


# عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية درسة فقهية مقارنة

إعداد الدكتور 

مصطفى عبد الغفار عباس خليفة

أستاذ مشارك بكلية الشريعة والأنظمة

جامعة الطائف

**E mail:** [dr.most@yahoo.com](mailto:dr.most@yahoo.com)

## بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

### ملخص البحث

عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية دراسة فقهية مقارنة

إعداد الدكتور مصطفى عبد الغفار عباس خليفة

يتناول البحث موضوعاً من الموضوعات الفقهية الهامة والمعاصرة حيث يتعرض الاقتصاد العالمي لهزات متتالية تؤثر على الدول والشعوب والممتلكات العامة والخاصة فكان لابد من بدائل وحلول جديدة علي الساحة وهذه البدائل والحلول تحتاج لبيان الحكم الشرع فيها بل تعد من المسائل التي تحتاج دقة في التكييف الفقهي ووضوحاً في صورها المختلفة وقد اشتمل هذا البحث علي مقدمة وثلاثة مباحث وخاتمة.

المقدمة وتتضمن موضوع البحث وأهميته، وخطة البحث ثم المبحث الأول في مفهوم المشتقات وأنواعها . مفهوم المشتقات المالية . أنواع المشتقات المالية . مجالات المشتقات المالية ، والمبحث الثاني في ماهية عقود الخيارات وعناصرها وأنواعها وألية تداولها ويتناول مفهوم عقود الخيارات ، عناصر عقود الخيارات ، أنواع عقود الخيارات ، ألية تداول عقود الخيارات ، والمبحث الثالث في الحكم الشرعي لعقود الاختيارات. ثم خاتمة البحث وفيها أهم النتائج والتوصيات .

الكلمات المفتاحية: العقود - خيارات الأسهم - الأسواق المالية .

**E mail:** dr.most@yahoo.com

## Abstract (summary)

The study deals with a number of important and contemporary jurisprudential issues, where the world economy is subjected to successive shocks affecting countries, peoples, and public and private property. There was a need for alternatives and new solutions on the scene. These alternatives and solutions need to be clarified in Sharia from different points of view.

This research included an introduction, three studies and a conclusion.

Introduction to the subject of research and its importance, and the research plan and then the first topic in the concept of derivatives and types of the concept of financial derivatives types of financial derivatives areas of financial derivatives, and the second section in the nature of options contracts and elements and types and mechanism of circulation and deals with the concept of options contracts elements of options contracts types of option contracts mechanism options, And the third topic in the legitimacy of the contracts of choice. And then the conclusion of the research and the most important findings and recommendations.

**Keywords:** Contracts - Stock Options - Financial Markets.

**E mail:** dr.most@yahoo.com

## المقدمة

### بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله رب العالمين، والعاقبة للمتقين، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له إله الأولين والآخرين، وقيوم السماوات والأرضين، وأشهد أن محمداً عبده ورسوله المبعوث بالكتاب المبين، الفارق بين الهدى والضلال، والغي والرشاد، والشك واليقين، صلى الله عليه وعلى آله وأصحابه الغر الميامين، وتابعيهم بإحسان إلى يوم الدين.

أما بعد،

فقد ظهرت الهندسة المالية كأداة لتطبيق الابتكارات المالية التي تهدف إلى تقليل المخاطر، وإيجاد حلول لمشاكل التمويل في ظل التطور الهائل لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات والذي تشهده الساحة المالية. وجاءت المشتقات المالية بمختلف أنواعها كأحد أهم الابتكارات المالية، وكان الهدف الرئيس من هذه المشتقات هو التحوط وتقليل المخاطر.

ولما كانت المشتقات المالية أحد أهم منتجات الهندسة المالية، فقد رأيتُ بعض الدراسات الفقهية تحاول ضبط الجوانب الفقهية لمختلف أنواعها، على الرغم من اتساع مفهوم هذه العقود ودقتها من الناحية الشرعية؛ والتي يصعب تناولها جميعاً وجمع شتاتها في بحث واحد؛ لذلك يمتد وجهي تلقاء عقود الخيارات Options في الأسهم في الأسواق المالية باعتبارها أهم أنواع المشتقات المالية، حيث إنها تمثل سوقاً عالمياً كبيراً يتجاوز حجم التعامل فيه أرقاماً مخيفة تعادل مئات التريلونات من الدولارات.

وتعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة في تلك الأسواق، فهي قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنوية، ينتج عنه دين على عاتق المنشأة المصدرة أو مشاركة في الملكية، وعليه يمكن القول إن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسيين، منهار ما يمثل ملكية جزء من المؤسسة، وبالتالي لحاملها الحق في جزء من أصولها، ومنها ما يمثل حق الحصول على عائد متفق عليه بين

المستثمر والجهة المصدرة نتيجة دين استدانة من المستثمر، فيعرف النوع الأول ب"الأسهم" ويعرف الثاني ب"السندات".

### موضوع البحث:

البحث يتناول عقود الخيارات في الأسهم باعتبارها أهم أنواع المشتقات المالية، وذلك من جانبين:

أما الأول: فهي الناحية القانونية والاقتصادية، وذلك من خلال إلقاء الضوء على مفهوم المشتقات المالية وأنواعها، ثم التركيز على بيان مفهوم عقود الخيارات وأنواعه وآلية تداول الأسهم فيها.

وأما الجانب الثاني، فهو الجانب الفقهي حيث تناولت الرؤية الشرعية لعقود الخيارات من وجهة نظر المانعين وهم يمثلون جمهور الباحثين بالإضافة إلى مجمع الفقه الإسلامي، وكذلك تطرقت للرؤية الشرعية للمحيزين، ثم ختمت ذلك الجانب ببيان ما رأيته راجحاً.

وعليه فالدراسة تحاول أن تجيب عن هذا التساؤل: ما الحكم الشرعي لعقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية؟

وليتسكن الباحث من الوصول إلى جواب عن هذا التساؤل قام بدراسة الموضوع، حتى يتمكن من الوصول إلى رأي يُطمئنُ إليه، ويشهد له الدليل.

### أهمية الموضوع:

تأتي أهمية الموضوع بالنظر لتداعيات الأزمات المالية التي تحدث بين حين وآخر، والتي من الممكن أن تذهب بمكتسبات الأمم التي تحققت عبر مجهود عقود في مهب الريح بين عشية وضحاها إذا لم يتم وضع الضوابط الموضوعية لإدارة المخاطر المالية في القطاع التمويلي، وذلك عن طريق تطوير المشتقات المالية بهدف حماية أوضاعها الاقتصادية من الانهيار والإفلاس.

فضلاً عن أنّ المشتقات التي يراد بها في كثير من الأحيان التحوط من المخاطر قد تصبح وبالاً إذا لم يتم فهم طبيعتها وتجنّبها من سوء استخدام المضاربين والمغامرين الذين يهدفون من ورائها إلى تحقيق أرباح قصيرة المدى؛ ضاربين غرض الحائط بالمصالح العليا للبلاد.

كما زاد من أهمية هذا الموضوع ما أعلن عنه من موافقة مجلس النواب المصري، على تعديلات مشروع قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ليرد في الباب الثاني من القانون آلية «بورصة العقود الآجلة» وإجراءاتها المنظمة<sup>(١)</sup>.

### خطة البحث:

وقد اقتضت طبيعة هذه البحث تقسيمه إلى مقدمة وثلاثة مباحث وخاتمة.  
المقدمة: وتتضمن موضوع البحث وأهميته، وخطة البحث.  
المبحث الأول: مفهوم المشتقات وأنواعها ومجالاتها  
وفيه ثلاثة مطالب:  
المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية.  
المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية.  
المطلب الثالث: مجالات المشتقات المالية.  
المبحث الثاني: ماهية عقود الخيارات وعناصرها وأنواعها وآلية تداولها.  
وفيه أربعة مطالب:  
المطلب الأول: مفهوم عقود الخيارات.  
المطلب الثاني: عناصر عقود الخيارات.  
المطلب الثالث: أنواع عقود الخيارات.  
المطلب الرابع: آلية تداول عقود الخيارات.  
المبحث الثالث: الحكم الشرعي لعقود الاختيارات.  
الخاتمة: وفيها أهم النتائج

وصلى الله على نبينا محمد وعلى آله وأصحابه أجمعين.

(١) متاح على: <https://www.almalnews.com/>

## تمهيد:

تتنوع العقود والأدوات المالية المشتقة إلى العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات.  
ولما كانت عقود الخيارات من أنواع المشتقات المالية فإنه يجدر بنا بيان حقيقة تلك المشتقات في هذا المبحث.

### المبحث الأول

مفهوم المشتقات المالية وأنواعها ومجالاتها

وفيه ثلاثة مطالب:

#### المطلب الأول

مفهوم المشتقات المالية

وفيه فرعان:

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية باعتباره مركبا إضافيا.

الفرع الثاني: تعريف المشتقات المالية في الاصطلاح الاقتصادي.

### الفرع الأول

تعريف المشتقات المالية باعتباره مركبا إضافيا

أولاً: تعريف المشتقات في اللغة:

هي جمع مشتق، والمشتق مصدر من الفعل اشتق، وهو نتاج وتوليد من الأصل. وكلمة مشتقة: أصل صيغتها من كلمة أخرى. قال ابن فارس: "الشين والقاف أصل واحد صحيح يدل على انصداع في الشيء، ثم يحمل عليه ويشق منه على معنى الاستعارة. تقول: شققت الشيء أشقه شقا: إذا صدعته.." (١).

(١) معجم مقاييس اللغة ٣/١٧٠. وانظر أيضا المزمهر ١/٢٧٥ وجاء فيه عن الاشتقاق أنه: "أخذ صيغة من أخرى مع اتفاقهما معنى ومادة أصلية وهيئة تركيب لها ليدل بالثانية على معنى الأصل بزيادة مفيدة لأجلها اختلفا حروفا أو هيئة كضارب من ضرب وحذير من حذير".

### ثانياً: تعريف المال في اللغة:

والمال يطلق في لغة العرب على كل ما يقع عليه الملك من الأشياء<sup>(١)</sup>، كما يطلق على شئ بعينه لاعتبار معين، كمن يخص المال بالثياب والمتاع، وقد يريدون به الإبل خاصة.

قال ابن الأثير: "المال في الأصل: ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان. وأكثر ما يطلق المال عند العرب على الإبل، لأنها كانت أكثر أموالهم"<sup>(٢)</sup>.

### وأما المال في الاصطلاح الفقهي:

فقد عرفه بعض فقهاء الحنفية بأنه: "ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة"<sup>(٣)</sup>.

وعرفه صاحب درر الحكام بقوله: "المال موجود يميل إليه الطبع ويجري فيه البذل والمنع"<sup>(٤)</sup>.

وأما المال عند الجمهور فيطلق على كل ما له قيمة بين الناس في حالة السعة والاختيار<sup>(٥)</sup>.

ويستوي في ذلك أن يكون عيناً أو منفعة، بعكس ما قاله علماء الحنفية الذين أخرجوا المنافع من مسمى المال باعتبار أن المالية لا تثبت إلا بالتمول.

(١) ينظر: لسان العرب ١١/٦٣٥، تاج العروس ٣٠/٤٢٧.

(٢) النهاية في غريب الحديث والأثر ٤/٣٧٣.

(٣) البحر الرائق ٥/٢٧٧، رد المحتار ٤/٥٠١، مجلة الأحكام العدلية ص ٣١ المادة رقم ١٢٦.

(٤) درر الحكام شرح غرر الأحكام ٢/١٦٨.

(٥) ينظر: الأم ٥/١٧١، وجاء فيه: "ولا يقع اسم مال إلا على ما له قيمة يباع بها وتكون إذا استهلكها مستهلك أدى قيمتها وإن قلت وما لا يطرحه الناس من أموالهم مثل الفلوس وما أشبه ذلك الذي يطرحونه"، الحاوي الكبير ١٥/٤٥٠، شرح منتهى الإرادات ٢/٧، وجاء فيه: "المال شرعاً ما يباح نفعه مطلقاً أي في كل الأحوال أو يباح اقتناؤه بلا حاجة"، كشاف القناع ٣/١٥٢، مطالب أولي النهى ٣/١٢.



## الفرع الثاني

### تعريف المشتقات المالية في الاصطلاح الاقتصادي

شكلت التقلبات المالية الكبيرة وغير المتوقعة خطراً كبيراً على المؤسسات المالية الأمر الذي أدى إلى ظهور ابتكارات مالية جديدة لتفادي تلك الاضرار والتقليل من آثارها، سُميت بالمشتقات المالية، وقد أتاحت ظروفها أفضل لمواجهة تلك المخاطر مقارنة بالوسائل التقليدية التي كانت تستعمل لتغطية المخاطر مثل التأمين

وعلى الرغم من أنّ التعامل في المشتقات المالية يستهدف الحد من المخاطر والتقلبات في أسعار الصرف والأسهم والسلع ومعدلات الفائدة، إلا أنها في الوقت نفسه وبحكم طبيعتها وارتباطها بالتوقعات تنطوي على المخاطر أيضاً.<sup>(١)</sup>

**وعليه فالمشتقات المالية:** عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية، كالأوراق مالية الأسهم، أو العملات الأجنبية، أو السلع، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.<sup>(٢)</sup>

وبذلك لا تعتبر المشتقات المالية أصولاً مالية بالمعنى المتعارف عليه، كما أنها لا تمثل أصولاً عينية حقيقية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود، ويترتب عليها حق لطرف والتزام على الطرف الآخر، أو حق للطرفين والتزام عليهما في الوقت نفسه كما هو الحال في المبادلات.

والمشتقات المالية هي أدوات ترتبط بأداة معينة، أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدّين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده، وليس هناك عائداً مستحق على الاستثمار.

وتستخدم هذه المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل: إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق، والمضاربة.<sup>(٣)</sup>

(١) ينظر: إدارة الاستثمارات، للدكتور محمد مطر، ص ٢٦٢.

(٢) ينظر: إدارة المشتقات المالية للدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري والدكتور سعيد جمعة عقل ص ٢٧.

(٣) تعرف عملية المراجحة على أنها: فرصة الشراء و البيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح. وكمثال بسيط على المراجحة، أن يتم تداول سهم الشركة X عند ٢٠ دولار في بورصة نيويورك NYSE بينما يتداول في نفس الوقت =

وقد عرف صندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكتعهد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، كما أن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"<sup>(١)</sup>.

كما عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المعلومات المحاسبية القومية SNA المشتقات المالية بأنها: " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في السوق المالية، أما قيمة الأدوات المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المشتقات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط من المخاطر بين الأسواق وأخيراً المضاربة"<sup>(٢)</sup>.

كما تم تعريف المشتقات المالية بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، وهي تتعلق بعمليات والتزامات خارج الميزانية.<sup>(٣)</sup>

وبيان ذلك أن الأصول تقسم إلى ثلاثة أنواع:

- أ- أصول حقيقية أو أصول مادية ملموسة، والتي تستخدم في العملية الإنتاجية مثل الأدوات والمعدات والأبنية.
- ب- أصول مالية وهي تمثل حقوق ملكية على الأصول المادية الملموسة السابقة، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو أصول تمثل ديناً ما.

= بسعر ٢٠.٥ دولار في بورصة لندن LSE ، و يمكن للمتداول شراء السهم في بورصة نيويورك وبيعه فوراً لنفس السهم في بورصة لندن، حيث يحقق ربحاً قدره ٥ سنتات للسهم الواحد. ينظر: الأسواق المالية للدكتور عدنان سليمان والدكتور سليمان موصلي ص ١٨٢

(١) ينظر: المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة للدكتور مصطفى يوسف كافي، ص ١٦٢.

(٢) ينظر: إدارة المشتقات المالية: الهندسة المالية للدكتور شقيري نوري مؤسس ١٦٥.

(٣) ينظر: الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، للدكتور هاشم فوزي دباس العبادي، ص ٥٨.

ج- حقوق ملكية على الأصول المادية السابقة وهي المشتقات المالية. والأصول المادية والأصول المالية تدرج وتظهر في صلب ميزانية الشركة، كما يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي في صور مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملك أو حيازة هذه الأصول، أما المشتقات المالية فهي وإن كانت تنشئ التزاماً تبادلياً إلا أنها لا تتسبب في أي تدفق نقدي كاستثمار مبدئي، أو أنها غالباً تسبب تدفقاً نقدياً ضئيلاً ولذلك لا يتم إدراجها في الميزانية. <sup>(١)</sup>

ونخلص من ذلك إلى أن مفهوم المشتقات المالية بحسب التعريفات السابقة يتلخص فيما يأتي:

- أنها عقود.
- أنها يتم تسويتها بتاريخ مستقبلي.
- أنها يعتمد قيمة الأرباح والخسائر على أصل الأسهم موضوع العقد الذي اشتقت منه.
- أنها لا تتطلب استثمارات مبدئية ، بل تتطلب مبلغاً مالياً صغيراً مقارنة بقيمة العقد.

- يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل.
- تحديد سعر التنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد زمن سريان العقد.
- تحديد محل التعاقد ( سعر السهم ، سعر الفائدة ، سعر صرف عملة ، سعر السلعة). <sup>(٢)</sup>

(١) ينظر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير للدكتور السيد متولي عبد القادر ص ٢٣٨.  
(٢) ينظر: المشتقات المالية للدكتور طارق عبد العال حماد ص ٧ ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير للدكتور السيد متولي عبد القادر ص ٢٣٨ ، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية للدكتور شفيق نوري موسى ص ١٦٧.

## المطلب الثاني أنواع المشتقات المالية

تنقسم العقود والأدوات المالية المشتقة إلى أربعة أنواع:

النوع الأول: العقود الآجلة.

النوع الثاني: العقود المستقبلية.

النوع الثالث: عقود الخيارات.

النوع الرابع: عقود المبادلات.

ونتناول فيما يأتي بإيجاز كل نوع من هذه العقود ما عدا عقود الخيارات التي هي محل بحثنا فلها تفصيلها في مبحثه الخاص به.

### العقود الآجلة:

وهي عقود يلتزم بمقتضاها طرفا العقد بشراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد يُسمى سعر التنفيذ. والعقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات، بل هي مجرد اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين، فهو عقد يلتزم فيه البائع أن يسلم للمشتري محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ<sup>(١)</sup>.

### عقود المستقبلية:

وهي عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين البائع والمشتري بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في

(١) ينظر: إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية للدكتور شقيري نوري موسى ص ١٦٨، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة للدكتور مصطفى يوسف كفاي ص ٢٠٤، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية للدكتور محمد محمود حبش ص ٢٦٥، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية للدكتور عادل عبد الفضيل عيّد، ص ٧١٢، مبادئ وأساسيات الاستثمار، ص ٣٦١، الاستثمار والتحليل الاستثماري للدكتور دريد كامل آل شبيب، ص ٤١٦، المشتقات المالية للدكتور طارق عبد العال حماد ص ١٢-١٦.

صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته<sup>(١)</sup>.

كما أنها عقود نمطية، ويعني ذلك أن يلتزم الطرفان فيها البائع والمشتري بمقتضى العقد بإجراء تبادل السلعة أو الورقة المالية أو معدلات الفائدة في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند العقد، وهي بهذه الصفة تعتبر عقوداً آجلة، ولكن لها شروط نمطية تختلف فيها عن العقود الآجلة.

ويشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع ثمنه في هذا التاريخ اللاحق. ويسمى السعر الذي وافق عليه الطرفان السعر المستقبلي أو سعر المستقبلات، ويسمى الطرف الذي تعاقد على الشراء مالك للعقد المستقبلي، ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير<sup>(٢)</sup>.

### عقود المبادلات:

وتسمى أيضاً عقود المقايضات، وهي عبارة عن التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. وهو عقد ملزم لطرفي العقد، ولا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، بل يتم تسويتها مرة واحدة كما في العقود الآجلة، ولذلك تعرف عقود المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ<sup>(٣)</sup>.

(١) ينظر: الأسواق الحاضرة والمستقبلية أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية للدكتور منير إبراهيم هندي ص ٣٢٣.

(٢) ينظر: إدارة المخاطر المالية للدكتور خالد وهيب الراوي ص ٢٨٩، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي للدكتور زياد رمضان ص ١٢٤، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية للدكتور عبد الغفار حنفي ص ٦٠٧، المشتقات المالية للدكتور طارق عبد العال حماد ص ١٦ وما بعدها.

(٣) ينظر: إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية للدكتور شقيري نوري موسى ص ١٧٢، الاستثمار والتحليل الاستثماري للدكتور دريد كامل آل شبيب، ص ٤١٧، ٤١٨، الأسواق المالية =

## المطلب الثالث

### مجالات المشتقات المالية: (١)

تستخدم المشتقات المالية من طرف المؤسسات المالية والمصرفية، ومن طرف الأفراد حسب الغرض الذي من أجله امتلكت الجهة هذه الأدوات، فقد يكون الغرض من ذلك هو التحوط من تقلبات الأسعار في الأسواق المالية، أو قد يرغب الحائز لهذه الأدوات المالية على تحمل المخاطر المرتبطة بها من أجل تحقيق أرباح قصيرة المدى، وبذلك يمكن تلخيص مجالات المشتقات المالية فيما يلي:

**أولاً: إدارة المخاطر:** وذلك من خلال وسيلتين هما التحوط والمراجعة.

أما التحوط: فيعني إدارة المخاطر من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل مع أدوات المشتقات، فجوهر التحوط يتمثل في التقليل من حجم المخاطر وتحويلها من خلال المشتقات المالية إلى أطراف أخرى في السوق لها القابلية والقدرة على تحمل هذه المخاطر.

أما المراجعة: فهي عبارة عن تقنية تحتوي على إجراءات متزامنة لعمليات شراء أسهم يتوقع المشتري ارتفاع أسعارها.

**ثانياً: اكتشاف السعر:** تعتبر أسواق المشتقات المالية وسيلة مهمة للحصول على المعلومات اللازمة لتوقعات المستثمرين للأسعار.

**ثالثاً: أداة لتحقيق الأرباح:** يمكن استخدام المشتقات المالية لتخفيض تكاليف التمويل وزيادة عوائد بعض الموجودات أو الأدوات، وذلك يجعلها مصدراً مباشراً ومنتظماً للإيرادات.

**رابعاً: المضاربة:** يمكن النظر إلى المضاربة في المشتقات المالية من جهة تحقيق المضاربين أرباح قصيرة المدى مرتكزة على تحركات الأسعار المستقبلية، ومن جهة أخرى فإن المضاربين يقدمون خدمات مالية تتمثل في تحمل الخطر<sup>(٢)</sup>.

