



Islamic Financial Options Design for Speculation and Risk Management

Mohammad Hanini

Birzeit University, Ramallah , Palestine

Abstract

Received: 28/5/2018

Revised: 6/3/2019

Accepted: 29/5/2019

Published: 1/3/2020

Citation: Hanini, M. . (2020). Islamic Financial Options Design for Speculation and Risk Management. *Dirasat: Shari'a and Law Sciences*, 47(1), 133–150. Retrieved from <https://dsr.ju.edu.jo/djournals/index.php/Law/article/view/2655>

The study dealt with the nature of financial options contracts (Options Financial) in the regulated financial and commercial markets, and the traditional way in which financial and real assets are traded, as well as the opinions of Islamic researchers and economists about them, which boil down to the disagreement of options in their practical reality with the literature of Islamic economics, but considering the functions of options and: Therefore, the study aimed to find out the possibility of re-engineering these options in accordance with the literature of Islamic economics and making use of them, and it was confirmed that this could be achieved by identifying the elements of violation of the financial options of the literature of Islamic economics, which were: the use of options for the purpose of illegal speculation, represented specifically in two Islamic, the second: Getting involved in one of the artificial determinants of supply and demand. With the exception of these two elements of options contracts, and adherence to the other controls set out in the study, the conceptual framework for the design of Islamic financial options was reached through the mechanism of designing contracts, work procedures and forms and submitting them to individuals, companies, and governments and benefiting from them in the local and international traditional and Islamic financial markets, distinguished by providing the same functions to investors and hedges interested in trading in accordance with the provisions of Islamic Sharia.

Keywords: Financial markets, real & financial assets, islamic economic, investment, speculation, hedging, gambling.

تصميم خيارات مالية إسلامية للمضاربة وإدارة المخاطر

محمد حنيفي

جامعة بير زيت، رام الله، فلسطين.

ملخص

تناولت الدراسة طبيعة عقود الخيارات المالية (Options Financial) في الأسواق المالية والتجارية المنظمة، والطريقة التقليدية التي يتم تداول الأصول المالية والحقيقة بها، كما تناولت آراء الباحثين والاقتصاديين المسلمين حولها، وهي آراء تتلخص في عدم موافقة الخيارات في واقعها العملي مع أدبيات الاقتصاد الإسلامي، لكن بالنظر إلى وظائف الخيارات وما تقدمه من مزايا، مثل: (الاستثمار، والمضاربة، والتحوّط)، فليس في هذه الوظائف ما يخالف أدبيات الاقتصاد الإسلامي من حيث المبدأ، بل لا يستطيع النظام المالي الإسلامي الاستغناء عنها؛ لهذا هدفت الدراسة إلى معرفة إمكانية إعادة هندسة هذه الخيارات وفق أدبيات الاقتصاد الإسلامي والإفادة منها، وتم التأكيد من إمكانية تحقيق ذلك بتحديد عناصر مخالفة الخيارات المالية لأدبيات الاقتصاد الإسلامي، التي تمثلت في: استخدام الخيارات بغرض المضاربات غير المشروعة، المتمثلة تحديداً في عنصرين، الأول: عدم التسلم والتسليم في موعد تصفية العقد، والاستعاضة عن ذلك بالتسوية النقدية، وهي المقامرة في الفقه الإسلامي، والثاني: التورط في إحدى محددات العرض والطلب المصطنعة، وعند استثناء هذين العنصرين من عقود الخيارات، والالتزام بالضوابط الأخرى المبينة في الدراسة، تم التوصل إلى الإطار المفاهيمي لتصميم خيارات مالية إسلامية من خلال آلية تصميم العقود وإجراءات العمل والنماذج وتقديمها للأفراد، والشركات، والحكومات والإفادة منها في أسواق المال المحلية والدولية التقليدية والإسلامية، متميزة بتقديم ذات الوظائف للمستثمرين والمتحوّطين المهتممين بالتداول وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

الكلمات الدالة: الأسواق المالية والحقيقة، الأصول المالية والحقيقة، الاقتصاد الإسلامي، الاستثمار، المضاربة، التحوّط، المقامرة.



© 2020 DSR Publishers/ The University of Jordan.

This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY-NC) license <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>

المقدمة

تسعى جميع دول العالم إلى تخفيض مخاطر ارتفاع الأسعار للسلع الحيوية والتي يتزايد عليها الطلب عالمياً، مثل: (البترول والغاز والذهب وبعض المعادن والعملات والأسهم...). ولهذه الغاية قامت الدول العربية باستيراد علوم الهندسة المالية التي تُعنى بإدارة المخاطر في الأسواق المالية العالمية وقد صمم المهندسون الماليون عقود المشتقات المالية الذكية لهذا الغرض وهو الحد من مخاطر ارتفاع الأسعار وتوسيع الفرص الاستثمارية وتحفيض تكاليف التمويل والإنتاج.

ومع تزايد العولمة والتجارة الحرة، والتطور التكنولوجي أصبح من الممكن ربط النظام المالي لدولة ما بالنظام المالي العالمي لنقل وتدالو رؤوس الأموال، ويمكن القول إن الخيارات المالية ليست ظاهرة عابرة بل أصبحت جزءاً دائمة وأساسياً من النظام المالي العالمي.

ولكن الخيارات المالية تتعرض يومياً للنقد وخاصة ما تسببه من أزمة مالية عام 2008 حيث كانت أن تعصف بالنظام الرأسمالي بكامله، وتسببت بإنحراف للأسواق المالية عن وظيفتها الأساسية أنها مرآة صادقة للوضع الاقتصادي، فبدلاً من ذلك أصبحت أدبية للقمار المنظم وقبلة موقوتة يمكن أن تنفجر في أي لحظة دون سابق إنذار، ولأنها تخالف بعضًا من أدبيات الاقتصاد الإسلامي، لذلك تناهى العديد من الدول والمؤسسات والمصارف الإسلامية بنفسها عن الإفاداة من عقود الخيارات.

تمثل أهمية هذه الدراسة في شقين، الأول: التأسيس لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية التي هي الأساس في وجود البورصة الإسلامية لتكون بديلاً عن منتجات الهندسة المالية التقليدية وحيث أنها تستطيع المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية استثمار فائض السيولة في المضاربة أو إصدار الصكوك أو التحوط ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، كما تستطيع الدول شراء السلع الضرورية كالغاز والبترول أو بيعها لأجل طويلة إذا كانت من الدول المنتجة لها بما يتناسب واحتياجاتها من هذه الأسواق. الثاني: تستطيع الأسواق المالية العالمية الكبيرة في مختلف أنحاء العالم، مثل: نيويورك ولندن وطوكيو ومركز دبي المالي تبني هذه النماذج من الخيارات الإسلامية وتقديمها للدول والمؤسسات المالية التي ترغب بمنتجات إسلامية بما يساهم في نهاية المطاف في الإستقرار المالي العالمي لحركة السيولة والتتحول نحو النموذج الإسلامي في إدارة الأسواق المالية وتجنب الأزمات المالية الكبيرة.

في ظل هذه الأهمية لأدوات الهندسة المالية التقليدية، لا تستطيع الأنظمة والمؤسسات المالية الإسلامية أن تبقى بعيدة دون الإفاداة من المزايا والفوائد التي تقدمها، حتى إن أغلب المصارف الإسلامية وجدت نفسها مضططرة للتعامل بهذه الأدوات لإدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف مع ما في ذلك من مخالفة لأدبيات النظام الاقتصادي الإسلامي، لذلك أصبح لا بد من إعادة هندسة هذه الخيارات وتصميمها وفق رؤية جديدة وغير تقليدية لكي تتمكن الأنظمة والمؤسسات المالية الإسلامية من الإفاداة منها ومن مزاياها وهذا ما تسعى إليه هذه الدراسة.

ولقد تناولت الدراسات السابقة موضوع البحث بشكل أو آخر، مثل دراسة: (منازع، 2016) و(عمار، 2012) و(الساعاتي، 2003) و(الساعاتي، 1999) و(الفري، 1992، "الأسهم") و(البعلي، د.ت.) و(العثماني، 1992) و(الضرير، 1992) و(السلامي، 1992) و(الجبالي، 1991) و(الزحيلي، 1992) و(أبو غدة، 1992) و(أبو سليمان، 1992). كلها تحدثت عن الجانب الفقهي والحكم الشرعي للاختيارات ولم يتجاوز أحد من العلماء الرؤية التقليدية في إستعراض الأسباب المحرمة للخيارات المالية مثل قولهم بأنها من قبيل بيع الدين بالدين، أو من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده وأسباب أخرى. لكن الجديد في هذه الدراسة (Added value) أمران: (الأول)، تجاوزت الدراسة هذه النظرة التقليدية في بعض الموانع الشرعية والتخفيف من المغالاة في ذلك من خلال التركيز على أن وظائف الخيارات المالية (مضاربة، استثمار، تحوط) هي بالأساس مشروعة في أدبيات الاقتصاد الإسلامي وغير ممنوعة. (الثاني)، التصميم العملي لكيفية تطبيق الخيارات المالية في كل حالة من حالات الخيارات (بيع أو شراء) وفي كل وظيفة من وظائفها الثلاثة وعدم بقائها غامضة كما يتم استعراضها غالباً من قبل الدراسات السابقة. وبالتالي أصبحت جاهزة لأي بورصة ترغب في تقديم خيارات مالية إسلامية من خلال تصميم (العقود وإجراءات العمل والنماذج) وتقديمها للمستفيدين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أو دول.

خطة البحث:

- المقدمة والأهمية والدراسات السابقة.
- مشكلة البحث والأهداف العامة والفرعية.
- المبحث الأول: الإطار النظري والفقهي للخيارات المالية التقليدية.
- المطلب الأول: الخيارات المالية، التعريف والأنواع.
- المطلب الثاني: الحكم الشرعي للاختيارات.
- المبحث الثاني: الإطار التطبيقي الإفتراضي للخيارات المالية الإسلامية.
- المطلب الأول: تصميم خيارات مالية إسلامية وإعادة الهندسة.
- المطلب الثاني: النماذج والإجراءات.

- النتائج والتوصيات.

مشكلة الدراسة:

تمثل مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤل التالي:

هل يمكن تطبيق أدوات الهندسة المالية التقليدية "الخيارات المالية" لتوافق مع مبادئ وقواعد النظام الاقتصادي الإسلامي بحيث يمكن الإفادة منها؟

الهدف الرئيسي للدراسة:

تهدف الدراسة إلى معرفة إمكانية إعادة هندسة الخيارات المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، كي تتمكن الأنظمة والمؤسسات المالية الإسلامية الإفادة منها ومن مزاياها دون حرج، ومن خلال أسواق المال المحلية والدولية.

ويتبثق عن الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية:

1. نقد وتحليل "الخيارات المالية" التقليدية بالطريقة التي تستخدم بها في الأسواق المالية.
2. بيان أوجه مخالفة "الخيارات المالية" لمبادئ وقواعد النظام الاقتصادي الإسلامي.
3. بيان أوجه المغالاة في نظرية بعض الباحثين المسلمين لبعض التصرفات المالية الرأسمالية.
4. إعادة تصميم الخيارات المالية التقليدية لتوافق ومبادئ المالية الإسلامية.

منهجية الدراسة:

نظرًا إلى أن الدراسة تبحث في إمكانية موائمة الخيارات المالية التقليدية لتنسجم مع مبادئ وقواعد المالية الإسلامية يتخذ الباحث من المنهج الوصفي والتحليل النظري سبيلاً لتحقيق أهداف الدراسة.

سيتم تقسيم موضوعات الدراسة إلى مباحثين وعدة مطالب على النحو الآتي:

المبحث الأول

يتناول هذا المبحث الجانب النظري والفقهي للخيارات المالية مع أقوال العلماء والباحثين في الاقتصاد الإسلامي بالإضافة إلى التأصيل للقاعدة التي يمكن البناء عليها لتصميم خيارات مالية إسلامية، وذلك على النحو الآتي:

المطلب الأول: الخيارات المالية (Financial Options).

