الخيارات على صحة قياسه على خيار الشرط، وليس تخريج هذا العقد على بيع العربون.

الدليل الثاني: ما يحققه هذا النوع من العقود من مصلحة لكلا العاقلين، دون جهالة أو غرر، فالمشتري يأمن من تقلبات الأسعار، والبائع يستفيد من ثمن الخيار (٧٨).

ويناقش هذا الاستدلال بـ: أنه ليس مسلماً أن هذا النوع من العقود يكون

(٧٦) الأسواق المالية، د. القري: ١٦١٠/٢/٦، وبعد موافقته قال الضرير: "ولا أعلم فقيهاً جوز أخذ العوض نظير خيار الشرط، فيكون أخذ العوض نظير عقد الاختيار أولى بالمنع. الاختيارات، د. الضرير: ٢٦٣/١/٧.
(٧٧) انظر: الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٤٠/٢.
(٧٨) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٤٦/٢.

محققاً لمصلحة كل من العاقدين؛ حيث إن عقد خيار البيع في حال اختلاف توقعات محرره يتسبب في خسارة غير محدودة لصالح مشتري الخيار قد تتجاوز ثمن الخيار، فأى وجه لمصلحة محرر الخيار في خيار البيع حال انخفاض الأسعار؟

الدليل الثالث: أنه يمكن تخريج عقد الخيارات البسيطة على الشرط الجزائي عند امتناع المتعهد عن التنفيذ؛ إذ يمكن أن نعتبر قيمة الخيار شرطاً جزائياً يلزم به المتعهد عند التخلف^(٧٩).

ويناقش هذا الاستدلال بـ: أن هذا قياس باطل، حيث إن الشرط الجزائي إنما أجاز في مقابل التعويض عن الضرر الذي لحق فعلاً المضرور^(٨٠).

أما عقد الخيار فخسارة مشتري الخيار لثمن الخيار لا يمكن اعتباره تعويضاً لمحرر الخيار؛ إذ أن محرره قد لا يخسر - وهذا غالب الحال - شيئاً، بل قد ينتهي العقد ولم يتغير سعر السهم محل العقد، وحينها يستحق كامل ثمن الخيار دون أن يخسر أو يتضرر شيئاً^(٨١)، ولو قيل: بأن احتفاظه بالأسهم مدة العقد ومنعه من التصرف بها يعد ضرراً فهذا مردود باستحقاق المحرر

(٧٩) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣/٣٤٧.

(٨٠) وفي هذا صدر القرار رقم: ١٠٩ (١٢/٣) بشأن موضوع الشرط الجزائي عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الثانية عشرة بالرياض في المملكة العربية السعودية، من ٢٥ جمادى الآخرة ١٤٢١هـ إلى غرة رجب ١٤٢١هـ (٢٣ - ٢٨ سبتمبر ٢٠٠٠م)؛ حيث نص في بعض بنوده على:

"١ - الضرر الذي يجوز التعويض عنه يشمل الضرر المالي الفعلي، وما لحق المضرور من خسارة حقيقية، وما فاتته من كسب مؤكد، ولا يشمل الضرر الأدبي أو المعنوي.

٢ - لا يعمل بالشرط الجزائي إذا أثبت من شرط عليه أن إخلاله بالعقد كان بسبب خارج عن إرادته، أو أثبت أن من شرط له لم يلحقه أي ضرر من الإخلال بالعقد.

٣ - يجوز للمحكمة - بناء على طلب أحد الطرفين - أن تعدل في مقدار التعويض إذا وجدت مسوغاً لذلك، أو كان مبالغاً فيه.

(٨١) انظر: عقود التحوط، د. الدوسري: ١٤٤-١٤٥.

كامل الحق في استيفاء الأرباح والتوزيعات عن الأسهم التي أُصدر عليها خيارات ولم يتم تسويتها عينياً.