= للدكتور عدنان سليمان، د. سليمان موصلي ص ٢٢٤، وما بعدها، إدارة المشتقات المالية

للدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري والدكتور سعيد جمعة عقل ص ٣٠٧ وما بعدها.

(١) ينظر: إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية للدكتور شقيري نوري موسى ص ١٧٣، ١٧٤.

(٢) ينظر: إدارة المشتقات المالية للدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري والدكتور سعيد جمعة عقل

ص ٣٢، ٣٣.

## المبحث الثاني ماهية عقود الخيارات<sup>(١)</sup> وعناصرها وأنواعها وآلية تداولها وفيه أربعة مطالب:

### المطلب الأول مفهوم عقود الخيارات

#### الاختيارات في اللغة:

جمع اختيار، والاختيار: الاصطفاء والانتقاء، والفعل منه اختار يختار اختياراً. وخار الشيء، واختاره: انتقاه واصطفاه. وأنت بالخيار، وبالمختار، أي اختر ما شئت. واستخار الله: طلب منه الخيرة. وخار لك في ذلك: جعل لك فيه الخيرة. واستخار الرجل: استعطفه ودعاه. وخاره على صاحبه: فضله. وخيره بين الشيئين: فوض إليه الخيار.<sup>(٢)</sup>

وعليه فالاختيار في اللغة يدور حول طلب خير الأمرين إما إمضاء البيع أو فسخه، والاصطفاء والإيثار والانتقاء والتفضيل.

#### والاختيار في الاصطلاح الفقهي:

فقد عرفه الحنفية بأنه: " القصد إلى أمر متردد بين الوجود والعدم داخل في قدرة الفاعل بترجيح أحد الجانبين على الآخر"<sup>(٣)</sup>.  
ولخص هذا التعريف ابن عابدين بقوله: الاختيار هو: القصد إلى الشيء وإرادته.<sup>(٤)</sup>

(١) وقد سماها بعض العلماء المعاصرين بعقود الامتيازات. انظر: أسواق الأوراق المالية: د. سمير عبد الحميد رضوان ص ٣٤٧ .

(٢) الصحاح تاج اللغة ٢/ ٦٥١، ٦٥٢، المحكم والمحيط الأعظم ٥/ ٢٥٤-٢٥٦، النهاية في غريب الحديث ٢/ ٩١، ٩٢، لسان العرب ٤/ ٢٦٤-٢٦٧، تاج العروس ١١/ ٢٤٠-٢٥١.

(٣) كشف الأسرار ٤/ ٣٨٣، شرح التلويح على التوضيح ٢/ ٣٩٠، التقرير والتحبير ٢/ ٢٠٦.

(٤) حاشية ابن عابدين على الدر المختار ٤/ ٥٠٧، وانظر أيضاً: شرح التلويح على التوضيح ٢/ ١٩٦، التقرير والتحبير ٢/ ١٩٥. وقيل الخيار هو التحبير بين الفسخ والإجازة، أو هو التحبير بين البيع والإجازة. انظر: تحفة الفقهاء ٢/ ٦٧، بدائع الصنائع ٥/ ٢٦٤.

وعرّفه الجمهور بأنه: "القصد إلى الفعل وتفضيله على غيره بمحض إرادته".<sup>(١)</sup>  
في حين عرّفه أحد الفقهاء المعاصرين بأنه: "عبارة عن حق العاقد في فسخ العقد  
أو إمضائه لظهور مسوّغ شرعي، أو بمقتضى اتفاق عقدي".<sup>(٢)</sup>

### مفهوم الخيار في الاصطلاح الاقتصادي:

تعدّ الخيارات إحدى أهم أنواع أدوات الهندسة المالية<sup>(٣)</sup>، والتي تعطي المستثمر  
فيها فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها، حيث تساهم في تيسير عملية التداول في  
الأوراق المالية لغرض الاستثمار، أو المضاربة، أو التحوط من تقلبات السوق.

(١) مواهب الجليل ٢٤٥/٤، وشرح الخرشبي ٩/٥، وتحفة المحتاج ٢٢٩/٤، وشرح الكوكب المنير  
٥٠٩/١، والمحلّي لابن حزم ٢٥٨/٩.

(٢) الخيار وأثره في العقود، للدكتور عبد الستار أبو غدة، مطبعة مقهوي، الكويت، الطبعة الثانية،  
١٤٠٥هـ=١٩٨٥م، ص ٤٣. وأضاف بعد تعريفه السابق: "ولتحليل هذا التعريف لابد من  
تعجيل الإشارة إلى هذا المبدأ الفقهي، وهو أن العقد بعد إبرامه يتمتع على انفراد أحد  
العاقدين في فسخه، إلا بتحويل الشارع أحد العاقدين أو كليهما حق الفسخ، بأن يجعل  
للعاقدين الخيار بين المضي في العقد وبين فسخه وذلك لأحد الأسباب التي اعتبرها الشارع  
مسوّغاً لحق الخيار، أو لاتفاق سابق بين العاقدين على منح هذا الحق لأحدهما أو كليهما"  
أهـ كلامه.

(٣) تطورت أسواق الاختيارات تطوراً كبيراً وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، لا سيما  
بعد إنشاء سوق شيكاغو لتداول اختيارات الشراء على الأسهم سنة ١٩٧٣، كما تم  
تأسيس أسواق مماثلة في أمريكا منذ سنة ١٩٧٦، غير أنه منذ بداية الثمانينات تم إدراج أنواع  
جديدة من الاختيارات تشمل الأسهم، وسندات الخزينة الأمريكية والأجنبية والسلع  
والبضائع، ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم.  
يتسم السلوك البشري بأنه دائماً خائف من المستقبل، حيث يعتبر الغد مجهولاً وغامضاً، فأصبح  
سلوكه يدور بين الخوف والطمع بشكل لم يسبق له مثيل في الأسواق المالية، وهذا الأمر واقع  
ومشاهد ولا جدال فيه. وهنا يجد الإنسان نفسه مؤملاً لارتفاع سعر السهم في المستقبل فيقبل  
على شرائه لتحقيق الربح الذي يتمناه.

ولكن قد يكون هذا الشخص أو الجهة لا تمتلك ثمن الأسهم فهل نقترض لشرائه أو ندفع هامشاً  
تأمينياً ونشتري عقداً مستقبلياً مرتبطاً به، أو أن نفعلاً شيئاً آخر بأن نتوقع ارتفاع السهم أو  
انخفاضه فنذهب إلى جهة أخرى يكون لديها هذا التوقع، ولكن بوجهة نظر مخافة لوجهة =



وقد عُرِّفت عقود الخيارات بأنها: عقود بين طرفين مشتري الخيار ومحرر بائع الخيار، ويعطى العقد للمشتري الحق في أن يشتري أو يبيع من أو إلى محرر الخيار عدداً من وحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ لاحقاً، ويكون المشتري مخيراً بين أن ينفذ بنود العقد أو لا ينفذ العقد، أما البائع المحرر فيكون ملزماً بالتنفيذ إذا رغب مشتري الخيار بذلك، على أن يدفع مشتري الخيار لمحرر الخيار عند التعاقد مكافأة علاوة مالية غير قابلة للرد.<sup>(١)</sup>

وفي نظر الكثيرين: فإن الخيارات تعد أفضل ما وصل إليه الفكر الاستثماري حتى الآن، وقد باتت بما تتضمنه من أدوات متنوعة قادرة تماماً على مواجهة أي تصور أو احتمال تكون عليه أسواق المال والاستثمار، ولكن بشرط أن يكون المتعامل بها مدركاً لما تعنيه هذه الخيارات وكيفية تحقيق أهدافه من خلالها. وبدون ذلك فإن حجم المخاطر يكون كبيراً، وربما أكبر مما يمكن أن يتحملة المتعامل فيها، ولهذا نجد أن القوانين النافذة في هذا الشأن تلزم الوسطاء والسماسرة بضرورة شرح وتوضيح ما تتضمنه الخيارات من فرص ومخاطر لكل من يتقدم بطلب للتعامل فيها.

=نظرنا لتقبل الاشتراك معنا في هذا الأمر؟. فإذا كانت هذه الجهة المالكة للأسهم وتخالفنا الرأي، فنحن نتوقع الارتفاع وهم يتوقعون انخفاض سعر السهم، فلا شك أن هذا يعتبر فرصة لهم لعقد صفقة مربحة وأمونة، وعلى ضوء ذلك فإن الفلسفة التي تقوم عليها الخيارات هي أن هناك جهة تختلف مع المستثمر في توقعاته بارتفاع أو انخفاض سعر السهم خلال الفترة المحددة، وان هذه الجهة سواء امتلكت هذه الأسهم -وهو الغالب- أو لم تمتلكه حيث ستسعى إلى امتلاكه، ستكون في النهاية راغبة في عقد تلك الصفقة مع المستثمر، حيث إن الخيارات تقوم على التباين في التوقعات.

وهكذا تنتقل عملية التوقعات من مجرد التصورات إلى التطبيق العملي عن طريق مقابلة حق ممارسة عملية شراء أو بيع يقوم به طرف معين بالتزام يتعهد به طرف آخرن وإيجاد قيمة سعرية مقبولة ثمناً لهذا الالتزام، وبذلك يجري عملياً تحويل عملية التوقعات إلى حق بالشراء أو حق بالبيع مقابل ثمن مناسب يستلمه الطرف الآخر لإنشاء التزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء أو حق البيع.

(١) ينظر: إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية للدكتور شقيري نوري مؤسس ١٧١، إدارة المشتقات المالية للدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري والدكتور سعيد جمعة عقل ص ٥٢.

## المطلب الثاني عناصر عقود الخيار

تشتمل عقود الخيارات بناء على ما تقدم على العناصر الأساسية الآتية<sup>(١)</sup>:

أولاً: الأطراف: المشتري والبائع.

أما مشتري الحق: فهو الطرف الذي لديه الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد طبقاً للقيمة السوقية للسهم، فهو يدفع قيمة المكافأة لحظة إبرام العقد.

وأما البائع محرر العقد: فهو يمثل الطرف الآخر في عقد الاختيار والذي يلتزم بتنفيذ أو عدم تنفيذ العقد طبقاً لقرار المشتري، في مقابل حصوله على المكافأة أو ثمن الخيار لحظة تحرير العقد.

ثانياً: تاريخ التعاقد.

ثالثاً: نوع الأصل محل التعاقد الأسهم.

رابعاً: عدد الأسهم.

خامساً: سعر التنفيذ، أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى أيضاً سعر التعاقد، وهو في الغالب يعادل القيمة السوقية للسهم في تاريخ إبرام العقد، وهو يختلف بطبيعة الحال عن سعر السوق التي تباع به الأسهم لحظة التنفيذ.

سادساً: تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق أو الممارسة، وهو يمثل العمر المفترض لحق الخيار، فهو يمثل عمر التعاقد بين المشتري والمحرر، وهو يمثل تاريخ الاستحقاق لحق الخيار أو آخر يوم يسمح فيه بتنفيذ العقد .

سابعاً: قيمة العلاوة أو المكافأة التي يحصل عليها محرر الخيار، وتتوقف عادة على عدة عوامل، أهمها: القيمة السوقية للسهم المشمول بالخيار، ومدة الاستحقاق حيث إنه كلما طالت المدة بناء على العرض والطلب زاد سعر العلاوة<sup>(٢)</sup>.

(١) ينظر: إدارة المشتقات المالية للدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري والدكتور سعيد جمعة عقل ص ٦٢-٦٤

(٢) ينظر: مبادئ وأساسيات الاستثمار، ص ٣٣٠، ٣٣١، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ص ٢٤٥، الأسواق المالية للدكتور عدنان سليمان، د. سليمان موصلي ص ١٨٩.

### المطلب الثالث

#### أنواع عقود الخيارات

تتعدد أنواع وأشكال الخيارات الخاصة بالأسهم في الأسواق المالية، من حيث نوع العملية، وملكية الأوراق المالية محل الخيار، ومن حيث تاريخ التنفيذ.

فأما من حيث نوع العملية فتنقسم إلى:

#### ١- خيار الشراء:

بداية فإن مشتري حق الشراء هو من يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم في الأسواق المالية، ولكي يستفيد من هذا التوقع يقوم بشراء حق الخيار، يكون له بموجبه الحق في شراء عدد معين من الأسهم من البائع بسعر محدد متفق عليه خلال مدة معينة أو في تاريخ محدد.

وعليه فإن خيار الشراء عبارة عن عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر الخيار البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء السهم أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، مقابل حصوله على مبلغ من المشتري يسمى بالعلو أو المكافأة أو سعر الخيار، لقاء منحه هذا الحق.

فهو بمثابة عقد يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد وهو يمثل سعر التنفيذ، على أن يتم تنفيذ هذا العقد في تاريخ لاحق وهو تاريخ التنفيذ، وذلك من طرف آخر يمثل محرر العقد<sup>(١)</sup>.

وهذا التعاقد بين طرفين، الطرف الأول ويسمى حامل خيار الشراء المستمر، ويمتلك هذا الطرف الحق في التنفيذ مقابل دفعه مبلغاً من المال يسمى بالعلو للطرف الآخر، ويكون السعر محدداً عند توقيع العقد. وبالنسبة لمشتري خيار الشراء فإن أرباحه تكون غير محدودة طالما أن سعر السهم في ارتفاع، وبالتالي سيحقق أرباحاً كبيرة، في حين أن خسائره تكون محددة بثمن الخيار أو العلو التي دفعها للبائع ولا تتجاوزها، وذلك إذا انخفض سعر السهم وبالتالي لن يقوم بتنفيذ حق اختيار الشراء.

(١) ينظر: مبادئ وأساسيات الاستثمار، ص ٣٣٢، الأسواق الحاضرة والمستقبلية أسواق الوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية للدكتور منير إبراهيم هندي ص ١٨٦.

**والطرف الثاني:** ويسمى محرر خيار الشراء (البائع)، ويكون ملتزماً بالتنفيذ إذا أراد حامل الخيار ذلك. وبالنسبة له تكون أرباحه محددة فقط بمقدار العلاوة التي قبضها من مشتري الخيار إذا لم يقدم هذا الأخير على ممارسه حقه بالتنفيذ، وذلك في حالة انخفاض سعر السهم، أما خسائر البائع فإنه تكون غير محددة حيث تتوقف على نسبة ارتفاع السهم.

وتأتي دوافع امتلاك خيار الشراء: إما بدافع المضاربة عندما لا يتكون لدى المضارب الموارد المالية الكافية، ويكون مراقباً لحركات أسعار الأسهم ويتوقع أن سهماً معيناً سيزداد في الارتفاع، فيلجأ لشراء خيار على هذا السهم ليحقق أرباحاً من خلال ذلك<sup>(١)</sup>.

كما قد يلجأ لامتلاك خيار الشراء بدافع عدم التعرض للمخاطر، حيث إنه عندما يشتري خيار الشراء وتصدق توقعاته بارتفاع السهم فإنه سيحقق أرباحاً مجزية، وإذا حدث العكس فإن خسائره ستقتصر على مقدار العلاوة التي دفعها للبائع، في حين أنه لو اشترى السهم نفسه، فإن خسائره تكون كبيرة في حال انخفاض سعر السهم.<sup>(٢)</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن عقود خيار الشراء لا بد فيها من وجود توقعات متباينة لطرفي التعاقد، فالمشتري يتوقع ارتفاع سعر السهم في المستقبل، في مقابل أن محرر الخيار يتوقع انخفاض سعر السهم أو على الأقل ثباته في المستقبل. كما يجب أن يلاحظ أن خسائر المشتري لا يمكن أن تزيد عن قيمة المكافأة أو ثمن الخيار. وأنه ليس هناك إلزام على المشتري بتنفيذ الاتفاق فله أن ينفذه وله أن يضرب به عرض الحائط، وذلك في مقابل دفع مبلغ محدد لمحرر الاختيار يسمى مكافأة، وهي تمثل ثمن الاختيار الذي أتاحه للمشتري<sup>(٣)</sup>.

(١) ينظر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ص ٢٤٨، ٢٤٩.

(٢) ينظر: إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية ص ٢٣٣، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة ص ١٩٠.

(٣) ينظر: الفكر الحديث في مجال الاستثمار للدكتور منير إبراهيم هندي، ص ٥٧٤.

### مثال خيار الشراء:

نفترض أن مستثمراً قام بشراء خيار شراء لسهم شركة ما بسعر ١٠٠ جنيه، ويتيح له الحق في الحصول على عدد ١٠٠٠ سهم من أسهم الشركة، وأن سعر سهم الشركة الحالي ٩٨ جنيهاً، وأن تاريخ الاستحقاق بعد أربعة شهور، وسعر العلاوة خمسة جنيهات لكل سهم.

فهنا نكون أمام إحدى حالتين:

**الحالة الأولى:** أن يرتفع سعر السهم إلى ١١٥ جنيهاً، ففي هذه الحالة سيطلب مشتري الخيار التنفيذ، وعندها سوف يحقق المستثمر ربحاً إجمالياً يقدر بخمسة عشر جنيهاً عن كل سهم، يحسم منه خمسة جنيهات قيمة العلاوة، فيكون صافي ربح السهم عشرة جنيهات، فإذا كان عدد الأسهم ١٠٠٠ سهم عندها يكون صافي الربح =  $10 \times 1000 = 10000$  جنيهاً. ويكون عائد الربح الذي حققه = صافي الربح مقسوماً على المبلغ المستثمر: أي  $10000$  مقسوماً على  $5000 = 200\%$ .

### الحالة الثانية:

أن سعر السهم انخفض إلى ٩٠ جنيهاً، ففي هذه الحالة لن يقدم مشتري الخيار على التنفيذ، بل سيكتفي بخسارته لمبلغ خمسة آلاف جنيهاً، والتي تمثل ثمن الخيار خمسة جنيهات، لعدد ١٠٠٠ سهم.

والآن لنفترض أنه لم يشتري خيار الشراء، بل اتجه مباشرة إلى سوق الأوراق المالية واشترى الأسهم بنفسه من السوق المالية<sup>(١)</sup>:

هنا أيضاً نكون أمام حالتين مع ثبات المثال السابق:

**الأولى:** أن يرتفع سعر السهم إلى ١١٥ جنيهاً بعد أن كان ٩٨ جنيهاً، فيكون صافي ربح السهم ١٧ جنيهاً وعليه يكون صافي الربح الإجمالي =  $17 \times 1000$  سهم ١٧ جنيهاً =  $17000$  جنيهاً.

ويكون معدل العائد = صافي الربح مقسوماً على المبلغ المستثمر: أي  $17000$  جنيهاً مقسوماً على  $98000 = 173,17\%$ .

في حين كان معدل عائد السهم في عقد الاختيار =  $200\%$ .

(١) ينظر: الأسواق الحاضرة والمستقبلية ص ١٩٠.

وفي هذا دليل على مدى اهتمام المستثمرين بهذا النوع من العقود، وأيضاً على مدى انتشاره وتوسعه الهائل الذي لا يماثله أو يقارن به مجال آخر. الحالة الثانية: ان ينخفض سعر السهم إلى ٩٠ جنيهاً، فيكون خسارة السهم ثمانية جنيهاً، ويكون إجمالي خسارته ٨٠٠٠ جنيهاً. في حين كانت خسارته لنفس عدد الأسهم ونوعيتها في عقود الخيارات ٥٠٠٠ جنيهاً.

## ٢- خيار البيع.

عندما يتوقع المستثمر انخفاض سعر السهم سيحاول الحصول على حق اختيار يمكنه من بيع هذا السهم بسعر يتم تحديده عند التعاقد وذلك خلال فترة معينة. وعليه يكون خيار البيع هو عملية معاكسة لخيار الشراء، فكما يعطي خيار الشراء لمالكة حق شراء الأسهم في سعر ثابت ومدة محددة، يعطي حق خيار البيع لمالكة الخيار نفسه لبيع السهم في سعر ثابت<sup>(١)</sup>.

كما هو الحال في اختيار الشراء هناك طرفان أساسيان في اختيار البيع، الطرف الأول هو مشتري الخيار الذي يعطيه الاختيار الحق في بيع عدد من الأسهم إلى طرف ثان خلال مدة معينة ويسعر متفق عليه مقدماً، ويُسمى الطرف الثاني بمحرر الاختيار الذي يقتنع بتنفيذ الاتفاق أي بشراء الأسهم عندما يطلب مشتري الخيار ذلك خلال فترة سريان الاختيار في مقابل المكافأة التي يحصل عليها.<sup>(٢)</sup>

وكما هو الشأن في خيار الشراء فإنه للحصول على خيار البيع لابد من دفع ثمن مناسب يقنع الطرف الآخر ببيع مثل هذا الحق أو الخيار، ومن الطبيعي ألا يقبل الطرف الآخر عقد هذه الصفقة إلا إذا اعتقد أن سعر السهم لن ينخفض عن ذلك السعر المحدد.

وينعقد الخيار بمجرد أن يدفع المشتري للمحرر العلاوة المتفق عليها، وبموجبه يكون لمشتري الخيار الحق في أن يبيع الأسهم للطرف الآخر في أي وقت يراه مناسباً خلال الفترة المحددة، فإذا تحققت توقعات المشتري وانخفض السعر فسيجد مصلحته في تنفيذ

(١) ينظر: المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة ص ١٩٨، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ص ٢٤٩.

(٢) ينظر: الأسواق الحاضرة والمستقبلية ص ١٩٥.

العقد، أما إذا لم تصدق توقعاته ولم ينخفض سعر السهم فإنه لن ينفذ العقد وسيختلج عن حق الخيار ويكتفى بخسارته المتمثلة في العلاوة التي دفعها للمحرر. وأما المحرر الذي صدقت توقعاته بعد انخفاض سعر السهم إلى حد سعر التنفيذ أو دونه، فإنه يكون قد نجا من الخطر واحتفظ لنفسه بقيمة العلاوة التي قبضها سلفاً. وعلى ضوء ما تقدم فإن الخطر الذي يتعرض له مشتري خيار البيع لا يتجاوز قيمة العلاوة التي دفعها لقاء هذا الحق، بينما يمكن أن تزداد أرباحه كما كانت توقعاته بانخفاض السعر صحيحة، أما بالنسبة إلى الطرف الثاني الذي باع حق الخيار فإنه من الممكن أن تصبح خسارته كبيرة إذا تحرك السوق ضد توقعاته وارتفع السعر بدرجة كبيرة.

وتجدر ملاحظة: أن مشتري حق البيع هو شخص متشائم بالنسبة لأسعار السوق ويتوقع انخفاضها، بعكس مشتري حق الشراء فهو شخص متفائل يتوقع ارتفاع سعر السهم<sup>(١)</sup>.

