



منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي 2016 م
التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام

عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي

إعداد

الأستاذ الدكتور محمد سعدو الجرف

جامعة أم القرى

حقوق الطبع محفوظة

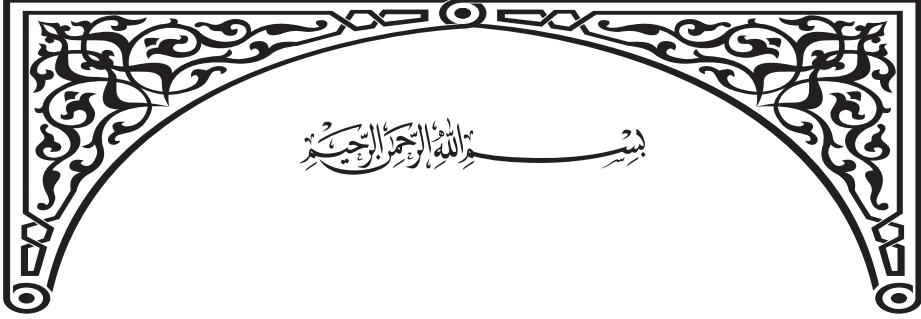
لدائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

هاتف: ٦٠٨٧٧٧٧ ٤ ٩٧١ + فاكس: ٦٠٨٧٥٥٥ ٤ ٩٧١ +
الإمارات العربية المتحدة ص. ب: ٣١٣٥ - دبي
www.iacad.gov.ae mail@iacad.gov.ae



هذا البحث يعبر عن رأي صاحبه

ولا يعبر بالضرورة عن رأي دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي



ملخص البحث

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين،
سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين: وبعد:

لقد هدفت الدراسة إلى بيان طبيعة عقود الخيارات في الأسواق المالية،
لمعرفة حكمها الشرعي. حيث تم عرض آلية العمل في هذه العقود، كما هو
واقع فعلاً، في ضوء افتراضات معينة. وقد تبين أن عقود الخيارات عقود
معاوضة فيها غرر فاحش فتكون باطلة شرعاً. وأن بعضها فيه بيع ما لا يملك.
ومن ثم فهي ليست وسائل شرعية لتنمية المال، والحفاظ عليه.

وتبين أنها تقوم على نقل عبء خطر معين من طرف إلى طرف آخر، في
حين يبقى الفرد متحتملاً لعبء الخطر في بعضها. كما تبين أن بعضها يهدف
إلى تحقيق الربح، وأن بعضها الآخر يهدف إلى المحافظة على مستوى اقتصادي
معين للفرد.

مفاتيح الدراسة:

- المشتقات المالية.

- عقود الغرر.

- التحوط.

- إدارة الخطر.

- الخيارات المالية.

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين،
سيدنا محمد، وعلى آله وأصحابه أجمعين.

وبعد:

فيعد حفظ المال من جانبي الوجود، والعدم من مقاصد الشريعة
الضرورية، ويعد التحوط، أو الاحتياط للمستقبل من وسائل حفظ المال
في الشريعة الإسلامية. ولعل من وسائل التحوط الشرعية، أو الاحتياط
للمستقبل، ما جاء في سورة يوسف: ﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ
فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا نَأْكُلُونَ﴾ (٤٧) ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ
مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَحْصِنُونَ﴾ [يوسف: ٤٧-٤٨]. وتعد المعاملات على
اختلافها، والبيوع من بينها من أسباب نقل الملكية من طرف لطرف آخر.
وقد شرعت لسد حاجات الناس، المتمثلة في حصول كلا المتبايعين على
ما عند الطرف الآخر على سبيل التملك. ومن هنا كانت المعاملات على
اختلافها، والبيوع من بينها، من قبيل المقاصد الحاجية. والبيوع منها ما هو
محدد، حيث يتحقق منها لكلا المتعاقدين مقصده من العقد بشكل كامل،

حيث يعلم كل متعاقد فيها مقدار ما يأخذه، ومقدار ما يعطيه، وأجل تنفيذ ذلك، ومن ثم يعلم كل متعاقد مقدار الكسب، أو مقدار الخسارة التي تعود عليه. ومن البيوع أيضاً ما هو احتمالي، حيث يتحقق فيها المقصد من العقد لكلا المتعاقدين بشكل يسير، وربما لا يتحقق فيها القصد من العقد لأحد العاقدين، أو كليهما، ومن ثم يعلم المتعاقد عند التعاقد مقدار ما يعطيه، أو مقدار ما يأخذه بدقة، ويعلم مقدار الكسب، أو الخسارة التي تعود عليه من العقد، لتوقف ذلك على واقعة احتمالية مستقبلية الوقوع. وقد أصبحت العقود الاحتمالية، أو عقود الغرر في الوقت الحاضر وسيلة لتجنب الخسارة المحتملة، أو للتحوط من الخسارة المحتملة. حيث يتم الاتفاق فيها على تحويل الخسارة المحتملة من أحد المتعاقدين، إلى المتعاقد الآخر، نظير مقابل مالي يحصل عليه من قبل التحويل. ومن ثم، لا يتحقق فيها غالباً المقصد من العقد لأحد العاقدين، أو كليهما، والمتمثل في حصول كل متعاقد على ما عند صاحبه على سبيل التملك. كما لا يستطيع أي طرف أن يحدد مقدماً مقدار ما يعطيه، أو مقدار ما يأخذه، ومن ثم تحديد مقدار الكسب، أو الخسارة التي تعود عليه من العقد، لتوقف ذلك على واقعة احتمالية مستقبلية

الوقوع. وهناك العديد من أدوات وأساليب التحوط المتاحة للمستثمرين في الوقت الحاضر. فلقد كانت هناك طفرة كبيرة في توفير المشتقات المالية في الثمانينيات بهدف التحوط، مع انتشار مقايضات سعر الفائدة، والمشتقات المالية الأخرى. وتم تطوير وثائق واتفاقات نموذجية لأنواع محددة من المشتقات المالية من قبل الهيئة الدولية للمقايضات والمشتقات المالية (ISDA). وقد كان هذا الاختصار يشير في السابق إلى (هيئة المتعاملين بمقايضة سعر الفائدة) بينما تغير المسمى الآن ليشير اختصار (ISDA) إلى (الهيئة الدولية للمقايضات والمشتقات المالية). ولقد نتج عن استخدام اتفاق رئيس نموذجي، وكذا استخدام اتفاقات فردية وفقاً لمعاملات المشتقات المالية الفردية نشوء أسواق ثانوية كبيرة، خاصة بالمنتجات بالمشتقات المالية حول العالم. ويمكن وفقاً للبعض لأدوات التحوط المالي في ظل الأزمات المالية أن تحمي الفرص الاستثمارية للعديد من المستثمرين. ولعل من أبرز أدوات، أو أساليب التحوط في الوقت الحاضر: وثائق التأمين، والعقود الآجلة التي توسعت لتشمل: مجالات الطاقة، والمعادن الثمينة، والعملات الأجنبية، وتقلبات أسعار الفائدة. وهناك أيضاً عقود المقايضة، والخيارات، وبطاقات الخصم.

فروض الدراسة:

- ١ - عقود الخيارات المالية وسيلة لإدارة الخطر.
- ٢ - عقود الخيارات المالية عقود معاوضات فيها غرر فاحش.
- ٣ - تعتمد عقود الخيارات المالية على نقل عبء خطر معين، من طرف، إلى طرف آخر.
- ٤ - تهدف عقود الخيارات المالية إلى تجنب الخسارة كلياً.
- ٥ - تهدف عقود الخيارات المالية إلى تجنب الخسارة جزئياً.
- ٦ - تهدف عقود الخيارات إلى تحقيق ربح لأحد طرفيها، أو كليهما.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى إثبات صحة أو خطأ الفروض السابقة. ومن ثم، بيان مدى مشروعية هذه العقود للتحوط، والمحافظة على المال، وتنميته.

منهج الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي. حيث يتم عرض عقود الخيارات المالية، كما يتم العمل بها فعلاً، ثم بيان التكييف الفقهي لهذه العقود. بمعنى

هل تدخل في عقود المعاوضات، أم المشاركات، أم غيرها. وهل تشمل على الغرر، وما هو نوع الغرر في حال وجوده.

حدود الدراسة:

تشمل الدراسة عقود الخيارات المالية.

مصطلحات الدراسة:

عقد المعاوضة: هو العقد الذي يأخذ فيه كلا المتعاقدين مقابلًا لما أعطى. حيث يحصل فيه كل واحد من العاقدين على ما عند صاحبه على سبيل التملك. ويقصد منه في الغالب تنمية المال.

الغرر الفاحش: هو ما خفيت عنا عاقبته. وهو ماله ظاهر محبوب وباطن مكروه. وهو ما استوى فيه جانب الوجود والعدم. ولا يتحقق معه المقصد من العقد غالباً، لأحد طرفيه، أو كليهما.

عقد الغرر: هو عقد معاوضة فيه غرر فاحش. فهو عقد غلب عليه الغرر حتى صار يعرف به.

التحوط: يقال: تحوط فلاناً، أي حاطه، بمعنى حفظه وتعهده بجلب ما ينفعه ودفع ما يضره. ويقال تحوط في الأمر إذا احتاط وحذر.

التحوط في الشؤون المالية: هو موقف يتخذ في سوق معين، في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر، بهدف تقليل التعرض للمخاطر غير المرغوب فيها.

عقد التحوط: عقد يتم بمقتضاه تجنب مخاطر الخسائر المالية، أو تقليلها قدر الإمكان، سواء بتحويل عبء المخاطر من طرف إلى طرف، أو بإبقائها على عاتق المتحوط.

المشتقات المالية: هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي. حيث تعد نوعاً من أنواع العقود المستقبلية، أو صورة من صورها. وهي لا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً، مقارنة بقيمة العقود. وتعتمد قيمتها (المكاسب، والخسائر) على الأصل موضوع العقد (تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد، ولذلك سميت بالمشتقات)، وتحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.

الدراسات السابقة:

١ - إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. د. بلعزوز بن علي. مجلة الباحث - عدد ٢٠٠٩. ٧/٢٠١٠. تعرضت الدراسة

لأهم استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر. فابتدأت بعرض تعريفات المخاطرة ومسبباتها وتقسيماتها، ثم إدارة المخاطر، وأهم طرق التعامل مع المخاطرة سواء بالتحويل، أو بالنقل، أو القبول، أو غيرها. ثم انتقلت إلى الاستراتيجيات المستخدمة لإدارة المخاطر، أو للتحوط، ومنها المشتقات المالية واستخداماتها للتحوط. وقد وجدت الدراسة أن العقود المؤجلة التي لا يراود منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار لا تفرق عن الرهان من الناحية القانونية، ولا تختلف عن القمار لأنها لا تولد قيمة مضافة، بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر. وهي تتعلق بسلع وأصول مهمة، ومؤثرة في النشاط الاقتصادي، ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس. وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على هذه المشتقات، إذ تعتبر أحد أهم أداة للتحوط، ومن أهم أسباب الأزمات المالية العالمية.