هي أدوات استثمار بالأوراق المالية في أسواق المال وهي في نفس الوقت وسيلة للتحوط وتدرج تحت ما يعرف بالمشتققات المالية (الجرف، 2016)، ولا بد قبل بيان الحكم الشرعي فيها التعرض لمفهومها، وذلك على النحو الآتي:

تعريفها: هي عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما، بيعاً أو شراءً، لقدر معين من أصل مالي في تاريخ لاحق، وبسعر محدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة (Premium) عند تحديد العقد، ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد، سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه (رزق، 2006)

فال الخيار هو ورقة مالية مشتقة ليس لها قيمة بحد ذاتها، فقيمتها مستمدّة من قيمة الورقة المالية الأصلية محل الاختيار (المومي، 2003).

ويتمثل الخيار في عقد بين طرفين: أحدهما مشتري الخيار والآخر باائع أو محمر الخيار، وبموجبها يكون للطرف الأول (مشتري الحق) في أن يشتري - إذا ما رغب - من الطرف الثاني (المحرر)، أو أن يبيع - إذا ما رغب - للطرف الثاني أصلًا معيناً، بسعر معين، وفي تاريخ معين، أو خلال فترة زمنية حسب الإتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الثاني (مطر، 2004).

والمقصود بالأصول التي تشتق منها الخيارات - في هذه الدراسة - هي الأصول (المالية والحقيقة) الإسلامية، وتتضمن:

1. الأوراق المالية المتوفقة وأحكام الشريعة الإسلامية كالأسمم والصكوك بضوابطها، وليس الأصول المالية غير المتوفقة مع أحكام الشريعة كالسندات التقليدية، أو أية أصول أخرى كالمؤشرات وأسعار الفائد، لأنها ليست محلاً للدراسة.

2. البضائع التي يجوز إنتاجها وتسويقها والتعامل بها ابتداءً في أسواق السلع المنظمة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، مثل: النفط، والمعادن، والمحاصيل الزراعية، والقطن..

أنواع الخيارات:

1. العمليات الاختيارية البسيطة: هي عقود تعطي مشتري خيار (الشراء أو البيع) الحق في أن ينفذ الصفقة (الشراء / البيع) أو يفسخ.

2. العمليات الاختيارية المضاعفة: هي عقود تعطي مشتري خيار (الشراء أو البيع) الحق في أن يضاعف الكمية التي اتفق عليها (بيعاً أو شراءً) بحسب الخيار.

3. العمليات الاختيارية المزدوجة (المركبة): هي عقود تعطي مشتري خيار (الشراء أو البيع) الحق في أن يكون مشترىً أو بائعاً أو أن يفسخ العقد.

ومما سبق يتبين أن كل نوع من هذه الأنواع يتضمن نوعين من الخيارات:

- خيار شراء (Call Option): له طرفان مشتري وبائع، وينتظر الطرف الأول (مشتري خيار الشراء) الحق في (تنفيذ/ عدم تنفيذ) الصفة، أي بالشراء أو عدم الشراء مقابل علاوة، كما ويلزم الطرف الثاني (بائع خيار الشراء) بالإستجابة لرغبة الطرف الأول.
- خيار بيع (Put Option): له طرفان مشتري وبائع، وينتظر الطرف الأول (مشتري خيار البيع) الحق في (تنفيذ/ عدم تنفيذ) الصفة، أي بالبيع أو عدم البيع مقابل علاوة، كما ويلزم الطرف الثاني (بائع خيار البيع) بالإستجابة لرغبة الطرف الأول.

المطلب الثاني: الحكم الشرعي للاختيارات (Options).

ذهب جمهور الباحثين المعاصرین في حكم العمليات الاختيارية إلى القول بالتحريم، وممن ذهب إلى ذلك كل من: القراء داغي (2006) فياض (1998) وأحمد (1995) و هارون (1999) و رضوان (1996، 2005) و آل سليمان (2005) و السالوس (2006) و الزحيلي (1989) و الخليل (2005) و دوابة (2006) وأبو زيد (2014) و عمر عبدالله كامل (2006)، المصري (1994)، والمجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي^(١)، وذلك لعدة أسباب، أبرزها:

السبب الأول: أنها من قبيل "بيع الكالء بالكالء" المنهي عنه.

السبب الثاني: أنها من قبيل "بيع الإنسان ما ليس عنده" المنهي عنه.

السبب الثالث: أنها من قبيل "القامار والرهان" الذي حرمته الشريعة.

السبب الرابع: أنها أعطت حق الخيار (شرط الفسخ) قيمة مالية، ولا يصلح هذا الحق أن يكون متقوماً بمال، ولا معقوداً عليه فضلاً عن تداوله، لأنه حق مجرد.

والباحث يرى عدم وجاهة السبب الأول والثاني، ووجهة السببين الآخرين، ويمكن بيان ذلك على النحو التالي:

أما السبب الأول: أنها من قبيل "بيع الكالء بالكالء" المنهي عنه.

وجه الاستدلال: قالوا إن بيع الكالء بالكالء (بيع الدين بالدين)، محرم في الشريعة الإسلامية، وهو متتحقق في البيوع الآجلة ومهمها الخيارات المالية، لأنه لا يوجد فيها تسلیم للثمن ولا للمثمن في وقت العقد، أي أنه عقد تم فيه تأجيل البدلين، وهو ممنوع من حيث المبدأ، وفيه غرر فاحش، ويتناقض مع الغرض الذي من أجله شُرعت عقود المعاوضات، وهو القبض والتملك، وما لم يتصل العقد بإحداث آثاره وأحكامه فهو باطل.

الرد:

1. حديث: "نهى عن بيع الكالء بالكالء" ضعيف (فياض، 1998)، ولا يجوز الاستدلال به.

2. ولا يوجد دليل صحيح من القرآن أو السنة يمنع تأجيل البدلين.

3. واعتبار تأجيل البدلين من بيوع الغرر هو اعتبار إجمالي ليس بالضرورة الأخذ به.

4. إن تأجيل البدلين قد أجيئ في عقد التوريد (فياض، 1998) وعقد الإستصناع، فلا يشترط فيما تعجّيل الثمن ولا المثمن (الكاسانى، 1986) ويجوز تأجيلهما معًا، وإلى جواز تأجيل البدلين في عقد الإستصناع والتوريد ذهب المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي^(٢)، بل إن البعض قد صرّ بأن عقد الإستصناع من قبيل بيع الدين بالدين، إلا أنه مستثنى من المنع (الأشقر، م. وأخرون، 1988) والباحث يرى بأن المستثنى منه، وهو (الأصل المانع) لم يصح، فلا يصح الاستثناء.

يقول ابن القيم (د.ت.) معتبراً على فكرة المنع من تأجيل البدلين: "فلا الشارع أوجب أن يكون كل بيع مستحق التسلیم عقيب العقد، ولا العقود إن التزم بذلك، بل تارة يعقدان العقد على هذا الوجه، وتارة يشترطان التأخير إما في الثمن وإما في المثمن، وقد يكون للبائع غرض صحيح ومصلحة في تأخير التسلیم للمبيع" (فياض، 1998).

5. لا تقاس البيوع الآجلة ومهمها الخيارات المالية على عقد السلم أو البيع إلى أجل، بل هو عقد بيع ^{أجل} فيه تسلیم كل من البدلين (فياض، 1998).

إضافة لما سبق فقد ذهب إلى جواز تأجيل البدلين من المعاصرین، كل من:

أحمد محبي الدين (1995)، و حطاب (د.ت)، الساعاتي، (1999)، آل سليمان، (2005)، و حمود (1976)، و فياض (1998).

خلاصة الحكم في تأجيل البدلين: "إن موقف علماء المسلمين قد بدأ يلين بشأن رفضهم تأجيل البدلين (السعر ومحل البيع) في العقد، وقد كان السبب الرئيس وراء ذلك هو الحاجة إلى هذه المعاملات في الحياة العملية، وأحياناً حتميتها، وأخيراً فإن بعض أو معظم المصارف الإسلامية المشهورة

أو معظمها تستخدم العقود الآجلة والمستقبلية في أسواق العملات" (خان و حبيب، 2003).

6. الأصل في العقود الجديدة الصحة (خان و حبيب، 2003) والبراءة الأصلية، حتى يثبت الدليل الناقل عن البراءة الأصلية، ولا دليل.

7. ليس من الضروري لمشروعية أي عقد جديد أن يكون له مثيل في عقود الفقه الإسلامي، لأن الأصل الإباحة.

8. إن فقه المعاملات مبني على مراعاة العدل والمصالح (الزحيلي، 1989)، ونصوصه ليست تعبدية، والحكم يدور مع علته وجوداً وعدماً.

9. الرابع أن الأسهم من المثلثيات (الخليل، 2005)، وليس من القييميات، سواء قيل هي مما يثبت في الذمة (الضير، 1992) أو مما يتعين بالتعيين (الخليل، 2005).

10. إن وجوب إتصال العقد بأثاره قولٌ حق، لكن القول بوجوب أن يكون هذا الإتصال عاجلاً في مجلس العقد دون تأجيل لا دليل عليه.

11. إن تأجيل البديلين من حيث المبدأ لا يتنافى مع حقيقة وجوب إتصال العقد بأثاره وأحكامه، لأن ذلك سيتم آجلاً.

12. إن القول بمشروعية تأجيل البديلين في يوم التعاقد، يأتي في إطار التأكيد على لزومه في يوم التصفية، وفي حال تم الاستعاضة عنه بالتسوية النقدية، فهو دليل على أن الغرض من العقد إبادة كان المقامة، وهو ما سيتم تناوله لاحقاً.

أما السبب الثاني: أنها من قبيل "بيع الإنسان ما ليس عنده" المنهي عنه.

وجه الاستدلال: قالوا إن بيع الإنسان ما ليس عنده، وما لم يقبض، وما لا يملك، وبيع المدعوم، محروم في الشريعة الإسلامية، وهي متحققة في البيوع الآجلة (رمضان، 2005)، حيث يقوم البائع يوم التعاقد ببيع ما لا يملك، على أساس أنه سيملک فيما بعد ويسلمه للمشتري، وعلة التحرير هي احتمالية العجز عن التسليم بسبب عدم وجود المبيع أو التغير في سعره، ومن ثم وقوع المنازعات وأكل المال بالباطل (دية، 2005).

الرد: بعيداً عن الخلاف السابق، وهو أن الأسهم مما يثبت في الذمة أو مما يتعين بالتعيين، وإنما بالتركيز على علة النبي عن بيع الإنسان ما ليس عنده، والتي تتمثل في احتمالية العجز عن التسليم ووقوع المنازعات (الضير، 1994)، يجد السؤال التالي:

هل هذه العلة التي بُني عليها النبي في الحديث، موجودة في البيوع الآجلة (والخيارات المالية منها) التي تتم في البورصة تحديداً؟ وهل يجوز قياس أسواق الماضي بأسواق الحاضر؟ وهل نصوص المعاملات نصوص تعبدية أم نصوص معللة؟

وللإجابة عن ذلك: يمكن أن يقال إن العلة في "النبي عن بيع الإنسان ما ليس عنده" في أسواق الماضي ظاهرة، فهي معروفة بصغر حجمها، من حيث السلع، وأنواعها، وأحجامها، وأعدادها، والمعاملين فيها، وأنظمتها، فلم تكن تتمتع بوسائل مواصلات ولا إتصالات، ولم تكن المعلومات حولها متاحة، فمن الحكمة ألا يبيع الإنسان ما ليس عنده، لأنه قد يعجز عن تسليم البضاعة، بسبب عدم وجودها أو تغير سعرها، الأمر الذي قد يؤدي للمنازعة، أو أكل أموال الناس بالباطل، وهو الهدف الذي تحوّط منه أحكام الشريعة الإسلامية.