ونخلص من ذلك إلى أن اختيار البيع يُتيح فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكها.

#### مثال خيار البيع:

نفترض أن مستثمراً قام بشراء خيار بيع لأحد الأسهم بسعر تنفيذ ١٠٠ جنييه، وأن هذا العقد يتضمن ١٠٠٠ سهم، وكان سعر السهم الحالي ١٠٥ جنييهات، وتنتهي صلاحية الخيار بعد ثلاثة شهور، وقيمة العلاوة التي دفعها محرر خيار البيع خمسة جنييهات.

هنا نكون أمام إحدى حالتين:

#### الحالة الأولى:

أن يكون سعر السهم عند انتهاء مدة الثلاثة الشهور انخفض ليصبح ٨٠ جنييهات، ففي هذه الحالة سيقوم مشتري خيار البيع بالتنفيذ، وذلك لأنه سيحقق أرباحاً بمبلغ ٢٠ جنييهاً للسهم، فإذا ما حسبنا خمسة جنييهات قيمة العلاوة، فسيكون صافي إجمالي ربح السهم ١٥ جنييهات، وبالتالي يحقق مشتري خيار البيع إجمالي أرباح بمبلغ ١٥٠٠٠ جنييهات.

(١) ينظر: المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة ص ١٩٩

ويكون معدل الربح الذي حققه حامل خيار البيع يساوي صافي الربح مقسوماً على المبلغ المستثمر، أي:  $15000 \div 5000 = 300\%$ .  
وتكون صافي الخسارة التي حققها محرر خيار البيع =  $15000$  جنيهاً.

#### الحالة الثانية:

أن يكون سعر السهم عند انتهاء مدة التعاقد ارتفع إلى  $110$  جنيهاً، ففي هذه الحالة فإن من مصلحة مشتري خيار البيع ألا يقدم على التنفيذ، ويكتفي بخسارته المتمثلة في علاوة الخيار البالغة  $5000$  جنيهاً<sup>(١)</sup>.

ومما سبق يتضح لنا:

**أولاً:** أن العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الذاتية للاختيار علاقة طردية في حالة اختيار الشراء، وعكسية في حالة اختيار البيع. ومعنى ذلك أنه لو كان سعر التنفيذ للسهم  $100$  جنيهاً، وسعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ  $115$  جنيهاً فستكون القيمة الذاتية للاختيار الشراء من وجهة نظر المشتري  $15$  جنيهاً، وبالتالي ترتفع القيمة الذاتية للسهم كلما ارتفعت القيمة السوقية له.

وفي المقابل في حالة اختيار البيع، فلو كان سعر التنفيذ  $100$  جنيهاً وسعر السهم في السوق  $85$  جنيهاً، فإن القيمة الذاتية للاختيار من وجهة نظر المشتري تكون  $15$  جنيهاً، وبالتالي ترتفع القيمة الذاتية للاختيار كلما انخفضت السوقية للسهم.

**ثانياً:** أنه عند احتساب الأرباح والخسائر في أسواق الخيارات لا يجري عادة طلب تسليم الأسهم أو تسليمها، وإنما تتحقق كنتيجة مباشرة لتحرك سعر الحق صعوداً أو هبوطاً استجابة لتحرك سعر السهم.

**ثالثاً:** أن بائع خيار البيع، ومشتري خيار الشراء كلاهما يتوقع ارتفاع سعر السهم، أما بائع خيار الشراء ومشتري خيار البيع فيتوقعان انخفاض سعر السهم.

**رابعاً:** أن المستثمر الذي يمتلك أسهماً ثم يقرر شراء خيار بيع، أو بيع خيار شراء يستهدف من الخيار الحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، لو طرأت تغيرات على القيمة السوقية للسهم.<sup>(٢)</sup>

(١) ينظر: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية للدكتور منير إبراهيم هندي ٥٥٣.

(٢) ينظر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ص ٢٥١، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة ص ٢٠٠، ٢٠١.



**خامساً:** أن السبب الذي من أجله يقبل محرر الاختيار إبرام مثل هذه الصفقات، رغم أن أرباحه محدودة بينما خسائره غير محدود تكمن في تباين توقعات طرفي الخيار، إذ من غير المتوقع أن يبرم محرر الاختيار مثل هذا العقد إلا إذا كانت توقعاته على عكس توقعات مشتري الخيار. <sup>(١)</sup> فليس هناك عاقل يتيقن من خسارته ثم يقدم عليها.

**سادساً:** عقود الخيارات المالية لها قيمة مثل الأوراق المالية الأخرى ممثلة في التدفقات المالية التي تتحقق في المستقبل، ولكن تعتمد قيمة الخيار المالي على قيمة وتقلب أسعار الأصل المالي (الأسهم).

**سابعاً:** لكل عقد خيار مالي قرار شراء لشراء أحد الأصول المالية الأسهم بسعر ثابت خلال فترة محددة <sup>(٢)</sup>.

**مثال:** يمكن طلب عقد خيار مالي لشراء ١٠٠٠ سهم، بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم، خلال الفترة بين الآن: ٢٠١٩/١/١، وحتى ٢٠١٩/٣/٣٠. وإذا كان السهم يباع عند نهاية المدة بـ ٥٥ جنيهاً فسوف يصبح الصافي كالتالي:

القيمة المحققة: سهم بسعر ٥٥ جنيهاً × عدد ١٠٠٠ سهماً = ٥٥٠٠٠ جنيهاً.  
التكلفة: سهم بسعر ٥٠ جنيهاً × عدد ١٠٠٠ سهماً = ٥٠٠٠٠ جنيهاً.  
ويحقق العقد هنا الفرق بين القيمتين.

### ٣- الخيار المركب أو المزدوج أو المختلط:

يُعطى هذا الخيار الحق في البيع والشراء معاً وبهذا يتمتع بمزايا النوعين السابقين، خيار الشراء وخيار البيع، ويكون الاختياران على السهم نفسه، وبذات تاريخ وسعر التنفيذ، على أن يراعى أن كلاً منهما قابل للتنفيذ بمفرده، كما يكون لحاملهما أن يتصرف في أحدهما بالبيع دون الآخر.

وهكذا فإن هذا التركيب يعطي لمشتريه الحق في البيع إلى المحرر والحق في الشراء منه عدداً معيناً من الأسعار بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وتناسب هذه التوليفة المستثمر الذي يعتقد أن سعر السهم محل الاختيار يتعرض لتقلبات كبيرة ارتفاعاً وانخفاضاً.

(١) ينظر: الفكر الحديث في مجال الاستثمار ص ٥٨٩.

(٢) ينظر: المشتقات الهندسة المالية للدكتور فريد النجار ص ٢٦.

### مثال للخيار المركب:

نفترض أن القيمة السوقية للسهم ١٠٠ جنيه، وأنه سعر كل من اختيار الشراء واختيار البيع، وأن ثمن الخيار أو المكافأة خمسة جنيهات للسهم، وأن عدد الأسهم لعقد الخيار الواحد ١٠٠٠ سهم، اختيار الشراء وخيار البيع.  
فماذا يحدث لو ارتفع سعر السهم إلى ١٢٠ جنيه في تاريخ التنفيذ؟  
لن ينفذ اختيار البيع، وبالنسبة لاختيار الشراء فسوف يقوم بتنفيذه لبيعه في السوق بسعر ١٢٠ جنيه وبالتالي يكون ربح السهم الواحد ٢٠ جنيه، وبالتالي يكون إجمالي الربح = ١٠٠٠ سهم × ٢٠ جنيه = ٢٠٠٠٠ جنيه.  
وحيث إنه قد سبق للمستثمر دفع مكافأة قدرها ١٠٠٠٠ جنيه للخيارين ٢٠٠٠ سهم؛ فستنتهي الصفقة بصافي ربح قدره ١٠٠٠٠ جنيه.  
هذا وسوف يحقق مشتري التوليفة نفس القدر من الأرباح لو أن سعر السهم انخفض إلى ٨٠ جنيه، حيث إنه لن ينفذ اختيار الشراء وإنما سينفذ خيار البيع، وسيحقق ربحاً إجمالياً قدره ٢٠٠٠٠ جنيه يخصم منه قيمة المكافأة التي سبق دفعها بمبلغ ١٠٠٠٠ جنيه لعدد ٢٠٠٠ سهم للخيارين؛ لتنتهي الصفقة بصافي ربح قدره ١٠٠٠٠ جنيه.<sup>(١)</sup>

### وأما من حيث موعد التنفيذ:

فتنقسم عقود الخيارات إلى نوعين وهما:

#### أ- عقد الخيار الأمريكي:

وهذا النوع من الخيارات يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدماً، حيث إنه يستطيع تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه وحتى التاريخ المحدد لتنفيذه، فهو بمثابة اتفاق يعطي لأحد الطرفين الحق في بيع أو شراء عدد محدد من الأسهم من الطرف الآخر وبسعر متفق عليه مقدماً، حيث يتم تنفيذه خلال الفترة التي تمتد بين إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه.<sup>(٢)</sup>

(١) ينظر: الأسواق الحاضرة والمستقبلية ص ٣٠٠.

(٢) ينظر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ص ٢٤٥، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة

وتجدر الإشارة إلى أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود، وعليه فإن هناك خيارات أوروبية يتم التعامل بها في الولايات المتحدة الأمريكية، وإذا كان عقد الخيار نشأ بموجب الأسلوب الأمريكي فهذا يعني أن مشتري حق الخيار له الحق في تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال عمر الحق. ويترتب على هذه الميزة لهذا النوع من الخيار إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري حق الخيار الأمريكي مقارنة بالخيار الأوروبي.

#### ب- عقد الخيار الأوروبي:

وهو يختلف عن عقد الخيار الأمريكي في موعد التنفيذ فحسب، حيث إنه يتم تنفيذ حق الخيار بموجب الخيار الأوروبي في التاريخ المحدد سلفاً، مما يعني أنه لا يتم التنفيذ إلا في اليوم الأخير من استحقاق العقد، وبالتالي فإنه غير مسموح بممارسة حق الخيار إلا في اليوم الأخير فقط، فلا يمكن ممارسته إلا في تاريخ التنفيذ<sup>(١)</sup>.

#### وأما من حيث ملكية الأسهم محل الخيار:

فتنقسم الخيارات إلى خيارات مغطاة وأخرى غير مغطاة:

#### - عقود الخيارات المغطاة: يوصف عقد الخيار بأنه مغطى إذا كان لدى البائع

رصيد من الأسهم يكفي للوفاء بالعقد، إذا ما طالب الطرف الآخر بالتنفيذ.

#### - عقود الخيارات غير المغطاة: وهي تتحقق عندما لا يكون لدى بائع حق

الخيار رصيد من الأسهم محل التعاقد تسمح له بتغطية التزاماته إذا ما طالب الطرف الآخر بالتنفيذ<sup>(٢)</sup>.

(١) ينظر: الأسواق الحاضرة والمستقبلية أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود

المستقبلية للدكتور منير إبراهيم هندي ص ١٨٥ ، الاستثمار والتحليل الاستثماري للدكتور

دريد كامل آل شبيب، ص ٤٠٣ .

(٢) ينظر: إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية ص ٢٤٢ ، الأسواق المالية للدكتور عدنان سليمان،

د. سليمان موصللي ص ١٨٥ .

## المطلب الرابع آلية تداول عقود الخيارات

- من الناحية العملية فإن شراء أو بيع الخيارات يتم وفقاً للخطوات الآتية:
- 1- يتصل المشتري أو البائع بالوسيط الذي يتعامل معه ويعطيه أمر شراء أو بيع محدد التفاصيل بعدد الأسهم، وسعر التنفيذ، والأجل.
  - 2- ينقل الوسيط الأمر إلى سمسار الصالة في قاعة التداول بالخيارات، حيث يلتقي بوسيط لمشتري أو بائع محتمل لنفس الخيار مقابل سعر معين، وتتم الصفقة ويبلغ المشتري أو البائع بذلك.
  - 3- يقوم المشتري بدفع قيمة العلاوة المطلوبة إلى شركة السمسرة التي يتعامل معها، وكذلك يقوم البائع بدفع نسبة الهامش لشركة السمسرة التي يتعامل معها.
  - 4- تدفع شركة السمسرة قيمة العلاوة أو نسبة الهامش إلى شركة التسوية المقاصة.
  - 5- يتم تسجيل الصفقة لدى شركة التسوية في اليوم التالي حيث تقوم شركة التسوية بإنقاص عدد الخيارات المثيلة المسجلة في دفاترها باسم الوسيط البائع بعدد الخيارات المباعة، وفي الوقت نفسه تضيف العدد نفسه إلى رصيد الوسيط المشتري في دفاترها، كما يتم تعديل الأرصدة النقدية بإضافة قيمة العلاوة المتفق عليها إلى حساب الوسيط البائع، وذلك خصماً من رصيد حساب الوسيط المشتري<sup>(١)</sup>.
  - 6- فإذا ما أراد مشتري الخيار تنفيذ خيار الشراء مثلاً، فإنه يطالب الوسيط بدوره بموجب إعلان تنفيذ لتنفيذ خيار الشراء فعلياً، حيث تراجع شركة التسوية البيانات وتقوم بالتنفيذ<sup>(٢)</sup>.

(١) وتجدر الملاحظة أنه لن تكون هناك أي إشارة في دفاتر شركة التسوية لأسماء المشتري والبائع الفعليين الذي يقوم الوسيط بإتمام الصفقة لحسابهم؛ ذلك أن هذه التفاصيل تكون موثقة في دفاتر الوسيطين أنفسهما فقط.

(٢) ينظر: إدارة المشتقات المالية للدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري والدكتور سعيد جمعة عقل ص ٦٩-٧١.

### المبحث الثالث الحكم الشرعي لعقود الاختيارات

اختلفت آراء الفقهاء المعاصرين في حكم عقود الخيارات ما بين مانع ومبيح، حيث ذهب معظمهم إلى التحريم، بينما ذهب بعضهم إلى إباحتها. وفيما يلي أبسط القولين وأدلة كل قول، مع بيان الرأي الراجح لهذه العقود.

**القول الأول:** ذهب جمهور الفقهاء المعاصرين إلى تحريم عقود الخيارات مطلقاً، سواء كانت خيار شراء أو خيار بيع، وسواء كانت بسيطة أو مركبة<sup>(١)</sup>.

**القول الثاني:** جواز عقود الخيارات بجميع صورها، وبه قال بعض المعاصرين<sup>(٢)</sup>.

(١) وهو ما أخذ به مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم ٧/١/٦٥، ينظر مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول، ١٤١٢هـ-١٩٩٢م، ص ٧١١-٧١٧، وينظر: الأبحاث المنشورة في نفس العدد: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للدكتور علي محيي الدين القره داغي، ص ١٨٠ وما بعدها، الاختيارات لمحمد المختار السلامي، ص ٢٣٥ وما بعدها، عقود الاختيارات للدكتور وهبه مصطفى الزحيلي ص ٢٥٨، الاختيارات للدكتور الصديق محمد الأمين الضير ص ٢٦٩ وما بعدها، الاختيارات دراسة فقهية تحليلية مقارنة للدكتور عبد الوهاب إبراهيم أبوسليمان ص ٣٢٠ وما بعدها، الأسواق المالية في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية للدكتور عبد الستار أبو غدة ص ٣٣٧ وما بعدها، عقود المستقبلات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية للقاضي محمد تقي العثماني ص ٣٤٩ وما بعدها، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي للدكتور علي أحمد السالوس، بحث منشور بمجلة الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، العدد السادس، الجزء الثاني، ١٤١٠هـ-١٩٩٠م، ص ١٣٤٦، أسواق الأوراق المالية للدكتور سمير عبد الحميد رضوان، ص ٣٥٢ وما بعدها، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة للدكتور هشام السعدني خليفة بدوي ص ٢٢٠ وما بعدها، العقود المالية المركبة دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية للدكتور عبد الله بن محمد بن عبد الله العمران ص ٣٣٥ وما بعدها، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة للدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ص ١٠٦٧.

(٢) ينظر: الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، بحث رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، للدكتور أحمد يوسف سليمان، ٢٢٤/١٥ وما بعدها وقد أجاز عقود الخيارات بجميع صورها. =

## الأدلة

### أدلة القول الأول:

وقد استدلت أصحاب هذا القول على تحريم عقود الخيارات مطلقاً بالكتاب والسنة والقياس والمعقول:  
أما الكتاب:

فقوله تعالى { يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْحُمُرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ }<sup>(١)</sup>.

### وجه الدلالة:

أن في التعامل بعقود الخيارات قماراً صريحاً؛ ذلك أن كل خسارة محققة للمشتري هي في المقابل تمثل ربحاً محققاً للبائع، والعكس صحيح. وتبلغ خسارة مشتري الخيار بخسارته لسعر الخيار، كما أن مقدار الربح يظل محدوداً مهما انخفض سعر السهم وقت الممارسة، أما خسارة بائع حق الخيار فتتمثل في الفرق بين سعر الممارسة وثمان الخيار عند التعاقد<sup>(٢)</sup>.

بيان ذلك: أن التعامل في عقود الخيار قائم على القمار والميسر، بالنسبة لمشتري وبائع حق الاختيار على السواء، يستوي في ذلك أن يكون غرض المشتري المضاربة على فروق أسعار الأسهم، أو التحوط من تقلب أسعارها. وذلك أن القمار هو الذي يستوي فيه الجانبان في احتمال الغرامة،<sup>(٣)</sup>

= وقد منع الدكتور يوسف بن عبدالله الشيبلي الخيار المركب مطلقاً، بينما أجاز عقد الخيار البسيط خيار الشراء و خيار البيع بشروط. انظر: الخدمات الاستشارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي الصناديق والودائع الاستثمارية. ٢٤٠/٢ .

(١) سورة المائدة: الآية رقم ٩٠ .

(٢) ينظر الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للدكتور علي محيي الدين القره داغي ١٨٠، الاختيارات، محمد المختار السلامي، بحث منشور بمجلة المجمع الفقهي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٤١٢-١٩٩٢م، ص ٢٣٥ .

(٣) ينظر: البحر الرائق ٥٥٥/٨، حاشية ابن عابدين على الدر المختار ٤٠٣/٦، تبيين الحقائق ٢٢٨/٦ .

أو هو ما يكون فاعله متردداً بين أن يغنم أو أن يغرّم. <sup>(١)</sup>  
قال الزيلعي: " لأن القمار من القمّر الذي يزداد تارة وينقص أخرى وسمي القمار  
قماراً لأن كل واحد من المقامرين ممن يجوز أن يذهب ماله إلى صاحبه ويجوز أن  
يستفيد مال صاحبه فيجوز الازدياد والانتقاص في كل واحد منهما فصار قماراً وهو  
حرام" <sup>(٢)</sup>.

وهذا المعنى متحقق في عقود الخيارات، وذلك لتردد كل من المشتري والبائع لحق  
الاختيار بين الغرم والغنم. بيانه: أن الأمر لا يخلو من تحقق توقعات محرر الاختيار أو  
تحقق توقعات مشتري الاختيار، وعليه فإن الأمر لا يخلو من حالتين لا ثالث لهما.  
**الحالة الأولى:** إذا تحققت توقعات محرر الخيار، وذلك بانخفاض أسعار السهم في  
حالة خيار الشراء، أو بارتفاعها في حالة خيار البيع، وفي هذه الحالة فإن مشتري الخيار  
لن يمارس عملية الشراء؛ لتيقن الخسارة في تلك الحالة، وبالتالي لن يمارس هذا الحق،  
وعليه سيخسر ثمن الاختيار "العلاوة" الذي سيكون في الوقت نفسه يمثل ربحاً لمحرر  
الاختيار.

**الحالة الثانية:** أن تتحقق توقعات مشتري الخيار - وهي عكس الحالة الأولى -  
وذلك بارتفاع أسعار الأسهم في حالة اختيار حق الشراء، وانخفاضها في حالة اختيار  
خيار البيع، وفي هذه الحالة سيمارس المشتري حقه بلا أدنى شك؛ لتيقن الربح في هذه  
الحالة، ويتمثل هذا الربح بالنسبة له في الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق، والذي  
سيكون بطبيعة الحال أكثر من المبلغ الذي دفعه لمحرر الاختيار، وهذا الربح يمثل في  
الجانب الآخر خسارة على محرر الاختيار.

وبهذا نرى أن كل واحد من المتعاقدين مترددٌ بين الغرم والغنم وهذا هو معنى  
القمار.

(١) ينظر: المهذب ٤٣٩/٣، الوسيط ١٧٨/٧، الغرر البهية ١٨١/٥، تحفة المحتاج ٤٠٢/٩،

حاشيتا قليوبي وعميرة ٢٦٧/٤، المغني ٤٦٨/٩، مطالب أولي النهى ٧٠٦/٣

(٢) تبين الحقائق ج ٦/ص ٢٢٧.

وفي ذلك يقول أحد المعاصرين: "وأقرب تصوير للتعامل في الخيارات هو أنه توسع في صور القمار، واستنباط طرق جديدة تمكن من الحصول على الكسب أو تحمل الخسارة تبعاً للحظ المساعد أو الكاسد".<sup>(١)</sup>

#### واعترض على هذا الاستدلال من وجوه:

**الوجه الأول:** عدم التسليم بأن عقود الخيارات من القمار، فبينهما فارق؛ حيث إن من يتعامل في سوق الخيارات يبيع أو شراء الأسهم هم من أهل الخبرة في هذا المجال، وبالتالي يختارون أنسب الأوقات وأفضل الفرص لممارسة هذا التعامل، وليس عملهم رجماً بالغيب، وإنما عن دراسة علمية مدروسة، فليس هناك في حقيقة الأمر قمار أو غرر، وإنما هم خبراء السوق وأهله الذين يتصرفون به.<sup>(٢)</sup>

#### وأجيب عن هذا الاعتراض:

بأن هذه الدراسات العلمية لا تنفي صفة القمار أو الغرر عن هذه العقود، **برهان ذلك:** أن هذه العقود لا تقوم إلا إذا كانت توقعات أحد طرفي العقد مخالفة لتوقعات

(١) الاختيارات، محمد المختار السلامي، بحث منشور بمجلة المجمع الفقهي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٤١٢-١٩٩٢م، ص ٢٣٥. وينظر في تقرير نفس المعنى: بحث الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للدكتور علي محيي الدين القره داغي ص ١٨٠، بحث الاختيارات للدكتور الصديق محمد الأمين الضير، ص ٢٧٠، ويؤكد تضمن الخيار لمعنى القمار بقوله: "إذا باع شخص خيار شراء أسهم لمدة ستة أشهر بسعر أربعين دولاراً للسهم، مقابل أربعة دولارات ثمن الخيار، فإنه يفعل ذلك لأنه قدر أن ثمن السهم لن يزيد في هذه المدة على الأربعين دولاراً بأكثر من ثمن الخيار، والمشتري يقدر أن ثمن السهم سيزيد في هذه المدة على الأربعين دولاراً والثمن الذي دفعه للخيار، وإلا ما أقدم على الشراء، فهو يضارب على ارتفاع السعر، والبائع يضارب على انخفاضه، ومن تحققت نبوءته كان هو الربح، فما الفرق بين هذا وبين المضاربة على فروق الأسعار؟ بل أليس هذا أخص القمار"، الاختيارات في الأسواق المالية في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية للدكتور عبد الستار ابو غدة ص ٣٢٩، حكم أعمال البورصة في الفقه الإسلامي للدكتور علي أحمد السالوس، بحث منشور بمجلة الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، العدد السادس، الجزء الثاني، ١٤١٠هـ-١٩٩٠م، ص ١٣٤٧.