أدلة القول الثالث:

استدل أصحاب هذا القول بأن طبيعة عقد خيار الشراء تتفق وطبيعة بيع العربون الوارد في الفقه الإسلامي^(٨٢)، ووجه موافقته فيما يلي:

١ - أن خيار الشراء لا يختلف في طبيعته عن عقد بيع العربون؛ حيث إن المشتري في بيع العربون يدفع مبلغاً من المال ليكون له الحق في إمضاء البيع من عدمه بحسب ما تقرر مصلحته، وهذا المبلغ هو ذاته يمكن أن يكون قيمة الخيار الذي يدفع في عقود الخيارات ليكون لمشتريه الحق في شراء الأسهم من عدمه، وهذا التطابق في الطبيعة بين العقدين يجيز تخريج عقد خيار الشراء على بيع العربون^(٨٣).

إلا أن هذا التخريج اعترض عليه بأن بين بيع الخيار والعربون فوارق جوهرية، فنوقش من سبعة وجوه:

الوجه الأول: أن جمهور الفقهاء يرون عدم مشروعية بيع العربون، فلم يصح تخريج هذا العقد عليه.

قال القره داغي: "العربون مختلف فيه، ولم يقل بصحته جمهور الفقهاء؛ لما فيه من غرر، لأنه بمنزلة الخيار المجهول^(٨٤)".

ويجاب عن هذا الوجه من المناقشة من وجهين:

الأول: أنه يصح القياس على العربون أو التخريج عليه - وإن كان مختلفاً فيه - عند من يرى مشروعيته، لذا فإن هذا الاعتراض لا يلزم القائلين بمشروعيته.

(٨٢) أحكام السوق المالية، د. الشريف: ١٣٠٨/٢/٦

(٨٣) أحكام السوق المالية، د. الشريف: ١٣٠٨/٢/٦

(٨٤) الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٥٨/١/٧

الثاني: أن كثيراً من الفقهاء المعاصرين^(٨٥) يرى مشروعية هذا البيع، بل صدر به قرار المجمع الفقهي الإسلامي^(٨٦).

الوجه الثاني: أن العربون يعد جزءاً من الثمن، في حين أن قيمة خيار الشراء منفصلة عن سعر الأسهم محل التعاقد الذي يسمى بسعر التنفيذ^(٨٧).

وأجيب عن هذا الوجه من المناقشة بـ: أنه في حال تنفيذ مشتري الخيار حقه في الشراء فحينئذ يكون ثمن الأسهم مركباً من قيمة الخيار وسعر التنفيذ، فهما وإن جاءا منفصلين بالنسبة لتوقيتهما إلا أنهما يجتمعان عند التنفيذ^(٨٨).

الوجه الثالث: أن الثمن والمثمن في خيار الشراء لا يتم تسليمهما أثناء العقد، بل في فترة يتفق عليها المتعاقدان، وهذا من باب بيع الدين بالدين، خلافاً لبيع العربون^(٨٩).

وأجيب عن هذا الوجه من المناقشة بـ: أن الثمن والمثمن وإن لم يتم

(٨٥) ومن هؤلاء:

١ - الشيخ الدكتور/ عبد الله بن سليمان بن منيع، في بحثه حكم العربون في عقود البيع والإجارة، انظر: ٦٧٨/١/٥.

٢ - والدكتور/ وهبة مصطفى الزحيلي، في بحثه بيع العربون: ٦٩٧/١/٥.

٣ - والدكتور/ رفيق المصري، في بحثه بيع العربون: ٧٢٩/١/٥.

٤ - والدكتور/ ماجد أبو رحية، في بحثه حكم العربون في الإسلام، ط. مكتبة الأقصى - عمان، الطبعة الأولى، ١٤٠٧هـ/١٩٨٦م: ٢٣.

٥ - والباحث/ ماجد بن عبد الرحمن الرشيد، في بحثه أحكام بيع العربون وتطبيقاته المعاصرة: ٧٠.