أما أن يقال ذلك في أسواق اليوم - البورصة تحديداً - التي توصف بأنها أسواق منظمة، وواسعة، ومستمرة، وتتيح لكم الهائل من المنتجات، والخدمات، بأنواعها وأشكالها، وأحجامها المثلية والقيمية، وتتيح لكم الهائل من المعلومات وبوسائل إتصال سريعة جداً، وقوانين كلها تُعنى بالجانب التنظيمي، فهذا مستبعد جدًا، بل إن أنظمة البورصة من خلال مؤسسة المقاصة (Clearing Corporation) تحبط أطراف العقد بكثير من إجراءات الحماية والرقابة، الأمر الذي يضمن الوفاء بكل الالتزامات التعاقدية، وخاصة عنصر النمطية المتوفّر في العقود الآجلة، ونظام الہامش الذي يدفع من أطراف العقد للوسطاء، لإثبات جدية التعاقد بأنها عملية شراء وبيع فعلية ونهائية وقانونية (العبادي، 2008)، وهذا يعني انخفاض مخاطر الغرر إلى أدنى مستوياته، ويستطيع البائع أي ورقة في الوقت المناسب، وتسليمها للمشتري ضمن إطار العقد الآجل الذي بينهما، فمن الصعب أن تصل الأمور إلى أن يعجز البائع عن التسليم أو تحدث المنازعات، لأنه يندر جدًا أو لا يقع أن يفقد سهم من سوق الأسهم (المصري، 1994) والدليل على ذلك هو واقع هذه التعاملات داخل البورصات، فأين هي الزاعات بهذا المخصوص؟ (فياض، 1998).

وبعبارة أخرى: "إن ضابط الغرر الفاحش المنهي عنه في عقود المعاوضات المالية، هو ما كانت مفسدة الغرر فيه راجحة على مصلحة العقد" (السنوري، 2007). يقول ابن تيمية (1997): إذا كانت مفسدة بيع الغرر هي كونه مظنة العداوة والبغضاء وأكل الأموال بالباطل، فمعلوم أن هذه المفسدة إذا عارضتها المظنة الراجحة قدمت عليها، ثم قال: والشريعة جميعها مبنية على أن المفسدة المقتضية للتحرير إذا عارضتها حاجة راجحة أبى المحرم، فكيف إذا كانت المفسدة متفقية (المصري، 1994).

يقول القرضاوي: "لا يجد الفقيه المسلم المعاصر حرجاً دينياً من البحث عن العلة أو الحكمة أو الهدف من وراء النبي في الحديث: (لاتبع ما ليس عندك)، فقد يظهر له - والله أعلم - أن المقصود سد الذرائع إلى التنازع، فقد يتورط في الارباط والاتفاق على بيع ما ليس عنده، ثم لا يجد في السوق ويعجز عن تسليمه، وهنا يحدث التزاع الذي يحرض الإسلام على منعه، ولا سيما أن سوق المدينة في ذلك الوقت، كانت جد محدودة، فإذا تصورنا الآن أن الوضع مختلف، وأن التاجر الآن يستطيع بواسطة الهاتف أو التلكس، الاتصال بأسواق العالم في برهة يسيرة، وشراء ما يريد شراءه، أو حجز ما يريد حجزه من سلع، في الوقت الذي يحدده، فقد نجد أن مقصود النبي هنا غير متحقق، وأن الشيء المحظوظ هنا وهو العجز عن التسليم أو التزاع، مأمون" (القرضاوي، 1998).

والنتيجة: هي أن علة "النبي في بيع الإنسان ما ليس عنده" لا وجود لها في تعاملات البورصة تحديداً، والحكم يدور مع عنته وجوداً وعدماً (المصري، 1994).

أما السبب الثالث: أنها من قبيل "القمار والرهان" الذي حرمه الشريعة الإسلامية.

وجه الاستدلال: أن هذه المعاملات (الاختيارات) لم تصمم إلا للتسوية النقدية، في إطار أدوات ذكية تم بمعزل عن الأصول المالية، الأمر الذي يحد من الخيارات المحتملة والمamacare تكون في أوضح صورها في الاختيارات المضاعفة والمزدوجة، التي تمكن من زيادة تحقيق أكبر قدر من الأرباح لمشتري الخيار والحق أكبير قدر من الخسارة ببائع الخيار.

التعليق: هذا مبرر قوي لمنع المعاملات الآجلة الاختيارية، وذلك بسبب إشتمال الخيارات على التسويفات النقدية دون التسلم والتسليم، وعلى أنواع جديدة من القمار والرهان، المتمثلة في اشتلاف الخيار وتداؤله ليكون هو محل العقد دون الأصول (المالية/ الحقيقة)، الأمر الذي يؤكد عدم اتجاه إرادة المتعاقدين إلى إحداث آثار العقد وأحكامه، وما لم يتصل العقد بآثاره وأحكامه (عاجلاً أو آجلاً) فهو غير مشروع، وتعمق المشكلة أكثر في حالة أنواع الاختيارات المضاعفة أو المزدوجة أو خيارات المؤشرات، فهي مكشوفة الغرض للمرأنة.

أما السبب الرابع: أنها أعطت حق الخيار (شرط الفسخ) قيمة مالية، ولا يصلح هذا الحق أن يكون متقوماً بمال، ولا معقوفاً عليه فضلاً عن تداوله، لأنه حق مجرد.

وجه الاستدلال: يرى أصحاب هذا الرأي أن اشتلاف الخيار من الأصول (المالية/ الحقيقة)، ليصبح هو بذاته أداة مالية مستقلة، قابلة للتسوير والتداول، لا يجوز من الناحية الشرعية، لأن فقهاء الشريعة الإسلامية يكادون يجمعون على أن المعقود عليه لا بد أن يكون مألاً متقوماً، و(حق البيع أو حق الشراء) ليس مالاً متقوماً، فهو في الحقيقة شراء التزام في الذمة، والالتزام حق، والحق لا يقبل المعاوضة (ابن عابدين، 1992)، إلا إذا تعلق بمال (عين/ منفعة)، وهو هنا حق مجرد مستقل بذاته (الضرير، 1992) غير متعلق بعين ولا منفعة، وهو يختلف تماماً عن بيع العربون، وعن خيار الشرط المعروفي في الفقه الإسلامي، وبهذا تكون العلاوة فيه من باب أكل المال بالباطل.

التعليق: إن هذا الرأي صحيح بالنسبة للواقع العملي لهذه المعاملات داخل الأسواق المالية، وإن الباحث يرى أن أغراض المتعاملين فيها المتمثلة في ممارسة المamacare بأحدث التقنيات والابتكارات، قد أفسدتها، إلا أن هذا الواقع - غير الصحيح - لا يجب أن يؤدي إلى القول بتعميم تحريم كل مكونات هذه المعاملات، أو إظهار أن أحكام الشريعة الإسلامية لا تعرف ببعض القيم الاقتصادية من حيث المبدأ، وعليه وحق لا يتكرر خطأ التعميم، فلا بد من التعرض لبعض مكونات حقوق الاختيار ومتعلقاته، لبيان ما هو مشروع وغير مشروع من حيث المبدأ ومن حيث التعامل بها في بورصات السلع والأوراق المالية، حتى يتم التمكن من إعادة هندسة الخيارات المالية لتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.

أولاً: بيع العربون الإسلامي والاختيارات المالية (Options).

يبدو أن ثمة علاقة بين بيع العربون وبين هذه الخيارات، فبعض الباحثين يشير إلى وجه التشابه بينهما، ويحيى (زعترى، د.ت) بعض أشكال الخيارات قياساً على بيع العربون، فلا بد من التعرض له لتحديد وجه العلاقة، وذلك على النحو التالي:

1.1 تعريف بيع العربون.

(في الاصطلاح الشرعي): هو أن يشتري الرجل السلعة ويدفع للبائع مبلغاً من المال، على أنه إن أخذ السلعة يكون ذلك المبلغ محسوباً من الثمن، وإن تركها فالمبلغ للبائع (ابن قدامة، 1966؛ الرملاني، 1984).

2.1 حقيقته: يتبيّن من تعريف بيع العربون، أنه بيع يثبت فيه (الخيار للمشتري)، فإذا أمضى البيع كان العربون جزءاً من الثمن، وإذا رد البيع فقد العربون (السلامي، 1992)، فهو خيار شرط يقابلة مال في حال الرد، وهذا الخيار للمشتري وحده (الطائي، 2007).

إذن حقيقة العربون أنه خيار شرط يقابلة مال (زيدان، 1994)، وهو ثمن الخيار أو ثمن حق النكول (الزرقا، 1998) يستحقه البائع مقابل ضرر التعطل والإنتظار (Opportunity Cost) وتفوّت الفرصة في صفقة أخرى (العيادي، د.ت)، والعربون في الفقه الإسلامي: خيار للمشتري فقط، أما العربون في القانون الوضعي، فهو خيار للمشتري والبائع سواء (السمهوري، 2007) (المصري، 1994).

3.1 الغرض منه: تثبيت السعر والتحوط ضد تقلبات الأسعار المستقبلية، لمصلحة يتوخاها دافع العربون (المشتري) وقابض العربون (البائع).

4.1 حكمه: للعلماء في بيع العربون قولان: الجمهور: عدم الجواز. أحمد: الجواز (الخرشي، 1900؛ الشريبي، 1994؛ ابن قدامة، 1966).

ومن أجازه من المعاصرین، كل من: الزرقا (1998)، و القرضاوي (1998)، و السمهوري (2007)، المصري (1994) وماجد أبو رحمة⁽³⁾ وإن منيع (1994) والزحبي (1989).

وممن منعه من المعاصرین، كل من: السلامي (1992)، والضرير (1994)، والباحث يؤيد القائلين بجوازه، وذلك للأسباب التالية:

1. الأصل في المعاملات والشروط الإباحة حتى يثبت الدليل الناقل، ولم يثبت.

2. فقه المعاملات قائم على مراعاة العلل والمصالح.

3. يُعد من المصالح المرسلة (الطائي، 2007) التي تحقق منفعة لطرفٍ في العقد.
 4. العرف (زيدان، 1994) التجاري وعموم البلوبي.
 5. بيع العربون وحقوق الخيارات المالية (Options).

إن حقيقة الخلاف بين بيع العربون وبين حق الخيار، لا يجب أن يُبعَد عن القول بأن العربون يلتقي معه في صورة من صوره، وهي حالة خيار الشراء (Call Option) في العمليات الشرطية البسيطة التي تعطي صاحبه الحق في فسخ العقد والعدول عن تنفيذ الصفقة مع خسارته للعلاوة، وهذه الصورة تحديداً لا تختلف عن حقيقة بيع العربون كما تبين أنه خيار شرط يقابلة مال، وهو ثمن الخيار أو ثمن حق التنحول، بمعنى أن العربون يمثل حفلاً (دفع العربون) لدى الطرف الآخر (قابض العربون)، مقابل أن يتلزم الأخير بعدم بيع الأصل (محل العربون)، وهو ما أجيـز - عند من قال به - إلا ملاحظة قيمة الفرصة البديلة Opportunity Cost التي يخسرها البائع مقابل شغل ذمته بالالتزام تجاه من دفع له العربون (الزرقا، 1998).

ويختلف (بيع العربون) عن (خيار الشراء Call Option) في العمليات الشرطية البسيطة تحديداً، في أن البائع في بيع العربون يمتلك الأصل الحقيقي محل العربون، أما البائع في خيار الشرط في العمليات الشرطية البسيطة ليس بالضرورة أن يمتلك الأصل (المالي أو الحقيقي)، ويحتسب العربون من ثمن الصفة عند تنفيذها، وليس كذلك في حقوق الخيار (Options).

ويمكن التأكيد من أوجه الاتفاق بين بيع العربون الإسلامي و الخيار الشراء (Call Option)، من خلال المقارنة التالية:

الرقم	بيع العربون الإسلامي	الخيار الشراء (Call Option)
(1)	خيار شرط يثبت حقاً بفسخ الصفقة.	خيار شرط يثبت حقاً بفسخ الصفقة.
(2)	خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني.	خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني.
(3)	شراء خيار شرط (حق الفسخ) مقابل ثمن (دفعه العربون).	شراء خيار شرط (حق الفسخ) مقابل ثمن (العلاوة).
(4)	فيه خسارة الدفعه (ثمن الحق) عند العدول عن تنفيذ الصفقة.	فيه خسارة العلاوة (ثمن الحق) عند العدول عن تنفيذ الصفقة.