(٢) ينظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول، د. سامي حسن حمود، ص ٥٩٤.



الطرف الآخر. وأنّ في صدق توقعات أحد الطرفين دون الآخر دليل على أن إحدى الدراساتين خاطئة ولا بد. (١) وأن الغرر واقع على أحد الطرفين، ولو كانا في مستوى واحد من الخبرة، فأحدهما عنده نقص أكيد في خبرته، وأنه يلزم القائل بجواز هذا التعامل إذا كان خبيراً بأن يقول بإباحة بيع الحصاة فيما لو كان الرامي جيد الرمي (٢). فعقود الخيارات تقوم على أخذ أموال الناس مخاطرة، هل يحصل له الربح أم لا؟ والقمار أن يؤخذ مال الناس وهو على مخاطرة، هل يحصل له عوضه أو لا يحصل. (٣)

**ويجاب عن ذلك بثلاثة أوجه:**

**الوجه الأول:** بعدم تحقق معنى القمار في عقود الاختيارات، وبأن صدق توقع طرف على آخر ليس دليلاً على أن عقود الاختيارات تنطوي على معنى القمار، كل ما هنالك أن الطرفين يتوقعان الربح أو على الأقل تخفيض الضرر المتعلق بالسهم، عن طريق التحوط من تقلبات الأسعار وخاصة بالنسبة لحق خيار البيع، وبالتالي فلا ارتباط بين التوقعات التي تتحقق وبين القمار الذي يوصف به التعامل.

أما عن بيع الحصاة فهو قياس مع الفارق، فهو وإن أجمع الفقهاء على بطلانه (٤)؛ حيث ورد النهي عنه (٥)، وقد اختلف في المراد به وبيان معناه على أكثر من خمسة

(١) ينظر: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة للدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ص ١٠٦٤، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات للدكتور محمد صبري هارون ص ٢٧٤.

(٢) ينظر: المشتقات المالية دراسة فقهية للدكتور خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، ص ٥٨، القمار حقيقته وأحكامه للدكتور سليمان بن أحمد الملحم ص ٥٣٢.

(٣) ينظر: عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة للدكتور هشام السعدني خليفة بدوي ص ٢٠٧.

(٤) ينظر: المغني ١٥٦/٤.

(٥) أخرج مسلم في صحيحه، كتاب البيوع، باب بطلان بيع الحصاة، والبيع الذي فيه غرر، ١١٥٣/٣ برقم ١٥١٣ عن أبي هريرة، قال: «نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الحصاة، وعن بيع الغرر».

تفسيرات، فضلاً عن أنّ العلة من تحريم بيع الحصاة هو الجهل بعين المبيع<sup>(١)</sup>، أما في عقود الخيارات فالأسهم معلومة نوعها وعددها وسعرها علماً نافعاً للجهالة.

**الوجه الثاني:** أن القمار هو أخذ من دون إعطاء، أما في عقود الاختيارات ففيها أخذ المال وإعطاء حق الاختيار كما هو مقرر للبيع وللشراء، فكيف يكون الأخذ في مقابل الإعطاء شبيهاً بالقمار فيحرم؟

**الوجه الثالث:** أنه لو سلّم بأن الغرر موجود في العقد غير المغطى، فلا يسلم بأنه موجود في المغطى، **بيان ذلك:** انه إذا تم التنفيذ وقت الممارسة فلا غرر حينئذ؛ لأن كلاً من الطرفين علم الثمن والمثمن، كما أنّ الغرر اليسير مما يجوز مثله في بعض العقود، كما في السلم فقد ترتفع أسعار السلعة وقد تنخفض منذ التعاقد وحتى تسليم المسلم فيه، وكما في القرض أيضاً الذي يجب ردّ مثله ولو ارتفعت العملة أو انخفضت خلال تاريخ الأداء مقارنة بوقت الإقراض.<sup>(٢)</sup>

**وأما السنة:**

فما رواه حكيم بن حزام، قال: قُلْتُ: يَا رَسُولَ اللَّهِ، يَأْتِينِي الرَّجُلُ يَسْأَلُنِي الْبَيْعَ، لَيْسَ عِنْدِي مَا أَبِيعُهُ، ثُمَّ أَبِيعُهُ مِنَ السُّوقِ فَقَالَ: " لَا تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ " .<sup>(٣)</sup>

(١) ينظر للمزيد حول بيع الحصاة: شرح مختصر الطحاوي للخصاص ٩٤/٣، الجوهرة النيرة ٢٠٢/١، الكافي لابن عبد البر ٧٣٧/٢، البيان والتحصيل ٣٤٨/٧، بداية المجتهد ١٦٧/٣، شرح الخرشبي ٧٠/٥، منح الجليل ٣١/٥، الحاوي الكبير ٣٣٦/٥ وما بعدها، فتح العزيز ١٩٣/٨ وما بعدها، المجموع ٣٤٢/٩، مغني المحتاج ٣٨٠/٢، المغني ١٥٦/٤، المبدع ٢٩/٤، شرح منتهى الإرادات ١٤/٢، كشف القناع ١٦٧/٣، الموسوعة الفقهية الكويتية ٨٨/٩ وما بعدها، التمهيد ١٣٦/٠٢١، شرح النووي على مسلم ١٥٦/١٠، المفهم ٣٦٢/٤، فتح الباري ٣٦٠/٤.

(٢) ينظر: المشتقات المالية دراسة فقهية للدكتور خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، ص ٥٨.

(٣) أخرجه الإمام أحمد في مسنده ٢٦/٢٤ برقم ١٥٣١١، وأبو داود في السنن، كتاب البيوع، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده ٣٦٢/٥ برقم ٣٥٠٣، والترمذي في الجامع، كتاب البيوع، باب كراهية بيع ما ليس عندك، ٥٢٥/٢ برقم ١٢٣٢، وابن ماجه في السنن أبواب التجارات، باب النهي عن بيع ما ليس عندك وعن ربح ما لم يُضمن، ٣٠٨/٣ برقم ٢١٨٧، وابن أبي شيبه في المصنف ٣١١/٤ برقم ٢٠٤٩٩، البيهقي في السنن الكبرى، كتاب =

### توجيه الدليل:

أن عقود الاختيارات تدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده، ووجه ذلك: أن محرر خيار الشراء قد لا يكون مالكا للأسهم أصلاً، كما قد لا يكون مشتري خيار البيع مالكا للأسهم أيضاً، وبالتالي فهما يبيعان ما لا يملكان، ومن ثمّ يدخلان في النهي الوارد في الحديث<sup>(١)</sup>. بيان ذلك: أن محرر اختيار الشراء إنما يُقدم على الالتزام ببيع الأسهم عندما يطلبها المشتري على أمل أن تنخفض الأسعار حتى لا يمارس المشتري حقه في الشراء، ويربح بذلك ثمن الخيار الذي قبضه من المشتري، وبالتالي يكون قد باع ما ليس عنده<sup>(٢)</sup>.

### واعترض على هذا الاستدلال من وجهين:

**الوجه الأول:** أن هذا القول فيه مجازفة كبيرة، ذلك أن محرر الخيار غالباً ما يكون مالكا للأسهم، بل قد يكون محرر الخيار هو الشركة نفسها المصدرة للأسهم محل العقد، غير أنه من الممكن في حالات قليلة بل نادرة أن يكون محرر الخيار غير مالك للأسهم، ومعلوم أن النادر لا حكم له. وللاحتراز من هذا كلفةً تشترط بورصة الأوراق المالية أن يكون محرر الخيار مالكا للأسهم عند إبرام عقد الخيار، حيث إن محرر الخيار سيكون هو الشركة مالكة الأسهم محل العقد بالأساس.

**الوجه الثاني:** على فرض أن عقد الخيار ينطوي على بيع الإنسان ما لا يملك، فإن هذا بيع موصوف في الذمة، وهو جائز عند الشافعية<sup>(٣)</sup> بناء على قولهم بصحة السلم الحال<sup>(٤)</sup>.

=البيوع، باب من قال لا يجوز بيع العين الغائبة، ٤٣٨/٥ برقم ١٠٤٢٢. والحديث صححه

ابن الملقن في البدر المنير ٤٤٨/٦، وينظر: التلخيص الحبير ٩/٣، ١٠.

(١) ينظر: الاختيارات للضرب ص ٢٦٧، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للقره داغي ص ١٥٥.

(٢) ينظر: الخدمات الاستشارية للشيبلي ٢٠٩/٢، أحكام التعامل في الأسواق المالية ص ١٠٦٥، المشتقات المالية للمهنا ص ٦٠، المشتقات المالية لهشام الدسوقي ص ١٩٢.

(٣) وبه قال الأوزاعي وأبو ثور وابن المنذر. ينظر: الإشراف لابن المنذر ١٠٦/٦، المغني ٢١٨.

(٤) ينظر: الحاوي ٣٩٥/٥ وجاء فيه: "قال الشافعي رحمه الله تعالى: " فإذا أجازته - صلى الله عليه وسلم - بصفة مضمونا إلى أجل كان حالا أحوز ومن الغرر أبعد فأجازته عطاء =

خلافاً لجمهور الفقهاء<sup>(١)</sup>.

### وأجيب عن الوجه الثاني:

بأن عقد الخيار ليس عقداً موصوفاً في الذمة، بل هو بيع لمعين محدد الاسم والعدد، بل هو من جنس أن يكون من حائط بني فلان الذي ورد النهي عنه في شروط السلم<sup>(٢)</sup>. كما أخرجه ابن ماجه من حديث عبد الله بن سلام، قال: جاء رجل إلى النبي ﷺ فقال: إن بني فلان أسلموا -لقوم من اليهود- وإنهم قد جاعوا، فأخاف أن

=حالا"، فتح العزيز ٢٢٦/٩ ، البيان ٣٩٦/٥ ، روضة الطالبين ٥/٤ ، ٧ ، منهاج الطالبين ص ١١٠ ، تحفة المحتاج ١٠/٥ ، مغني المحتاج ٨/٣ ، وجاء فيه: "ويصح السلم حالا ومؤجلا بأن يصرح بهما. أما المؤجل فبالنص والإجماع، وأما الحال فبالأولى لبعده عن الغرر، فإن قيل: الكتابة لا تصح بالحال وتصح بالمؤجل. أجيب بأن الأجل فيها إنما وجب لعدم قدرة الرقيق، والحلول ينافي ذلك، فإن قيل: قال رسول الله - صلى الله عليه وسلم - «إلى أجل معلوم» . أجيب بأن المراد العلم بالأجل، لا الأجل كما في الكيل والوزن بدليل الجواز بالذرع، وإنما يصح حالا إذا كان المسلم فيه موجودا عند العقد، وإلا اشترط فيه الأجل كالكتابة، وليس لنا عقد يشترط فيه الأجل غيرهما. فإن قيل: ما فائدة العدول من البيع إلى السلم الحال؟ . أجيب بأن فائدته جواز العقد مع غيبة المبيع فإن المبيع قد لا يكون حاضرا مرثيا فلا يصح بيعه، وإن أحره لإحضاره ربما فات على المشتري، ولا يتمكن من الانفساخ إذ هو متعلق بالذمة".

(١) واشترط الحنفية والمالكية والحنابلة في رواية لصحة السلم أن يكون المسلم فيه مؤجلا إلى أجل معلوم، ولا يصح السلم الحال. ينظر: المبسوط ١٢/١٢، ١٢٦، بدائع الصنائع ٥/٢١٢، الذخيرة ٥/٢٥١، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ٣/١٦٠، المغني ٤/٢١٨، الفروع ٦/٣٢٦، الإنصاف ٥/٩٨، وجاء فيه: "قوله فإن أسلم حالا أو إلى أجل قريب. كاليوم ونحوه، لم يصح. وهو المذهب. وعليه الأصحاب. وذكر في الانتصار رواية: يصح حالا. واختاره الشيخ تقي الدين إن كان في ملكه. قال: وهو المراد بقوله عليه أفضل الصلاة والسلام لحكيم بن حزام - رضي الله عنه - «لا تبع ما ليس عندك» أي ما ليس في ملكك. فلو لم يجز السلم حالا لقال: لا تبع هذا، سواء كان عندك أو لا. وتكلم على ما ليس عنده. ذكره عنه صاحب الفروع في كتاب البيع في الشرط الخامس.."، كشف القناع ٣/٢٩٩.

(٢) ينظر: المشتقات المالية للمهنا ص ٦١.

يَرْتَدُّوا، فَقَالَ النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: "مَنْ عِنْدَهُ؟" فَقَالَ رَجُلٌ مِنَ الْيَهُودِ: عِنْدِي كَذَا وَكَذَا - لِشَيْءٍ قَدْ سَمَّاهُ - أَرَاهُ قَالَ: ثَلَاثُ مِئَةِ دِينَارٍ بِسَعْرِ كَذَا وَكَذَا مِنْ حَائِطِ بَنِي فُلَانٍ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: "بِسَعْرِ كَذَا وَكَذَا إِلَى أَجْلِ كَذَا وَكَذَا، وَلَيْسَ مِنْ حَائِطِ بَنِي فُلَانٍ" (١).

وفي رواية أخرى "فَقَالَ: "لَا يَا يَهُودِيَّ وَلَكِنْ أبيعُكَ تَمْرًا مَعْلُومًا إِلَى أَجْلِ كَذَا وَكَذَا وَلَا أُسَمِّي حَائِطَ بَنِي فُلَانٍ" قُلْتُ: نَعَمْ فَبَايعَنِي صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ" (٢).

ويجاء عن ذلك: بأن هذا الحديث إنما يُورده الفقهاء في شروط السلم التي لا تضبط بالصفة، لأنه حينئذ يقع البيع على مجهول.

قال أبو إسحاق الشيرازي رحمه الله: "فصل: ولا يجوز السلم إلا في شيء عام الوجود مأمون الانقطاع في المحل، فإن أسلم فيما لا يعم كالصيد في موضع لا يكثر فيه أو ثمرة ضيعة بعينها أو جعل المحل وقتاً لا يأمن انقطاعه فيه لم يصح...، ثم ذكر الحديث، ولأنه لا يؤمن أن يتعذر المسلم فيه وذلك غرر من غير حاجة لمنع صحة العقد" (٣).

وعقد الاختيارات تكون الأسهم فيها محددة تحديداً نافياً للجهالة، فهي مضبوطة بالنوع والعدد والتمن، كما أنها مملوكة لمحرر الخيار، فكيف يقال إنه لا يمكن الوفاء بها كما جاء في الحديث، فهذا قياس مع الفارق، وذلك أن اليهودي لا يملك ذلك الحائط، وأن ذلك النهي ورد فيما لا ينضبط.

(١) أبواب التجارات، باب السِّلْفِ فِي كَيْلِ مَعْلُومٍ وَوَزْنِ مَعْلُومٍ إِلَى أَجْلِ مَعْلُومٍ، ٣/٣٨٢ برقم ٢٢٨٠

(٢) ابن حبان في صحيحه ٥٢١/١ برقم ٢٨، وابن أبي عاصم في الأحاد والمثاني ٤/١١٠ برقم ٢٠٨٢، والحاكم في المستدرک ٣/٧٠٠ برقم ٦٥٤٧ قال الحاكم «هذا حديث صحيح الإسناد، ولم يخرجاه وهو من غرر الحديث ومحمد بن أبي السري العسقلاني ثقة»، وقال الذهبي معلقاً على قول الحاكم: ما أنكره.

(٣) المهذب ٢/٧٥. وينظر: حاشيتا قليوبي وعميرة ٢/٣١١ وجاء فيه: "وَ يُشْتَرَطُ لِصِحَّةِ السَّلْمِ مَعْرِفَةُ الْأَوْصَافِ الَّتِي يَخْتَلِفُ بِهَا الْعَرَضُ اخْتِلَافًا ظَاهِرًا وَيَنْضَبُ بِهَا الْمُسَلِّمُ فِيهِ وَذِكْرُهَا فِي الْعَقْدِ عَلَى وَجْهِ لَا يُؤَدِّي إِلَى عَرَّةِ الْوُجُودِ فَلَا يَصِحُّ السَّلْمُ".

### وأما المعقول:

فمنه: أن عقود الخيارات تنطوي على الغرر. والغرر هو: الخطر الذي استوى فيه طرف الوجود والعدم بمنزلة الشك<sup>(١)</sup>، أو هو: ما انطوت عنا عاقبته أو ما تردد بين أمرين أغلبهما أخوفهما<sup>(٢)</sup>.

ووجه الغرر في عقود الخيارات بالنسبة لمشتري حق الخيار ومحرر الخيار على السواء.

فأما مشتري الخيار سواء أكان اختيار شراء أم اختيار بيع، إنما يمارس هذا الاختيار إذا تغيرت أسعار الأسهم لصالحه، وذلك بأن ترتفع الأسعار بالنسبة لمشتري حق الشراء أو تنخفض بالنسبة لمشتري حق البيع، وتغير الأسعار هي أمر مجهول، قد يحدث، فيمارس حقه بيعاً أو شراء، وقد لا يحصل فلا يمارس حقه، وهكذا فإن المعقود عليه متردد بين الوجود والعدم وهذا معنى الغرر.

وكذلك الأمر بالنسبة لمحرر الخيار.<sup>(٣)</sup>

كما أنّ عقد الخيار دائرٌ بين الغنم والغرم، والسلامة فيه نادرة إن لم تكن معدومة فحسارة أحدهما تستلزم ربح الآخر<sup>(٤)</sup>.

### ويعترض على هذا الاستدلال:

بأن الغرر الممنوع الذي نهي عنه الشارع لا يمكن حمله على الإطلاق الذي يقتضيه لفظ النهي الوارد في الحديث<sup>(٥)</sup>، بل يجب فيه النظر إلى مقصود الشارع، ولا يتبع فيه اللفظ بمجردده؛ فإن ذلك يؤدي إلى إغلاق باب البيع، وليس ذلك مقصوداً للشارع؛ إذ لا تكاد تخلو معاملة من شيء من الغرر.

يقول أبو الوليد الباجي: "ومعنى بيع الغرر، والله أعلم ما كثر فيه الغرر، وغلب عليه حتى صار البيع يوصف ببيع الغرر، فهذا الذي لا خلاف في المنع منه، وأما يسير

(١) بدائع الصنائع ١٦٣/٥

(٢) حاشيتنا قليوبي وعميرة ٢٠٢/٢

(٣) ينظر: أحكام التعامل في الأسواق المالية ص ١٠٥٣.

(٤) ينظر: أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ص ٤٤٣.

(٥) أخرج الإمام أحمد في مسنده ٤٨٠/٤ برقم ٢٧٥٢ عن ابن عباس، قال: «نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْغُرْرِ». ومسلم في صحيحه ١١٥٣/٣ برقم ١٥١٣ عن أبي هريرة، قال: «نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْحِصَاةِ، وَعَنْ بَيْعِ الْغُرْرِ».

الغرر فإنه لا يؤثر في فساد عقد بيع، فإنه لا يكاد يخلو عقد منه، وإنما يختلف العلماء في فساد أعيان العقود لاختلافها فيما فيه من الغرر، وهل هو من حيز الكثير الذي يمنع الصحة أو من حيز القليل الذي لا يمنعها<sup>(١)</sup>.

وهذا الوصف للغرر غير موجود في عقود الخيارات، لأن العاقدين يجريان العقد بسعر ثابت ومحدد ومعلوم، والأسهم مقدور على تسليمها، وكوئهما يصرفان النظر عن إتمام التعامل لما قد يؤول إليه سعر السهم عند تنفيذ الخيار لا يقتضي الغرر؛ لأن الخسارة التي تقع عند اختلاف سعري التنفيذ والسوق إذا جاءت في غير صالحه، هو واقع في بعض العقود الشرعية كعقد السلم، الذي قد ترتفع فيه أسعار المسلم فيه وقت الأداء؛ فيجب على المسلم إليه أن يؤدي ما التزم به في العقد ولو كلفه ذلك الشراء من السوق إذا لم يكن المسلم فيه موجوداً عنده.

قال الرافعي: "فان قيل: فبم يحصل الانقطاع؟ قيل: إن لم يوجد المسلم فيه أصلاً بأن كان ذلك الشيء ينشأ في تلك البلدة وقد أصابته جائحة مستأصلة، فهذا انقطاع حقيقي، وفي معناه ما لو كان يوجد في غير تلك البلدة ولكن لو نقل إليها لفسد، وما إذا لم يوجد إلا عند قوم محصورين وامتنعوا من بيعه ولم يكونوا يبيعونه بثمان غال وجب تحصيله ولم يكن ذلك انقطاعاً وإن أمكن نقل المسلم فيه من غير تلك البلدة إليها وجب نقله إن كان في حد القرب"<sup>(٢)</sup>. و

وكما في عقد القرض حيث يجب أدائه بالمثل ارتفعت العملة أو انخفضت<sup>(٣)</sup>، حتى لو أدى ذلك إلى حدوث ضرر لأحد المتعاقدين.

قال ابن قدامة: "المستقرض يرد المثل في المثليات، سواء رخص سعره أو غلا، أو كان بحاله. ولو كان ما أقرضه موجوداً بعينه، فرده من غير عيب يحدث فيه، لزم قبوله، سواء تغير سعره أو لم يتغير. وإن حدث به عيب، لم يلزمه قبوله"<sup>(٤)</sup>.

(١) المنتقى شرح الموطأ ٤١/٥

(٢) العزيز ٢٤٩/٩، ٢٥٠. وينظر: روضة الطالبين ١٢/٤، أسنى المطالب ١٢٧/٢، الغرر البهية ٥٥/٠٣، تحفة المحتاج ١٤/٥، ١٥.