(٨٦) وهذا في دورته المنعقدة في مؤتمره الثامن ببندر سيرى باجوان، بروناي دار السلام من ١ إلى ٧ محرم ١٤١٤هـ الموافق ٢١ - ٢٧ يونيو ١٩٩٣ م، والذي نص على: "يجوز بيع العربون إذا قيدت فترة الانتظار بزمان محدود، ويحتسب العربون جزءاً من الثمن إذا تم الشراء، ويكون من حق البائع إذا عدل المشتري عن الشراء".

(٨٧) انظر: الأسواق المالية، د. القرني: ١٦١١/٢/٦، والاختيارات، محمد مختار السلامي: ٢٣٣/١/٧، الاختيارات، د. الضرير: ٢٦٣/١/٧، الاختيارات في الأسواق المالية، د. أبو غدة: ٣٣٥/١/٧.

(٨٨) الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٣٤٥ / ٢.

(٨٩) الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٥٨/١/٧.

تسليمهما عند التعاقد إلا أنهما حاضرين، فليس هذا من باب بيع الدين بالدين، بل من باب موافقته لبيع العربون؛ حيث إن في بيع العربون لا يتم تسليم كامل الثمن ولا المثلث^(٩٠).

الوجه الرابع: أن ثمن الخيار قد يدفعه المشتري في خيار الشراء، وقد يدفعه البائع في خيار البيع^(٩١).

وأجيب عن هذا الوجه من المناقشة بـ: أن الغرض من التخيير على بيع العربون هو بيان صحة المعاوضة على حق الخيار، دون النظر إلى مالك هذا الحق بائعاً كان أو مشترياً^(٩٢).

قلت: قد يسلم في حال خيار الشراء هذا الاعتراض، لكنه غير مسلم في حال خيار البيع إذ إن اعتبار ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري خيار البيع عربوناً يلزم منه أن البائع هو من يدفع العربون، وهذا لم يقل به أحد.

الوجه الخامس: أن موضوع الخيارات ليس على السلع ليتم تخريجه على بيع العربون، بل يجري حتى على المؤشرات التي لا تعدو أن تكون ضرباً من القمار^(٩٣).

وأجيب عن هذا الوجه من المناقشة بـ: أن استخدام أي من العقود على محل محرم تداوله لا يقضي بتحريم هذه العقود، وإلا فإن جميع العقود محرمة؛ لإمكان أن يكون محلها سلعاً محرمة؛ فتبين عدم صحة هذه المناقشة؛ لبطلان لازمها، ومحل النظر إنما يبحث في مدى شرعية استخدام هذا العقد فيما يجوز تداوله بيعاً وشراءً^(٩٤).

(٩٠) انظر: الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢ / ٣٤٥.

(٩١) انظر: الاختيارات، محمد مختار السلامي: ٢٣٣/١/٧، الاختيارات، د. الضير: ١/٧ / ٢٦٤.

(٩٢) انظر: الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢ / ٣٤٥.

(٩٣) انظر: الاختيارات، محمد مختار السلامي: ٢٣٣/١/٧.

(٩٤) انظر: الخدمات الاستثمارية، د. الشبيلي: ٢ / ٣٤٥.

الوجه السادس: أن هذا النوع من العقود قد يتم على معقود عليه لم يتحقق؛ حيث إن البورصة لا تشترط وجود المعقود عليه أثناء العقد، وإنما المطلوب تحقيقه عند حلول المدة أو دفع التعويض^(٩٥).

قلت: هذا ليس على إطلاقه، فالقرار المنظم للخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية يشترط على صانع السوق محرر الخيار أن يودع ضمانات عينية تتكون من نسبة ١٠٠٪ من الأسهم المراد إصدار عقود الخيار عليها^(٩٦).