أما أوجه الخلاف بينهما على النحو التالي:

الرقم	بيع العربون الإسلامي	خيار الشراء (Call Option)
(1)	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد.	وارد على أصل (مالي / حقيقي) غير مملوك لصاحبه وقت العقد. غالباً.
(2)	يحسب ثمن العربون ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة.	لا يحسب ثمن الخيار ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة.
(3)	لم تجر العادة على بيع المشتقة (العلاوة) وفي سوق منظمة هي سوق منتظمة أو غير منتظمة بأقل من قيمة العلاوة أو أكثر	جرت العادة على بيع المشتقة (العلاوة) وفي سوق منظمة هي المورصة بأقل من قيمة العلاوة أو أكثر

بالنسبة لفرق الأول فقد تم بيان أسباب جواز "بيع ما لا يملك" في تعاملات البورصة تحديداً، وبالنسبة لفرق الثاني فيمكن تعديله باشتراط إحساب ثمن الخيار عند تنفيذ الصفقة، وبالنسبة لفرق الثالث فلم أجد أحداً من الباحثين في الاقتصاد الإسلامي قد تناول هذا الموضوع وهو إمكانية تداول العربون بين أشخاص آخرين مرتين وثلاثة، وبالنسبة للباحث فلا يجد مانعاً شرعياً في ذلك ما دام أن عملية الشراء الأولى لحق الخيار المتمثل في العربون قد تمت وأحياناً تلا مانع من تداولها مرتين وثلاثة ولكن بشرط ألا يصبح تداوله مجرد ومنفصلاً عن الأصل الذي تسبب في وجوده بل يتطلب تنظيم ذلك بحيث يتصل بمحل العقد.

ما يؤكد أن بعض صور الخيارات (Options) صحيحة من حيث المبدأ، وإذا حكِم عليها بالبطلان فذلك لأسباب أخرى غير ما تقدم، الأمر الذي يؤكد خطأ التعميم على جميع أشكال الخيارات بالبطلان، أو إظهار رفض الاقتصاد الإسلامي لبعض القيم، مثل: أنه يرفض أن يكون خيار الشرط بمقابل مادي، أو أن يعطي لفرصة البديلة Opportunity Cost قيمة اقتصادية، أو يرفض مبدأ التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، لأن الغرض من العربون هو التحوط.

ثانيًا: خيار الشرط الموجود في الفقه الإسلامي.

1.2 تعريفه (اصطلاحاً): يطلق خيار الشرط على ما يثبت للمتعاقدين أو لأحدهما من الاختيار بين إمضاء العقد أو فسخه (ابن عابدين، 1992، الخطاب، 1992).

2.2 غرضه: وضع خيار الشرط للتروي والتراضي المحسن والتحوط تجنياً للمنازعة.

3.2 حقيقته: يتبع من تعريف خيار الشرط، أنه حق يثبت لأحد المتعاقدين أو لكتيما، في صورة شرط، يخول صاحبه أن يمضي بالعقد أو أن يعدل عنه، دون مقابل وإنما التزام بإراده تعاقدية حرة، إذن هو حق لأحدهما مقابل التزام من الآخر دون عوض.

4.2 حكمه: إنفق العلماء على جوازه، إلا ابن حزم حيث اعتبره من الشروط الفاسدة (النwoي، د.ت، ابن قدامة، 1966، ابن حزم، 1988).

الخيار الشرط الإسلامي وحقوق الخيار (Options).

إن خيار الشرط الموجود في الفقه الإسلامي - بالرغم من الخلاف بينه وبين حق الخيار، إلا أنه يلتقي معه في صورة من صوره، وهي حالة خيار الشراء (Call Option) في العمليات الشرطية البسيطة التي تعطي صاحبه الحق في فسخ العقد والعدول عن تنفيذ الصفقة، إلا أن خيار الشرط في الفقه الإسلامي دون مقابل، وخيار الشراء في الاختيارات (Options) بمقابل، وأيضاً خيار الشرط في الفقه الإسلامي وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبها وقت التعاقد، لكن ثبت أن بيع العربون ما هو في حقيقته إلا خيار شرط بمقابل.

ويمكن التأكيد من أوجه الاتفاق بين خيار الشراء (Call Option)، وبين خيار الشرط الموجود في الفقه الإسلامي، من خلال المقارنة التالية:

الرقم	خيار الشراء (Call Option)	خيار الشرط الإسلامي
(1)	يثبت حفياً بالفسخ.	يثبت حفياً بالفسخ.
(2)	حق الفسخ للطرف الأول مقابل التزام الطرف الآخر	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبها بتنفيذ الصفقة.

أما أوجه الخلاف بين خيار الشراء (Call Option)، وبين خيار الشرط الإسلامي:

الرقم	خيار الشراء (Call Option)	خيار الشرط الإسلامي
(1)	شراء حق الفسخ بمقابل (العلاوة).	ثبوت حق الفسخ دون مقابل.
(2)	وارد على أصل (مالي / حقيقي) غير مملوك لصاحبها وقت العقد غالباً.	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبها وقت العقد.

مما يتبع أن مزايا بيع العربون متفوقة على خيار الشرط، ولكن الأخير يتفوق عليه بجوازه في طرف العقد، أما بيع العربون فهو ثابت في الفقه الإسلامي لطرف المشتري وحده (المصري، 1994)، والعلاقة بينهما عموماً وخصوصاً، وقد سد بيع العربون ثغرة عدم تضمن خيار الشرط الموجود في الفقه الإسلامي على القيمة المادية في طرف المشتري، وتضمنها في بيع العربون، وباجتماع (بيع العربون + خيار الشرط) الموجودان في الفقه الإسلامي يمكن أن يؤسس لتصميم خيارات مالية إسلامية (Islamic Financial Options) من نوع خاص.

ثالثاً: الحقوق.

1.3 تعريفها (اصطلاحاً): هي "صفة يقتدر بها الإنسان على التصرف والانتفاع في أمر ما تصرفاً شرعياً" أو هي "كل مصلحة يكون للإنسان فيها بمقتضى الشرع سلطة المطالبة بها، أو منعها، أو بذلها، أو التنازل عنها (الخياط و العيادي، 2004) (شبير، 2001).

2.3 حقيقته: يتبع من تعريف الحقوق بأنها أمر معنوي ثابت متصل في فكر الإنسان يستدعي إخراصه بالانتفاع والتصرف بحرية تامة، ضمن ضوابط الشرع والعقل والعرف، وتقسيم الحق إلى مادي وغير مادي ليس صحيحاً، لأن الحق يكون دائماً غير مادي، والشيء المادي هو محل الحق (الستهوري، 2007) ومتعلقه.

أنواعها: تقسم الحقوق بحسب عدة اعتبارات، بحسب مجالها ومتطلقاتها، وهي لا تتعذر قسمين:

القسم الأول: إما أن يرد الحق على (محل مادي) كالأعيان، حقوق الإنسان في تملك العين.

القسم الثاني: إما أن يرد الحق على (محل معنوي) كالمال، حقوق الإنسان في تملك منفعة العين، كأجرة بيت أو سيارة.

وتقسم الحقوق بحسب ماليتها وقابليتها للمعاوضة، إلى:

حقوق مالية: حقوق الشفاعة والانتفاع بملك الغير، وحقوق غير مالية: حقوق القصاص والطلاق.

حكمها: تختلف أحكام الحقوق من حيث جواز بيعها من عدمه، وذلك على النحو التالي:

1. حقوق ثبتت ماليتها، فيجوز بيعها، لأنها متعلقة بمال، مثل بدل الخلو والحقوق الفكرية.

2. حقوق لم ثبتت ماليتها، فلا يجوز بيعها، لأنها غير متعلقة بمال، مثل حق القصاص وحق النكاح والحقوق المجردة.

وبذلك يتبع أمرين:

1. أن الحق في نفسه ليس مالاً، وأنه لا يجوز أن يباع من الحقوق إلا ما كان متعلقاً بمال (عين / منفعة).

2. أن المبیع (المعقود عليه) لا بد أن يكون مالاً أو حفلاً متعلقاً بمال (آل سليمان، 2005).

الحقوق وحقوق الخيار (Options):

يكاد يكون شبه إجماع بين الباحثين المعاصرین (السلامي، 1992)، بما فيهم مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على أن حقوق الخيار التي يجري التعامل عليها في بورصات الأوراق المالية والتجارية، تختلف تماماً عن الحقوق المالية التي تستحق المعاوضة، وما هي إلا من قبل الحقوق المجردة التي لا قيمة لها في ذاتها، لأنها غير متعلقة بمال.

التعليق: هذه الآراء مبررة وغير مبررة، وذلك على النحو التالي:

(أ) أنها مبررة؛ وذلك من زاوية الواقع العملي للتعامل بعقود الخيارات في بورصات الأوراق المالية والتجارية، وذلك بقولهم إن حق الخيار - حق مجرد - ولا يقبل المعاوضة، لأنه ليس بمال ولا متعلق بمال، وسبب هذه الرؤية لحق الخيار، كونه عقد مستقل ومستكملاً لأركانه الظاهرية، ومنفصل عن محله وهي الأصول (المالية / الحقيقة)، وواقع التعامل فيه - في حال تنفيذ الصفقة - تسوية نقدية لا علاقة لها بالأصول (المالية / الحقيقة)، والعقد بهذه الصورة (يُعد المعقود عليه فيه) حق مجرد غير متعلق بمحله، وهي الأصول المالية أو الحقيقة.

(ب) أنها غير مبررة: لم يشر أحد من الباحثين أن الذي أدى بحقوق الخيار أن تكون حقوقاً مجردة ومنفصلة عن محلها (الأصول المالية أو الحقيقة)، ليس حق الاختيار من حيث هو، وإنما هو إرادة المتعاقدين التقامرية، التي حررت حق الاختيار عن مساره ووظيفته وعن ما وجد لأجله، فلم تتجه - غالباً - إلى وصل حق الاختيار بمحله ومتعلقه وتنفيذ الصفقة، وإنما استعاضت عن ذلك بالتسوية النقدية، الأمر الذي يكشف عن إرادة المقامرة، لكن هذا الخيار في ظل إرادة تعاقدية جديدة، تتجه إلى وصل حق الاختيار بمحله ومتعلقه وهي الأصول المالية أو الحقيقة وتنفيذ الصفقة، فلن يكون حق مجرد ومنفصل عن محله ومتعلقه، ولن يكون حق لا يقبل المعاوضة، والدليل على أن حقوق الخيار ليست مجردة من حيث المبدأ، ما يلي:

الدليل الأول: يوجد في عقود الخيار عقدان: الأول هو عقد ابتدائي، ومحله (أي المعقود عليه) هو حق الخيار، والثاني: عقد نهائي، ومحله (أي المعقود عليه) هو الأصول المالية أو الحقيقة، فكيف يكون العقد الأول مجرد وغير متعلق بمال - كما قالوا - وهناك علاقة قانونية وطيدة بينه وبين العقد الثاني المتمثل في الأصول المالية أو الحقيقة؟ والنتيجة هي أن العلاقة بين العقدتين من حيث الأصل موجودة، أي أن حق الخيار في العقد الأول متعلق بمال وهي الأصول المالية أو الحقيقة في العقد الثاني، لكن الذي جعله حقاً منفصلاً عن محله، هو في الحقيقة إرادة المتعاقدين، التي لم تتجه غالباً لوصل العقد الأول بالثاني، بل تكتفي بتصفية العقد الأول بالتسوية النقدية والوقوف عند حدوده، وهذه الإرادة التقامرية عارضة على العقد وليس بأصله فيه.

يقول مبارك آل سليمان: هنا حقيقة لا بد من توضيحها في عقد الاختيار نفسه، وهي: أنه وإن كان يوجد هذا الانفصال بين العقد على حق الاختيار، وبين العقد على السلعة محل الاختيار، إلا أن بينهما ارتباطاً تاماً، لا ينبغي إهماله عند النظر في الحكم الشرعي لعقد الاختيار، ووجه الارتباط بينهما من جانبي:

الجانب الأول: أن عقد الاختيار ليس مقصوداً لذاته بالنسبة لمشتري الاختيار، وإنما يقدم على إبرامه توصلاً إلى إبرام العقد الثاني عندما تكون مصلحته في إبرامه، وذلك أن حق الاختيار الذي يشتريه ليس له قيمة في ذاته، إلا لكونه يجعل له حق في إبرام العقد الثاني.