(٣) يراجع: الموسوعة الفقهية الكويتية ١٣٨/٢١، ١٣٩.

(٤) المغني ٢٤٤/٤. وينظر: الإنصاف ١٢٧/٥، شرح منتهى الإرادات ١٠١/٢، كشف القناع ٣١٥/٣.

ومنه: أن عقد الاختيار صورة من صور عقد التأمين<sup>(١)</sup> التجاري المحرم. بيان ذلك: أنّ الغرض من عقود الاختيارات هو الرغبة في دفع المخاطرة، وضمن سعر محدد لبيع أو شراء الأسهم في المستقبل من أجل تفادي الخسارة، ومقابل ذلك يتنازل صاحب الخيار عن ثمن الخيار، وعليه فهو نوع من التأمين الذي يقتضي تحريم عقود الخيارات.

يقول أحد العلماء: "إن الدافع الحقيقي لشراء الخيار في أسواق البورصة هو الرغبة في دفع المخاطرة، وضمن سعر محدد للبيع أو الشراء في المستقبل، ومن ثم تفادي الخسارة، ومقابل ذلك يدفع المستثمر مبلغاً محددًا يمثل ثمن الخيار المذكور، فكأن الخيار إذن نوع من التأمين، وهو عندئذ عقد معاوضة تضمن غرراً فاحشاً، والبيع بهذه الصفة نوع من الميسر أو القمار الذي لا يجوز، فالبائع إنما يبيعه مخاطرة، ففيه أكل للمال بالباطل، وهو مفض إلى الظلم والتباغض"<sup>(٢)</sup>.

فكما في عقد التأمين يدفع الإنسان مالاً ليتجنب بعض الخسائر أو بعض المخاطر، فكذلك يدفع مشتري الخيار مالاً لتجنب المخاطر في أسعار الأسهم، إذن هو مثل التأمين في تفادي الخسائر المتوقعة بتقلبات الأسعار.

#### واعترض على هذا الاستدلال:

بأننا لا نسلم بأن الغرض من عقود الخيارات هو ما ذكر، بل إن هناك فرقاً كبيراً بين عقد الاختيار وعقد التأمين، فعقد التأمين لا يعرف كلا المتعاقدين فيه مقدار ما سيدفع ولا مقدار ما سيأخذ، بخلاف عقد الخيار فإن سعر السهم فيه ثابت لا يتغير، فمشتري حق الخيار يعرف مقدار ما سيدفعه. فضلاً عن أن عقد التأمين فيه غرر فاحش، بخلاف عقد الخيار الذي قد يخسر فيه المشتري ثمن الخيار الذي دفعه والذي لا يُعدّ غرراً.<sup>(٣)</sup>

(١) عرّف المادة ٧٤٧ من القانون المدني المصري التأمين بأنه: "عقد يلتزم المؤمن بمقتضاه أن يؤدي إلى المؤمن له أو إلى المستفيد الذي اشترط التأمين لصالحه مبلغاً من المال أو إيراداً مرتباً أو أي عوض مالي آخر في حالة وقوع الحادث أو تحقق الخطر المبين بالعقد، وذلك في نظير قسط أو أية دفعة مالية أخرى يؤديها المؤمن له للمؤمن".

(٢) الأسواق المالية، للدكتور محمد علي القرى، بحث منشور بمجلة الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، العدد السادس، الجزء الثاني، ص ١٦١١.

(٣) ينظر: الخدمات الاستشارية للشبيلي ص ٢٢٤.



ومنه: أن عقود الاختيار تنطوي على محذور البيع قبل القبض.  
بيان ذلك: أن عقود الخيار تدخل في النهي عن البيع قبل القبض، وهذا الشرط لا يراعى في البيوعات التي يتعامل لأجلها بالخيارات<sup>(١)</sup>.

### ويعترض على هذا الاستدلال من وجوه:

الوجه الأول: أن هذا يصدق على الخيار غير المغطى، أما الخيار المغطى - المملوك - للبائع فلا يصدق عليه.

الوجه الثاني: أن النهي خاص بغير الطعام، فلا يمكن سحبه على بقية البيوعات<sup>(٢)</sup>.  
أما غير الطعام قد اختلف الفقهاء في حكم بيعه قبل القبض على ثلاثة مذاهب<sup>(٣)</sup>. مذهب يرى أنه لا يجوز بيع المبيع قبل قبضه مطلقاً سواء أكان المعقود عليه طعاماً أم غيره، وسواء أكان مكيلاً أو موزوناً، أو عقاراً أو منقولاً. وهو مذهب الشافعية<sup>(٤)</sup>، ورواية عن الإمام أحمد

(١) ينظر: الاختيارات في الأسواق المالية د. عبد الستار أبو غدة ص ٣٣٧.

(٢) إلا ما حكى عن عثمان البتي أنه لا بأس ببيع كل شيء قبل قبضه. قال ابن عبد البر: وهذا قول مردود بالسنة والحجة المجمع على الطعام، وأظنه لم يبلغه هذا الحديث، ومثل هذا لا يلتفت إليه. ينظر: المغني ٤/٨٦. وحكاه ابن حزم عن عطاء في المحلى ٧/٤٧٦، بداية المجتهد ٣/١٦٣. وجاء فيه: "وأما بيع الطعام قبل قبضه، فإن العلماء مجمعون على منع ذلك إلا ما يحكى عن عثمان البتي. وإنما أجمع العلماء على ذلك لثبوت النهي عنه عن رسول الله صلى الله عليه وسلم من حديث مالك، عن نافع، عن عبد الله بن عمر: أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: «من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يقبضه».

(٣) قال ابن رشد في بداية المجتهد ٣/٦٣، ١٦٤، الذخيرة ٥/١٣٤ وجاء فيه: "... في البيع قبل القبض ستة أقوال: المنع مطلقاً: المنع إلا في العقار ح: يختص بالرئوي يعم المطعومات إلا الجزاف ويخصها مشهور مالك: يختص بالمطعومات والمعدودات لعبد العزيز بن أبي سلمة: يعم المطعومات والجزاف ووافق المشهور ابن حنبل".

(٤) ينظر: مختصر المزني ٨/١٧٩، الحاوي الكبير ٥/٢٢٠ وجاء فيه: "وهذا كما قال -أي الإمام الشافعي-: كل من ابتاع شيئاً من طعام أو غيره لم يجز بيعه قبل قبضه"، البيان ٥/٦٨، أسنى المطالب ٢/٨٢، تحفة المحتاج ٤/٤٠١، نهاية المحتاج ٤/٨٤.

اختارها ابن عقيل<sup>(١)</sup>، وابن تيمية وابن القيم<sup>(٢)</sup>، ومحمد بن الحسن وزفر من الحنفية<sup>(٣)</sup>، والظاهرية<sup>(٤)</sup>، وروي ذلك عن ابن عباس وجابر ابن عبدالله رضي الله عنهما<sup>(٥)</sup>، وسعيد بن المسيب في رواية عنه، وسفيان الثوري<sup>(٦)</sup>، ومذهب يرى أنه لا يجوز بيع ما ينقل ويحول حتى يقبضه، أما العقار فيجوز بيعه قبل قبضه. وهو مذهب الحنفية<sup>(٧)</sup>، ومذهب يرى حواز بيع المبيع قبل قبضه - فيما سوى الطعام - وهو المشهور من مذهب المالكية<sup>(٨)</sup>، وأظهر الروايتين عند الحنابلة<sup>(٩)</sup>. وهذا مروى عن عثمان بن عفان، وابن

(١) ينظر: مسائل الإمام أحمد وإسحق بن راهويه ٢٥٦٣/٦، الكافي لابن قدامة ١٨/٢، المغني ٨٦/٤.

(٢) ينظر: الفتاوى الكبرى ٣٩١/٥، وجاء فيها: "وعلة النهي عن البيع قبل القبض ليست توالي الضمانين بل عجز المشتري عن تسليمه؛ لأن البائع قد يسلمه وقد لا يسلمه، لا سيما إذا رأى المشتري قد ربح فيسعى في رد البيع إما بمجحد أو باحتيال في الفسخ". أ.هـ كلامه

(٣) ينظر: المبسوط ٩/١٣، بدائع الصنائع ١٨١/٥، وجاء فيه: "وأما بيع المشتري العقار قبل القبض فجائز عنه عند أبي حنيفة، وأبي يوسف استحساناً، وعند محمد، وزفر، والشافعي - رحمهم الله - لا يجوز قياساً"، الهداية ١٧٣/٣، المحيط البرهاني ٢٧٧/٦، (٤) ينظر: المحلى ٤٧٢/٧ .

(٥) ينظر: مصنف عبد الرزاق ٤٣/٨ برقم ٤٤٢٢٩، ٤٤/٨ برقم ١٤٢٣٥، بداية المجتهد ١٦٣/٣، المحلى ٤٧٥/٧.

(٦) ينظر: مصنف عبد الرزاق ٤٤/٨ برقم ١٤٢٣٦.

(٧) ينظر: المبسوط ٨/١٣، التجريد ٢٤٢٤/٥، بدائع الصنائع ١٨٠/٥، ١٨١، اللباب ٥١٥/٢، الاختيار ٨/٢، العناية ٥١٣/٦، الجوهرة النيرة ٢١٠/١، درر الحكام ١٨٣/٢، البحر الرائق ١٢٦/٦، مجمع الأنهر ٧٩/٢، تبين الحقائق ٨٠/٤.

(٨) ينظر: شرح الخرشي ١٦٣/٥، مواهب الجليل ٤٨٢/٤، الفواكه الدواني ٧٨/٢، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ١٥١/٣، حاشية الصاوي على الشرح الصغير ٢٠٤/٣، منح الجليل ٢٤٦/٥. قال المالكية بأنه لا يجوز بيع الطعام قبل قبضه إذا اشتري بكيل أو وزن، ما لم يكن جزافاً فيجوز بيعه قبل قبضه.

(٩) ينظر: الكافي لابن قدامة ١٧/٢، المغني ٨٦/٤ مسألة رقم ٢٩٥٥، شرح الزركشي ٥٣٥/٣، المبدع ١١٥/٤، كشف القناع ٢٤١/٣، قال الحنابلة بأنه لا يجوز بيع ما اشتري بوزن أو كيل أو عد أو زرع حتى يقبض.

سيرين وابن المسيب والحسن والحكم وحماة بن أبي سليمان والأوزاعي وربيعة والنخعي<sup>(١)</sup>، وبه قال أبو عبيد وإسحاق<sup>(٢)</sup> وأبو ثور، وابن المنذر<sup>(٣)</sup>، وهو الراجح لمفهوم حديث نهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الطعام حتى يقبض أو يستوفى<sup>(٤)</sup>، وهو نص في المسألة، فإن تخصيصه الطعام بالنهي عن بيعه قبل قبضه، يدل على إباحة ذلك فيما سواه، وعليه لا تعتبر عقود الخيارات من قبيل بيع المبيع قبل قبضه.

**ومنه: أن عقود الخيارات عقود صورية.**

**بيان ذلك:** أن عقود الخيارات لا يجري تنفيذها، ولا يترتب عليها تملك أو تملك، فلا المشتري يملك الأسهم، ولا البائع يملك الثمن، فمشتري الخيار عندما يقوم بتنفيذ حقه في الاختيار لا يقوم بدفع قيمة الأسهم ولا يستلمها حقيقة، بل يقوم المحرر بدفع فرق السعر بين سعر الخيار وسعر التنفيذ فحسب، وتنتهي بذلك العملية، فهي تنتهي إلى المقاصة غالباً، فمن خسر يدفع الفارق عند مطالبة الطرف الآخر في حدود أجل الخيار في السوق الأمريكية، أو عند نهاية الأجل في الأسواق الأوروبية<sup>(٥)</sup>.

**ويعترض على ذلك من وجوه:**

**الوجه الأول:** بأن الصورية المطلقة هي التي تتناول وجود العقد ذاته وتعني عدم قيام العقد أصلاً في نية عاقديه، أما الصورية النسبية فهي التي لا تتناول وجود العقد وإنما تنصرف إلى نوعه أو ركناً فيه، أو شرطاً من شروطه في شخص المتعاقدين. والصورية في التعاقد هي اتخاذ مظهر غير حقيقي لإخفاء تصرف حقيقي، وذلك بأن يتفق طرفان على إخفاء إرادتهما الحقيقية بقصد إخفاء تصرف حقيقي عن الغير، فتصرفها الظاهر يكون صورياً، أما تصرفهما المستتر فيكون حقيقياً.

(١) ينظر: المحلى ٤٧٦/٧، الحاوي ٢٢٠/٥.

(٢) ينظر: بداية المجتهد ١٦٣/٣.

(٣) وقال أبو عبيد، وإسحاق: كل شيء لا يكال، ولا يوزن فلا بأس ببيعه قبل قبضه، فاشترط هؤلاء القبض في المكيل، والموزون، وبه قال ابن حبيب، وعبد العزيز بن أبي سلمة، وربيعة، وزاد هؤلاء مع الكيل والوزن المعدود. ينظر: بداية المجتهد ١٦٣/٣.

(٤) صحيح مسلم ج ٣/ص ١١٦٢.

(٥) ينظر: الاختيارات لمحمد المختار السلامي، ص ٢٢٧.

فالصوربة إذن هي وضع ظاهري يخفي حقيقة العلاقة بين المتعاقدين، وهي على هذا النحو تفترض تصرفاً ظاهراً، واتفاقاً مستتراً، ويكون شأن الاتفاق المستتر إما محو كل أثر للتصرف الظاهر، وإما تعديل بعض أحكامه. ويتعين لتحقيق الصوربة أن تتوافر على الأقل معاصرة ذهنية بين التصرف الظاهر والاتفاق المستتر، وإلا كنا بصدد اتفاق جدي سابق تعدلت أحكامه باتفاق لاحق<sup>(١)</sup>.

والصوربة بهذا المعنى لا تحقق تماماً في عقود الخيارات، وأنها عقود حقيقية لا تخفي تحتها عقوداً مستترة، بل تتلاقى إرادة الطرفين على العقد في الظاهر والباطن على إحداث الأثر المترتب على عقود خيارات الأسهم.

**الوجه الثاني:** أن سبب تفضيل المستثمرين عدم ممارسة حق الخيار أحياناً مردّه إلى أن للخيار وقتاً محدداً، فهو لن يقدر على ممارسة الخيار إلا إذا كان في صالحه، وبالتالي إذا انخفض ثمن السهم في السوق بالنسبة لمشتري حق الشراء فبدها لن يقوم بتنفيذ اختيار الشراء، وفي المقابل إذا ارتفع سعر السهم فلن يقدم مشتري حق البيع عليه، فالخيار فائدته لا تظهر إلا وقت التنفيذ أي في نهاية مدة الخيار بالنسبة للطريقة الأوروبية.<sup>(٢)</sup>

**الوجه الثالث:** أن في إجراء المقاصة بين المتعاقدين لا يعني صورة العقد، لأن المشتري له في ذمة البائع أسهم، وللأخير في ذمة المشتري نقود، وبالتالي يسقط من الأكثر منهما وهو النقود بقدر الأقل وهو الأسهم، ويأخذ المشتري فرق السعر بينهما. وهذا النظر مبني على مسألة تطرح الدينين مختلفي الجنس التي اختلفت كلمة الفقهاء فيها على قولين<sup>(٣)</sup>، قول يرى أصحابه عدم جواز تطرح الدينين، سواء كان الدينان حالين، أو مؤجلين، أو أحدهما حالاً، والآخر مؤجلاً. وهو مذهب الشافعية<sup>(٤)</sup>، والحنابلة<sup>(١)</sup>، وبه قال الليث بن سعد<sup>(٢)</sup>، وابن وهب وابن كنانة من

(١) ينظر: أحكام الالتزام الموجز في النظرية العامة للالتزام للدكتور أنور سلطان، ص ١٥٢.

(٢) ينظر: الخدمات الاستثمارية ص ٢١٧

(٣) وصورتهما: أن يكون لكل منهما دين في ذمة الآخر فيسقط كل منهما عن الآخر ما يقابله من دينه.

(٤) ينظر: الأم ٣/٣٣، فتح العزيز ٤/٤٠٤، وجاء فيه: "ولو كان له دين على إنسان، والآخر مثله على ذلك الإنسان، فباع أحدهما ما له عليه بما لصاحبه، لم يصح، اتفق الجنس أو اختلف، لتهيئه صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ"، تكملة المجموع ١٠/١٠٧، =

المالكية<sup>(٣)</sup>، وقول يرى جواز تطرح الدينين وإن اختلفا في الجنس. وهو مذهب الحنفية مطلقاً<sup>(٤)</sup>، وهو قول المالكية في المشهور بشرط أن يكون الدينان حالين، فإن كانا مؤجلين، أو أحدهما، لم يجز<sup>(٥)</sup>، وبه قال الإمام تقي الدين السبكي من الشافعية<sup>(٦)</sup>، وهو اختيار الإمام ابن تيمية وابن القيم<sup>(٧)</sup>، وهو الراجح؛ لأنه موافق لمقاصد الشريعة بتحصيل ما فيه مصلحة بلا مضرة من إبراء الذمم، ومثل هذا مما يتشوف إليه الشارع.

- =روضة الطالبين ٣٥١٦ مغني المحتاج ٤٦٦/٢، أسنى المطالب ٨٥/٢، تحفة المحتاج ٤٠٩/٤، حاشيتا قليوبي وعميرة ٢٦٧/٢
- (١) ينظر: المغني ٣٧/٤، الإنصاف ٤٤/٥، الفروع ومعه تصحيح الفروع ٣١٢/٦، المبدع ١٥٢/٤، كشف القناع ٢٦٥/٣
- (٢) ينظر: التمهيد ٨/١٦، المغني ٣٧، بداية المجتهد ٢١٥/٣.
- (٣) ينظر: بداية المجتهد ٢١٥/٣
- (٤) ينظر: الهداية ٨٤/٣، المحيط البرهاني ٣٢٧/٦، مجمع الأنهر ١٢٠/٢، تبين الحقائق ٤٠/٤، درر الحكام ٢٠٥/٢، الفتاوى الهندية ١٠٢/٣ وجاء فيها: "بيع الدين بالدين جائز إذا تفرقا عن المجلس بعد قبض البديلين حقيقة أو حكماً أو بعد قبض أحد البديلين حقيقة والآخر حكماً سواء كان عقد صرف أو لم يكن أما بعد قبض البديلين حقيقة بأن اشترى من آخر ديناراً بعشرة دراهم حتى كان العقد صرفاً ولم تكن الدراهم والدنانير بمحضرتهما ثم نقداً في المجلس وتفرقا جاز وكذلك إذا اشترى فلوساً أو طعاماً بدراهم حتى لم يكن صرفاً ولم يكن الكل بمحضرتهما ثم نقد في المجلس وتفرقا جاز وأما بعد قبض البديلين حكماً بأن كان لرجل على آخر عشرة دراهم وللآخر عليه دينار فاشترى كل واحد منهما ما عليه بما له على صاحبه حتى كان العقد صرفاً أو لم يكن صرفاً بأن كان له على آخر فلوساً أو طعاماً وللآخر عليه دراهم فاشترى كل واحد منهما ما عليه بما له على صاحبه وتفرقا كان العقد جائزاً".
- (٥) ينظر: المعونة ١٠٢٣/١ وجاء فيها: "ولو كان لرجل على رجل ذهباً حالاً وللآخر عليه مثلها جاز أن يتطارحاها صرفاً"، الكافي لابن عبد البر ٦٤٣/٢، جامع الأمهات ص ٣٤٠، مواهب الجليل ٥٥٠/٤.
- (٦) ينظر: طبقات الشافعية الكبرى ١٣١/١٠.
- (٧) ينظر: الإنصاف ٤٤/٥، الفروع ٣١٢/٦، المبدع ١٥٢/٤، إعلام الموقعين لابن القيم ٢٩٣/١ ويسميها ابن القيم بيع الساقط بالساقط.

يقول ابن تيمية: فإن كلا منهما اشترى ما في ذمته، وهو مقبوض له بما في ذمة الآخر، فهو كما لو كان لكل منهما عند الآخر وديعة فاشترها بوديعة عند الآخر<sup>(١)</sup>.

ويقول أيضا: " ولم ينفذ -أي النبي صلى الله عليه وسلم- عن بيع دين ثابت في الذمة يسقط إذا بيع بدين ثابت في الذمة يسقط؛ فإن هذا الثاني يقتضي تفرغ كل واحدة من الذمتين ولهذا كان هذا جائزاً في أظهر قولي العلماء كمذهب مالك وأبي حنيفة؛ وغيرهما"<sup>(٢)</sup>.

وعلى ضوء ذلك فإن اقتضاء مشتري الخيار فرق السعر من البائع لا إشكال فيه، حتى مع اشتراط الملكية أن يكون الدينان حالين؛ لأن الحلول من طبيعة عقود الخيار عند التنفيذ.

### ومنه: تعارض عقود الخيارات مع قاعدة العدل في المعاملات.

**بيان ذلك:** أن العدل هو التسوية بين الشئيين، وفي العقود يكون بالتسوية بين المتعاقدين، وهو واجب، وعدم العدل في عقود الخيارات يكمن في إعطاء أحد العقادين فرصة واسعة لتحقيق الأرباح على حساب المتعاقد الآخر، فبعد أن يعرف مستوى الأسعار في السوق ويقارن بينها وبين أسعار التعاقد، فإنه حينئذ سيختار بين التنفيذ إما الأقدام على التنفيذ أو لا، وهذا تبعاً للمصلحة التي ستعود عليها، وبالتالي فإن هذه العقود تنطوي على ظلم وجور<sup>(٣)</sup>.

وبعبارة أخرى: إن المطلوب في البيع أن يكون كل من طرفي البيع غانماً، وذلك بحصوله على العوض المعادل لما عليه الآخر، وهذا غير متحقق في عقود الخيارات لأن كل واحد من المتعاقدين فيها إما غانماً أو غارماً، فربح أحدهما يعني خسارة الآخر<sup>(٤)</sup>.

### ويجاء عن ذلك :

بعدم التسليم بأن العدل يقتضي التسوية مطلقاً، فالعدل في الميراث يكون بإعطاء الابن ضعف أخته، يقول تعالى ﴿يُوصِيكُمُ اللَّهُ فِي أَوْلَادِكُمْ لِلذَّكَرِ مِثْلُ حَظِّ

(١) نظرية العقد لابن تيمية ص ٢٣٥.

(٢) ينظر: مجموع الفتاوى ٤٧٢/٢٩

(٣) ينظر: أسواق الأوراق المالية للدكتور سمير عبد الحميد رضوان ص ٣٦١، ٣٦٢.