الوجه السابع: أن القائلين بمشروعية بيع العربون - وهم الحنابلة - ذهبوا إلى أن نماء المبيع المنفصل فترة الخيار يكون للمشتري^(٩٧)، أما المتصل فهو لمن سيؤول إليه المبيع^(٩٨)، في حين أن المعمول به في سوق الكويت للأوراق المالية - كما في المادة العشرين - هو أن جميع الأرباح النقدية أو العينية تكون لمحرر الخيار أثناء فترة الخيار، حيث نصت على أن: "يكون لصانع السوق حق التصويت وحق ممارسة أولوية الاكتتاب وحق استيفاء الأرباح والتوزيعات عن الأسهم التي أصدر عليها خيارات ولم يتم تسويتها عينياً".

الترجيح:

يظهر لي: أن هذا العقد لا يمكن إلحاقه بأي من التصرفات الشرعية في الفقه الإسلامي، ويعد صورة جديدة مستحدثة من صور العقود، وأرى أن الحكم فيه يختلف بحسب نوع الخيار، وتفصيله فيما يلي:

أولاً - خيار الشراء:

أرى مشروعية هذا العقد، وذلك لما يلي:

(٩٥) انظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. القره داغي: ١٥٩/١/٧

(٩٦) انظر المادة الحادية عشر من القرار المنظم.

(٩٧) انظر: كشف القناع: ٢٠٧/٤.

(٩٨) انظر: كشف القناع: ٢٠٨/٤.

- ١ - أن الأصل في العقود الصحة والإباحة، وعليه فإن هذا العقد صحيح ما لم يأت دليل يقتضي تحريمه، فكانت مشروعيته هي الأصل، والتحريم خلافه، إلا بدليل يقتضيه.
- ٢ - أن أدلة القول الأول لم يسلم لها - فيما أرى - دليل خلا من المناقشة والاعتراض المقتضي لبطلان الاستدلال فيما يخص خيار الشراء.
- ٣ - أنه لا يختلف عن بعض الحقوق المستحدثة التي قيل بجواز أخذ البديل في مقابلها، كثمن الخلو^(٩٩)، ولا يقال: إن حق الخلو مرتبط بعقد الإيجار، فيقال: إن ثمن الخيار مرتبط بحق شراء الأسهم بسعر التنفيذ.
- ٤ - قدرة هذا العقد على تحقيق مصلحة كل من صانع السوق ومشتري الخيار؛ حيث إن في كثير من الأحوال يكون كل من العاقلين قد أفاد من هذا العقد، ولو حصلت الخسارة لمشتري الخيار فإنها لا تتعدى قدرًا يسيرًا بالنسبة لقيمة الأسهم.

ثانياً - خيار البيع:

أرى عدم مشروعية هذا العقد؛ وذلك لما يلي:

- ١ - أن هذا العقد في طبيعته لا يقوم إلا على خسارة أي من طرفيه، وهذا لا مقابل له في نظر الفقه الإسلامي إلا في عقود المقامرات، وهي العقود التي لا تحتل إلا خسارة أي من طرفيها.
- ٢ - أن هذا العقد يعد التزاماً بدفع تعويض عن خسارة في حال انخفاض سعر الأسهم محل العقد، وهذا لا يختلف عن التأمين إلا في محله، وهذا غير مؤثر في الحكم ما كان التصرف لا يختلف عنه في وسيلته ومقصوده.

(٩٩) هو ما يدفعه المستأجر الجديد للمستأجر القديم، والذي صدر في شأن مشروعته قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٨ - ٢٢ جمادى الآخرة ١٤٠٨ هـ، الموافق ٦ - ١٢ فبراير ١٩٨٨ م.

٣ - سلامة بعض أدلة القول الأول التي تقتضي تحريم هذا النوع من عقود الخيارات.

٤ - أن هذا العقد لا يتماشى وطبيعة العقود المشروعة في الفقه الإسلامي، فليس ثمة عقد في الفقه الإسلامي يدفع فيه أحد طرفي العقد ثمناً للطرف الآخر دفعاً للضرر الواقع لا محالة على أحد طرفيه.