الجانب الثاني: أن العقد الثاني لازم بالنسبة لمحرر الاختيار، إذ يلزمها أن يبيع في حالة اختيار الشراء، أو أن يشتري في حالة اختيار البيع، إذا قرر ذلك مشتري الخيار (آل سليمان، 2005).

الدليل الثاني: هو بيع العربون، وما يتضمنه من شراء حق الخيار، أي أن حق الخيار له قيمة مادية في بيع العربون، والسبب هو أن إرادة المتعاقدين في بيع العربون، لا تتجه للتسويات النقدية - كما في الخيارات (Options) - وإنما تتجه للفسخ أو لتنفيذ الصفقة، أي أن الإرادة التعاقدية التي في بيع العربون تتجه إلى وصل حق الخيار الذي يمثله (العربون) بمحل الخيار وهو الصفة (أصول حقيقة) ولذلك هو مشروع عند من قال به، لأن العقد يجب أن يرد على مال أو على حق متعلق بمال وهو متتحقق في بيع العربون، واللحظة التي يصبح فيها بيع العربون وسيلة للتسويات النقدية، فلن يختلف عن الخيارات (Options) وهو لا يعني إلا المقامرة.

الدليل الثالث: يدرك هذا الدليل من خلال ماهية الخيارات المالية نفسها، والتي تتضح من خلال تعريفات المشتقات (Derivatives):

(1) بأنها الورقة المالية التي تشتق قيمتها (تعتمد قيمتها) (خان و حبيب، 2003) السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة (صبح، 1998).

(2) تعريف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي (IMF): المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد (منازع، 2016).

(3) تعريف المجموعة الإستشارية لنظم المحاسبة القومية (SNA): المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة... أما قيمة الأداة

المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد (منازع، 2016)، فقيمة عقد خيار لشراء سهم ما يتوقف على القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية (umar, 2012).

وعليه: كيف يمكن فصل حق الخيار كأداة مشتقة، عن محل الخيار وهي الأصول؟ وكيف يمكن القول بأن حق الخيار حق مجرد غير متعلق بمال؟ كما قال الباحثون؟

من الصعب تبرير هذا الرأي إلا بالنظر إلى واقع التعامل بهذه الاختيارات من قبل المضاربين، حيث إنهم يفصلون حق الاختيار عن محله ومتعلقه وهي الأصول المالية أو الحقيقة، ويقومون بتصفية العقد الأول (حق الخيار) دون الاضطرار لتنفيذ العقد الثاني، ولهذا تقدم القول بأن في نظرية الباحثين هذه ما هو مبرر.

يقول أحمد الخليل (في حكم شرط الخيار الموجود في العمليات الآجلة الشرطية البسيطة): هذه الشروط في العمليات الآجلة الشرطية البسيطة صحيحة بحد ذاتها، وإنما قلت - بحد ذاتها - لأنه سبق أن أنواع البيع الآجل كلها لا تجوز لدليل سبق بيانه (الخليل، 2005).

مسألة أخرى: وهي الحكم الشرعي في جواز تسعير حق الخيار (شرط البائع) في طرف البائع (Put Option)؟

تبين مما سبق أن (شرط الخيار) الموجود في الفقه الإسلامي يثبت (حق الفسخ) لطرف العقد، لكنه دون معاوضة، لكن ثبت أن بيع العربون ما هو في حقيقته إلا (شرط خيار) لطرف المشتري بعوض، والنتيجة المتحصلة من خلال ضم (بيع العربون إلى شرط الخيار)، جواز تسعير خيار الشراء (Call Option)، على أن يحسب من ثمن الصفقة، فهل يجوز أن يكون بيع العربون في طرف البائع أيضًا مع العوض؟ بعبارة أخرى هل يجوز تسعير خيار البيع (Put Option)؟

سبقت الإشارة إلى أن العربون في القانون الوضعي: خيار للمشتري والبائع سواء (السنوري، 2007)، وقد جاء في القانون المدني الأردني: إن خيار العدول قد منح لطرف العقد، على أن العدول إذا كان من قبل دافع العربون فقده، وإن كان من الطرف الآخر فإنه مطالب برد العربون ومثله (القانون المدني الأردني).

وقد أيد هذا الرأي المصري (1994) ورأى أنه لا يوجد ما يمنع منه، في حين لم يؤيد ماجد أبو رحمة⁽⁵⁾ ورأى أنه لا داعي له، لكن جاء في فتاوى قاضي خان: "رجل باع داراً على أنه بال الخيار ثلاثة أيام، فصالحة المشتري على دراهم مسممة، أو على عرض بعينه، على أن يسقط الخيار ويمضي البيع، جاز ذلك، ويكون زيادة في الثمن (عن الثمن المتفق عليه)، وكذلك لو كان الخيار للمشتري، فصالحة البائع على أن يسقط الخيار فيحيط عنه من الثمن كذا أو يزيد هذا العرض بعينه في البيع، جاز ذلك (قاضي خان، 2009).

والباحث يؤيد الرأي القائل بجواز تسعير (شرط الخيار) في طرف البائع (Put Option) أيضًا، للأسباب التالية:

1. في كلام قاضي خان السابق ما يدل على جواز إسقاط (شرط الخيار) بعوض من طرف البائع والمشتري سواء.
2. طالما أنه يجوز الاعتراض عن الخيار لإسقاطه، فإنه قد يجوز الاعتراض عنه ابتداء (الساعاتي، 1999).
3. ما دام أنه جاز الاعتراض عن (شرط الخيار) من حيث المبدأ، فوجوده في أي طرف (المشتري / البائع) ليس شيئاً أساسياً.
4. قواعد التشريع وأصوله لا تمنع من كون العربون في طرف البائع ما دام أنه يحقق المصلحة للطرفين، ومنها: أن ما يدفعه البائع يكون مقابل التزام المشتري بالشراء وعدم تصرفه في الثمن المخصص للشراء، ويكون العوض المدفوع من البائع هو ثمن التحوّط، أو قسط تأمين ضد مخاطر انخفاض سعر البيع (الساعاتي، 1999).

ولمزيد بيان هذه المسألة، يجدر تسليط الضوء على طبيعة المصالح التي يتحققها (تسخير خيار الشرط) في طرف المشتري (Call Option) وفي طرف البائع (Put Option) في عقود الاختيارات (Options)، سواء كان بغرض المضاربة المشروعة، أو بفرض التحوّط، وذلك على النحو التالي:

أولاً: مصالح (المتعاقدين) في عقد خيار الشراء (Call Option) وفق دوافع المضاربة:

- المشتري: يتوقع ارتفاع الأسعار، ويريد أن يستفيد الفرق بين سعر التعاقد (أدنى) وسعر السوق عند التصفية (أعلى) بحسب توقعه.
- البائع: يتوقع انخفاض الأسعار، ويريد أن يستفيد الفرق بين سعر التعاقد (أعلى) وسعر السوق عند التصفية (أدنى) بحسب توقعه.

ثانياً: مصالح (المتعاقدين) في عقد خيار البيع (Put Option) وفق دوافع المضاربة:

- المشتري: يتوقع هبوط الأسعار، ويريد أن يستفيد الفرق بين سعر التعاقد (أعلى) وسعر السوق عند التصفية (أدنى) بحسب توقعه.
- البائع: يتوقع ارتفاع الأسعار، ويريد أن يستفيد الفرق بين سعر التعاقد (أدنى) وسعر السوق عند التصفية (أعلى) بحسب توقعه.

ثالثاً: مصالح (المتعاقدين) في عقد خيار الشراء (Call Option) وفق دوافع التحوّط:

(أ) مصالحة مشتري (خيار الشراء):

1. التحوّط ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، لأصول (مالية / حقيقة) يرغب بشرائها آجالاً بكلف أقل.
2. تأمين توفير مصدر لمنتجات (مالية / حقيقة) قد يكون في حاجة لها آجالاً.

3. التزام بائع (الخيار الشراء) بالبيع وضمان عدم تصرفه بالأصول (المالية / الحقيقة).

4. رغبته في تغيير عمله، وسعيه في إمتلاك أصول جديدة، ضمن خطط مستقبلية.

(ب) مصلحة بائع (خيار الشراء):

1. تأمين توفير سوق لمنتجاته (الحقيقة / المالية).

2. قناعته بأن الأسعار لن ترتفع، فإذاً أن ثبت أو تنخفض.

3. قناعته بأن سعر التعاقد مناسب، لاسيما في أصول يمتلكها بكلف أقل.

4. رغبته في تغيير عمله، وسعيه في تصفية أصوله، ضمن خطط مستقبلية.

رابعاً: مصالح المشتري والبائع في عقد خيار البيع (Put Option) وفق دوافع التحوط:

(ا) مصالح مشتري (خيار البيع):

1. التحوط ضد مخاطر انخفاض الأسعار، لأصول (مالية / حقيقة) يمتلكها الآن أو آجالاً.

2. التزام بائع (خيار البيع) بالشراء وعدم تصرفه بالشمن المخصص للشراء.

3. تأمين توفير سوق لمنتجاته (الحقيقة / المالية).

4. رغبته في تغيير عمله، وسعيه في تصفية أصوله، ضمن خطط مستقبلية.

(ب) مصالح بائع (خيار البيع):

1. تأمين توفير مصدر لمنتجات (مالية / حقيقة) قد يكون في حاجة لها آجالاً.

2. قناعته بأن الأسعار لن تنخفض، فإذاً أن ثبت أو ترتفع.

3. قناعته بأن سعر التعاقد مناسب، لاسيما في أصول يمتلكها بكلف أعلى.

4. رغبته في تغيير عمله، وسعيه في إمتلاك أصول جديدة، ضمن خطط مستقبلية.

الحكم الشرعي للمسألة: إن تقديم (العلاوة، أو الدفع، أو القسط، أو العروض) من طرف مشتري (خيار البيع) تحقق له مصلحة التمتع بحق الخيار ومزاياه، أهمها التزام الطرف الآخر بائع (خيار البيع) بالشراء، وعلى ذلك لا مانع شرعاً من تسعير خيار البيع (Put Option)، مادام أنه يحقق لمشتري خيار البيع (البائع) نفس المصلحة وهي التزام الطرف الآخر بائع خيار البيع (بالشراء).

(الخلاصة) في حكم تداول الأصول (المالية والحقيقة) بعقود الخيارات:

يجوز تداول الأصول (المالية / الحقيقة) بعقود الخيارات المالية (Options) من الناحية الشرعية، بغرض المضاربة المشروعة (المتاجرة) أو بغرض التحوط، وذلك بعد توفر الشروط والضوابط التالية - مجتمعة - في الأصول المتداولة وفي المتعاملين بها:

1. أن تكون الأصول (المالية / الحقيقة) من الأصول المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية ابتداءً.
2. إذا كانت الأصول من الأوراق المالية فيشترط أن تكون من الأوراق المالية الإسلامية، مثل: أدوات الملكية (الأسهم أو الصكوك الإسلامية) دون أدوات المديونية (السندات التقليدية).

3. وأن تكون الأسهم من النوع الذي يجوز إصداره كالأسهم العادي دون الممتازة.

4. وأن تكون الأسهم العادية غرضها الأساس مشروعًا، ولو مارست أعمالاً غير مشروعه.

5. وأن يتم تداول الأسهم بإحدى العقود والمعاملات الجائزة، كالشراء بكمال الثمن وغيرها.

6. أن تخلو عمليات تداول الأصول (المالية / الحقيقة) من المضاربة غير المشروعة، وهي المقامرة.

7. أن تخلو عمليات تداول الأصول (المالية / الحقيقة) من محددات العرض والطلب المصطنعة.

المبحث الثاني

بعد تفكيك العناصر التي تتكون منها الخيارات المالية في المبحث السابق يتم تجميعها مرة أخرى بصورة جديدة بما يتواافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يتناول هذا المبحث الجانب التطبيقي الإفتراضي للخيارات المالية الإسلامية في كل حالاتها للمضاربة والاستثمار والتحوط.