(٤) ينظر: عقود المشتقات المالية للدكتور هشام السعدني ص ٢٠١

الأُثْبَيْنِ<sup>(١)</sup>. كما أن العدل في بعض العقود على حسب ما يشترط المتعاقدان، كما في شركة المضاربة وشركة العنان.

فالتساوي المطلق بين المتعاقدين في العقود أمر بعيد المنال، غاية ما في الأمر أن ضابط العدل في البيع ألا تخالف بنوده وشروطه مقصود العقد، وأن يوفي كل متعاقد التزاماته قبل الطرف الآخر.<sup>(٢)</sup>

ومنه: أن عقود الخيارات تنطوي على شروط تتضمن منفعة لأحد الطرفين تنافي مقتضى العقد ومقصوده.

**وجه ذلك:** أن المال المبذول في عقود الخيارات الذي يحصل عليه أحدهما في مقابل بيعه لحق الخيار، وبذل الطرف الآخر هذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة إذا ما استبان له أن أسعار السوق في غير صالحه، لا شك في أن هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده؛ لأنه لا يفهم من صيغة العقد، وأنه يحول دون ترتيب الآثار التي رتبها الشارع بتملك المشتري للمبيع، والبائع للثمن، يضاف إلى ذلك أن الثمن المبذول مقابل حق الخيار إنما هو محض مراهنه.<sup>(٣)</sup>

**ويناقش هذا الاستدلال من وجوه:**

**الوجه الأول:** أن مسألة مخالفة الشرط لمقتضى العقد مما يترتب عليه فساد العقد، ليست محل إجماع عند الفقهاء، بل الراجح صحة الشرط ولو خالف مقتضى العقد طالما لم يخالف مقصود العقد.

قال ابن تيمية رحمه الله: وأصول أحمد ونصوصه تقتضي جواز شرط كل تصرف فيه مقصود صحيح، وإن كان فيه منع من غيره.<sup>(٤)</sup>

ويقول ابن القيم: "الأصل في العقود والشروط الصحة إلا ما أبطله الشارع أو نهي عنه، وهذا القول هو الصحيح فإن الحكم ببطلانها حكم بالتحريم والتأثير، ومعلوم أنه لا حرام إلا ما حرمه الله ورسوله، ولا تأثير إلا ما أثم الله ورسوله به فاعله، كما أنه لا واجب إلا ما أوجبه الله، ولا حرام إلا ما حرمه الله، ولا دين إلا ما شرعه، فالأصل في

(١) من الآية ١١ من سورة النساء.

(٢) ينظر: الخدمات الاستثمارية للشبيلي ص ٢٢٣.

(٣) ينظر: أسواق الأوراق المالية للدكتور سمير عبد الحميد رضوان ص ٣٦٨، ٣٦٩.

(٤) كتب ورسائل وفتاوى ابن تيمية ١٦٩/٢٩.

العبادات البطلان حتى يقوم دليل على الأمر، والأصل في العقود والمعاملات الصحة حتى يقوم دليل على البطلان والتحریم"<sup>(١)</sup>.

**الوجه الثاني:** أن إفساد العقد بمجرد اشتراط منفعة لا يقتضيها العقد لا دليل عليه، بل إن ظواهر الكتاب والسنة تدل على خلاف ذلك.

يقول ابن تيمية: "الأصل في العقود رضا المتعاقدين، وموجبها هو ما أوجباه على أنفسهما بالتعاقد؛ لأن الله قال في كتابه العزيز: {إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ}<sup>(٢)</sup>، وقال: {فَإِنْ طَبَّنَ لَكُمْ عَنْ شَيْءٍ مِنْهُ نَفْسًا فَكُلُوهُ هَنِيئًا مَرِيئًا}<sup>(٣)</sup>، فعلق جواز الأكل بطيب النفس تعليق الجزاء بشرطه، فدل على أنه سبب له، وهو حكم معلق على وصف مشتق مناسب، فدل على أن ذلك الوصف سبب لذلك الحكم، وإذا كان طيب النفس هو المبيح لأكل الصداق، فكذلك سائر التبرعات، قياساً عليه بالعلة المنصوصة التي دل عليها القرآن، وكذلك قوله: {إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ}، لم يشترط في التجارة إلا التراضي، وذلك يقتضي أن التراضي هو المبيح للتجارة. وإذا كان كذلك فإذا تراضى المتعاقدان بتجارة أو طابت نفس المتبرع بتبرع، ثبت حله بدلالة القرآن، إلا أن يتضمن ما حرمه الله ورسوله، كالتجارة في الخمر ونحو ذلك"<sup>(٤)</sup>.

**ومنه: أن عقود الخيارات عقود مستحدثة لا تدخل تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة.**

**وجه ذلك:** أن كل مكسب يحققه أحد أطراف عقد الخيار يمثل خسارة للطرف الآخر، وعليه فإذا ما حقق المشتري ربحاً هو في ذاته يمثل خسارة للبائع، والعكس صحيح فإن ما يحققه البائع من ربح هو في ذاته خسارة للمشتري، لذلك فإن العقد الذي يترتب على انتفاع أحد طرفيه مضره الطرف الآخر هو عقد يخالف كل العقود

(١) إعلام الموقعين ١/٢٥٩ .

(٢) من الآية رقم ٢٩ من سورة النساء.

(٣) من الآية رقم ٤ من سورة النساء.

(٤) القواعد النورانية ص ٢٨٠.



الشرعية المتعارف عليها، ولا يشبهه ولا يماثله في ذلك أي عقد، وبالتالي هو عقد فاسد<sup>(١)</sup>.

كما أن حق الخيار الذي هو محل عقود الاختيارات حق غير ثابت للبائع أصلاً، وإنما يتم إنشاؤه بالعقد، وبعد إنشائه لا يتعلق بمال، وإنما يتعلق بشيء مجرد وهو البيع والشراء، وإذا كانت الحقوق الثابتة لا يجوز بيعها إذا لم تتعلق بمال، كحق الشفعة وحق القصاص، فمن باب أولى عدم جواز بيع حق الخيار.<sup>(٢)</sup>

فالمعقود عليه في عقد الاختيار هو حق البيع أو حق الشراء، وبعبارة أخرى هو حق الاختيار بين الشراء أو عدمه في حالة اختيار الشراء، أو حق الاختيار بين البيع وعدمه في حالة اختيار البيع، فمحل عقد الاختيار هو حق محض منفصل عن الأسهم التي يعطى على أساسها حق الاختيار<sup>(٣)</sup>، فالمعقود عليه يجب أن يكون مالاً متقوماً، وحق البيع أو حق الشراء في عقود الخيارات ليس مالاً متقوماً.

#### ويعترض على هذا الاستدلال من وجوه:

الوجه الأول: أن الخيار من الحقوق المجردة التي يجوز بيعها عند جمهور الفقهاء، مثل حق الممر، وحق مجرى الماء، أو مسيله، وحق الشرب، بل وحتى حق غرز جذع في الحائط ونحو ذلك.<sup>(٤)</sup>

قال ابن عرفه: "يجوز في قول مالك شراء طريق في دار رجل، وموضع جذوع من حائط يحملها عليه إذا وصفها"<sup>(٥)</sup>.

وقال الرحيباني: "وكما لو كان له مسيل ماء في أرض غيره أو ميزاب في أرض غيره؛ فصولح؛ أي: صالح رب الأرض صاحب المسيل أو الميزاب لتترك ذلك بعوض؛ جاز. وله وضع بناء وخشب على بناء غيره صلحاً أبداً، وهو في معنى البيع؛ لأنه يجوز

(١) ينظر: أسواق الأوراق المالية للدكتور سمير رضوان ص ٣٥٢.

(٢) ينظر: الاختيارات للدكتور الضيرير ص ٢٦٥.

(٣) ينظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للقره داغي ص ١٨٠، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ص ١٠٣٨.

(٤) ينظر: حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ١٤/٣، نهاية المطلب ٥٠٣/٦، شرح منتهى الإيرادات ١٤٠/٢.

(٥) المختصر الفقهي ١١٠/٥، التاج والإكليل ٨٤/٦.

بيعه وإجارته؛ فجاز الاعتياض عنه بالصلح؛ وكذا ما تقدم من الممر وفتح الباب بالحائط وحفر البقعة بالأرض بئراً<sup>(١)</sup>.

**الوجه الثاني:** أن المعقود عليه ليس حق الاختيار، وإنما هو التزام أحد طرفي العقد للآخر، ويقابل هذا الالتزام ثبوت حق للطرف الآخر، فحقيقة اختيار الشراء هو أن البائع يلتزم للمشتري ببيع الأسهم في وقت محدد بثمن محدد مقابل هذا الالتزام، ويترب على التزام البائع ثبوت حق المشتري في الشراء، فهو في حقيقة الأمر شراء التزام في الذمة.<sup>(٢)</sup>

**الوجه الثالث:** أنه على فرض أن محل عقد الخيار هو حق الخيار ذاته، فإنه حق يحتمل التمليك خلال المدة المحددة له، حيث إنه ملزم لمحرر الخيار، ومن ثم يعتبر حقاً مالياً؛ لأنه يلزم محرر الاختيار بإتمام التعاقد إذا استعمل صاحب حق خيار الشراء حقه في شراء الأسهم.

#### أدلة القول الثاني:

استدل أصحاب هذا القول على جواز عقود الخيارات بما يلي:

**الدليل الأول:** تخريج عقود الخيارات على بيع العربون:

بيانه: أن العربون أصله في اللغة التسليف والتقديم<sup>(٣)</sup>.

يقول ابن عبد البر: "وذلك أن يشتري الرجل السلعة ويعطي البائع من ثمنها بعضه قل أو كثر عرباناً على أنه إن رضي ما اشترى أخذه وإن لم يرضه فالعربان للبائع"<sup>(٤)</sup>.  
ويقول ابن قدامة: "والعربون في البيع هو أن يشتري السلعة فيدفع إلى البائع درهماً أو غيره على أنه إن أخذ السلعة احتسب به من الثمن، وإن لم يأخذها فذلك للبائع يقال عربون وأربون وعربان وأربان"<sup>(٥)</sup>.

(١) شرح غاية المنتهى ٣/٣٥١. وينظر: شرح منتهى الإرادات ٢/١٤٧.

(٢) ينظر: الاختيارات لمحمد المختار السلامي ص ٢٣٥.

(٣) كفاية النبيه في شرح التنبيه ٩/٣٧.

(٤) الكافي ٢/٧٤١.

(٥) المغني ٤/١٧٥.

وقد ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية<sup>(١)</sup>، والمالكية<sup>(٢)</sup>، والشافعية<sup>(٣)</sup> إلى عدم جواز بيع العربون، وبه قال أبو الخطاب من الحنابلة<sup>(٤)</sup>، وبه قال ابن عباس رضي الله عنه، والحسن البصري، والأوزاعي، والليث<sup>(٥)</sup> وذكر ابن عبد البر: أنه قول جماعة فقهاء الأمصار من الحجازيين والعراقيين<sup>(٦)</sup>.

وذهب الحنابلة في الصحيح من المذهب<sup>(٧)</sup> إلى القول بجواز بيع العربون، وهو الراجح. وهو قول أمير المؤمنين سيدنا عمر بن الخطاب رضي الله عنه، وابن عمر<sup>(٨)</sup>، وسعيد بن المسيب، وابن سيرين، ومجاهد<sup>(٩)</sup>، ونافع بن الحارث، وزيد بن أسلم<sup>(١٠)</sup>.

(١) ينظر: النتف في الفتاوى ٤٧٣/١،

(٢) ينظر: المعونة ١٠٣٧/١، القوانين الفقهية ص ١٧١، التبصرة للحمي ٤٢٧٢/٩، المقدمات الممهدة ٧٢/٢، مواهب الجليل ٣٦٩/٤، حاشية الصاوي على الشرح الصغير ١٠٠/٣،  
(٣) ينظر: الحاوي الكبير ٣٣٨/٥، فتح العزيز ٢٢٨/٠٨، المجموع ٣٣٥/٩، منهاج الطالبين ص ٩٨، تحفة المحتاج ٣٢١/٤، ٣٢٢، مغني المحتاج ٣٩٥/٢، نهاية المحتاج ٤٧٦/٣، حاشيتنا قليوبي وعميرة ٢٣١/٢.

(٤) المغني ١٥٧/٤، الممتع في شرح المقنع ٤٢٢/٢، المبدع ٥٨/٤، الإنصاف ٣٥٧/٤.

(٥) ينظر: التمهيد ١٧٨/٢٤، المجموع ٣٣٥/٩

(٦) الكافي لابن عبد البر ٧٤١/٢، التمهيد ١٧٩/٢٤.

(٧) ينظر: المقنع ص ١٥٨، المغني ١٧٥/٤، الفروع ١٨٩/٦، المبدع ٥٨/٤، الإنصاف ٣٥٧/٤، وجاء فيه: "الصحيح من المذهب: أن بيع العربون صحيح. وعليه أكثر الأصحاب، ونص عليه. وحزم به في الوجيز وغيره. ... وهو من مفردات المذهب. " ثم قال بعد كلام: "فائدة: إجارة العربون كبيع العربون. قاله الأصحاب"، كشف القناع ١٩٥/٣، المنح الشافيات ٣٩/١.

(٨) ينظر: المغني ١٧٥/٤.

(٩) ينظر: الاستدكار ٢٦٣/٦. واختار ابن سيرين جواز بيع العربون بشرط أن يكون زمن الخيار محددًا، كما رواه عنه ابن أبي شيبة في المصنف ٧/٥.

(١٠) التمهيد ١٧٩/٢٤، بداية المجتهد ١٨٠/٣.

يدل لذلك الأثر والمعقول<sup>(١)</sup>، فمن الأثر: ما رواه عبد الرزاق عن نافع بن عبد الحارث، «اشترى من صفوان بن أمية دار السجن بثلاثة آلاف، فإن عمر رضي، فالبيع بيعه، وإن عمر لم يرض بالبيع فلصفوان أربع مائة درهم، فأخذها عمر»<sup>(٢)</sup> وفي رواية البيهقي عن عبد الرحمن بن فروخ مولى نافع بن عبد الحارث قال: "اشترى نافع بن عبد الحارث من صفوان بن أمية دار صفوان بن أمية بأربعمائة، دار السجن لعمر بن الخطاب إن رضيها وإن كرهها، أعطى نافع صفوان بن أمية أربعمائة، قال ابن عيينة: فهو سجن الناس اليوم بمكة"<sup>(٣)</sup>

### واعترض علي هذا:

بأن هذا لم يثبت عن عمر رضي الله عنهما. قال الخطّابي: "نهى رسول الله عن بيع العربان لما فيه من الغرر ولا يجوز أن يذهب ذاك ويخفى بيانه على عمر وإنما تولى عقد البيع خليفة عمر فأضيف الفعل إليه"<sup>(٤)</sup>.

### ويجاب عنه:

بأن هذا التأويل بعيد للغاية، وعلى فرض أن نافع بن الحارث هو الذي تولى إبرام العقد، فهل خفى ذلك على عمر رضي الله عنه؟ وخصوصاً أن الدار المشتراة استخدمت كدار للسجن.

(١) المغني ٤/١٧٥، ١٧٦، وجاء فيه: "وإنما صار أحمد فيه إلى ما روي فيه عن نافع بن عبد الحارث أنه اشترى لعمر دار السجن من صفوان بن أمية فإن رضي عمر وإلا فله كذا وكذا". قال الأثرم قلت لأحمد تذهب إليه؟ قال أي شيء أقل؟ هذا عمر - رضي الله عنه - وضعف الحديث المروي - يعني حديث النهي عن بيع العربان - روى هذه القصة الأثرم بإسناده. فأما إن دفع إليه قبل البيع درهما وقال لا تبع هذه السلع لغيري وإن لم أشتريها منك فهذا الدرهم لك. ثم اشتراها منه بعد ذلك بعقد مبتدئ وحسب الدرهم من الثمن صح لأن البيع خلا عند الشرط المفسد، ويحتمل أن الشراء الذي اشترى لعمر كان على هذا الوجه فيحتمل عليه جمعا بين فعله وبين الخبر وموافقة القياس".

(٢) أخرجه عبد الرزاق في المصنف ٥/١٤٧ برقم ٩٢١٣.

(٣) السنن الكبرى ٦/٥٦ برقم ١١١٨٠.

(٤) غريب الحديث ٢/٧٦، ٧٧. وينظر كتابه الآخر: معالم السنن ٣/١٣٩،

وأما المعقول فمن وجهين:  
الأول: أن الأصل في البيوع وسائر المكاسب والمنافع الحِلُّ والإباحة، ولا يُعدَّل عن هذا الأصل حتى يأتي دليل الحرمة.

الثاني: أن بيع العربون تضمَّن التعهُّد بتعويض البائع عن تضرُّره بالتعطلُّ والانتظار؛ الأمر الذي قد يفوَّت عليه بسبب هذه الصفقة صفقات أخرى، شأنه في ذلك كتفويت فُرص الزواج على المرأة المطلَّقة قبل البناء؛ فإنها تستحقُّ نصفَ المهر إن فُرِض لها مهراً، أو المتعة إن لم يفرض لها شيئاً، تعويضاً عن ضرر التعطلُّ والتفويت.

وبناء على ذلك: فإنه يصح تخريج عقود الخيارات على بيع العربون وصحة قياسها عليه .

### وقد اعترض على قياس عقود الخيار على بيع العربون من وجوه:

الوجه الأول: أن العربون جزء من الثمن، أما في عقود الخيارات فهو ثمن منفصل عن سعر الأسهم، فهو سعر للخيار نفسه، وبعبارة أخرى فإن بيع العربون عند إنجازه يعتبر العربون المقدم جزءاً من الثمن، فيطرح من المقدار الواجب دفعه للبائع، بينما حق الاختيار هو تملك لحق الشراء أو البيع، ولا يخصم من الثمن عند التنفيذ.<sup>(١)</sup>

ويجاء عنه: بأن مشتري الخيار إذا استعمل حقه في الشراء، فإن سعر الأسهم المشتراة تكون عبارة عن مجموع ثمن الخيار مع ثمن التنفيذ، وبالتالي فثمن الخيار داخل في السعر الإجمالي للسهم، وبالتالي فإن سعر الخيار غير منفصل عن ثمن السهم في الحقيقة وكن كانا منفصلين صورةً.

الوجه الثاني: أن المعقود عليه موجود مسلم في العربون على عكس عقود الخيارات، فالمحل في بيع العربون هو الشيء المبيع وليس حق الاختيار<sup>(٢)</sup>.

(١) ينظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للقرّة داغي ص ١٨٣ ، الاختيارات لمحمد المختار السلامي ص ٢٣٣ ، عقود الاختيارات لوهبه الزحيلي ص ٢٥٦ ، الاختيارات لعبد الستار أبو غدة ص ٣٣٥ .

(٢) ينظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للقرّة داغي ص ١٨٣ ، الاختيارات لعبد الستار أبو غدة ص ٣٣٥ .

**ويجاء عنه:** بأن حق الاختيار يجوز الاعتياض عنه باعتباره حقاً من الحقوق المجردة، كما أن المحل في عقود خيارات السهم هو الأسهم ذاتها، وليس حق الخيار بمفرده، ودليل ذلك أنه عند تنفيذ المعاملة تكون على الأسهم بيعاً وشراءً.  
**الوجه الثالث:** أن ثمن الاختيار قد يدفعه البائع وقد يدفعه المشتري، بينما العربون لا يدفعه إلا المشتري<sup>(١)</sup>.

**ويجاء عنه:** بأن جواز بيع العربون يستفاد منه جواز الاعتياض عن حق الخيار، أما كون المعتاض بائعاً أو مشترياً فلا أثر له في الحكم<sup>(٢)</sup>. فالمراد من ذلك هو إثبات صحة المعاوضة عن حق الخيار.

**الوجه الرابع:** أن في بيع العربون قد يتم تسليم المبيع وجزء من الثمن، بينما لا يتم أي تسليم للمعقود عليه لا الثمن ولا المثلث في عقود الخيارات إلا في الفترة التي يتفق عليها المتعاقدان<sup>(٣)</sup>.

**ويجاء عنه:** بأنه وإن لم يتم تسليم الثمن والمثلث في عقود الخيارات فإنهما غير مؤجلين، فلا محذور في ذلك.

#### الدليل الثاني: تخريج عقود الخيارات على خيار الشرط.

وقد أجاز جميع الفقهاء خيار الشرط ما عدا الظاهرية<sup>(٤)</sup>، ولكنهم اختلفوا في مدة الخيار المشروع بعد اتفاهم على جواز اشتراط الخيار ثلاثة أيام، والراجح أن الخيار يشترط بحسب الحاجة في كل مبيع على حسب<sup>(٥)</sup>، أي بقدر ما تدعو إليه الحاجة

(١) ينظر: الاختيارات لمحمد المختار السلامي ص ٢٣٣،

(٢) ينظر: الخدمات الاستشارية للشبيلي ص ٢٣٩.

(٣) ينظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي للقرّة داغي ص ١٥٨.

(٤) ينظر: التمهيد ١٤/٢٨، بداية المجتهد ٣/٢٢٣، المحلى ٧/٢٦٠.

(٥) وهو مذهب المالكية. ينظر: المدونة ٣/٢٠٦ وجاء فيها: "قال مالك: بيع الخيار أن يقول الرجل: أتباع منك هذا الثوب أو هذه الدار أو هذه الجارية أو هذه الدابة وأنا عليك فيها بالخيار هذا اليوم أو هذه الجمعة أو هذا الشهر، قال: وقال مالك أما الثوب فلا بأس به أن يكون فيه بالخيار اليوم واليومين وما أشبه ذلك وما كان أكثر من ذلك فلا خير فيه، والجارية يكون الخيار فيها أبعد من ذلك قليلاً الجمعة الأيام والجمعة وما أشبه ذلك فلا بأس بالخيار إلى ذلك ينظر إليه خيرا وهيئتها وعملها والدابة تركب اليوم وما أشبهه. قال: فقلت لمالك: فإن اشترط أن يسير عليها البريد أو نحو ذلك ينظر إلى سيرها؟ قال: لا بأس بذلك ما لم =

ويختلف باختلاف الأحوال، فخيار الشرط في الفاكهة يوم واحد، وفي الثياب والدابة ثلاثة أيام، وفي الأرض أكثر من ثلاثة أيام، وفي الدار ونحوها شهر<sup>(١)</sup>، ولا يجوز الأجل الطويل الذي فيه فضل عن اختيار المبيع.

يدل لذلك ما أخرجه الحاكم وغيره أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "المسلمون على شروطهم"<sup>(٢)</sup>.