٢- بحوث الملتقى الرابع للمنتجات المالية الإسلامية بالخرطوم، بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. ٥-٦ أبريل. ٢٠١٢. ومنها:

١، ٢- إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية.

د. بن علي بلعزوز.

٢، ٢- نموذج لقياس مخاطر المصارف الإسلامية بغرض الحد منها.
الدكتور محمد البلتاجي.

٢، ٣- ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات
المالية الإسلامية. د. عبدالباري مشعل.

٢، ٤- مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في
ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية. الدكتور
عبد الكريم أحمد قندوز.

٢، ٥- عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع. د. إبراهيم
أحمد أونور.

٢، ٦- التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية. د. بدر
الدين قرشي مصطفى.

٣- المشتقات المالية: دراسة فقهية. د. خالد بن عبد الرحمن ناصر المهنا.
مطبوعات كرسي سابك لدراسة الأسواق المالية الإسلامية رقم ٠٣-٢٣،
١٤٣٤، ٢٠١٣. هدفت الدراسة إلى بيان الحكم الشرعي للتعامل بالأنواع
المختلفة للمشتقات المالية التي استحدثت في الأسواق المالية المعاصرة، عبر

دراسة أصولها الشرعية، ومن ثم التطبيق على فروعها. وهي بيوع الخيارات، والبيوع الآجلة والمستقبلية، والمبادلات، وعقود تثبيت أسعار الفائدة. وقد انتهت الدراسة ببيان الآثار المترتبة على استخدام بيوع المشتقات، والبدايل المقترحة للتحوط المالي.

٤- بحوث الدورة الحادية والعشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي. الرياض. ١٤٣٥. ٢٠١٣. ومنها:

- ١ ، ٤- محمد علي القرني بن عيد. التحوط في العمليات المالية.
- ٢ ، ٤- عبد الله محمد العمراني. التحوط في العمليات المالية.
- ٣ ، ٤- سامي بن إبراهيم السويلم. ضوابط التحوط في العمليات المالية.
- ٤ ، ٤- صالح بن عبد الله بن حميد. غرض التحوط في المنتجات المالية.
- ٥ ، ٤- محمد سعدو الجرف. عقود التحوط تطبيقات معاصرة لعقود الغرر.

٥- المشتقات المالية: سمير عبد الحميد رضوان^(١). كتاب تناول فيه الباحث عدداً من عقود المشتقات المالية مثل الخيارات، والمستقبلات،

(١) سمير عبد الحميد رضوان. المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها. دراسة مقارنة بين النظم الوضعية، وأحكام الشريعة الإسلامية. ط ١. القاهرة. دار النشر للجامعات. ١٤٢٦هـ - ٢٠٠٥م.

والمبادلات. حيث تناولها بالوصف والتحليل، ثم تناولها ببيان الحكم الشرعي لها، حيث انتهى إلى تحريمها لمبررات مختلفة، تختلف من عقد لآخر.

خطة الدراسة:

المبحث الأول: الخيارات المالية، والاختيار، والخيار الفقهي.

المبحث الثاني: أقسام الخيار باعتبار الحقوق التي ينشئها عقد الخيار.

المبحث الثالث: أقسام الخيار باعتبار الأصل محل عقد الخيار.

المبحث الرابع: أقسام الخيار باعتبار أسواق المبادلات.

المبحث الخامس: أقسام الخيار باعتبار تاريخ التنفيذ (نماذج أو أساليب الخيارات).

المبحث السادس: أنواع أخرى من الخيارات.

المبحث السابع: نماذج التقويم أو التسعير.

المبحث الثامن: مآل، أو نتيجة العقد من حيث الربح، والخسارة.

المبحث التاسع: التكيف الفقهي لعقود الخيارات.



المبحث الأول

الخيارات المالية والاختيار والخيار الفقهي

أولاً: الخيار في الفقه الإسلامي:

هو طلب خير الأمرين من إمضاء البيع، أو الفسخ. وهو على سبعة

أقسام:

١- خيار المجلس: ويثبت في البيع، والصلح، والإجارة، وغيرها من المعاوضات، التي يقصد منها المال. وهو حق للمتبايعين معاً. ومدته من حين العقد إلى التفرق بالأبدان. وإن أسقطاه سقط. وإن أسقطه أحدهما بقي خيار الآخر. فإذا تفرقا لزم البيع.

٢- خيار الشرط: أن يشترط المتبايعان، أو أحدهما، الخيار إلى مدة معلومة. فيصح، ولو طالت. ومدته من حين العقد إلى أن تنتهي المدة المشروطة. وإذا مضت مدة الخيار ولم يفسخ المشترط المبيع لزم البيع.

٣- خيار اختلاف المتبايعين: كما لو اختلفا في قدر الثمن، أو عين البيع، أو صفته، ولم تكن بينة فالقول قول البائع مع يمينه. ويخير المشتري بين القبول، أو الفسخ.

٤- خيار العيب: هو ما ينقص قيمة المبيع. فإذا اشترى سلعة ووجد بها عيباً فهو بالخيار، إما أن يردّها ويأخذ الثمن، أو يمسكها ويأخذ أرش العيب. فتقوم السلعة سليمة، ثم تقوم معيبة، يأخذ الفرق بينهما. وإن اختلفا عند من حدث العيب، كعرج، وفساد طعام، فقول بائع مع يمينه، أو يترادان.

٥- خيار الغبن: وهو أن يغبن البائع، أو المشتري، في السلعة، غبناً يخرج عن العادة، والعرف. وهو محرم. فإذا غبن فهو بالخيار بين الإمساك، والفسخ. كمن انخدع بمن يتلقى الركبان، أو بزيادة الناجش الذي لا يريد الشراء، أو كان يجهل القيمة، ولا يحسن المماكسة في البيع فله الخيار.

٦- خيار التدليس: وهو أن يظهر البائع السلعة بمظهر مرغوب فيه وهي خالية منه. مثل إبقاء اللبن في الضرع عند البيع ليوهمه بكثرة اللبن، ونحو ذلك. وهذا الفعل محرم. فإذا وقع ذلك فهو بالخيار بين الإمساك، أو الفسخ. فإذا حلبها ثم ردها، رد معها صاعاً من تمر، عوضاً عن اللبن.

٧- خيار الإخبار بالثمن متى بان خلاف الواقع، أو بان أقل مما أخبر به. فللمشتري الخيار بين الإمساك وأخذ الفرق، أو الفسخ. كما لو اشترى قلماً

بمائة، فجاءه رجل وقال: بعنيه برأس ماله، فقال: رأس ماله مائة وخمسون، فباعه عليه، ثم تبين كذب البائع فللمشتري الخيار. ويثبت هذا الخيار في التولية، والشركة، والمرابحة، والمواضعة. ولا بد في جميعها من معرفة البائع، والمشتري، رأس المال.

ثانياً: الاختيار Choice:

هو المفاضلة بين مجموعة اختيارات، أو نتائج، أو الحكم عليها، بناءً على اعتبارات معينة، واختيار واحد منها أو أكثر (تفضيل نتيجة، أو أكثر). ومنه على سبيل المثال: اختيار المسافر للمسار، أو الطريق الذي يوصله إلى نقطة معينة. واختيار ما يقدم في وجبة العشاء، أو الغداء. واختيار، أو تفضيل مترشح من بين مجموعة من المترشحين لنيل وظيفة معينة، بناءً على اعتبارات معينة. واختيار نتيجة معينة، أو تفضيل نتيجة معينة، يعني التضحية بباقي الاختيارات، أو النتائج. وتصنف القرارات المتخذة بالنظر إلى آلية اتخاذ القرار إلى: رشيدة أو عقلانية، وبديية أو حدسية، ومعرفة أو واقعية، ومركبة. ويمكن تصنيف الاختيارات بالنظر إلى نتائجها وتأثيرها. ومن ثم يمكن تصنيف الاختيارات بالنظر إلى هذه الاعتبارات إلى: تجارية تتخذ

من قبل المشروع^(١)، وشخصية، واستهلاكية^(٢) تتخذ من قبل المستهلك. وهذا يمكن من تحديد القرارات ذات الصلة أو ذات العلاقة، والتي تؤثر في الاختيار.

ثالثاً: الخيارات Options:

عقود الخيارات أدوات استثمار بالأوراق المالية في أسواق المال. وهي في نفس الوقت وسيلة للتحوط. وتندرج تحت ما يعرف بالمشتقات المالية^(٣).

- (١) مثل اختيار ماذا ينتج المشروع وبأي كمية ينتج. حيث يختار من بين عدة منتجات ممكنة، ومن بين عدة كميات ممكنة.
- (٢) مثل اختيار السلعة المستهلكة من بين عدة سلع متاحة، واختيار الكمية المستهلكة من السلعة من بين عدة كميات متاحة.
- (٣) هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي. حيث تعد نوعاً من أنواع العقود المستقبلية، أو صورة من صورها. وهي لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً مقارنة بقيمة العقود. وتعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات. تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل. ويتضمن العقد عادة تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وتحديد الزمن الذي يسري فيه العقد، وتحديد محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، أو سعر ورقة مالية، أو سعر سلعة، أو سعر صرف أجنبي. وتتمثل هذه العقود في: الأسواق الآجلة، والأسواق المستقبلية، وأسواق الخيارات، وأسواق المبادلة.

والخيار عقد، أو ورقة مالية مشتقة، تمنح حاملها الحق، وليس الالتزام، بشراء، أو بيع ورقة مالية (سهم مثلاً) بسعر معين يسمى سعر التنفيذ Strike Price^(١). حيث يشتري المتعامل بموجبها حق شراء، أو بيع، عدد من أسهم شركة معينة عند سعر معين، هو سعر التنفيذ خلال مدة معينة، ويدفع مشتري الخيار ثمناً لهذا الحق Premium. ويلتزم بائع الخيار في المقابل بشراء، أو بيع الأصل المتفق عليه، بالسعر المتفق عليه، إذا طلب مشتري الخيار تنفيذ العملية. ويسمى الخيار الذي يتيح لصاحبه أو مشتريه حق شراء أصل مالي معين خيار الشراء Call Option. ويسمى الخيار الذي يتيح لصاحبه، أو مالكة، حق بيع أصل مالي معين، خيار البيع Put Option. وعلى الرغم من ممارسة الخيارين عملياً، إلا إن خيار الشراء هو الأكثر انتشاراً. والخيارات أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تستمد قيمتها من الأداة المالية التي يقع عليها الاختيار. وعقود الخيارات قابلة للتداول، إذ يحق لصاحب

(١) لا يملك المستثمرون الذين يشترون الخيارات شيئاً محدداً سوى حقاً يخولهم شراء، أو بيع كمية محددة من الأوراق المالية، في تاريخ لاحق. ويكون بائع الخيار ملتزماً بالشراء (في حالة خيار البيع)، أو بالبيع (في حالة خيار الشراء)، وفقاً لشروط العقد بينه وبين المشتري.