الخاتمة

أولاً - النتائج:

- ١ - اعتماد السوق الكويتي الضمانات القادرة على تحقيق آثار العقد، وذلك من خلال الضمانات العينية والضمانات النقدية؛ حرصاً من إدارة السوق على ضمان حقوق كل من الطرفين.
- ٢ - أن عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية خلت من بعض المحاذير الشرعية، كعدم ملكية محرر الخيار للأسهم محل الخيار، وعقود الخيارات المركبة.
- ٣ - أن عقد خيار الشراء يختلف في طبيعته عن عقد خيار البيع من جهة مناسبته لبعض التصرفات الشرعية وقابليته للقياس عليها عند بعض الفقهاء المعاصرين.
- ٤ - أن البحث في التصرفات المتعلقة في سوق الأوراق المالية والبحث في التعرف على حقيقتها ومعرفة أحكامها على الرغم من حداثة هذه التصرفات يعد أثراً ظاهراً على قدرة الفقه الإسلامي على مواكبة المستجدات وإبراز الفقهاء المعاصرين لمرونته وقابليته لمواكبة المعاملات المعاصرة والعقود المستحدثة.
- ٥ - التنوع في النظر الفقهي بين الفقهاء المعاصرين، وهذا جسّد الاختلاف في زاوية النظر لهذا المنتج والمفسر عن طبيعته، ومن ثم تنزيل الأحكام الفقهية عليه، وهذا يكشف عن أهمية دراسة الموضوعات المستجدة من قبل عدد من الفقهاء المعاصرين لتجلية حقيقته ومعرفة حكمه، كنحو عقد المؤتمرات والندوات المتعلقة بهذه الموضوعات.

ثانياً - التوصيات:

- ١ - ينبغي في حال انتهاء رأي الفقيه إلى تحريم عقد ما ألا يحشد كل

مسببات التحريم في العقد؛ تأكيداً لتحريم العقد؛ فلربما أن بعض المسببات لا وجود لها في العقد، مما يضعف الاستدلال ويوهنه.

٢ - توجيه الباحثين للبحث والنظر في المسائل المستجدة والعقود المستحدثة وفقاً للمعمول به في بلادهم؛ حيث إن البحث إن لم يكن تطبيقاً على تصرف ما فإن آثار إفادته - إذا اقتصر على التنظير - محدودة إذا خلا من التطبيق.

٣ - أن تعرض اللوائح المنظمة للعقود والتصرفات في المجتمعات الإسلامية على علماء الفقه قبل تشريعها؛ منعاً لمخالفتها الشريعة الإسلامية، وهذا سببه أمران:

أولاً: أن هذه العقود لها تعلق بالأحكام الفقهية الإسلامية، فوجب أن تكون هذه العقود متناسبة والفقه الإسلامي؛ اعتباراً لتدين المجتمع، واحتراماً لشعائر دينه.

ثانياً: أن هذا مما يؤمن لها الدعم المعنوي الذي يسهم في توسيع الشريحة التي تتعامل بهذه المنتجات وتلك العقود.

٤ - دراسة أحكام سوق الكويت للأوراق المالية في الفقه الإسلامي، ولا يكتفى بالدراسات الواردة في المكتبة الإسلامية عن أسواق الأوراق المالية الأخرى؛ إذ إن سوق الكويت تختلف فيه بعض التصرفات عن الأسواق المالية الأخرى، على نحو يوجب دراسته دراسة تطبيقية خاصة.