ولأنها مدة يحتاج إليها في اختبار المبيع كالثلاثة، ولأنها مدة ملحقة بالعقد فجاز أن يزيد على ثلاثة أيام كالأجال، ولأنه خيار يستحق به الرد فلم يقف على ثلاثة أيام كالرد بالعيب.

ولأن الخيار وضع لتأمل المبيع واختباره، فوجب أن تختلف مدته باختلاف أحوال المبيعات واختبارها، وأن لا تقف على مدة محصورة. بل تتعلق بما يمكن هذا فيه؛ لأنه لا يجوز أن يكون موضوعاً لمعنى ومستثنى من الغرر لأجله، ثم يكون مدة لا يستفاد بها ما أريدت لأجله<sup>(٣)</sup>.

ولأن المفهوم من الخيار هو اختيار المبيع، وإذا كان ذلك كذلك وجب أن يكون ذلك محدوداً بزمان إمكان اختيار المبيع، وذلك يختلف بحسب مبيع مبيع<sup>(٤)</sup>.

ولأنه لم يرد خبر بالمنع من اشتراط الزيادة على ثلاثة أيام، وإذا لم يثبت دليل بالمنع، وكان أصل الخيار إنما أجزى لأجل الحاجة إليه، وجب القول بجواز أن يضرب من الأجل بقدر ما يحتاج إليه من أجناس المبيعات، ومعلوم من جهة العادة أنّ الأجل في

=تباعده، والدار أكثر من ذلك قليلاً الشهر وما أشبهه..."، الكافي لابن عبد البر ٧٠٢/٢، الذخيرة ٢٣/٥، عقد الجواهر الثمينة ٦٩١/٢، بداية المجتهد ٢٢٥/٣، شرح الخرشي ١٠٩/٥، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ٩١/٣، منح الجليل ١١٣/٥، ينظر: الذخيرة ٢٤/٥.

(١) قال خليل في المختصر: "إنما الخيار بشرط كشهري في دار ولا يسكن وكجمعة في رقيق واستخدمه وكثلاثة في دابة وكثوم وكوبها ولا بأس بشرط البريد أشهب والبريد في كونه خلاًفاً تردد وكثلاثة في ثوب".

(٢) المستدرک علی الصحیحین ج ٢/ص ٥٧، المنتقى لابن الجارود ج ١/ص ١٦١، سنن أبي داود ج ٣/ص ٣٠٤.

(٣) ينظر: الإشراف للقاضي عبد الوهاب ٥٢٤/٣ مسألة رقم ٨٤٨.

(٤) ينظر: بداية المجتهد ٢٢٦/٣.

ذلك لا يتساوى، وإمكان مقتضى الأصل أن يباح منه كل ما دعت الحاجة إليه، والحاجة إليه تختلف باختلاف الأجناس<sup>(١)</sup>.

فإذا صح ذلك في خيار الشرط صح في عقود الخيارات ؛ بجامع وجود الاختيار في كل، وذلك يختلف بحسب كل مبيع.

وقد نوقش تخريج عقود الخيارات على خيار الشرط من خمسة وجوه:

**الوجه الأول:** أن خيار الشرط يكون ضمن عقد قائم، والاختيار عقد مستقل بذاته، ولا يوجد فقيه قال بجواز أخذ العوض نظير خيار الشرط، فيكون أخذ العوض نظير عقد الاختيار أولى بالمنع<sup>(٢)</sup>.

**ويجاء عنه:** بأن كون الخيار له ثمن لا يمنع صحة التخريج، فهذا بيع العربون نوع من أنواع الخيار، والخيار فيه مشروط بثمن؛ على ما رجحنا سابقا من جواز بيع العربون.

**الوجه الثاني:** أن محل العقد في الخيار الشرعي موجود متحقق، بينما المحل في الاختيار في سوق الأوراق المالية مجرد حق وليس الأسهم، لأن للأسهم عقداً آخر هو عقد بيع وليس حقاً<sup>(٣)</sup>.

**ويجاء عنه:** بأن محل عقود الاختيارات للأسهم معروفة ومحددة، وعلى فرض كون المحل هو مجرد حق، لا يمنع من تحقق وجوده<sup>(٤)</sup>.

**الوجه الثالث:** أن الاختيارات يمكن أن تصل إلى سنوات، بينما خيار الشرط يكون محددًا بفترة محددة حددها جمهور الفقهاء بثلاثة أيام.

**ويجاء عن ذلك:** بأن مدة عقود الاختيارات تصل إلى سنوات هو كلام مبالغ فيه ولا حقيقة له، بل إن غالب الخيارات في الأسهم لا تتجاوز ثلاثة شهور، زد على ذلك أننا رجحنا فيما سبق أن خيار الشرط لا يتحدد بمدة، وإنما يتحدد بقدر الحاجة إليه على حسب نوع المبيع.

(١) ينظر: شرح التلقين ٥٤٠/٢

(٢) ينظر: الاختيارات للضربير ص ٢٦٣،

(٣) ينظر: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ص ١٨١.

(٤) ينظر: المرجع السابق ص ١٨١.



**الوجه الرابع:** أنه غالباً ما يتم بيع الخيارات من قبل من لا يملك السهم التي تكون ملكاً لآخر، بعكس الخيار الشرعي لا يباع أولاً ، بل هو تبع للعقد الذي تم ومتعلق به. (١)

**ويجاء عن ذلك:** بأن هذا القول يصح في عقود الخيارات غير المغطاة، أما في العقود المغطاة فيكون البائع مالكاً للأسهم، وأن الخيار في عقود الاختيارات لا يباع منفصلاً عن الأسهم، بل هو جزء من الثمن الإجمالي للأسهم، وإن كانت صورته تخالف ذلك.

ولما كانت عقود الاختيارات سيتم تنفيذها عن طريق شركات متخصصة ومرخص لها في هذا الأمر، بناء على ضوابط شرعية وقانونية من هيئة الرقابة المالية ، فمن المؤكد أن بائع الخيار سيكون مالكاً للأسهم كما هو الحال بالنسبة لبائع الأسهم في سوق الأوراق المالية.

**الوجه الخامس:** أن خيار الشرط الشرعي يعني أن البائع عندما يبيع السلعة يسلم ويتسلم المشتري، وقد يشترط المشتري الخيار مدة يوم أو يومين أو ثلاثة، وكذلك البائع، ومعنى ذلك أن خيار الشرط يعني أن المدة إذا انقضت ولم ينفخ البيع فإن البيع تام لا زيادة ولا نقصان ولا تعويض، فيأخذ المشتري الثمن، ويأخذ البائع سلعته، أما الخيار في عقود الخيارات فلا سلعة ولا ثمن، بل مجرد ظن وتخمين بأن السعر سيكون كذا. (٢)

#### **ويجاء عن ذلك من وجهين:**

الأول: أن هناك محلاً لعقود الخيارات يتمثل في الأسهم موضوع العقد، فكيف يقال بأنه ليست هناك سلعة؟ كما يتفق المتعاقدان على ثمن الأسهم، ويقوم المشتري بسداد ثمن الخيار عند التعاقد مباشرة، فكيف يقال لا ثمن فيها؟  
الثاني: إذا قيل ذلك من قبل المعارض فيقال له أين السلعة في عقد السلم والاستصناع؟، وأين الثمن في بيع العربون؟ فكما يكون جوابه عن ذلك يكون الجواب هنا.

(١) ينظر: المرجع السابق ص ١٨١.

(٢) ينظر: حكم أعمال البرصة في الفقه الإسلامي لعلي السالوس ص ١٣٤٧.

فالمبيع في عقود الاختيارات موصوف في الذمة مؤجل التسليم، والمبيع في عقد السلم موصوف في الذمة مؤجل التسليم أيضاً بمعنى أنه معدوم عند المتعاقدن وقت التعاقد، فهل عدم الوجود يجعل العقد باطلاً كما يقول؟

على أنه ينبغي التفرقة بين معدوم غير موجود حال العقد ويغلب عليه عدم الوجود وقت التسليم، وبين معدوم يغلب على الظن وجوده وقت التسليم، ولاشك في منع الأول لوجود الغرر، أما الثاني فلا شك في جوازه، ومحل عقد الاختيارات وهو الأسهم موجود بالفعل حال التعاقد، فيكون جائزاً.

ثم يقال أيضاً: أين السلعة في عقد الاستصناع؟ بل ويجوز أن يتأجل الثمن فيه أيضاً، فله أن يعطي الثمن المسمى أو لا يعطي شيئاً<sup>(١)</sup>، وبذلك يتأجل فيه البدلان. وهل الاستصناع إلا بيع المعدوم حال العقد؟. قال ابن عابدين: "... ولا يجبر المستصنع على إعطاء الدراهم وإن شرط تعجيله هذا إذا لم يضرب له أجلاً، فإن ضرب قال أبو حنيفة: يصير سَلَمًا، ولا يبقى استصناعاً حتى يشترط فيه شرائط السلم"<sup>(٢)</sup>.

### الراجع:

بعد استعراض أدلة الفريقين ومناقشة ما أمكن مناقشته، فإن الذي يترجح لدى الباحث هو جواز عقود الخيارات مطلقاً، وذلك لأنه لما كان الخيار مستثنى مرخص فيه من بيع الغرر والمخاطرة لانعقاد البيع على أحدهما، وبقائه على حكم الآخر وما يراه، فلا يدري صاحبه هل يتم بيعه أم لا، فأشبهه عقود الخيارات على الأسهم من هذا الوجه.

(١) ينظر: البحر الرائق ٦/١٨٥،

(٢) رد المحتار ٥/٢٢٤. ووجه ذلك أنه لو ضرب المستصنع للصانع أجلاً فلا يجوز إلا بشروط السلم من تعجيل رأس المال واستقصاء الوصف وعدم جواز خيار الرؤية. ومفهوم ذلك إذا لم يضرب له أجلاً جاز تأخير الثمن، وبذلك يتأخر البدلان: الثمن والمثمن السعة.

يضاف إلى ذلك أن عقد الخيار وإن كان يتم فيه تأجيل البدلين فإن هناك عقوداً صححها العلماء وفيها تأجيل البدلين وقد سبق الإشارة إلى بعضها، ونضيف إليها هنا بيع الاستحجار<sup>(١)</sup>.

كما أن الإمام مالكاً لا يوجب نقد ثمن السلم رأس المال في المجلس، بل يجوز تأخيره عنده بالشرط إلى ثلاث وبدون شرط مطلقاً فهذا داخل في العقود المباحة.<sup>(٢)</sup>  
والله تبارك وتعالى أعلم،،،

(١) بيع الاستحجار: أخذ الحوائج من البياع شيئاً فشيئاً، ودفع ثمنها بعد ذلك، بأن تشتري من دائم العمل كالحباز مثلاً ما يحتاج إليه من الخبز شهرياً على أن تدفع له الثمن في نهاية الشهر ويبدأ بتسليم السلعة شيئاً فشيئاً ويسمى ذلك بالاستحجار، والمالكية خرجوه على أن قبض الأوائل ينزل منزلة الأواحر.

ينظر: الذخيرة ٣٨٢/٥، شرح الخرشي ٤٧/٧، حاشية الصاوي ٩٩/٣، حاشية البناني على شرح الزرقاني ٣٦٨/٥، رد المحتار ٥١٧/٤، تحفة المحتاج ٢١٧/٤.

(٢) ينظر: حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ١٩٥/٣، منح الجليل ٣٣٢/٥، التاج والإكليل ٤٧٨/٦.

## الخاتمة

الحمد لله وكفى ، وصلاة وسلاما على نبيه المجتبى ، وآله وصحبه ومن اهتدى ،  
وبعد، فيمكن استخلاص بعض النتائج من خلال ما تم بيانه في هذه الدراسة، ومن  
أهمها:

أولاً: تطور الأسواق المالية في العصر الحاضر، وازدهار آلياتها ازدهاراً كبيراً،  
فأصبحت حلقات الوصل في التجارة الدولية، فلم تعد تقتصر على سوق الإصدارات  
بل تشمل الأسواق الثانوية، وتوفير السيولة، وتوظيف المال وغير ذلك من الأعمال  
والتجارة الدولية.

ثانياً: تعتبر الأسهم والسندات والخيارات والمستقبليات هي أهم الأدوات  
المستخدمة في الأسواق المالية، إضافة إلى عمليات الصرف والسلع والصيغ الجارية  
للعقود.

ثالثاً: تعتبر المشتقات المالية منتجاً من منتجات الهندسة المالية، وهي عبارة عن  
عقود تُشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية ، أي الأصول التي تمثل موضوع العقد،  
والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات  
الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء  
الأصل موضوع التعاقد.

رابعاً: للمشتقات أربعة أنواع رئيسة تتمثل في: العقود الآجلة، والعقود المستقبلية،  
وعقود المبادلات، وعقود الخيارات. أما العقود الآجلة أو الأمامية فهي تلك العقود التي  
يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه  
وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، فهي عقود على أصول مالية كالأسهم أو  
أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى  
ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية، وأما  
العقود المستقبلية فهي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع،  
وكميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل، وأما عقد  
المبادلة فهو عقد يُبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة  
مستقبلية، وله أنواع عديدة لعل من أهمها وأكثرها شيوعاً: عقود مبادلة أسعار الفائدة،  
وعقود مبادلة العملات.

خامساً: يُعرّف عقد الخيار بأنه عقد يمثل حقاً للمشتري ، وليس التزاماً في بيع أو شراء شيء معيناً لأسهم بسعر محدد سعر التعاقد أو الممارسة خلال فترة زمنية محددة ، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية ، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى بالعلو أو ثمن الخيار، فعقد الخيار يعتبر بمثابة أداة استثمارية تعطي لحائزها الحق في أن يشتري أو يبيع شيئاً ما الأسهم بسعر ثابت محدد، إما في بتاريخ محدد أو في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

سادساً: بدأ التطور الحقيقي للتعامل في الخيارات مع التقدم الصناعي الذي شهده العقد الثامن من القرن التاسع عشر حيث ظهر أول سوق منظم للتعامل في الاختيار في مدينة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية في شهر إبريل عام ١٩٧٣م، عندما أنشأ مجلس شيكاغو سوقاً متخصصاً للاختيارات .

سابعاً: تتنوع عقود الخيارات إلى أنواع متعددة، فهي تتنوع حسب نوع الحق الذي يمنحه الخيار إلى خيار الشراء، وخيار البيع، والخيار المركب، كما تتنوع حسب صلاحية ممارسة الاختيار موعد التنفيذ إلى الاختيار الأمريكي، والاختيار الأوروبي، وحسب الغطاء تتنوع إلى: اختيار مغطى، واختيار غير مغطى.

ثامناً: تستعمل عقود الخيارات في أغراض كثيرة منها: أغراض المضاربة والتحوط والاستثمار.

تاسعاً: يترجح لدى الباحث جواز عقود الخيارات المالية للأسهم، وأن هذا الخيار في عقود الاختيارات لا يباع منفصلاً عن الأسهم، بل هو جزء من الثمن الإجمالي للأسهم.

عاشراً: عقود الاختيارات يتم تنفيذها عن طريق شركات متخصصة ومرخص لها في هذا الأمر، بناء على ضوابط شرعية وقانونية من هيئة الرقابة المالية ، وبالتالي هذا يؤكد أن بائع الخيار سيكون مالكاً للأسهم كما هو الحال بالنسبة لبيع الأسهم في سوق الأوراق المالية.

والحمد لله رب العالمين، وصلى الله وسلم على نبينا وسيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين .

## فهرس المصادر والمراجع

- (١) القرآن الكريم.
- (٢) أسنى المطالب في شرح روض الطالب، المؤلف: زكريا بن محمد بن زكريا الأنصاري، زين الدين أبو يحيى السنيكي المتوفى: ٩٢٦هـ، الناشر: دار الكتاب الإسلامي، الطبعة: بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٣) الإشراف على نكت مسائل الخلاف، المؤلف: القاضي أبو محمد عبد الوهاب بن علي بن نصر البغدادي المالكي ٤٢٢هـ، المحقق: الحبيب بن طاهر، الناشر: دار ابن حزم، الطبعة: الأولى، ١٤٢٠هـ - ١٩٩٩م.
- (٤) الأم، المؤلف: الإمام الشافعي أبو عبد الله محمد بن إدريس بن العباس بن عثمان بن شافع بن عبد المطلب بن عبد مناف المطلبي القرشي المكي المتوفى: ٢٠٤هـ، الناشر: دار المعرفة - بيروت، سنة النشر: ١٤١٠هـ/١٩٩٠م، الطبعة: بدون طبعة.
- (٥) الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف، المؤلف: علاء الدين أبو الحسن علي بن سليمان المرادوي الدمشقي الصالحي الحنبلي المتوفى: ٨٨٥هـ، الناشر: دار إحياء التراث العربي، الطبعة: الثانية - بدون تاريخ.
- (٦) البحر الرائق شرح كنز الدقائق، المؤلف: زين الدين بن إبراهيم ابن محمد، المعروف بابن نجيم المصري المتوفى: ٩٧٠هـ، وفي آخره: تكملة البحر الرائق لمحمد بن حسين بن علي الطوري الحنفي القادري ت بعد ١١٣٨ هـ، وبالhashية: منحة الخالق لابن عابدين، الناشر: دار الكتاب الإسلامي، الطبعة: الثانية - بدون تاريخ.
- (٧) البحر المحيط للزركشي، وزارة الأوقاف والشئون الإسلامية بالكويت، دار الصفوة للطباعة والنشر والتوزيع بالگردقة، ط٢، ١٤٠٩هـ = ١٩٨٨م.
- (٨) بحر المذهب في فروع المذهب الشافعي، المؤلف: الروياني، أبو المحاسن عبد الواحد بن إسماعيل ت ٥٠٢ هـ، المحقق: طارق فتحي السيد، الناشر: دار الكتب العلمية، الطبعة: الأولى، ٢٠٠٩م.
- (٩) بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، المؤلف: علاء الدين، أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني الحنفي المتوفى: ٥٨٧هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، الطبعة: الثانية، ١٤٠٦هـ - ١٩٨٦م.

- (١٠) البدر المنير في تخريج الأحاديث والآثار الواقعة في الشرح الكبير، لابن الملقن، دار الهجرة للنشر والتوزيع، الرياض، ط١، ١٤٢٥هـ-٢٠٠٤م.
- (١١) البرهان في أصول الفقه، لإمام الحرمين، دار الكتب العلمية، بيروت، ط١، ١٤١٨هـ=١٩٩٧م.
- (١٢) البناية شرح الهداية، المؤلف: أبو محمد محمود بن أحمد بن موسى بن أحمد بن حسين الغيتابي الحنفي بدر الدين العيني المتوفى: ٨٥٥هـ، الناشر: دار الكتب العلمية - بيروت، لبنان، الطبعة: الأولى، ١٤٢٠هـ - ٢٠٠٠م.
- (١٣) البيان والتحصيل والشرح والتوجيه والتعليل لمسائل المستخرجة، المؤلف: أبو الوليد محمد بن أحمد بن رشد القرطبي المتوفى: ٥٢٠هـ، حققه: د محمد حجي وآخرون، الناشر: دار الغرب الإسلامي، بيروت - لبنان، الطبعة: الثانية، ١٤٠٨هـ - ١٩٨٨م.
- (١٤) البيان في مذهب الإمام الشافعي، المؤلف: أبو الحسين يحيى ابن أبي الخير بن سالم العمراني اليمني الشافعي المتوفى: ٥٥٨هـ، المحقق: قاسم محمد النوري، الناشر: دار المنهاج - جدة، الطبعة: الأولى، ١٤٢١هـ - ٢٠٠٠م.
- (١٥) تاج العروس من جواهر القاموس، المؤلف: محمد بن محمد ابن عبد الرزاق الحسيني، أبو الفيض، الملقب بمرتضى، الربيدي المتوفى: ١٢٠٥هـ، المحقق: مجموعة من المحققين، الناشر: دار الهداية.
- (١٦) التاج والإكليل لمختصر خليل، المؤلف: محمد بن يوسف بن أبي القاسم بن يوسف العبدري الغرناطي، أبو عبد الله المواق المالكي المتوفى: ٨٩٧هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة: الأولى، ١٤١٦هـ - ١٩٩٤م.
- (١٧) التخبير شرح التحرير للمرداوي الحنبلي، مكتبة الرشد، الرياض، ط١، ١٤٢١هـ=٢٠٠٠م.
- (١٨) تحرير التخبير في صناعة الشعر والنثر وبيان إعجاز القرآن، لعبدالعظيم ابن الواحد بن ظافر ابن أبي الإصبع العدواني، البغدادي ثم المصري المتوفى: ٦٥٤هـ، تقديم وتحقيق: الدكتور حنفي محمد شرف، الناشر:

- الجمهورية العربية المتحدة، المجلس الأعلى للشئون الإسلامية، لجنة إحياء التراث الإسلامي.
- (١٩) تحفة المحتاج في شرح المنهاج، المؤلف: أحمد بن محمد بن علي بن حجر الهيتمي، روجعت وصححت: علي عدة نسخ بمعرفة لجنة من العلماء، الناشر: المكتبة التجارية الكبرى بمصر لصاحبها مصطفى محمد، الطبعة: بدون طبعة، عام النشر: ١٣٥٧ هـ - ١٩٣٨ م.
- (٢٠) التقرير والتحبير لابن أمير الحاج، على التحرير في أصول الفقه لابن الهمام، دار الكتب العلمية، بيروت، ط ١، ١٤١٩ هـ = ١٩٩٩ م.
- (٢١) التلخيص الحبير في تخريج أحاديث الرافعي الكبير، لابن حجر، الناشر: مؤسسة قرطبة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، ط ١، ١٤١٦ هـ / ١٩٩٥ م.
- (٢٢) التلقين في الفقه المالكي، المؤلف: أبو محمد عبد الوهاب بن علي بن نصر الثعلبي البغدادي المالكي المتوفى: ٤٢٢ هـ، المحقق: أبي أويس محمد بن خبزة الحسني التطواني، الناشر: دار الكتب العلمية، الطبعة: الأولى ١٤٢٥ هـ - ٢٠٠٤ م.
- (٢٣) تهذيب اللغة، المؤلف: محمد بن أحمد بن الأزهر الهروي، أبو منصور المتوفى: ٣٧٠ هـ، المحقق: محمد عوض مرعب، الناشر: دار إحياء التراث العربي - بيروت، الطبعة: الأولى، ٢٠٠١ م.
- (٢٤) تيسير التحرير لأمر بادشاة، مطبعة مصطفى البابي الحلبي وأولاده بمصر، رمضان، ١٣٥٠ هـ.
- (٢٥) الجرح والتعديل، لأبي محمد عبد الرحمن بن محمد بن إدريس ابن المنذر التميمي، الحنظلي، الرازي ابن أبي حاتم المتوفى: ٣٢٧ هـ، الناشر: طبعة مجلس دائرة المعارف العثمانية بحيدر آباد الدكن، الهند، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة: الأولى، ١٢٧١ هـ ١٩٥٢ م.
- (٢٦) الإجماع لأبي بكر محمد بن إبراهيم ابن المنذر ت ٣١٨ هـ، مكتبة الفرقان، عجمان، مكتبة مكة الثقافية، رأس الخيمة، الطبعة الثانية، ١٤٢٠ هـ = ١٩٩٩ م.