الخيار أن يبيعه لطرف آخر بثمن مسمى بينهما. وهي تمكن أصحابها من الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل، ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل. وامتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفاً، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري. وإذا أصر طرف على الاستلام (وهو أمر غير وارد غالباً)، يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناءً عليه، فتكون المحصلة واحدة. أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام، أو التسليم، مستحيلاً. ومن ثم، يمكن تعريف عقد الخيار بأنه: (عقد بين طرفين هما: مشتري الخيار، وبائع الخيار. يتم بموجبه تحويل عبء خطر معين^(١) من الطرف الأول، إلى الطرف الثاني، نظير مقابل مالي معين، يدفعه الطرف الأول للطرف الثاني. ويتمثل قبول التحويل عملياً في تعهد الطرف الثاني ببيع، أو شراء أصل معين من الطرف الأول، بسعر معين، في تاريخ معين، أو فترة زمنية معينة). وكل عقد خيار عقد بين طرفين. حيث يتم التعاقد بموجب شروط الخيار الموضحة في العقد. وهي شروط قد تكون معقدة. ويحتوي كل عقد على الأمور الآتية كحد أدنى:

(١) يتمثل الخطر هنا في تقلب سعر الأصل المالي محل العقد.

- هل حامل، أو مالك الخيار، حامل لحق البيع، أو حق الشراء.
- ونوع، وعدد وحدات الأصل محل التعاقد.
- سعر التنفيذ، وهو السعر الذي سيتم بموجبه بيع الأصل، أو شراؤه في تاريخ التنفيذ.
- تاريخ انتهاء عقد الخيار.
- شروط التسوية: هل سيحصل المتعاقد على الأصل فعلاً أم سيحصل على قيمة الأصل.
- المبلغ الإجمالي الذي سيتم دفعه من قبل مشتر الخيار لباتعه.
- وتصنف الخيارات في الفكر المالي المعاصر، إلى عدة أقسام، أو أنواع، بالنظر إلى عدة اعتبارات. وسيتم تناول كل مجموعة يجمعها وصف، أو اعتبار معين، في مبحث مستقل.

رابعاً: ثمن الخيار:

هو الثمن المدفوع من قبل مشتري حق الخيار، لباتع هذا الحق، في مقابل أن يكون للطرف الأول حق مطالبة الطرف الثاني في أي وقت خلال مدة العقد بأن يشتري منه، أو يبيع له الأصل محل التعاقد، وفقاً لنوع العقد،

وصفته (شراءً كان، أم بيعاً، أم مزدوجاً)، أو أن يفسخ العقد بإرادته المنفردة، إذا رأى أن الأسعار تتحرك في غير صالحه. ويكون مشتري عقد خيار الشراء عادة مضارباً على صعود سعر الأصل محل التعاقد. ويكون مشتري عقد خيار البيع عادة مضارباً على هبوط سعر الأصل محل التعاقد. فإن اتجهت أسعار السهم في اتجاه توقعات المشتري فإنه يطالب البائع بالتنفيذ، ولن يطالب المشتري البائع بالتنفيذ في الحالة المعاكسة، ويخسر من ثم مقابل الخيار. ولا يقوم بائع الخيار بتوقيع العقد أصلاً ما لم يكن متيقناً أن الأمور ستسير لصالحه. فإن صدقت توقعاته قبض الثمن مقدماً عند توقيع العقد وهو ثمن الخيار. وإذا خالفت الأسعار توقعاته فإنه يمنى بخسائر فادحة تتوقف على حركة السوق، واتجاهات الأسعار. ويتم تحديد ثمن الخيار بالتفاوض. فكلما كان سعر التعاقد مرتفعاً في خيار الشراء كلما انخفض ثمن الخيار، والعكس بالعكس. لأن ارتفاع سعر التعاقد يؤدي إلى تضائل فرص تنفيذه. وكلما تضائلت فرص تنفيذ العقد كلما انخفضت درجة المخاطرة بالنسبة لبائع الخيار، وكلما تضائلت درجة المخاطرة كلما تضائل الثمن المدفوع وهو ثمن الخيار. وتوجد في المقابل علاقة طردية بين سعر التعاقد، وبين ثمن الخيار في خيار البيع. لأن انخفاض سعر التعاقد يؤدي إلى تضائل فرص تنفيذه، ومن

ثم انخفاض درجة المخاطرة، فانخفاض ثمن الخيار. وهناك علاقة طردية أيضاً بين مدة العقد، وبين ثمن الخيار. فكلما طالت مدة العقد كلما كان ذلك سبباً في زيادة ثمن الخيار. حيث تزيد احتمالات فرص تنفيذ العقد كلما طالت مدة العقد. ومن ثم زيادة المخاطرة بالنسبة للبائع، والتي تقتضي الحصول على ثمن أعلى يتناسب مع حجم المخاطرة.

خامساً: الأرباح والخسائر في سوق الخيارات:

يملك مشتري عقد الاختيار فرصة تحقيق مكاسب محتملة غير محدودة، وتكون خسارته القصوى محدودة بمقدار العلاوة التي يدفعها لشراء الحق في الاختيار. ومع ذلك فإنه بينما يظل مشتري عقد الاختيار محتفظاً بكل المكاسب المحتملة، فإن المكاسب المحققة سوف تنخفض بمقدار سعر الخيار. ويكون محرر العقد، أو بائعه، على العكس من ذلك. فخسارته غير محددة بمبلغ معين، في حين أن مكسبه محدود بمقدار ما يحصل عليه من علاوة. ومن ثم يطلب محرر العقد سعراً للعقد وهو العلاوة ليقوم بتحرير عقد الاختيار^(١). ويتم توضيح ذلك على النحو الآتي:

(١) يمكن أن يستخدم المستثمر العقود المستقبلية للحماية ضد المخاطر المنتظمة، كما يستخدم عقود الاختيار للحماية ضد المخاطر غير المنتظمة.

* خيار الشراء:

- يدفع مشتري خيار الشراء العلاوة وتمثل تكلفة بالنسبة له، ويقبض البائع العلاوة، وتمثل بالنسبة له ربحاً.

- خسارة مشتري الخيار (المستثمر) محدودة بقيمة العلاوة، وأرباح البائع محدودة بقيمة العلاوة.

- إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ فإن الفرق بين سعر السهم السوقي، وسعر التنفيذ، يمثل ربحاً لمشتري الخيار (لأنه اشترى السهم بأقل من سعره في السوق). ويمثل الفرق خسارة لبائع خيار البيع.

* خيار البيع:

- يدفع مشتري خيار البيع العلاوة وتمثل تكلفة بالنسبة له. ويقبض البائع العلاوة وتمثل ربحاً بالنسبة له.

- خسارة المشتري (المستثمر) محدودة بقيمة العلاوة، وأرباح البائع محدودة بقيمة العلاوة.

- إذا انخفض سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ فإن الفرق بين سعر السهم السوقي، وسعر التنفيذ يمثل ربحاً لمشتري الخيار (لأنه باع السهم بسعر أعلى من سعره في السوق). ويمثل الفرق خسارة لبائع خيار البيع.

وتكون خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة)، وأرباحه غير محدودة. فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم. ومغلقة لمشتري خيار البيع، تنخفض مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظرياً). والخيارات أدوات إدارة مخاطر لا تثبت الأسعار، وإنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المواتية. وتتيح لهم بذات الوقت إمكان تحقيق الربح من تحركات الأسعار المواتية. وسوف يختار المشتري اعتماداً على حركة سعر الأصل محل العقد، بديلاً من بين ثلاثة بدائل لإنهاء مركزه بالخيار وهي: تنفيذ الخيار، أو عكس الخيار من خلال بيعه بالبورصة، أو تركه لتنتهي صلاحيته بلا قيمة. ومشتري الخيار ربما يقرر إبرام صفقة عكسية في سوق الخيارات لجني الأرباح في حال ارتفاع قيمة الأصل محل الخيار، أو لإيقاف الخسارة في حال انخفاض قيمة الأصل محل الخيار، في محاولة منه لاسترداد جزء من مبلغ العلاوة المدفوعة. ويمكن إبرام الصفقة العكسية في أي وقت لغاية استحقاق الخيار.



المبحث الثاني

أقسام الخيار باعتبار الحقوق التي ينشئها عقد الخيار Option Rights

ينقسم الخيار وفق هذا الاعتبار، أو المعيار، إلى:

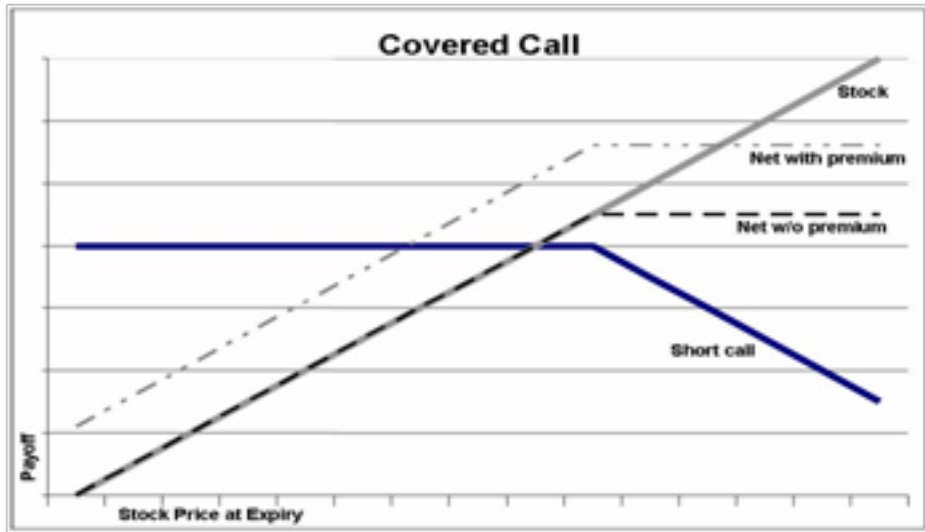
١ - خيار الشراء^(١) Call Option: هو عقد، أو ورقة مالية تمنح مشتريها الحق (وليس الإلزام، أو الالتزام) في شراء أصل مالي معين، أو سلعة، أو عملة معينة، بسعر محدد يسمى (سعر التنفيذ)، وذلك خلال فترة زمنية تسمى تاريخ الاستحقاق (يتم تحديدها في العقد). ولا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار بتنفيذ الشراء. وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريد لها خلال الفترة المحددة. ويدفع مشتري الخيار لبائع الخيار مقابل ذلك مبلغاً يسمى سعر الخيار، أو العلاوة Premium. وهذا المبلغ ثابت يتم تحديده في العقد، على شكل نسبة مئوية

(١) يمكن اعتبار ما يقوم به بعض شركات الطيران من هذا القبيل. فإذا أردت شراء تذكرة طيران مثلاً، ولم ترغب في الشراء فوراً، فإن بعض شركات الطيران تعطيك مهلة مقدارها ٧٢ ساعة لتقرر الشراء بنفس السعر، وذلك مقابل مبلغ إضافي. ومن ثم، يكون للمسافر حق الحصول على التذكرة بنفس السعر. وهو بهذا يريد الحصول على فرصة للتفكير باتخاذ القرار المناسب، من شراء التذكرة، وعدم الشراء. وهو يرغب في عدم تحمل خطر إمكان زيادة السعر خلال المدة الممنوحة.