المصادر والمراجع

- ١ - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ط. كنوز أشبيليا - الرياض، الطبعة الأولى، ١٤٢٦هـ/ ٢٠٠٥م.
- ٢ - أحكام بيع العربون وتطبيقاته المعاصرة، أ. ماجد عبد الرحمن الرشيد، وهو بحث تكميلي مقدم لنيل درجة الماجستير في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء - جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، وبإشراف الدكتور عبد الرحمن السند.
- ٣ - أحكام السوق المالية، د. محمد عبد الغفار الشريف، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السادسة، الجزء الأول.
- ٤ - الأحكام السلطانية، لمحمد بن أبي يعلى أبي الحسين (٥٢١هـ)، تحقيق: محمد حامد الفقي، ط. دار الكتب العلمية - بيروت.
- ٥ - الأحكام السلطانية والولايات الدينية، لأبي الحسن علي بن محمد بن حبيب الماوردي (٤٥٠هـ)، ط. دار الكتب العلمية - بيروت.
- ٦ - الاختيارات في الأسواق المالية، د. عبد الستار أبو غدة، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السابعة، الجزء الأول.
- ٧ - الاختيارات في أسواق الأوراق المالية، عبد العزيز خليفة القصار، وهو بحث منشور في مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، العدد (٥٣)، السنة (١٨)، ربيع الآخر ١٤٢٤هـ/ يونيو ٢٠٠٩م، من ص (٢٣٣) إلى ص (٢٨٠).
- ٨ - الاختيارات، د. الصديق محمّد الأمين الضرير، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السابعة، الجزء الأول.
- ٩ - الاختيارات، فضيلة الشيخ محمّد المختار السّلامي، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السابعة، الجزء الأول.

- ١٠- أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، د. منير إبراهيم هندي، ط. منشأة المعارف - الإسكندرية، ١٩٩٩م.
- ١١- أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، د. منير إبراهيم هندي، ط. دار المعرفة الجامعية - الإسكندرية، الطبعة الثانية، ٢٠١٠م.
- ١٢- أساسيات الاستثمار، طاهر حيدر حردان، ط. دار المستقبل للنشر والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى ١٤٣٠هـ / ٢٠٠٩م.
- ١٣- الاستثمارات والأسواق المالية، د. هوشيار معروف، ط. دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى، ١٤٢٤هـ / ٢٠٠٣م.
- ١٤- أسواق الأوراق المالية، سمير رضوان، ط. المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، ١٤١٧هـ.
- ١٥- الأسواق المالية، د. محمد القري بن عيد، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السادسة، الجزء الثاني.
- ١٦- الأسواق المالية، د. محمود محمد الداغر، ط. دار الشروق - رام الله، الطبعة الأولى، ٢٠٠٧م.
- ١٧- الأسواق المالية والدولية، د. أنس البكري ووليد الصافي، ط. دار المستقبل للنشر والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى، ٢٠٠٢م.
- ١٨- الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، د. علي محيي الدين القره داغي، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السابعة، الجزء الأول.
- ١٩- بيع العربون، د. رفيق المصري، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة الثامنة، والعدد الثامن، الجزء الأول.
- ٢٠- بيع العربون، د. وهبة مصطفى الزحيلي، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة الثامنة، العدد الثامن، الجزء الأول.
- ٢١- تبين الحقائق شرح كنز الدقائق لفخر الدين عثمان بن علي الزيلعي الحنفي (٧٤٣هـ)، ط. دار الكتاب الإسلامي - القاهرة، الطبعة الثانية.