المطلب الأول: تصميم خيارات مالية إسلامية وإعادة الهندسة (Islamic Financial Options Design).

تبين من التحليل السابق في المبحث الأول أن العمليات الآجلة الاختيارية (Options) بأنواعها، بالأليلة التي تتم بها في البورصة، مرفوضة من

الناحية الشرعية بسبب إرادة المقامرة وتشكيلها المركبة، التي عمقت من المشكلة بأكثر من صورتها البسيطة، إلا أن باقي مكونات المعاملات الأجلة (الخيارات) وهي: (بيع ما لا يملك، وتأجيل البدين، واعتبار حق الشراء أو البيع مما له قيمة مالية، ووظائف التحوط أو المضاربة والاستثمار)، لا يوجد في هذه المكونات ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وعلى ذلك إن خلا عقد التداول بالمعاملات الأجلة الاختيارية، من غرض المقامرة فيمكن أن يصبح عقداً موافقاً لـأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك في إطار إدخال التعديلات التالية التي تستهدف تصميم خيارات مالية إسلامية للمضاربة وإدارة المخاطر:

(1) أن يقصد المتعاملون (أفراد، شركات، حكومات) بالمعاملات الأجلة الاختيارية (Options) تسليم الثمن والثمن في يوم التصفية إذا كان الخيار أوروبياً، أو في أثناء المدة إذا كان الخيار أمريكاً، أو أن يمارس مشتري الخيار (بيع أو شراء) حقه في العدول عن تنفيذ الصفقة، ولا يجوز أن تتم تصفية المراكز بالتسوية النقدية، لأنها مقامرة.

(2) لا يمارس أحد المتعاقدين (أفراد، شركات، حكومات) أنشطة من شأنها أن تشوه القيم الحقيقية للأصول المتداولة محل الصفقة.

المطلب الثاني: النماذج والإجراءات.

وبين يدي تطبيق عقود الخيارات (Options) وفق أحكام الشريعة الإسلامية، النماذج والإجراءات التالية:

النموذج الأول: أن تتم عقود الخيارات الإسلامية وفق دوافع المضاربة المشروعة (Speculation)، وبيانه كالتالي:

1.1 الاختيارات البسيطة، التي تتضمن خيار الشراء (Call Option):

الإجراءات:

الخطوة الأولى: يقوم مشتري (الخيار الشراء) (أفراد، شركات، حكومات) بدفع (علاوة أو دفع) لبائع (الخيار الشراء) ضمن عقد اختيار، الذي يكون محله أصولاً (مالية/ حقيقة) محددة، على أنه في يوم تنفيذ الصفقة بين خيارين:

الخيار الأول: في حال (ارتفاع الأسعار).

الخطوة الثانية: إن صحت توقعات مشتري (الخيار الشراء) بارتفاع الأسعار يقوم بتنفيذ الصفقة، ويسلم الثمن ويستلم الأصول (المالية/ الحقيقة) وتحسب العلاوة من ضمن ثمن الأصول، ويتمثل ربحه في الفرق بين سعر التعاقد (أدنى) وسعر السوق (أعلى) وهذا يعني ضمناً خسارة بائع (الخيار الشراء) الذي توقع هبوط الأسعار ولم تصح توقعاته، لا سيما إذا باع ما كان يملك، أما لو باع ما كان يملك - مع تأجيله ليوم التصفية - فلا يعني حتمية خسارته، لأنه قد يكون اشتري أصوله بسعر أعلى من سعر التصفية (وهو سعر التعاقد).

الخيار الثاني: في حال (انخفاض الأسعار).

الخطوة الثالثة: إن خابت توقعات مشتري (الخيار الشراء) بانخفاض الأسعار فلن يقوم بتنفيذ الصفقة، وإنما يفسخ ويحسن العلاوة، تعويضاً لبائع الخيار عن إنتظاره وإشغال ذمته بالالتزام بتوفير الأصول (المالية/ الحقيقة) وخسارته للفرصة البديلة، وهذا يعني ضمناً ربحاً لبائع (الخيار الشراء) للعلاوة، إلا أن خسارة مشتري (الخيار الشراء) للعلاوة هي خسارة اعتبارية (غير حقيقة) لأنه تمت بحق الخيار واستفاد منه في أثناء المدة، أي أنه دفع الثمن مقابل التمتع بالحق وقد تمت به، ولو لم يكن هذا الحق بيده وكانت خسارته أكبر بكثير، الأمر الذي يعني أن خسارة مشتري (الخيار الشراء) ليست حتمية، بل غير موجودة، لأنه في حال صحت توقعاته فهو رابح، وفي حال خابت توقعاته فهو ليس بخاسر، وهذا ما فرق بين التسوية النقدية (غير المشروعة) في الوضع التقليدي التي تتضمن الخسارة الحتمية لأحد أطراف العقد، وبين التسلیم للثمن والأصول (المالية/ الحقيقة) في الوضع الجديد، والذي يتضمن الخسارة الاحتمالية.

2.1 الاختيارات البسيطة، التي تتضمن خيار البيع (Put Option):

الإجراءات:

الخطوة الأولى: يقوم مشتري (الخيار البيع) (أفراد، شركات، حكومات) بدفع (علاوة أو دفع) لبائع (الخيار البيع)، ضمن عقد اختيار، الذي يكون محله أصولاً (مالية/ حقيقة) محددة، على أنه في يوم تنفيذ الصفقة بين خيارين:

الخيار الأول: في حال (انخفاض الأسعار).

الخطوة الثانية: إن صحت توقعات مشتري (الخيار البيع) بهبوط الأسعار، يقوم بتنفيذ الصفقة ويسلم الأصول (المالية/ الحقيقة) إن كان يملكتها، أو يشتريها من السوق إن كان لا يملكتها، ويتمثل ربحه في الفرق بين سعر التعاقد (أدنى) وسعر السوق (أعلى)، وهذا يعني ضمناً خسارة بائع (الخيار البيع) الذي توقع ارتفاع الأسعار ولم تصح توقعاته، إلا أن خسارة بائع (الخيار البيع) هي خسارة اعتبارية ونسبة (غير حقيقة) لأنه ملك أصولاً (مالية/ حقيقة)، ومالك الأصول لا يسمى خاسراً، لإمكانية أن تتغير أسعارها باتجاه آخر، الأمر الذي يعني أن خسارته ليست حتمية بل احتمالية، إضافة إلى أنه ملك العلاوة مسبقاً.

الخيار الثاني: في حال (ارتفاع الأسعار).

الخطوة الثالثة: إن خابت توقعات مشتري (الخيار البيع) بارتفاع الأسعار، لن يقوم بتنفيذ الصفقة، وإنما يفسخ ويُخسر العلاوة، تعويضاً لبائع (الخيار البيع) عن إنتظاره وإشغال ذمته بالالتزام بشراء الأصول المالية أو الحقيقة وخسارته للفرصة البديلة، وهذا يعني ضمناً ربحاً لبائع (الخيار للعلاوة)، إلا أن خسارة مشتري (الخيار البيع) للعلاوة هي خسارة اعتبارية (غير حقيقة) لأنها تمنع بحق الخيار واستفاد منه في أثناء المدة، أي أنه دفع الثمن مقابل التمتع بالحق وقد تمنع به، ولو لم يكن هذا الحق بيده وكانت خسارته أكبر بكثير، الأمر الذي يعني أن خسارة مشتري (الخيار البيع) ليست حتمية، بل غير موجودة، لأنه في حال صحت توقعاته فهو راجح وفي حال خابت توقعاته فهو ليس بخاسر، وهذا ما فرق بين التسوية النقدية (غير المشروعة) في الوضع التقليدي التي تتضمن الخسارة الحتمية لأحد أطراف العقد، وبين التسليم للثمن والأصول المالية أو الحقيقة في الوضع الجديد الذي يتضمن الخسارة الإحتمالية.

النموذج الثاني: أن تتم عقود الخيارات الإسلامية وفق دوافع إدارة المخاطر (Risk Management) والتحوط منها، وبيان ذلك كالتالي:

لا تخرج عملية التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار عن الصورتين التاليتين:

الصورة الأولى: (الخوف من هبوط الأسعار).

قد يخشى المتحوط (أفراد، شركات، حكومات) من هبوط الأسعار (الأصول يمتلكها عاجلاً أو آجلاً) فيقوم بالإجراءات التالية:

الخطوة الأولى: يقوم شراء (خيار بيع Put Option) ضمن عقد الاختيار، ويدفع علاوة مقابل تمنعه بهذا الخيار، ولن تخرج نتائج إدارة التحوط عن الإحتمالين التاليين:

الإحتمال الأول: (في حال انخفاض الأسعار).

الخطوة الثانية: إن صدقت توقعات المتحوط (مشتري خيار البيع) بهبوط الأسعار، فإنه يقوم بتنفيذ الصفقة يوم التصفية، ويسلم الأصول المالية أو الحقيقة إن كان يملكتها، أو (يشترتها من السوق إن كان لا يملكتها)، ويتمثل نجاح المتحوط في إدارة المخاطر في ربحه الفرق بين سعر التعاقد (أعلى) وسعر السوق (أدنى)، وهذا يعني ضمناً خسارة بائع (الخيار البيع) الذي توقع ارتفاع الأسعار ولم تصح توقعاته، إلا أن خسارة بائع (الخيار البيع) هي خسارة اعتبارية ونسبة (غير حقيقة) لأنه ملك أصولاً مالية أو حقيقة، ومالك الأصول لا يسمى خاسراً، لإمكانية أن يتغير اتجاهها السعر، الأمر الذي يعني أن خسارته ليست حتمية وإنما هي احتمالية، إضافة إلى أنه ملك العلاوة مسبقاً.

ويتضمن من الممارسة السابقة، أن المتحوط الذي يخشى هبوط الأسعار، يجب أن يكون مالكاً للأصول التي يخشى هبوط أسعارها، وأنه سيملكتها قريباً (أبو غدة، 1992)، حتى يكون طرفاً في عقد التحوط، أما كونه يخشى هبوط أسعار لأصول لا يملكتها فلا يبرر للتحوط في مثل هذه الحالة، لأنه لا علاقة تربطه بـ هبوط أسعار لأصول لا يملكتها، إلا أن يكون طرفاً في عقد مضاربة وليس تحوط، وعلى ذلك قد يكون أحد طرفي العقد متحوطاً والطرف الآخر مضارباً، وذلك لا مانع منه كما سبق، ولكن يجب أن يتم بالقيود الواردة على المضاربة كي تنسم بالمشروعية، وفي كلتا الحالتين (مضاربة / تحوط) لا يجوز أن تتم تصفية العقد الذي بينهما بالتسوية النقدية، لأن التسويات النقدية (الحسابية) مستبعدة من تعاملات بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وفي حال حدث ذلك فإن العملية تحولت إلى مقامرة.

الإحتمال الثاني: (في حال ارتفعت الأسعار).

الخطوة الثالثة: إن خابت توقعات المتحوط (مشتري خيار البيع) بارتفاع الأسعار، لن يقوم بتنفيذ الصفقة، وإنما يفسخ ويُخسر العلاوة، تعويضاً لبائع (الخيار البيع) عن إنتظاره وإشغال ذمته بالالتزام بشراء الأصول المالية أو الحقيقة وخسارته للفرصة البديلة، وهذا يعني ضمناً ربحاً لبائع (الخيار للعلاوة)، إلا أن خسارة المتحوط (مشتري خيار البيع) للعلاوة هي خسارة اعتبارية (غير حقيقة) لأنها تمنع بحق الخيار واستفاد منه في أثناء المدة، أي أنه دفع الثمن مقابل التمتع بالحق وقد تمنع به، ولو لا هذا الحق الذي بيده وكانت خسارته أكبر بكثير، لأن حق الخيار سمح له بالفسخ، وإلا لأضطر إلى أن ينفذ الصفقة بالسعر المثبت، الذي هو أقل بكثير من سعر السوق، وهذا تضييع عليه فرصة البيع بسعر أعلى، وهو في هذه الحالة قد خسر العلاوة فقط، إلا أن قيمة الأصول التي يمتلكها (عاجلاً أو آجلاً) قد إرتفعت، الأمر الذي يعني أن خسارة المتحوط (مشتري خيار البيع) ليست حتمية، بل غير موجودة، لأنه في حال صحت توقعاته فهو راجح وفي حال خابت توقعاته فهو ليس بخاسر، بل قد يكون رابحاً أيضاً، وهذا ما فرق بين التسوية النقدية (غير المشروعة) التي تتضمن الخسارة الحتمية لأحد الأطراف، وبين التسليم للثمن والأصول المشروع، والذي يتضمن الخسارة الإحتمالية.