من قيمة محل العقد. وهذا المبلغ غير قابل للاسترداد، وهو ليس جزءاً من ثمن الصفقة المتفق عليها عند التعاقد. ويضمن شراء هذا النوع من الخيارات الحق للمستثمر في شراء الموجود الأساس (سهم مثلاً) بسعر محدد، وثابت، وهو سعر التنفيذ، مهما ارتفع سعر السهم السوقي. أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أدنى من سعر التنفيذ، فإن مشتري الخيار لن ينفذ خياره، ومن ثم يخسر سعر الخيار، أو العلاوة، التي دفعها لبائع الخيار. ولا يجوز للبائع التراجع عن الصفقة لأنه قبض ثمن الخيار أو العمولة. حيث يتضمن العقد التزام بائع حق الخيار بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالثمن المحدد في العقد. ويقوم المشتري (المستثمر) بشراء خيار الشراء عادة إذا توقع ارتفاع سعر السهم خلال تاريخ الاستحقاق. ومن أشهر أنواع هذا الخيار:

١ ، ١ - خيار الشراء المغطى Covered call: معاملة تجري في أسواق المال، يكون فيها بائع خيار الشراء مالكا للأصل محل العقد. فإذا اشترى التاجر الأصل محل العقد في نفس الوقت الذي باع فيه خيار الشراء، فإن هذا التصرف يسمى سياسة الشراء والبيع "buy-write" strategy. وتتمتع هذه السياسة بنفس العائد لعملية بيع خيار البيع. ومن ثمن يتم تسليم الأصل

محل العقد إذا قرر مشتري الخيار التنفيذ. ويحصل بائع الخيار على عائد يتمثل في ثمن الخيار. وإذا استمر سعر الأصل مستقراً، أو ارتفع، فإن بائع الخيار سيحتفظ بثمن الخيار كربح، ويمكن أن يزيد الربح حتى في حالة عدم بيع الخيار. وإذا انخفض سعر الأصل فإن الخطر المحيط بمالك الأصل يكون غير محدود، وسيعاني من الخسارة. ويلاحظ هنا أن ثمن الخيار يماثل ثمن الخيار في حالة الخيار غير المغطى.



شكل رقم (١)

عوائد، وأرباح، شراء أصل، وإصدار، أو بيع، خيار شراء

٢- خيار البيع Put Option : هو عقد، أو ورقة مالية تمنح مشتريها الحق (وليس الإلزام، أو الالتزام) في بيع موجود معين، بسعر محدد، يسمى (سعر التنفيذ)، وذلك خلال فترة زمنية تسمى تاريخ الاستحقاق (يتم تحديدها في العقد). أي أن مشتري هذا الحق (حق البيع) هو صاحب الأصول المالية التي عرضها للبيع بالخيار. ويدفع مشتري الخيار لبائع الخيار مقابل ذلك مبلغاً يسمى (سعر الخيار أو العلاوة). وهذا المبلغ ثابت، يتم تحديده في العقد. ويضمن شراء هذا النوع من الخيارات الحق للمستثمر في بيع الموجود الأساس (سهم مثلاً)، بسعر محدد، وثابت، وهو سعر التنفيذ، مهما انخفض سعر السهم السوقي. أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أعلى من سعر التنفيذ، فإن مشتري الخيار لن ينفذ خياره، ومن ثم، يخسر سعر الخيار، أو العلاوة التي دفعها لبائع الخيار. وأما قابض ثمن الخيار وهو الذي سيقوم بشراء الأسهم، أو الأوراق المالية الأخرى، إذا قرر الطرف الأول ذلك، فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها، لأنه قبض ثمن الخيار. ويقوم المشتري (المستثمر) بشراء خيار البيع عادة إذا توقع انخفاض سعر السهم خلال تاريخ الاستحقاق. ومن أشهر أنواع هذا الخيار:

١, ٢. الخيار غير المغطى (Naked put (also called an uncovered put: هو خيار بيع. حيث لا يملك بائع الخيار الأصل محل العقد. فإذا لم يتم مشتري الخيار بالتنفيذ قبل تاريخ انتهاء الخيار، فإن بائع الخيار يحتفظ بثمرن الخيار. ونظراً للأخطار المحيطة بالعقد، فإنه نادراً ما يتم استخدامه منفرداً. حيث يستخدم هذا الخيار مع مجموعة أخرى من الخيارات. ويمكن لمشتري الخيار إجبار بائع الخيار على شراء الأصل محل العقد بسعر التنفيذ المحدد بالعقد، إذا كان السعر السوقي للأصل محل العقد أقل من سعر التنفيذ في اليوم الذي ينتهي فيه الخيار. وسيحقق في هذه الحالة ربحاً يتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل، وبين سعر التنفيذ. أما إذا تساوى السعر السوقي في يوم التنفيذ مع سعر التنفيذ، أو زاد عنه، فإن العقد لن ينفذ، وسيحتفظ بائع الخيار بثمرن الخيار المحدد بالعقد. ويمكن أن يزداد ثمن الخيار إذا تحرك سعر الأصل هبوطاً أثناء فترة العقد، (يتوقف ذلك على مقدار الانخفاض في السعر، وعلى مقدار الوقت الذي مر من العقد). وتحقق أقصى خسارة لبائع الخيار إذا وصل سعر الأصل إلى الصفر. وهنا تتمثل الخسارة في سعر التنفيذ مطروحاً منه ثمن الخيار. ولا تكون الخسارة هنا غير محددة كما في حالة خيار الشراء غير المغطى.

٣- عقد الخيار المركب Compound option or split-fee option:

هو عقد خيار لاحق، على عقد خيار سابق، على نفس الأصل. ويتضمن عائد تنفيذ هذا الخيار قيمة خيار آخر. ويكون لهذا الخيار تاريخي انتهاء، وسعري تنفيذ. وتستعمل الخيارات المركبة عادة في أسواق العملات، وأسواق العائد الثابت، حيث يوجد الخطر، باعتبار أن الخيار يحمي من المخاطر. كما يعد وسيلة تحوط للمشروعات ضد عدم قبول عطاءاتها، أو عروضها التجارية. وهي تعطي صاحبها حق شراء، أو بيع خيار آخر. وهي أربعة أنواع على النحو الآتي:

١، ١، ٣- عقد خيار شراء على خيار شراء (CoC) Call on Call.

٢، ١، ٣- عقد خيار بيع على خيار شراء (CoP) Call on Put or caput option.

٣، ١، ٣- عقد خيار بيع على خيار بيع (PoP) Put on Put.

٤، ١، ٣- عقد خيار بيع على خيار شراء (PoC) Put on Call.

٤- عقد الاختيار المزدوج Double Option:

يوجد هذا الخيار في أسواق السلع فقط. وهو يجمع بين خيار البيع، وبين خيار الشراء. فيصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأصل محل التعاقد،

أو بائعاً له، وذلك وفق مصلحة المشتري. فإذا ارتفعت الأسعار خلال فترة العقد كان مشترياً. وإذا انخفضت كان بائعاً. ويتقاضى بائع الخيار عادة ضعف ثمن خيار الشراء، أو ضعف ثمن خيار البيع، نظراً لعظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار. وينقسم هذا العقد إلى قسمين:

١، ٤- عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Straddle: ويخول صاحبه أن يشتري من، أو يبيع إلى بائع الخيار عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد، بسعر معين خلال فترة العقد. وينقسم بدوره إلى قسمين:

- عقد مرجح لارتفاع الأسعار Strap: يتضمن العقد شراء عقود خيار شراء، أكثر من عقود خيار البيع. كأن يشتري مثلاً عقدي خيار شراء، وعقد خيار بيع واحد، وذلك إذا توقع المشتري تحرك الأسعار صعوداً. فيقدم على ذلك خشية تقلب الأسعار في غير صالحه.

- عقد مرجح لانخفاض الأسعار Strip: يتضمن العقد شراء عقود خيار بيع، أكثر من عقود خيار الشراء. كأن يشتري مثلاً عقدي خيار بيع، وعقد خيار شراء واحد، وذلك إذا توقع المشتري تحرك الأسعار هبوطاً. فيقدم على ذلك خشية تقلب الأسعار في غير صالحه.

٢، ٤ - عقد اختيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع
 Strangle: عقد يتضمن عقد خيار شراء، وعقد خيار بيع في نفس الوقت،
 وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد، ولنفس الفترة الزمنية، مع وجود سعر
 للشراء، وسعر للبيع.

٥ - خيار بمضاعفة الكمية Option to double : يمكن هذا العقد
 صاحبه من مضاعفة الكمية التي اشترها، أو تلك التي باعها، إذا رأى
 أن العقد لصالحه، خلال مدة العقد. ويتقاضى بائع هذا الحق عادة ضعف
 ثمن الخيار الذي يتقاضاه، سواء أكان خيار بيع، أم خيار شراء، نظراً لزيادة
 المخاطر التي يتعرض لها. وينقسم هذا العقد بدوره إلى قسمين هما:

١، ٥ - حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Call-of-more-
 option : يخول هذا الحق لصاحبه شراء ضعف الكمية المسماة في العقد، إذا
 رغب في ذلك.

٢، ٥ - حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها Put-of-more-
 option : يخول هذا الحق لصاحبه بيع ضعف الكمية المسماة في العقد، إذا
 رغب في ذلك.