- ٢٢- تحفة المحتاج بشرح المنهاج لشهاب الدين أحمد بن محمد بن حجر الهيثمي المكي (٩٧٤هـ) - ط. دار إحياء التراث العربي - بيروت.
- ٢٣- التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي بن إبراهيم السويلم، وهو بحث منشور على شبكة المعلومات.
- ٢٤- التعريفات، لعلي بن محمد بن علي الجرجاني (٨١٦هـ)، تحقيق: إبراهيم الأبياري، ط. دار الكتاب العربي - بيروت، ١٤٠٥هـ.
- ٢٥- حكم أعمال البرصة، د. علي أحمد السالوس، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السادسة، الجزء الثاني.
- ٢٦- حكم العربون في الإسلام والدكتور/ ماجد أبو رخية، ط. مكتبة الأقصى - عمان، الطبعة الأولى، ١٤٠٧هـ/ ١٩٨٦م.
- ٢٧- حكم العربون في عقود البيع والإجارة، د. عبد الله بن سليمان بن منيع، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة الثامنة، العدد الثامن، الجزء الأول.
- ٢٨- الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، الدكتور يوسف بن عبدالله الشبيلي، ط. دار ابن الجوزي - الدمام، الطبعة الأولى، ١٤٢٥هـ/ ٢٠٠٥م.
- ٢٩- دليل الخيارات ٢٠٠٨، وهو صادر عن شركة المركز المالي الكويتي (ش.ك.م.).
- ٣٠- السوق المالية، د. وهبة الزحيلي، وهو بحث مطبوع في مجلة مجمع الفقه الإسلامي للدورة السادسة، الجزء الثاني.
- ٣١- دقائق أولي النهى لشرح المنتهى المعروف بشرح منتهى الإرادات لمنصور بن يونس بن إدريس البهوتي (١٠٥١هـ)، دار عالم الكتب، بيروت، الطبعة الأولى، ١٤١٤هـ/ ١٩٩٣م.
- ٣٢- عقود التحوط، د. طلال بن سليمان إبراهيم الدوسري، ط. دار كنوز إشبيليا - الرياض، الطبعة الأولى، ١٤٣١هـ/ ٢٠١٠م.

- ٣٣- كشف القناع عن متن الإقناع، لمنصور بن يونس بن إدريس البهوتي (١٠٥١ هـ)، ط. دار الفكر - بيروت، الطبعة الرابعة، ١٤٠٢ هـ / ١٩٨٢ م.
- ٣٤- لسان العرب، لأبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم بن منظور الأفرقي المصري (٧١١ هـ)، ط. دار الفكر - بيروت، الطبعة الأولى: ١٤١٠ هـ / ١٩٩٠ م.
- ٣٥- المخاطرة في المعاملات المالية المعاصرة، د. عبد الرحمن بن عبد الله بن إبراهيم الخميس، وهو رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الفقه في كلية الشريعة - جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، وبإشراف الأستاذ الدكتور مساعد بن قاسم الفالح.
- ٣٦- مسند الإمام أحمد، لأحمد بن حنبل الشيباني (٢٤١ هـ)، دار إحياء التراث العربي - بيروت، ١٤١٢ هـ / ١٩٩١ م.
- ٣٧- المشتقات المالية، د. حاكم الربيعي وآخرون، ط. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع - عمان، الطبعة الأولى، ٢٠١١.
- ٣٨- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - المنامة، ط. (١٤٣١ هـ / ٢٠١٠ م).
- ٣٩- المغني لموفق الدين عبد الله بن أحمد المعروف بابن قدامة (٦٢٠ هـ)، ط. دار إحياء التراث العربي - بيروت، الطبعة الأولى، ١٤٠٥ هـ / ١٩٨٥ م.
- ٤٠- مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج، لشمس الدين محمد بن أحمد الشربيني الخطيب (٩٧٧ هـ)، ط. دار الكتب العلمية - بيروت، الطبعة الأولى، ١٤١٥ هـ / ١٩٩٤ م.
- ٤١- منح الجليل شرح مختصر خليل، لأبي عبد الله محمد بن أحمد المعروف بالشيخ عlish (١٢٩٩ هـ)، ط. دار الفكر - بيروت، ١٤٠٩ هـ / ١٩٨٩ م.
- ٤٢- موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، د. عبدالعزيز هيكل، ط. دار النهضة - بيروت، ١٩٨٠ م.
- ٤٣- نيل الأوطار شرح منتقى الأخبار، للإمام محمد بن علي الشوكاني

(١٢٥٠هـ)، ط. دار إحياء التراث العربي - بيروت، الطبعة الأولى،
١٤١٣هـ - ١٩٩٣.

٤٤- نهاية وول ستريت، دايف كانساس، ط. دار الكتاب العربي - بيروت،
٢٠١٠.