الصورة الثانية: (الخوف من ارتفاع الأسعار).

قد يخشى المتحوط (أفراد، شركات، حكومات) من ارتفاع الأسعار (الأصول مالية أو حقيقة، لا يمتلكها عاجلاً، لكنه يرغب بامتلاكها آجلاً) فيقوم بالإجراءات التالية:

الخطوة الأولى: يقوم بشراء (الخيار شراء Option)، ضمن عقد الاختيار، ويدفع علاوة مقابل تتمتع بهذا الخيار، ولن تخرج نتائج إدارة التحوط عن الإحتمالين التاليين:

الإحتمال الأول: (في حال ارتفعت الأسعار).

الخطوة الثانية: إن صدق توقعات المتحوط (مشتري خيار الشراء) بارتفاع الأسعار، فإنه يقوم بتنفيذ الصفقة يوم التصفية، ويستلم الأصول (المالية أو الحقيقة) التي يرغب بامتلاكها، ويسلم الثمن، ويتمثل نجاح المتحوط في إدارة المخاطر في ربحه الفرق بين سعر التعاقد (أدنى) وسعر السوق (أعلى)، وهذا يعني انخفاض التكلفة عليه، ويعني ضمناً خسارة باائع (الخيار الشراء) الذي توقع هبوط الأسعار ولم تصح توقعاته، لا سيما إذا باع ما لا يملك، أما لو باع ما كان يملك - مع تأجيله لليوم التصفية - فلا يعني حتمية خسارته، لأنه قد يكون اشتري أصوله بسعر أدنى من سعر التصفية (وهو سعر التعاقد).

الإحتمال الثاني: (في حال إنخفضت الأسعار).

الخطوة الثالثة: إن خابت توقعات المتحوط (مشتري خيار الشراء) بانخفاض الأسعار، فلن يقوم بتنفيذ الصفقة، وإنما يفسخ ويخرس العلاوة، تعويضاً لبائع (الخيار الشراء) عن إنتظاره وإشغال ذمته بالالتزام بتوفير الأصول (المالية أو الحقيقة) وخسارته لفرصة البديلة، وهذا يعني ضمناً ربحاً لبائع (الخيار الشراء) للعلاوة، إلا أن خسارة مشتري (الخيار الشراء) للعلاوة هي خسارة اعتبارية (غير حقيقة) لأنه تمنع حق الخيار واستفاد منه في أثناء المدة، أي أنه دفع الثمن مقابل التمتع بالحق وقد تمنعه، ولو لم يكن هذا الحق بيده وكانت خسارته أكبر بكثير، لأن حق الخيار سمح له بالفسخ، وإلا لأضطر إلى أن ينفذ الصفقة بالسعر المثبت (أعلى)، الذي هو أكثر بكثير من سعر السوق (أدنى)، وهذا تصريح عليه فرصة الشراء من السوق بسعر أدنى، لكنه في هذه الحالة قد خسر العلاوة فقط، إلا أن قيمة الأصول التي يرغب بامتلاكها (عاجلاً أو آجلاً) قد إنخفضت، الأمر الذي يعني أن خسارة مشتري (الخيار الشراء) ليست حتمية، بل غير موجودة، لأنه في حال صحت توقعاته، فهو رايب وفي حال خابت توقعاته، فهو ليس بخاسر، وهذا ما فرق بين التسوية النقدية في الوضع التقليدي التي تتضمن الخسارة الحتمية لأحد أطراف العقد، وبين التسلم والتسليم للثمن والأصول (المالية/ الحقيقة) في الوضع الجديد الذي يتضمن الخسارة الإحتمالية.

وعليه يمكن القول بأنه: لا يوجد في أشكال التداول بالمعاملات الآجلة (Options) بالطريقة التي تم التعرض لها من الناحية الشرعية، سواء بغرض المضاربة المشروعة، أو بفرض التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، ما يخالف أحكام الشريعة، مثل: الربا، والقامار، والغرر الفاحش، ما دام تم التقييد بالقيود التي قامت الدراسة بالتركيز عليها، وأهمها: (مسألة القمار).

وعليه تستطيع بورصة الأوراق المالية والتجارية العاملة وفق أحكام الشريعة الإسلامية الإفادة منها ومن أدواتها، وتقديمها لعموم المستثمرين (أفراد، شركات، حكومات) من يرغبون بالمضاربة أو بالتحوط، كإحدى أنواع منتجات الهندسة المالية الإسلامية، التي تجمع بين المصداقية الشرعية وبين الكفاءة الاقتصادية العملية.

وهذه خلاصة بأهم الضوابط والقيود الأساسية التي يجب الالتزام بها، من قبل إدارة البورصة والمستثمرين أثناء عمليات التداول داخل البورصة:

1. أن تكون الأصول (مالية/ حقيقة) من الأصول المالية والحقيقة المشروعة وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دون الأصول غير المشروعة.
2. أن يتم تداول الأصول (المالية/ الحقيقة) وفق عقود المعاملات (العاجلة والأجلة) الجائزة شرعاً.
3. أن تخلو عمليات تداول الأصول (المالية/ الحقيقة) من التسويات الحسابية، وهي المقامرة.
4. أن تنتهي كل الصفقات بالتسليم (عاجلاً أو آجلاً) بغرض المضاربة أو التحوط.
5. أن تقوم إدارة البورصة بتوفير كافة الإجراءات (الإدارية/ التنظيمية) لحماية قيم الأصول من التشوّهات السعرية، والحد من منها.

النتائج والتوصيات:

توصلت الدراسة إلى أنه يمكن تصميم خيارات مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وذلك من خلال إعادة هندسة الخيارات المالية التقليدية وتطوريها بالضوابط والأحكام الشرعية الإسلامية المبينة في الدراسة. وقد تم دعم هذه النتائج بناءً على فقهية تقوم عليها هذه الخيارات مثل الإفادة من بيع العربون الإسلامي وخيار الشرط الموجود في الفقه الإسلامي والتوصيل إلى أن وظائف المنتجات المالية التقليدية الثلاثة (المضاربة، الاستثمار، التحوط وإدارة المخاطر) لا تتعارض مع مبادئ وأحكام الاقتصاد الإسلامي من حيث الأساس وأنه يوجد العديد من الفوائد في الخيارات المالية بل لا تستطيع الأنظمة والمؤسسات المالية الإسلامية الاستغناء عنها وأهمها وظيفة "التحوط وإدارة المخاطر" ومن المهم لأية خيارات مالية مستقبلية عدم تصفية عقودها بالتسويات الحسابية وهي التي حولت هذه العقود إلى مقامرات وأدت إلى حدوث فقاعات وهنية وغير حقيقة للأسوق. الآن تستطيع البورصات والأسوق المالية التقليدية والإسلامية البناء على الإطار المفاهيمي الذي قامت الدراسة برسم حدوده ووضعت كافة

احتمالاته ورفعت الغموض عنه في حالات البيع والشراء، سواء لأغراض المضاربة أو الاستثمار أو التحوط وذلك باستكمال باقي الخطوات والآليات مثل: (تصميم عقود، إجراءات عمل، نماذج مساندة) وتقديمهما للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات والحكومات وتلبية احتياجاتهم. توصي الدراسة صناع القرار ورجال الأعمال مراجعة المشتقات المالية التقليدية وتجنب التعاطي بها لما سببته من أزمات مالية حادة والاستثمار في هذا النوع من المشتقات المالية الإسلامية لإثراء الأسواق المالية وتنوع مخاطر الاستثمار بما يساهم في تعزيز الإستقرار المالي العالمي وتجنب الأزمات.

الهوامش

- (1) القرار رقم 63 (7/1) المنعقد في دورة مؤتمر السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 9-12 ذي القعدة 1412 الموافق 14-9 أيار (مايو) 1992، الموقع الإلكتروني www.fiqhacademy.org.sa
- (2) انظر القرار رقم 66 (7/3) المنعقد في دورة مؤتمر السابع بجدة في المملكة العربية السعودية 1412 هـ 1992، الموقع الإلكتروني www.fiqhacademy.org.sa
- (3) أبو رحيم، حكم العربون في الإسلام، م، س، ص 414، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة.
- (4) القرار رقم (76/3) المنعقد في دورة مؤتمر الثامن - العدد الثامن – الجزء الأول، ص 793.
- (5) أبو رحيم، حكم العربون في الإسلام، م، س، ص 414، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة.

المصادر والمراجع

- ابن القيم، م. (د.ت.). *علام الموقعين عن رب العالمين*. بيروت: دار الجيل.
- ابن تيمية، ت. (1997). *الفتاوى الكبرى*. (ط1). بيروت: دار الجيل.
- ابن حزم، ع. (1988). *المحتار بالآثار*. بيروت: دار الكتب العلمية.
- ابن عابدين، م. (1992). *حاشية ابن عابدين: رؤى المحتار شرح تطوير الأ炳صار*. (ط2). بيروت: دار الفكري.
- ابن قدامه، ع. (1966). *المغني على مختصر الخرق*. القاهرة: مكتبة القاهرة.
- أبو زيد، ع. (2014). *التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية*. مجلة جامعه الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 27(3)، 3-44.
- أحمد، أ. (1995). *أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائي في الاقتصاد الإسلامي*. (ط1). سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي.
- الأشقر، م. وأخرون. (1998). *عقد الإستصناع*. (ط1). عمان: دار النفاثس.
- آل سليمان، م. (2005). *أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة*. (ط1). الرياض: دار كنوز إشبانيا للنشر والتوزيع.
- الجرف، م. (2016). *عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي*. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي.
- الخطاب، م. (1992). *مواهب الخطيب لشرح مختصر خليل*. (ط3). بيروت: دار الفكر.
- حمود، س. (1976). *تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية*. (ط1). عمان: مكتبة الأقصى.
- خان، ط. و حبيب، أ. (2003). *إدارة المخاطر "تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"*. (ط1). جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.
- الخليل، أ. (2005). *الأسهم والسنادات وأحكامها في الفقه الإسلامي*. (ط2). السعودية: دار ابن الجوزي.
- الخرشبي، م. (1900). *شرح الخرشبي على مختصر خليل*. مصر: المطبعة الكتبية للأميرية.
- الخياط، ع. والعياطي، أ. (2004). *فقه المعاملات وضيغ الاستثمار*. (ط1). عمان: دار المتقدمة للنشر.
- دية، ع. (2005). *القواعد والضوابط الفقهية لأحكام البيع في الشريعة الإسلامية*. (ط1). عمان: دار النفاثس.
- رذق، ع. (2006). *دعائم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار*. لبنان: إتحاد المصادر العربية.
- رضوان، س. (1996). *أسواق الأوراق المالية*. (ط1). القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
- رضوان، س. (2005). *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر*. (ط1). دار النشر للجامعات.
- الرملاني، أ. (1984). *نهائة المحتاج إلى شرح المحتاج في الفقه على مذهب الإمام الشافعي*. بيروت: دار الفكر.
- الزحيلي، و. (1989). *الفقه الإسلامي وأدلته*. (ط3). دمشق: دار الفكر.
- الزرقا، م. (1998). *المدخل الفقهي العام*. (ط1). دمشق: دار القلم.
- زيدان، ع. (1994). *الوحيز في أصول الفقه*. (ط6). بيروت: مؤسسة الرسالة.
- الصالويس، ع. (2006). *فقه البيع والإستثمار منه*. (ط4). بيروت: مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، ص 815.
- السنهوري، ع. (2007). *الوسسيط في شرح القانون المدني*. القاهرة: مؤسسة الأمل.