المبحث الثالث

أقسام الخيار باعتبار الأصل محل عقد الخيار Underlying Assets

ينقسم عقد الخيار بهذا الاعتبار إلى:

١ - عقد خيار شراء أو بيع الأسهم: Equity option

٢ - عقد خيار شراء أو بيع السندات: Bond option

٣ - عقد خيار شراء أو بيع المستقبليات Future option: حيث يكون

محل العقد هنا ما يسمى عقود المستقبليات^(١). ويتمثل خيار البيع هنا في بيع عقود المستقبليات. ويتمثل خيار الشراء في المقابل في شراء عقود المستقبليات. ويتمثل سعر التنفيذ في سعر العقد المستقبلي الذي يتم به التداول، بافتراض تنفيذ الخيار.

(١) Futures contracts، أو كما تعرف اختصاراً Futures. هي عقد بين طرفين، لبيع، أو شراء أصل مالي معين، بسعر يتفق عليه عند التعاقد، (the futures price) على أن يتم التنفيذ في تاريخ مستقبلي (دفع الثمن وتسليم الأصل المتعاقد عليه)، يسمى تاريخ التسليم، أو التنفيذ. وحيث إن العقد دالة في الأصل محل العقد، كانت المستقبليات مشتقات مالية. ويتم تداول المستقبليات في أسواق خاصة بها. ويحقق مشتري المستقبليات أرباحاً إذا اتجه سعر الأصل المتفق عليه صعوداً. وفي المقابل، يحقق البائع أرباحاً إذا اتجه سعر الأصل محل التعاقد هبوطاً.

٤ - عقد خيار المرتبط بمؤشر Index option: يرتبط خيار المؤشر

بسعر مؤشرات موسعة تضم عدداً كبيراً من الشركات مثل مؤشر^(١)

S&P 500 Index، أو مؤشر Russell 3000 Index^(٢)، أو بسعر مؤشرات

تقتصر على صناعة معينة مثل صناعة التعدين، أو صناعة أشباه الموصلات.

ويعطي هذا الخيار صاحبه الحق في التداول وفقاً لمؤشر سوق معين بسعر

معين، بحلول تاريخ معين. فخيار الشراء يعطي صاحبه حق الشراء وفقاً

للمؤشر. وخيار البيع يعطي صاحبه حق البيع وفقاً للمؤشر. ومن ثم يتوقف

الربح، والخسارة، في هذا الخيار على سعر الإقفال اليومي. وليس على السعر

(١) هو مؤشر Standard & Poor's 500، وهو مؤشر أمريكي لسوق الأسهم. ويضم

أكبر ٥٠٠ شركة من حيث القيمة السوقية. وذلك من بين الشركات المدرجة في

بورصة نيويورك للأوراق المالية (New York Stock Exchange NYSE)،

والذي يسمى أحياناً Big Board. والمدرجة في بورصة ناسداك للأوراق المالية

NASDAQ Stock Market، ويرمز لها بـ NASDAQ. وهي سوق لتداول

الأسهم. وهي ثاني أكبر سوق أمريكي وفي العالم من حيث القيمة السوقية، وحجم

التداولات.

(٢) مؤشر سوق أسهم خاص بالأسهم الأمريكية. ويضم أكبر ٣٠٠٠ شركة أمريكية

من حيث القيمة السوقية. والتي تمثل ٩٨٪ تقريباً من الأسهم المستثمر فيها في

سوق الأسهم الأمريكية.



الدارج أثناء ساعات العمل. فإذا تم تنفيذ الخيار قبل إغلاق السوق فإن مشتري الخيار سيكسب، أو يخسر، بمقدار الفرق بين سعر الإغلاق، وسعر التنفيذ. فإذا كان سعر الإغلاق أكبر من سعر التنفيذ فإن مشتري الخيار سيعاني من خسارة. وإذا كان سعر الإغلاق أقل من سعر التنفيذ، فإن مشتري الخيار سيحقق أرباحاً. ولذلك يتم التنفيذ عادة بعد إغلاق السوق.

٥- عقد خيار شراء أو بيع السلع Commodity option

٦- خيار شراء، أو بيع العملات: عقود مبادلة أو صرف العملات الأجنبية Foreign-exchange option: هي مشتقة مالية تعطي صاحبها الحق، وليس الالتزام، في صرف، أو مبادلة عملة معينة بأخرى، بسعر متفق عليه، في تاريخ معين. فعلى سبيل المثال: عقد خيار مبادلة جنيه إسترليني بدولار أمريكي GBPUSD، يعطي صاحبه الحق في بيع مليون جنيه إسترليني مثلاً، وشراء مليوني دولار أمريكي بتاريخ ٣١ ديسمبر ٢٠١٥. وهنا يكون سعر الصرف دولارين للجنيه الواحد. ويعد هذا العقد خيار شراء للدولار، وخيار بيع للجنيه. ومن ثم فهو يمكن أن يسمى GBPUSD

put، كما يمكن أن يسمى USDGBP call. فإذا كان سعر الصرف في ٣١ ديسمبر هو أقل من دولارين للجنيه، وليكن ١,٩ دولاراً مقابل الجنيه، وهذا يعني أن الدولار في وضع أقوى من الجنيه، فإنه سيتم تنفيذ الخيار، وهذا يسمح لمالك الخيار بالبيع الفوري للجنيه الإسترليني بسعر ٢ دولار للجنيه، ثم إعادة شراء الجنيه بالسعر السوقي بواقع ١,٩ دولار للجنيه. فيحصل حامل الخيار على ربح مقداره ١,٠ دولار في كل جنيه.



المبحث الرابع

أقسام الخيار باعتبار أسواق المبادلات Trading Markets

ينقسم هذا الخيار بناءً على هذا الاعتبار إلى:

١ - عقود خيارات مدرجة وقابلة للتداول في البورصة Exchange-traded options وتعرف أيضاً باسم الخيارات المدرجة listed options : وهي نوع من المشتقات المدرجة والقابلة للتداول في البورصة Exchange-traded derivatives وهي ذات عقود نمطية أو موحدة. وتتم تسويتها من خلال غرف المقاصة Clearing house، وهي مضمونة التنفيذ من قبل Options Clearing Corporation (OCC). وعلاوة على نمطية العقود، أو توحيدها، فإنه يوجد أيضاً نماذج تسعير دقيقة. وتشمل الخيارات المدرجة ما يأتي:

١ ، ١ - خيارات الأوراق المالية Stock options

١ ، ٢ - خيارات السندات ومعدلات الفائدة Interest rate bond options

& rate options : تشمل الخيارات على أسعار الفائدة Interest rate option الخيارات الآتية:

- خيار المقترض Borrower's option call: عقد يخول صاحبه حق الحصول على قرض معين، بسعر فائدة معين، ولأجل معين، في تاريخ لاحق يجري تحديده سلفاً. ويعطي هذا العقد لصاحبه أسوة بباقي الخيارات الحق في تنفيذ، أو فسخ العقد. ولا يقتضي العقد تسليم القرض، فإن ذلك ليس أمراً مستهدفاً. إذ تقتصر التسوية على تسوية الأرباح، والخسائر، نقداً. فهو خيار على أسعار الفائدة، وإن سمي خيار المقترض جوازاً^(١).

(١) هناك أنواع أخرى من عقود الخيارات مثل: عقود خيار صناديق الاستثمار (تقوم صناديق الاستثمار بإنشاء عقود خيار شراء مقابل الأسهم المملوكة لها. حيث يقبض الصندوق عند التعاقد ما يسمى ثمن الخيار، أو علاوة المخاطرة (Premium option price)، ويلتزم ببيع الورقة المالية محل التعاقد وفقاً لسعر التعاقد المسمى في العقد. إذا رغب مشتري حق الخيار في تنفيذ العقد). وعقود الخيار المغطاة (يوصف الاختيار بأنه مغطى عندما يمتلك البائع رصيداً من الأصل محل التعاقد، يكفي للوفاء بالتزاماته عند طلب تنفيذ العقد، وتسليم الأصل محل التعاقد، إن كان العقد خيار شراء، أو لديه السيولة الكافية، للوفاء بالتزامه عند طلب تنفيذ العقد وكان العقد خيار بيع. وبيع حقوق الشراء المغطاة استراتيجية شائعة لزيادة عوائد محافظ المالية، وبخاصة في الفترات التي يتوقع فيها انخفاض عوائد المحفظة. ولا تعني التغطية درءاً لمخاطر صعود الأسعار، مما يضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن سعر السوق. وهي أقل مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة). وغير المغطاة (يوصف العقد بأنه غير مغطى، أو عار Naked، عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار رصيد من الأصل محل التعاقد، يسمح له بتنفيذ التزامه عند طلب تنفيذ العقد، وتسليم الأصل محل التعاقد في حالة خيار الشراء، أو لم =

٣ ، ١ - خيارات مؤشرات أسواق الأسهم Stock market index options

٤ ، ١ - خيارات العقود المستقبلية Options on futures contracts.

٤ ، ١ - Callable bull/bear contract، CBBC: أداة مالية مشتقة يصدرها طرف ثالث، غالباً ما يكون بنكاً استثمارياً، تمنح المستثمر قروضاً للاستثمار في الأصول محل عقد الخيار. وقد ظهرت لأول مرة في أوروبا وأستراليا في العام ٢٠٠١، وهي منتشرة الآن في بريطانيا، وألمانيا، وسويسرا، وإيطاليا، وهونج كونج. تصدر هذه العقود عادة عند سعر يمثل الفرق بين السعر الحالي أو السوقي، للأصل محل الخيار Spot price وبين سعر التنفيذ Strike price وهو السعر المستخدم في عقود الخيارات والمستقبلات لعقود CBBC مضافاً إليه علاوة تمثل تكلفة التمويل. ويكون سعر التنفيذ عادة مساوياً، أو أقل، من السعر السوقي، في حالة المراهنة على الصعود،

= تكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته عند طلب التنفيذ في حالة خيار البيع. وتعد العقود غير المغطاة استراتيجية للمضاربة غير المحدودة، Highly Speculative Strategy ولا تخرج عن كونها محض مضاربة على اتجاهات الأسعار).

وأعلى منه في حالة المراهنة على الهبوط من Call price سعر إعادة الشراء، أو الاسترداد، أو سعر التقويم، أو سعر الطلب. وتنتهي هذه العقود عادة عند تاريخ محدد سلفاً. أو يتم إنهاؤه من قبل الجهة المصدرة عندما يبلغ سعر الأصل محل الخيار سعر الاسترداد، أو إعادة الشراء، أو سعر التقويم، أو سعر الطلب Call price قبل انتهاء مدة العقد. وهناك نوعان من هذه العقود هما:

- Callable bull contract يكون المستثمر مشتري هذا العقد مراهناً على صعود سعر الأصل محل عقد الخيار. ومن ثم يحاول تحقيق أرباح من خلال ارتفاع السعر.