- (٢٧) الجوهرة النيرة، المؤلف: أبو بكر بن علي بن محمد الحدادي العبادي الزبيديّ اليمني الحنفي المتوفى: ٨٠٠هـ، الناشر: المطبعة الخيرية، الطبعة: الأولى، ١٣٢٢هـ.
- (٢٨) الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية دراسة مقارنة، عادل عبد الفضيل عيد، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١١م.
- (٢٩) الحاوي الكبير في فقه مذهب الإمام الشافعي وهو شرح مختصر المزني، المؤلف: أبو الحسن علي بن محمد بن محمد ابن حبيب البصري البغدادي، الشهير بالماوردي المتوفى: ٤٥٠هـ، المحقق: الشيخ علي محمد معوض - الشيخ عادل أحمد عبد الموجود، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت - لبنان، الطبعة: الأولى، ١٤١٩ هـ - ١٩٩٩ م.
- (٣٠) حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، المؤلف: محمد بن أحمد ابن عرفة الدسوقي المالكي المتوفى: ١٢٣٠هـ، الناشر: دار الفكر، الطبعة: بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٣١) حاشيتنا قليوبي وعميرة، المؤلف: أحمد سلامة القليوبي وأحمد البرلسي عميرة، الناشر: دار الفكر - بيروت، الطبعة: بدون طبعة، ١٤١٥هـ - ١٩٩٥م.
- (٣٢) الإحسان في تقريب صحيح ابن حبان، لعلاء الدين علي بن بلبان الفارسي المتوفى: ٧٣٩ هـ، الناشر: مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة: الأولى، ١٤٠٨ هـ - ١٩٨٨ م.
- (٣٣) أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، ١٤٢٦هـ - ٢٠٠٥م.
- (٣٤) الخيار وأثره في العقود، للدكتور عبد الستار أبو غدة، مطبعة مقهوي، الكويت، الطبعة الثانية، ١٤٠٥هـ = ١٩٨٥م.
- (٣٥) الاختيار لتعليل المختار، المؤلف: عبد الله بن محمود بن مودود الموصلّي البلدي، مجد الدين أبو الفضل الحنفي المتوفى: ٦٨٣هـ، عليها تعليقات: الشيخ محمود أبو دقيقة من علماء الحنفية ومدرس بكلية أصول

- الدين سابقا، الناشر: مطبعة الحلبي - القاهرة وصورتها دار الكتب العلمية - بيروت، وغيرها، تاريخ النشر: ١٣٥٦ هـ - ١٩٣٧ م.
- (٣٦) إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منير إبراهيم هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧ م.
- (٣٧) إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، محمد مطر، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، ١٩٩٩ م.
- (٣٨) إدارة المخاطر المالية، خالد وهيب الرواي، دار الميسرة للنشر والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨ م.
- (٣٩) إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، شقير نوري موسى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ١٤٣٦ هـ = ٢٠١٥ م.
- (٤٠) إدارة المشتقات المالية، مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعه عقل، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠١٢ م.
- (٤١) درر الحكام شرح غرر الأحكام، المؤلف: محمد بن فرامرز بن علي الشهير بملا - أو منلا أو المولى - خسرو المتوفى: ٨٨٥ هـ، الناشر: دار إحياء الكتب العربية، الطبعة: بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٤٢) الذخيرة، المؤلف: أبو العباس شهاب الدين أحمد بن إدريس بن عبدالرحمن المالكي الشهير بالقرافي المتوفى: ٦٨٤ هـ، الناشر: دار الغرب الإسلامي - بيروت، الطبعة: الأولى، ١٩٩٤ م.
- (٤٣) رد المختار على الدر المختار، المؤلف: ابن عابدين، محمد أمين بن عمر بن عبد العزيز عابدين الدمشقي الحنفي المتوفى: ١٢٥٢ هـ، الناشر: دار الفكر - بيروت، الطبعة: الثانية، ١٤١٢ هـ - ١٩٩٢ م.
- (٤٤) روضة الطالبين وعمدة المفتين، المؤلف: أبو زكريا محيي الدين يحيى بن شرف النووي المتوفى: ٦٧٦ هـ، تحقيق: زهير الشاويش، الناشر: المكتبة الإسلامية، بيروت - دمشق - عمان، الطبعة: الثالثة، ١٤١٢ هـ / ١٩٩١ م.
- (٤٥) أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية الأسهم والسندات، منير إبراهيم هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، ٢٠٠٦ م.

- (٤٦) الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، عبد الغفار حنفي، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٣م-٢٠٠٤م.
- (٤٧) الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية العامة، فيصل محمود الشواور، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨م.
- (٤٨) الاستثمار والتحليل الاستثماري، دريد كامل آل شبيب، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٩م.
- (٤٩) الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، السيد متولي عبد القادر، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠١٠م-١٤٣١هـ.
- (٥٠) الأسواق المالية، عدنان سليمان، سليمان موصلي، منشورات جامعة دمشق، ١٤٣٤هـ-٢٠١٣م.
- (٥١) الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، منير إبراهيم هندي، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، ١٩٩٤م.
- (٥٢) أسواق الأوراق المالية، سمير عبد الحميد رضوان، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات في الاقتصاد الإسلامي ٢، الطبعة الأولى، ١٤١٧هـ=١٩٩٦م.
- (٥٣) سنن أبي داود، دار الرسالة العالمية، دمشق، ط خاصة، ٢٠٠٩م=١٤٣٠م.
- (٥٤) سنن ابن ماجه، الناشر: دار الرسالة العالمية، الطبعة الأولى، ١٤٣٠ هـ - ٢٠٠٩م.
- (٥٥) سنن الترمذي الجامع الكبير، الناشر: دار الغرب الإسلامي، بيروت، سنة النشر: ١٩٩٨م.
- (٥٦) سنن الدارقطني، الناشر: مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، الطبعة: الأولى، ١٤٢٤هـ-٢٠٠٤م.
- (٥٧) السنن الكبرى للبيهقي، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، الطبعة: الثالثة، ١٤٢٤ هـ - ٢٠٠٣ م.

- (٥٨) شرح التفتين، المؤلف: أبو عبد الله محمد بن علي بن عمر التميمي المازري المالكي المتوفى: ٥٣هـ، المحقق: الشيخ محمد المختار السلامي، الناشر: دار الغرب الإسلامي، الطبعة: الأولى، ٢٠٠٨م.
- (٥٩) شرح الزركشي على مختصر الخرقى، المؤلف: شمس الدين محمد بن عبد الله الزركشي المصري الحنبلي المتوفى: ٧٧٢هـ، الناشر: دار العبيكان، الطبعة: الأولى، ١٤١٣هـ - ١٩٩٣م.
- (٦٠) شرح مختصر الطحاوي، المؤلف: أحمد بن علي أبو بكر الرازي الجصاص الحنفي المتوفى: ٣٧٠هـ، المحقق: د. عصمت الله عنایت الله محمد، أ. د. سائد بكداش، د. محمد عبيد الله خان - د. زينب محمد حسن فلاتة، أعد الكتاب للطباعة وراجعته وصححه: أ. د. سائد بكداش، الناشر: دار البشائر الإسلامية - ودار السراج، الطبعة: الأولى ١٤٣١هـ - ٢٠١٠م.
- (٦١) شرح مختصر خليل للخرشي، المؤلف: محمد بن عبد الله الخرشي المالكي أبو عبد الله المتوفى: ١١٠١هـ، الناشر: دار الفكر للطباعة - بيروت، الطبعة: بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٦٢) شرح منتهى الإرادات = دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، المؤلف: منصور بن يونس بن صلاح الدين ابن حسن بن إدريس البهوتى الحنبلي المتوفى: ١٠٥١هـ، الناشر: عالم الكتب، الطبعة: الأولى، ١٤١٤هـ - ١٩٩٣م.
- (٦٣) الصحاح تاج اللغة وصحاح العربية، المؤلف: أبو نصر إسماعيل بن حماد الجوهري الفارابي المتوفى: ٣٩٣هـ، تحقيق: أحمد عبد الغفور عطار، الناشر: دار العلم للملايين - بيروت، الطبعة: الرابعة ١٤٠٧هـ - ١٩٨٧م.
- (٦٤) صحيح البخاري، تحقيق محمد زهير بن ناصر الناصر، دار طوق النجاة مصورة عن السلطانية بإضافة ترقيم محمد فؤاد عبد الباقي، الطبعة الأولى، ١٤٢٢هـ..
- (٦٥) صحيح مسلم، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان.

- (٦٦) العقود المالية المركبة دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية، عبد الله محمد بن عبد الله العمراني، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، ١٤٢٧هـ=٢٠٠٦م.
- (٦٧) العناية شرح الهداية، المؤلف: محمد بن محمد بن محمود، أكمل الدين أبو عبد الله ابن الشيخ شمس الدين ابن الشيخ جمال الدين الرومي البابرتي المتوفى: ٧٨٦هـ، الناشر: دار الفكر، الطبعة: بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٦٨) غريب الحديث، لأبي سليمان حمّد بن محمد بن إبراهيم بن الخطاب البُستي المعروف، بالخطابي المتوفى: ٣٨٨ هـ، المحقق: عبد الكريم إبراهيم الغرابوي، خرج أحاديثه: عبد القيوم عبد رب النبي، الناشر: دار الفكر - دمشق، عام النشر: ١٤٠٢ هـ - ١٩٨٢ م.
- (٦٩) فتح الباري شرح صحيح البخاري، للحافظ ابن حجر العسقلاني، دار المعرفة، بيروت.
- (٧٠) فتح العزيز بشرح الوجيز = الشرح الكبير [وهو شرح لكتاب الوجيز في الفقه الشافعي لأبي حامد الغزالي المتوفى: ٥٠٥هـ، المؤلف: عبد الكريم بن محمد الرافعي القزويني المتوفى: ٦٢٣هـ، الناشر: دار الفكر.
- (٧١) الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منير إبراهيم هندي، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٦م.
- (٧٢) الكامل في ضعفاء الرجال، لابن عدي الجرجاني المتوفى: ٣٦٥هـ، الناشر: الكتب العلمية، بيروت، لبنان، الطبعة: الأولى، ١٤١٨ هـ - ١٩٩٧م.
- (٧٣) الكافي في فقه أهل المدينة، المؤلف: أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد البر بن عاصم النمري القرطبي المتوفى: ٤٦٣هـ، المحقق: محمد محمد أحمد ولد مادريك الموريتاني، مكتبة الرياض الحديثة، المملكة العربية السعودية، الطبعة: الثانية، ١٤٠٠هـ/١٩٨٠م.
- (٧٤) الكافي في فقه الإمام أحمد، المؤلف: أبو محمد موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة الجماعيلي المقدسي ثم الدمشقي الحنبلي،

- الشهير بابن قدامة المقدسي المتوفى: ٦٢٠هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة: الأولى، ١٤١٤ هـ - ١٩٩٤ م.
- (٧٥) كتاب العين، المؤلف: أبو عبد الرحمن الخليل بن أحمد بن عمرو بن تميم الفراهيدي البصري المتوفى: ١٧٠هـ، المحقق: د مهدي المخزومي، د إبراهيم السامرائي، الناشر: دار ومكتبة الهلال.
- (٧٦) كتاب الفروع ومعه تصحيح الفروع لعلاء الدين علي بن سليمان المرادوي، المؤلف: محمد بن مفلح بن محمد بن مفرج، أبو عبد الله، شمس الدين المقدسي الراميني ثم الصالحي الحنبلي المتوفى: ٧٦٣هـ، المحقق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، الناشر: مؤسسة الرسالة، الطبعة: الأولى ١٤٢٤ هـ - ٢٠٠٣ م.
- (٧٧) كشف القناع عن متن الإقناع، المؤلف: منصور بن يونس بن صلاح الدين ابن حسن بن إدريس البهوتي الحنبلي المتوفى: ١٠٥١هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت.
- (٧٨) لسان العرب، المؤلف: محمد بن مكرم بن علي، أبو الفضل، جمال الدين ابن منظور الأنصاري الرويفعي الإفريقي المتوفى: ٧١١هـ، الناشر: دار صادر - بيروت، الطبعة: الثالثة - ١٤١٤ هـ.
- (٧٩) المبدع في شرح المقنع، المؤلف: إبراهيم بن محمد بن عبد الله ابن محمد ابن مفلح، أبو إسحاق، برهان الدين المتوفى: ٨٨٤هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت - لبنان، الطبعة: الأولى، ١٤١٨ هـ - ١٩٩٧ م.
- (٨٠) مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، زياد رمضان، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، ٢٠٠٢ م.
- (٨١) مبادئ وأساسيات الاستثمار، محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، طارق مصطفى الشهاوي، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، ٢٠١٢ م.
- (٨٢) المبسوط، المؤلف: محمد بن أحمد بن أبي سهل شمس الأئمة السرخسي المتوفى: ٤٨٣ هـ، الناشر: دار المعرفة - بيروت، الطبعة: بدون طبعة.
- (٨٣) المجروحين من المحدثين والضعفاء والمتروكين، لمحمد بن حبان البستي المتوفى: ٣٥٤ هـ، الناشر: دار الوعي، حلب، الطبعة: الأولى، ١٣٩٦ هـ.

- (٨٤) المدونة، المؤلف: مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني المتوفى: ١٧٩هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، الطبعة: الأولى، ١٤١٥هـ - ١٩٩٤م.
- (٨٥) مجمع الأنهر في شرح ملتقى الأبحر، المؤلف: عبد الرحمن ابن محمد ابن سليمان المدعو بشيخي زاده، يعرف بداماد أفندي المتوفى: ١٠٧٨هـ، الناشر: دار إحياء التراث العربي، الطبعة: بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٨٦) مجموع الفتاوى، المؤلف: تقي الدين أبو العباس أحمد بن عبد الحلیم بن تيمية الحراني المتوفى: ٧٢٨هـ، المحقق: عبد الرحمن بن محمد بن قاسم، الناشر: مجمع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف، المدينة النبوية، المملكة العربية السعودية، عام النشر: ١٤١٦هـ/١٩٩٥م.
- (٨٧) المجموع شرح المهذب مع تكملة السبكي والمطيعي، المؤلف: أبو زكريا محيي الدين يحيى بن شرف النووي المتوفى: ٦٧٦هـ، الناشر: دار الفكر، بيروت.
- (٨٨) المحيط البرهاني في الفقه النعماني فقه الإمام أبي حنيفة رضي الله عنه، المؤلف: أبو المعالي برهان الدين محمود بن أحمد بن عبد العزيز بن عمر بن مازة البخاري الحنفي المتوفى: ٦١٦هـ، المحقق: عبد الكريم سامي الجندي، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت - لبنان، الطبعة: الأولى، ١٤٢٤هـ - ٢٠٠٤م.
- (٨٩) المحكم والمحيط الأعظم، المؤلف: أبو الحسن علي بن إسماعيل بن سيده المرسي [ت: ٤٥٨هـ]، المحقق: عبد الحميد هندراوي، الناشر: دار الكتب العلمية - بيروت، الطبعة: الأولى، ١٤٢١هـ - ٢٠٠٠م.
- (٩٠) المحلى بالآثار، لأبي محمد علي بن أحمد بن سعيد بن حزم الأندلسي القرطبي الظاهري المتوفى: ٤٥٦هـ، الناشر: دار الفكر، بيروت، بدون طبعة وبدون تاريخ.
- (٩١) المدخل الفقهي العام، مصطفى أحمد الزرقاء، دار القلم، دمشق، الطبعة الثانية، ١٤٢٥هـ=٢٠٠٤م.
- (٩٢) المستدرک علی الصحیحین، المؤلف: أبو عبد الله الحاكم محمد ابن عبدالله المعروف بابن البيع المتوفى: ٤٠٥هـ، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، الناشر: دار الكتب العلمية - بيروت، الطبعة: الأولى، ١٤١١ - ١٩٩٠.

- (٩٣) مسند الإمام أحمد بن حنبل، الناشر: مؤسسة الرسالة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، ١٤٢١ هـ - ٢٠٠١ م.
- (٩٤) المشتقات المالية دراسة فقهية، خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، ١٤٣٤ هـ = ٢٠١٣ م.
- (٩٥) المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، سمير عبد الحميد رضوان، دار النشر للجامعات، القاهرة، الطبعة الأولى، ١٤٢٦ هـ = ٢٠٠٥ م.
- (٩٦) المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، طارق عبد العال حماد، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠١ م.
- (٩٧) المشتقات والهندسة المالية، فريد النجار، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٩ م.
- (٩٨) المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، مصطفى يوسف كافي، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، ٢٠١٨ م.
- (٩٩) المصنف لعبد الرزاق، الناشر: المجلس العلمي - الهند، الطبعة الثانية، ١٤٠٣ هـ.
- (١٠٠) المصنف في الأحاديث والآثار لابن أبي شيبة، الناشر: مكتبة الرشد، الرياض، الطبعة: الأولى، ١٤٠٩ هـ.
- (١٠١) معجم مقاييس اللغة، المؤلف: أحمد بن فارس بن زكرياء القزويني الرازي، أبو الحسين المتوفى: ٣٩٥ هـ، المحقق: عبد السلام محمد هارون، الناشر: دار الفكر، عام النشر: ١٣٩٩ هـ - ١٩٧٩ م.
- (١٠٢) المغني لابن قدامة، المؤلف: أبو محمد موفق الدين عبد الله ابن أحمد بن محمد بن قدامة الجماعلي المقدسي ثم الدمشقي الحنبلي، الشهير بابن قدامة المقدسي المتوفى: ٦٢٠ هـ، الناشر: مكتبة القاهرة، الطبعة: بدون طبعة.
- (١٠٣) مواهب الجليل في شرح مختصر خليل، المؤلف: شمس الدين أبو عبدالله محمد بن محمد بن عبد الرحمن الطرابلسي المغربي، المعروف



- بالخطاب الرعيني المالكي المتوفى: ٩٥٤هـ، الناشر: دار الفكر، الطبعة: الثالثة، ١٤١٢هـ - ١٩٩٢م.
- (١٠٤) الموطأ، الإمام مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني المتوفى: ١٧٩هـ، المحقق: محمد مصطفى الأعظمي، الناشر: مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان للأعمال الخيرية والإنسانية - أبو ظبي - الإمارات، الطبعة: الأولى، ١٤٢٥هـ - ٢٠٠٤م.
- (١٠٥) المنتقى شرح الموطأ، لأبي الوليد سليمان بن خلف بن سعد ابن أيوب بن وارث التجيبي القرطبي الباجي الأندلسي المتوفى: ٤٧٤هـ، الناشر: مطبعة السعادة، بجوار محافظة مصر، الطبعة الأولى، ١٣٣٢هـ.
- (١٠٦) منح الجليل شرح مختصر خليل، المؤلف: محمد بن أحمد بن محمد عليش، أبو عبد الله المالكي المتوفى: ١٢٩٩هـ، الناشر: دار الفكر - بيروت، تاريخ النشر: ١٤٠٩هـ/١٩٨٩م، الطبعة: بدون طبعة.
- (١٠٧) المهذب في فقه الإمام الشافعي، المؤلف: أبو اسحاق إبراهيم بن علي ابن يوسف الشيرازي المتوفى: ٤٧٦هـ، الناشر: دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان.
- (١٠٨) نصب الراية لأحاديث الهداية مع حاشيته بغية الأمل في تخريج الزيلعي، مؤسسة الريان للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، دار القبلة للثقافة الإسلامي، جدة، السعودية، ط١، ١٤١٨هـ/١٩٩٧م.
- (١٠٩) النهر الفائق شرح كنز الدقائق، المؤلف: سراج الدين عمر ابن إبراهيم ابن نجيم الحنفي ت ١٠٠٥هـ، المحقق: أحمد عزو عناية، الناشر: دار الكتب العلمية، الطبعة: الأولى، ١٤٢٢هـ - ٢٠٠٢م.
- (١١٠) نهاية المحتاج إلى شرح المنهاج، المؤلف: شمس الدين محمد بن أبي العباس أحمد بن حمزة شهاب الدين الرملي المتوفى: ١٠٠٤هـ، الناشر: دار الفكر، بيروت، الطبعة: ط أخيرة - ١٤٠٤هـ/١٩٨٤م.
- (١١١) النهاية في غريب الحديث والأثر، المؤلف: مجد الدين أبو السعادات المبارك بن محمد بن محمد بن محمد ابن عبد الكريم الشيباني الجزري ابن الأثير المتوفى: ٦٠٦هـ، تحقيق: طاهر أحمد الزاوي - محمود محمد الطناحي، الناشر: المكتبة العلمية - بيروت، ١٣٩٩هـ - ١٩٧٩م.

- (١١٢) نهاية المطالب في دراية المذهب، المؤلف: عبد الملك بن عبدالله بن يوسف بن محمد الجويني، أبو المعالي، ركن الدين، الملقب بإمام الحرمين المتوفى: ٤٧٨هـ، حققه وصنع فهرسه: د/ عبد العظيم محمود الديب، الناشر: دار المنهاج، الطبعة: الأولى، ١٤٢٨هـ - ٢٠٠٧م.
- (١١٣) نيل الأوطار شرح مننقى الأخبار، لمحمد بن علي الشوكاني ت. ١٢٥٠هـ، ط دار الحديث، مصر، ط١، ١٤١٣هـ = ١٩٩٣م.
- (١١٤) الهداية في شرح بداية المبتدي، المؤلف: علي بن أبي بكر ابن عبدالجليل الفرغاني المرغيناني، أبو الحسن برهان الدين المتوفى: ٥٩٣هـ، المحقق: طلال يوسف، الناشر: دار احياء التراث العربي - بيروت - لبنان.
- (١١٥) الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، هاشم فوزي دباس العبادي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨م.
- (١١٦) الوسيط في المذهب، المؤلف: أبو حامد محمد بن محمد الغزالي الطوسي المتوفى: ٥٠٥هـ، المحقق: أحمد محمود إبراهيم، محمد محمد تامر، الناشر: دار السلام - القاهرة، الطبعة: الأولى، ١٤١٧هـ.