- شبير، م. (2001). *المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي*. (ط4). عمان: دار النفائس الشريفي، م. (1994). *مُفهِّي المُحْتاج إلى مَعْرِفَةِ معانِي الْفَاظِ الْمُبَاهِجِ*. (ط1). بيروت: دار الكتب العلمية.
- صبيح، م. (1998) *الابتكارات المالية*. (ط1).
- الطائي، أ. (2007). *الموازنة بين المصالح*. (ط1). عمان: دار النفائس.
- العبادي، ه. (2008). *الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية*. (ط1). عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- عمار، م. (2012). *الهندسة المالية في الفكر التقليدي والفكر الإسلامي: دراسة مقارنة*. مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 34(1)، 424 - 477.
- فياض، ع. (1998). *سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي*. (ط1). مصر: دار النشر للجامعات.
- القانون المدني الأردني، المادة "107".
- القرة داغي، ع. (2006). بحث في فقه المعاملات المالية المعاصرة. (ط2). بيروت: دار البشائر الإسلامية.
- القرضاوي، ي. (1998). *بيع المرباح كـما تجربه المصادر الإسلامية*. (ط1). بيروت: مؤسسة الرسالة.
- قاضي خان، ح. (2009). *فتاوی قاضي خان في منصب الإمام الأعظم أبي حنيفة النعمان*. بيروت: دار الكتب العلمية.
- الكاساني، ع. (1986). *بيان الصنائع في ترتيب الشرائع*. (ط2). بيروت: دار الكتب العلمية.
- كامل، ع. (2006). *القواعد الفقهية الكبرى وأثرها في المعاملات المالية*. (ط1). القاهرة: مكتبة التراث الإسلامي.
- مطر، م. (2004). *إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية*. (ط3). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- منازع، ح. (2016). أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي.
- المومني، غ. (2003). *إدارة المحافظة الاستثمارية الحديثة*. (ط2). عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- النؤووي، ي. (د.ت.). *المجموع شرح المهدى للشیرازی*. بيروت: دار الفكر.
- هارون، م. (1999). *أحكام الأسواق المالية للأسهم والأسناد*. (ط1). عمان: دار النفائس.
- بن منيع، ع. (1994). حكم العربون في عقود البيع والإجارة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الثامنة، جدة، 1(8)، 674.
- أبو سليمان، ع. (1992). الاختيارات. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1(7)، 330.
- أبو غدة، ع. (1992). الاختيارات في الأسواق المالية. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1(7)، 337.
- الزحيبي، و. (1992). عقود الاختيارات. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1(7)، 254.
- السعاتي، ع. (2003). مستقبليات مقترحة متوقعة مع الشريعة. مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، 15(1)، 27-53.
- السعاتي، ع. (1999). نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، بحوث مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، 11(1)، 92-5.
- السلامي، م. (1992). الاختيارات. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، 1(7)، 232.
- الضرير، ص. (1992). الاختيارات. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1(7)، 263.
- الضرير، ص. (1994). بيع العربون. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الثامنة، جدة، 1(8)، 663.
- العثمانى، م. (1992). عقود المستقبليات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1(7)، 353.
- القرى، م. (1992). (الأسهم، الاختيارات، المستقبليات). مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1(7)، 206.
- المصري، ر. (1994). بيع العربون. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الثامنة، جدة، 1(8)، 712.
- البعلي، ع. (د.ت.). *المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية*. الكويت.
- الجبالي، م. (1991). *الأسواق المالية في الإسلام*. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، إربد.
- حطاب، لك. (د.ت.). *نحو سوق مالية إسلامية*. بحث غير منشور، جامعة اليرموك، الأردن.
- زعترى، ع. (د.ت.). *المعاملات المالية - فتاوى فقهية معاصرة*.
- العيادى، أ. (د.ت.). *مخاطر صيغ التمويل والاستثمار الإسلامية، وأدوات الهندسة المالية الالزمة للتعامل معها، بحث غير منشور*.

References:

- Abadi, H. (2008). *Financial engineering and its tools focus on financial options strategies*. (1st ed.). Oman: al Warraq publishing and distribution.
- Abu Ghada, P. (1992). Choices in financial markets. *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session, Jeddah*, 1(7), 337.
- Abu Suleiman, P. (1992). Choices. *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session, Jeddah*, 1(7), 330.
- Abu Zaid, P. (2014). Doctrinal and intentional analysis of financial derivatives. *Journal of King Abdulaziz University*:

- Islamic economics*, 27(3), 3-44.
- Ahmed, A. (1995). *Stock markets and their developmental implications in the Islamic economy*. (1st ed.). Saleh Kamel series of University theses in Islamic economics.
- Alaiadi, A. (n.d.). The risks of Islamic finance and investment formulas, and the financial engineering tools needed to deal with them, *unpublished research*.
- Alashkar, M., et.al (1998). *Istisna contract*. (1st ed.). Amman: Dar Al-Nafees.
- Al-Baali, P. (n.d.). *Financial derivatives in practice and in legitimate vision*. Kuwait.
- Aldarrir, P. (1992). Selections. *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session, Jeddah*, 1(7), 263.
- Aldarrir, P. (1994). Sale of the deposit, *Journal of the Islamic Fiqh Council, Organization of the Islamic Conference, eighth session, Jeddah*, 1(8), 663.
- Alhattab, M. (1992). *Galilee talents for a brief explanation Khalil*. (3rd ed.). Beirut: House of thought.
- Aljarf, M. (2016). Financial options contracts in Islamic jurisprudence. *Journal of the International Islamic jurisprudence academy, organization of Islamic Cooperation, in cooperation with the Islamic Economic jurisprudence forum*.
- Alkhaleel, A. (2005). *Stocks and bonds and their provisions in Islamic jurisprudence*. (2nd ed.). Saudi Arabia: Dar Ibn al-Jawzi.
- Al-kharshi, M. (1900). *Kharshi explained on Khalil brief*. Egypt: grand princely printing press.
- Alkhayat, P., & Alaeadi, A. (2004). *Jurisprudence of transactions and investment formulas*. (1st ed.). Amman: advanced publishing house.
- Al-Masri, R. (1994). Sale of the deposit, *Journal of the Islamic Fiqh Council, Organization of the Islamic Conference, eighth session, Jeddah*, 1(8), 712.
- Alnawawi, J. (n.d.). *Total polite explanation of Shirazi*. Beirut: House of thought.
- Al-Qaradawi, J. (1998). *Selling Murabaha as conducted by Islamic banks*. (1st ed.). Beirut: Mission Foundation.
- Al-Qari, M. (1992). Stocks, choices, futures. *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session, Jeddah*, 1(7), 206.
- Alramli, A. (1984). *The end of the need to explain the curriculum in jurisprudence on the doctrine of Imam Shaf'i*. Beirut: House of thought.
- Alsa'ati, P. (1999). Towards Islamic financial derivatives for commercial risk management. *King Abdulaziz University journal Research, Islamic economics*, 11, 5-92.
- Alsa'ati, P. (2003). Proposed futures compliant with Sharia. *King Abdul Aziz University Journal, Islamic economy*, Jeddah, 15, 27-53.
- Al-Sherbini, M. (1994). *A singer who needs to know the meanings of the words of the curriculum*. (1st ed.). Beirut: House of scientific books.
- Al-Sulaiman, M. (2005). *Provisions dealing in contemporary financial markets*. (1st ed.). Riyadh: House of treasures of Seville for publishing and distribution.
- Al-Ta'ie, A. (2007). *Balancing interests*. (1st ed.). Amman: Dar Al-Nafees.
- Al-zahili, and. (1992). Contracts of choices, *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session, Jeddah*, 1(7), 254.
- Al-zahili, W. (1989). *Islamic jurisprudence and its evidence*. (3rd ed.). Damascus: House of thought.
- Alzarqa, M. (1998). *General idiosyncratic entrance*. (1st ed.). Damascus: alqalam House.
- Ammar, M. (2012). Financial engineering in traditional and Islamic Thought: A Comparative Study. *Journal of commercial research, faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*, 34(1), 424 – 477.
- Dayyah, P. (2005). *Rules and rules of jurisprudence of the provisions of the sale in Islamic law*. (1st ed.). Amman: Dar Al-Nafees.
- Fayyad, P. (1998). *The stock market in the balance of Islamic jurisprudence*. (1st ed.). Egypt: University Publishing House.
- Hamoud, S. (1976). *Develop banking in accordance with Islamic law*. (1st ed.). Amman: Al-Aqsa library.
- Haron, M. (1999). *Provisions of the stock and bond financial markets*. (1st ed.). Amman: Dar Al-Nafees.
- Hattab, K. (n.d.). Towards an Islamic financial market, [unpublished research, Yarmouk University], Jordan.
- Ibn Abidin, M. (1992). *Ibn Abidin's footnote: Al-Muharar's response to Al-Durr al-Mukhtar explained the Enlightenment of the sight*. (2nd ed.). Beirut: House of thought.
- Ibn Alqaim, M. (n.d.). *The Lord of the worlds*. Beirut: House of generation.
- Ibn Hazm, P. (1988). *Sweetened by effects*. Beirut: House of scientific books.
- Ibn Mani'a, A. (1994). The provision of the deposit in the contracts of sale and lease. *Journal of the Islamic Fiqh Council, Organization of the Islamic Conference, eighth session, Jeddah*, 1(8), 674.
- Ibn Qudamah, P. (1966). *Singer on the ragged acronym*. Cairo: Cairo library.
- Ibn Timia, T. (1997). *The great fatwas*. (1st ed.). Beirut: House of generation.
- Jebali, M. (1991). Financial markets in Islam, [unpublished master's thesis, Yarmouk University], Jordan, Irbid.
- Jordanian Civil Code, Article "107".
- Kamal, P. (2006). *Major doctrinal rules and their impact on financial transactions*. (1st ed.). Cairo: Islamic Heritage Library.
- Kassani, P. (1986). *In the order of the canons*. (2nd ed.). Beirut: House of scientific books.
- Khan, T., & Habeeb, A. (2003). *Risk management "analysis of issues in the Islamic financial industry"*. (1st ed.). Jeddah: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.

- Mattar, M. (2004). *Investment Management theoretical framework and practical applications*. (3rd ed.). Amman: Wael publishing & distribution.
- Momani, G. (2003). *Modern Portfolio Management*. (2nd ed.). Amman: Dar Al-Munaj for publishing and distribution.
- Munaza', H. (2016). Hedging instruments in financial transactions and their Shariah provisions. *Journal of the International Islamic Fiqh Academy, Organization of Islamic Cooperation, in cooperation with the Islamic Economic Fiqh forum*.
- Ottomani, M. (1992). Futures contracts in commodities in the light of Islamic Law. *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session, Jeddah*, 1(7), p.353.
- Qara Daghi, P. (2006). *Research in the jurisprudence of contemporary financial transactions*. (2nd ed.). Beirut: Dar al-Bashir al-Islamiyya.
- Qazi Khan, H. (2009). *Fatwas of Qazi Khan in the doctrine of the great Imam Abu Hanifa al-Nu'man*. Beirut: House of scientific books.
- Ridwan, S. (1996). *Stock markets*. (1st ed.). Cairo: International Institute of Islamic thought.
- Ridwan, S. (2005). *Financial derivatives and their role in risk management*. (1st ed.). Publishing house of universities.
- Rizk, A. (2006). *Pillars of Strategic Investment Management*. Lebanon: Union of Arab banks.
- Salami, M. (1992). Selections. *Journal of the Islamic Fiqh Academy, Organization of the Islamic Conference, seventh session*, 1(7), 232.
- Salus, P. (2006). *Selling and certifying it*. (4th ed.). Beirut: Al Rayyan foundation for publishing and distribution.
- Sanhuri, P. (2007). *Mediator in the explanation of civil law*. Cairo: Hope Foundation.
- Speer, M. (2001). *Contemporary financial transactions in Islamic jurisprudence*. (4th ed.). Amman: Dar Al Nafees.
- Subuh, M. (1998). *Financial innovations*. (1st ed.).
- Zaatari, P. (n.d.). *Financial transactions-contemporary doctrinal fatwas*.
- Zidane, P. (1994). *Brief in the principles of jurisprudence*. (6th ed.). Beirut: Mission Foundation.