- Callable bear contract يكون المستثمر مشتري هذا العقد مراهناً على هبوط سعر الأصل محل عقد الخيار. ومن ثم يحاول تحقيق أرباح من خلال هبوط السعر.

٢- عمليات الخيار غير المدرجة في البورصة، أو خارج البورصة، أو خارج السوق الرسمي Options Over-the-counter وتسمى أيضاً Dealer options خيارات الوسطاء أو السماسرة. وهي التي يتم تداولها بين طرفين. ولا تكون مدرجة، أو مسجلة في البورصة. وهي لا تخضع

لقواعد السوق. ويتم تصميمها بالاتفاق بين الطرفين، لتحقيق مصلحة أي من الطرفين. ويكون أحد طرفي المعاملة على الأقل مؤسسة مالية مرموقة. ويشمل هذا النوع من الخيارات: خيارات معدلات الفائدة Interest rate options، وخيارات أسعار الصرف المشتقة Currency cross rate options، وخيارات مبادلات أسعار الفائدة Swaptions. Options .on swaps



المبحث الخامس

أقسام الخيار باعتبار تاريخ التنفيذ (نماذج أو أساليب الخيارات) Option styles

تنقسم الخيارات وفقاً لهذا الاعتبار إلى:

١، ٥- النموذج، أو النمط، أو الخيار الأوروبي European option:

وفيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد، هو آخر مدة الخيار. ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.

٢، ٥- النموذج، أو النمط، أو الخيار الأمريكي American option:

هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء، أو بيع، عدد من الأسهم، أو الأوراق المالية، خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقاً. ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار. فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد. وإنما بفترة محددة.

٣، ٥- نموذج، أو نمط، أو خيار برمودا Bermudan option: يتم

تنفيذ عقود الخيار بموجب هذا النمط في تواريخ محددة فقط. ويستخدم

عادة في عقود خيارات معدلات الفائدة Interest rate options

وخيارات مبادلات أسعار الفائدة، وأسواق المبادلات، أو المقايضات

.Swaps markets

٤ ، ٥ - النموذج، أو النمط، أو الخيار الآسيوي Asian option: يتم تحديد سعر السداد بناءً على متوسط الأسعار الجارية لفترة معينة من الزمن^(١).

٥ ، ٥ - الخيار الثنائي أو المزدوج Binary option: ويسمى خيار الكل أو لا شيء All-or-nothing option وهو خيار يتم فيه التنفيذ الكامل، إذا كان الأصل محل العقد يلبي الشروط المحددة، أو وفق الشروط المحددة عند تاريخ الانتهاء، أو عند موعد التسليم، وإلا فإن العقد ينتهي بدون قيمة، أو بدون تنفيذ.

٦ ، ٥ - عقود خيارات أصحاب الاختيار Chooser Options: هي عقود خيار تعطي صاحبها مدة زمنية معينة لتحديد نمط الخيار. هل هو الخيار الأوروبي مثلاً. وهل هو خيار بيع، أم خيار شراء. ويتمتع صاحب العقد بحق المفاضلة حتى تاريخ محدد يطلق عليه تاريخ التفضيل Choice Date يتحول العقد بعده إلى عقد اختيار شراء، أو بيع نمطي، تبعاً لرغبة مالك عقد الخيار. وتسمى هذه العقود بعقد اختيار وفقاً لرغبتك

(١) يدخل تحت الخيارات المعقدة Exotic option، كما يدخل تحت ما يسمى Path dependent option.

As-you-like-it-option ويقدم السماسرة العديد من أنواع العقود التفاضلية في الأسواق غير المنظمة Over-the-Counter-Market وتفيد هذه العقود في تقديم التغطية ضد المخاطر المستقبلية المحتملة الوقوع. وتضم عقود الاختيارات التفاضلية ثلاثة تواريخ هي: تاريخ التقييم The Valuation Date، وتاريخ المفاضلة Choice Date والتي يجب على مالك العقد التقرير خلالها ما إذا كان يرغب في تحويل العقد إلى اختيار بيع أو اختيار شراء، وتاريخ انتهاء الصلاحية Expiration Date.

٧، ٥ - خيار اللعبة Game option: هو خيار يمكن لبائعه إلغاء عقد الخيار في أي وقت يشاء، مقابل دفع العائد، ودفع مقابل للإلغاء.

٨، ٥ - الخيار المعقد Exotic option: هي مجموعة الخيارات المشتمة على هياكل مالية معقدة. ومن أشهر أنواع هذه الخيارات ما يسمى Look-back options^(١) (عقد خيار بيع، أو شراء، يتم تحديد سعر التنفيذ فيه بعد تنفيذ العقد). ويتوقف فيه مقدار العائد على أفضل (أقل أو أكثر

(١) يدخل تحت هذا النوع من الخيار ما يسمى الخيار الروسي Russian option وهو خيار يمكن حامله من النظر إلى فترة سابقة غير محدودة لتقلب سعر الأصل محل العقد.

(Maximum or minimum) ثمن للأصل محل العقد، خلال مدة الخيار. ويمكن هذا الخيار حامله من النظر في الفترة الماضية لتحديد العائد. وهناك نوعان من هذا الخيار هما: الخيار بسعر تنفيذ عائِم، أو غير محدد، والخيار بسعر تنفيذ محدد With floating strike and with fixed strike. ويتمثل العائد هنا في الفرق الأقصى بين السعر السوقي عند التنفيذ، وبين سعر التنفيذ المَعوم. ولا يعاني حامل هذا الخيار من الخسارة أبداً. ومن ثم كان ثمنه أكثر بكثير من ثمن الخيار العادي. ولا تعد هذه الخيارات خيارات فعلية أو حقيقية، لأنه يمكن دائماً تنفيذها من قبل حاملها. ويتحدد سعر التنفيذ في خيار الشراء عند أقل سعر للأصل محل العقد. ويتحدد سعر التنفيذ عند أعلى سعر للأصل محل العقد في خيار البيع. ويكون سعر التنفيذ ثابتاً إذا كان على النمط الأوروبي. ويتميز هذا الخيار بعد التنفيذ بسعر يوم التنفيذ. ويتمثل العائد في الفرق الأقصى بين السعر الأمثل للأصل محل العقد، وبين سعر التنفيذ. ويختار حامل خيار الشراء تنفيذه عادة عندما يكون سعر الأصل في أقصى قيمة له. ويختار حامل خيار البيع تنفيذه عندما يكون سعر الأصل محل العقد في أدنى قيمة له. ومن أنواع هذا الخيار:

١، ٨، ٥ - عقود الاختيارات الحدودية أو المقيدة Barrier Options:

هو نوع من الخيارات يتوقف تنفيذه على وصول، أو تجاوز سعر الأصل محل العقد، سعراً محدداً سلفاً. ويطلق على هذا الخيار مصطلح Knock-out ويعني أن العقد ينتهي بدون قيمة إذا تجاوز سعر الأصل محل العقد سعراً محدداً، وهذا يعني ربحاً محدوداً لحامل الخيار، وخسارة محدودة للبائع، أو مصدر الخيار. ويطلق عليه مصطلح Knock-in ويعني أن العقد لا معنى أو لا قيمة له إلا إذا وصلت قيمة الأصل محل العقد سعراً معيناً. ويعد هذا الخيار خياراً معقداً Exotic option لأنه أكثر تعقيداً من الخيارات الأمريكية، والأوروبية، الأساس. ويعد هذا الخيار أيضاً نوعاً من الخيارات المعتمدة على مسار السعر Path-dependent لأن قيمته تتغير بتغير قيمة الأصل محل العقد، خلال فترة العقد. ومن ثم تتوقف نتيجة العقد من حيث الربح، والخسارة، على حركة مسار سعر الأصل محل العقد. وقيمة الخيار المقيد أقل عادة من قيمة الخيار غير المقيد. وهناك أربعة أنواع من هذه الخيارات هي:

- Up-and-out: يطلق هذا المصطلح على عقد الخيار عندما تكون القيمة السوقية للأصل محل العقد أقل من مستوى معين، ثم تصعد إلى أن تتجاوزه، ويصبح العقد لاغياً knocked out.

- Down-and-out: يطلق هذا المصطلح على عقد الخيار عندما تكون القيمة السوقية للأصل محل العقد أعلى من مستوى معين، ثم تبدأ الهبوط، أو النزول تحت هذا المستوى، ويصبح الخيار باطلاً وملغياً Null and void.

- Up-and-in: يطلق هذا المصطلح على عقد الخيار عندما تكون القيمة السوقية للأصل محل العقد أقل من مستوى معين، ثم تصعد إلى أعلى إلى أن تتجاوزه، ويصبح الخيار ساري المفعول Activated.

- Down-and-in: يطلق هذا المصطلح على عقد الخيار عندما تكون القيمة السوقية للأصل محل العقد أعلى من مستوى معين، وتبدأ في الهبوط، أو النزول، ويصبح العقد ساري المفعول.

٢ ، ٨ ، ٥ - خيار القيد المزدوج Double barrier option: يتضمن العقد سعرين محددين يترتب على تجاوز سعر الأصل محل العقد، تنفيذ، أو عدم تنفيذ العقد.

٣، ٨، ٥ - خيار القيد الباريسي التراكمي Cumulative Parisian

barrier option: يتوقف تنفيذ العقد، أو عدم تنفيذه، على إجمالي الفترة الزمنية التي مكثها سعر الأصل محل العقد، أعلى، أو أسفل السعر المحدد. ويتوقف العائد التراكمي، أو المتجمع لهذا العقد The payoff of a cumulative Parisian option على إجمالي الفترة الزمنية التي مكثها سعر الأصل محل العقد، أعلى، أو أسفل السعر المحدد.

٤، ٨، ٥ - خيار القيد الباريسي العادي Standard Parisian barrier

option: يتوقف تنفيذ العقد، أو عدم تنفيذه، على أقصى فترة زمنية مكثها سعر الأصل محل العقد، على التوالي، أعلى، أو أسفل السعر المحدد. ويتوقف العائد التراكمي، أو المتجمع لهذا العقد The payoff of a standard Parisian option على أقصى فترة زمنية مكثها سعر الأصل محل العقد، على التوالي، أعلى، أو أسفل السعر المحدد.

٩، ٥ - إعادة الخيار Re-option: تتحقق إعادة الخيار عندما تنتهي

مدة عقد الخيار دون تنفيذه. ومن ثم، يمكن لمالك الأصل محل العقد إعادة الخيار.

١٠، ٥- خيار النظر للخلف Look back option: هو خيار يعتمد على المسار الزمني للسعر. حيث يستطيع صاحب خيار الشراء، شراء الأصل بأقل سعر خلال فترة زمنية سابقة معينة، ويستطيع صاحب خيار البيع بيع الأصل بأعلى سعر خلال فترة زمنية سابقة معينة.

١١، ٥- خيار تجميد الربح، أو رفع السعر تدريجياً Cliquet option or ratchet option: هو خيار معقد Exotic option. يتكون من سلسلة، أو مجموعة متتالية من الخيارات مؤجلة البداية. ويكون الخيار الأول نشطاً أو فاعلاً فوراً. ويكون الخيار الثاني نشطاً أو فاعلاً عند تنفيذ الخيار الأول. وهكذا بالنسبة لباقي السلسلة. ويكون العقد متعادلاً (يتساوى سعر التنفيذ مع السعر السوقي للأصل) عندما يصبح نشطاً، أو فاعلاً.

١٢، ٥- خيار الفانيليا الخيار البسيط أو السهل Vanilla option: ويطلق هذا المصطلح على أي خيار لا يشمل هياكل معقدة. حيث يملك حامل الخيار عادة حق التنفيذ وهذا يتطلب تنفيذ بنود الاتفاق المالي فوراً بين الطرفين. ففي خيار الشراء يتم شراء الأصل المالي، أو السلعة، من البائع بسعر التنفيذ، وهو السعر المحدد بالعقد من بائع الخيار. ويتم في خيار البيع بيع الأصل المالي، أو السلعة، لبائع الخيار بالسعر المحدد بالعقد.

١٣ ، ٥ - الخيار المزدوج Binary option: هو خيار استثماري شائع حيث يتوقع المستثمر هل سيرتفع السعر أم سينخفض خلال فترة زمنية معينة قادمة. بدلاً من شراء أصل يأمل أن يرتفع سعره. فإذا اتجه السعر صعوداً كما توقع فإنه يجني أرباحاً، وإذا اتجه هبوطاً بعكس توقعاته فإنه يخسر نقوده. وتدل كلمة مزدوج على أي نشاط له خياران فقط. ففي حالة هذا الخيار فإن المستثمر إما أن يكسب، أو يخسر كامل استثماره. قد يبدو الأمر خطيراً للوهلة الأولى، ولكنه في الواقع سياسة، أو استراتيجية استثمارية، قابلة للتوقع. لأن المستثمر يعلم بالضبط مقدار الكسب، والخسارة، المتولدة عن كل خيار. يتعامل الفرد الراغب في الاستثمار في هذا الخيار مع سمسار مرخص له بالعمل في هذا المجال. وفي هذه الحالة يحدد الفرد، وبمساعدة السمسار الأصل الذي يريد شراء خيار له. ومقدار الاستثمار، وتاريخ انتهاء الخيار. فإذا تم الخيار فما على المستثمر إلا مراقبة تحرك التعامل بذلك الأصل، لمعرفة إذا كان اختياره صائباً أم لا. ويعد هذا الخيار من أكثر الخيارات انتشاراً في الوقت الحاضر لبساطته. كما أن المستثمر يكون على علم بالمخاطر المحيطة به، والتكاليف المرتبط به خلال فترة العقد. وهناك نوعان يندرجان تحت هذا الخيار هما:

١، ١٣، ٥ - The cash-or-nothing option: يتم بموجبه دفع مقدار ثابت من النقود إذا تساوى سعر التنفيذ مع السعر الجاري للأصل محل الخيار.

٢، ١٣، ٥ - Asset-or-nothing binary option:

٤، ٥ - Asset-or-nothing binary option: يتم بموجبه دفع قيمة الأصل محل التعاقد.

وهي تسمى أيضاً^(١) All-or-nothing and fixed return options digital options^(٢).,options



(١) وذلك في (on the American Stock Exchange)

(٢) وذلك في أسواق (more common in forex/interest rate markets)

المبحث السادس

أنواع أخرى من الخيارات

هناك أنواع أخرى مهمة من الخيارات وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية مثل:

١ - خيار Employee stock options خيار شراء العاملين لأسهم الشركة أو برنامج تملك أسهم الشركة للعاملين فيها: هو خيار شراء لأسهم الشركة العادية، مضمون من قبل الشركة، كجزء من حزمة إغراءات، أو حوافز للعاملين فيها. وهو عقد يتم بين أصحاب الشركة، والعاملين فيها. وهي عقود غير نمطية، أو غير موحدة. ويكون المدير، أو صاحب الشركة بمقتضى هذا الخيار ملتزماً بتسليم عدد من الأسهم للعاملين في الشركة.

٢ - عقود الخيارات آجلة البداية Forward start option: يبدأ هذا الخيار في تاريخ مستقبلي محدد، على أن يتم تحديد تاريخ الانتهاء في المستقبل. ويتم دفع ثمن الخيار مقدماً. ويتم تحديد تاريخ الانتهاء عند توقيع العقد. وحيث إن سعر الأصل محل العقد مجهول في تاريخ بداية العقد، فإنه يتم تحديد سعر التنفيذ مستقبلاً. ومن ثم قد يكون العقد مربحاً، وقد يعاني صاحبه من

الخسارة، وقد يكون في وضع تعادل. ومن ثم يمكن العقد المستثمر المعرض للخسارة من تأجيل قلب الأسعار. وتندرج خيارات الأسهم الممتازة أو المضمونة Executive stock options تحت الخيارات مؤجلة البداية، لأن الشركة تلتزم بضمان الخيارات للعاملين فيها في المستقبل^(١).

٣- خيارات العقارات: وهي خيارات تستخدم عادة لتجميع أجزاء كبيرة من الأراضي. Real estate options.

٤- خيارات السداد المبكر: Prepayment options وهي ترتبط عادة بالقروض، أو الرهون العقارية. وتكون عادة عقود خيار شراء. حيث يتيح السداد المبكر للقرض حصول الفرد على إعادة تمويل بسعر فائدة أقل. لأن الوضع الائتماني للعميل قد تحسن أو ربما لانخفاض سعر الفائدة في السوق. ويكون سعر الفائدة المدفوع أعلى من سعر الفائدة الجاري في السوق.



(١) a company commits to granting at-the-money options to employees in the future

المبحث السابع

نماذج التقويم أو التسعير

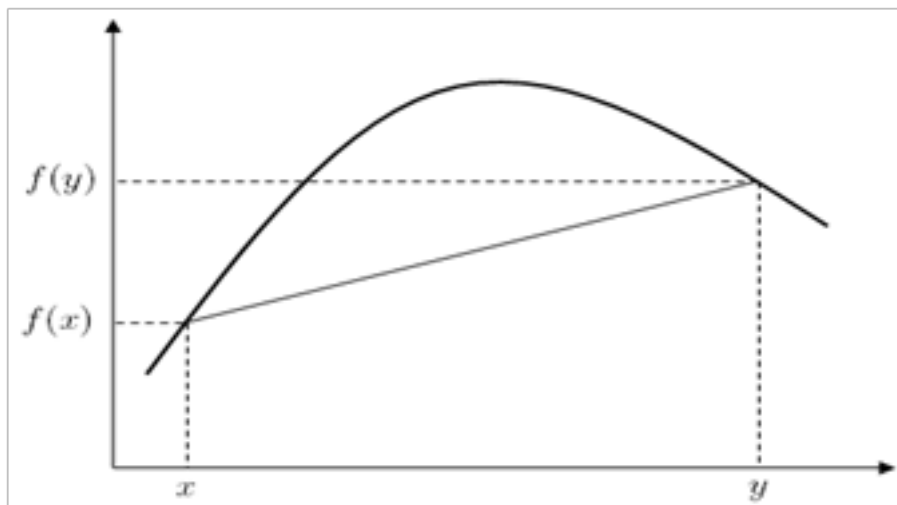
١- نموذج التسعير حيادي الخطر باستخدام حساب التفاضل العشوائي:

يتم تقويم أو تسعير الخيار وفقاً لأساليب كمية تقوم على مبدأ Risk neutral pricing التسعير حيادي المخاطر، أو غير المتأثر بالمخاطر. فلا تتأثر قرارات الطرف حيادي المخاطر بعدم التأكد، فيما يختص بمجموعة نتائج حادث معين. ومن ثم فلا فرق عنده بين النتائج ذات العوائد المتوقعة المتساوية إذا كان أحد الاختيارات أكثر خطورة. إذا كان هناك اختيار بين ناتج قدره ٥٠ دولاراً وآخر باحتمال قدره ٥٠٪ لربح ١٠٠ دولار، أو صفر دولار، فليس هناك فرق لدى حيادي الخيار بين اختيار أحد الناتجين. وفي المقابل يفضل كارهه، أو متجنب الخطر، الخيار الأول. ويفضل محب الخطر الخيار الثاني. ويواجه المشروع حيادي الخطر احتمالات فيما يتعلق بسعر السوق لمنتجاته. وهو يهتم فقط بأرباحه. ومن ثم، فهو يعظم القيمة المتوقعة لأرباحه (بالنظر إلى حجم العمالة المستخدمة كمدخلات، وحجم الناتج....). أما فيما يتعلق بمكونات المحافظ الاستثمارية فإن المستثمر يمكنه الاختيار بين

تشكيلة واسعة من الأصول الخطرة، حيث يستثمر في الأصول الأكثر عائداً، بغض النظر عن درجة خطورة هذه الأصول، مقارنة بغيرها من الأصول. وسيقوم ببيع الأصول ذات العائد الأقل، ليستثمر الرصيد المكون من بيعها في الأصول ذات العوائد الأعلى. وفي المقابل فإن المستثمر كاره، أو متجنب للخطر، فإنه سينوع بين تشكيلة واسعة من الأصول مع الأخذ في الاعتبار درجة خطورة كل أصل، وهذا سوف يخفض العائد المتوقع للمحفظة ككل. وستكون محفظة حيادي الخطر أكثر عائداً، ولكن مع درجات كبيرة التفاوت من حيث العوائد الممكنة.

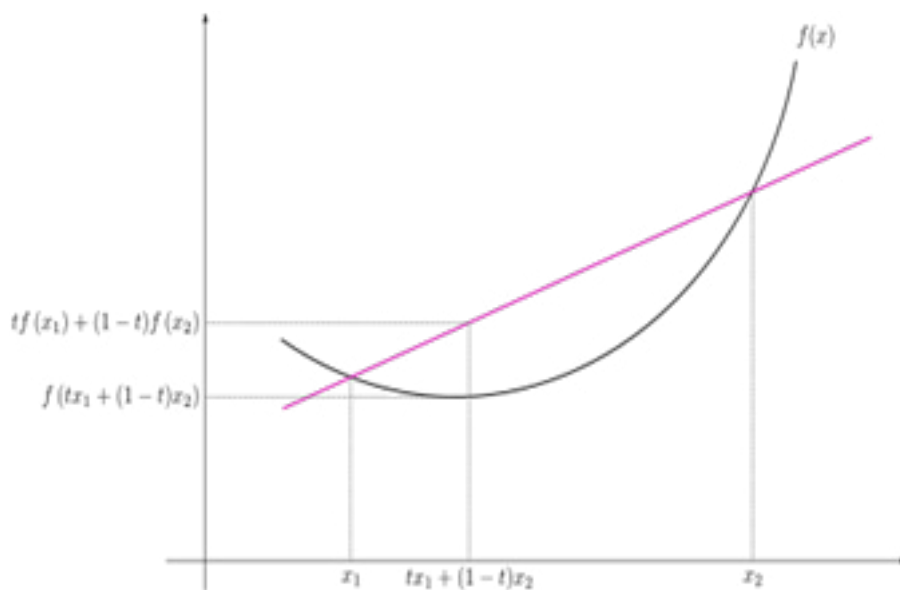
١ ، ١ - دالة المنفعة لحيادي الخطر:

يوصف الاختيار في ظل الاحتمال، أو عدم التأكد، بأنه تعظيم للمنفعة المتوقعة. ويفترض أن تكون المنفعة دالة في الربح، أو في القيمة النهائية للمحفظة. وستكون دالة المنفعة مقعرة (تتزايد بمعدل متناقص) لمن يتوقع تعظيم منفعته، وهو كاره الخطر. وستكون محدبة لمحِب الخطر (تتزايد بمعدل متزايد). وستكون خطية (تتزايد بمعدل ثابت لحيادي الخطر). حيث المنفعة المتوقعة مساوية للقيمة النهائي للمحفظة. كما أن تعظيمه مساو لتعظيم القيمة المتوقعة.

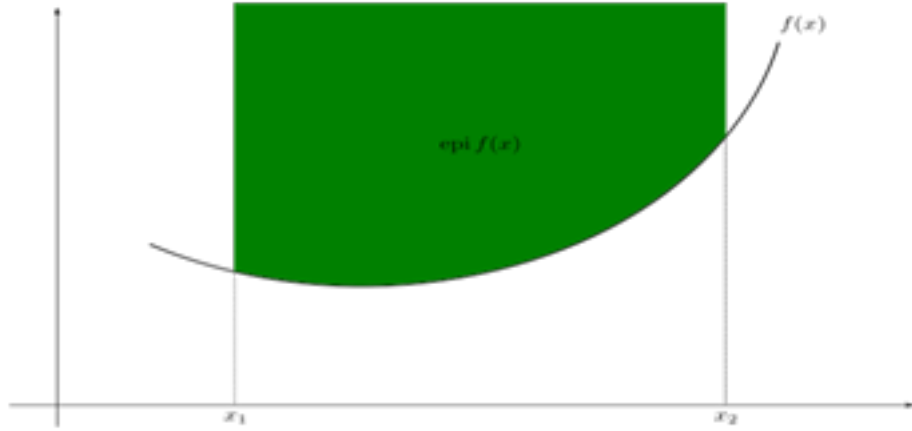


شكل رقم (٢)

تعد الدالة $f(x)$ شبه مقعرة، إذا كان الجزء العلوي
في الشكل $S(a) = \{x : f(x) \geq a\}$ مقعراً.

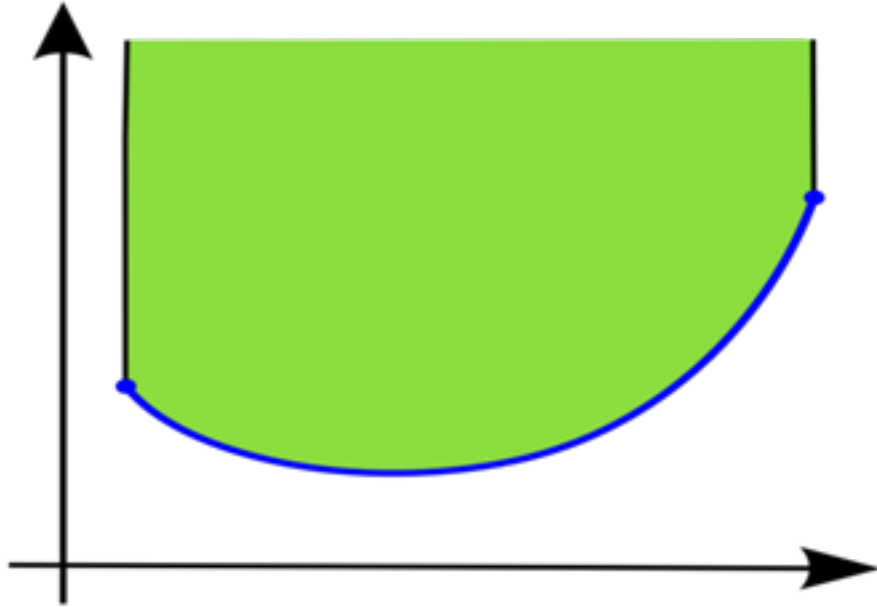


شكل رقم (٣): دالة محدبة الخطر



شكل رقم (٤)

تعد الدالة بالخط الأسود، أو المنحنى الأسود محدباً فقط إذا كان الجزء الأخضر العلوي محدباً



شكل رقم (٥): يعد المنحنى الأزرق، أو الدالة الزرقاء محدبة إذا كان الجزء الأخضر العلوي محدباً

٢- حساب التفاضل العشوائي Stochastic calculus: فرع من الرياضيات يعتمد على البيانات، أو العمليات العشوائية. يستخدم لوصف سلوك العمليات، أو الأنشطة العشوائية.

٣- Black-Scholes-Merton: يعرف أيضاً باسم. وقد قدم لأول مرة في العام ١٩٧٣. وهو نموذج رياضي لأسواق المال المشتملة على أدوات استثمارية. هي عبارة عن مشتقات مالية. ويمكن من النموذج اشتقاق، أو استنباط صيغة Black-Scholes والذي يعطي التقدير النظري لخيارات النمط، أو النموذج الأوروبي^(١).

The Black-Scholes model was first published by Fischer (١) Black and Myron Scholes in their 1973 paper, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", published in the Journal of Political Economy. They derived a partial differential equation, now called the Black-Scholes equation, which estimates the price of the option over time. The key idea behind the model is to hedge the option by buying and selling the underlying asset in just the right way and, as a consequence, to eliminate risk. This type of hedging is called delta hedging and is the basis of more complicated hedging strategies such as those engaged in by investment banks and hedge = funds

٤- نموذج implied volatility : التقلب الضمني لعقد الخيار يعني أن تقلب قيمة الأصل محل العقد عند استخدامها كمدخل في نموذج تسعير الخيار مثل نموذج بلاك وشول، تكون قيمته النظرية مساوية للقيمة السوقية الحالية للخيار.



شكل رقم (٦) نموذج التقلب الضمني

Robert C. Merton was the first to publish a paper expanding = the mathematical understanding of the options pricing model, and coined the term "Black-Scholes options pricing model". Merton and Scholes received the 1997 Nobel Prize in Economics for their work. Though ineligible for the prize because of his death in 1995, .Black was mentioned as a contributor by the Swedish Academy

٥- نموذج Volatility smiles: هي نماذج تقلبات ضمنية تظهر عند تسعير الخيارات المالية. الخيارات ذات أسعار التنفيذ المختلفة بشكل كبير عن الأسعار الجارية للأصل تفرض أسعاراً أعلى (وهكذا توجد تقلبات ضمنية implied volatilities) مما تقترحه نماذج التسعير النمطية. ومن ثم يقال إن هذا الخيار تتساوى فيه أسعار التنفيذ مع الأسعار الجارية أو تختلف in-the-money or out-the-money.

٦- نماذج التقلبات العشوائية أو الاحتمالية Stochastic volatility models : لاحظ الباحثون منذ أزمة ١٩٨٧، أن التقلبات الضمنية للسوق بالنسبة للخيارات ذات أسعار التنفيذ المنخفضة أكثر منها بالنسبة للخيارات ذات أسعار التنفيذ المرتفعة. مفترضة أن التقلب عشوائي أو احتمالي حيث يتغير وقت التقلب وكذلك مستوى السعر للأصل محل العقد.

وهناك أيضاً نماذج Binomial tree pricing model، Monte Carlo، Finite difference models، وغيرها من النماذج.

ولعل النموذج الأكثر استخداماً هو نموذج بلاك آند شول Black-Scholes: وهناك نماذج أخرى أكثر تعقيداً لتوصيف volatility smile ما

يعرف بالتقلب البسيط. وتستخدم هذه النماذج تقنيات أو أساليب رقمية أو عددية (تعتمد على الأرقام أو الأعداد). وتعتمد نماذج التقويم أو التسعير عادة على العناصر الآتية: سعر السوق للأصل محل العقد، سعر تنفيذ الخيار مقارناً بسعر السوق in the money vs. Out of the money، تكلفة حيازة الأصل بما فيها سعر الفائدة والأرباح أو العوائد الموزعة، تاريخ انتهاء الخيار مع وجود أو عدم وجود قيود أو شروط للتنفيذ، التقديرات أو التخمينات المستقبلية لأسعار الأصل محل العقد خلال فترة زمنية معينة.



المبحث الثامن

مأل، أو نتيجة العقد من حيث الربح، والخسارة Money ness

يعلم مأل، أو نتيجة العقد من حيث الربح، والخسارة بمقارنة السعر الحالي، أو المستقبلي، للأصل محل العقد، بسعر التنفيذ. وهناك ثلاث حالات هي:

١- وضع أو حالة الربحية In- the- money: يتحقق هذا الوضع إذا كان سعر التنفيذ أقل من السعر الحالي في حالة خيار الشراء، وإذا كان سعر التنفيذ أعلى من السعر الحالي للأصل في حالة خيار البيع. ويكون الربح هنا مساوياً للفرق بين سعر التنفيذ، وبين سعر الأصل المالي محل العقد في السوق، مضروباً في عدد وحدات الأصل المالي محل العقد.

٢- وضع أو حالة الخسارة Out- of- the- money: يتحقق هذا الوضع إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر الحالي في حالة خيار الشراء، وإذا كان سعر التنفيذ أقل من السعر الحالي للأصل في حالة خيار البيع. وتكون الخسارة هنا مساوية للفرق بين سعر التنفيذ، وبين السعر السوقي للأصل

محل العقد، مضروباً في عدد وحدات الأصل محل العقد. ومن ثم، ينعدم الحافز لتنفيذ الخيار، فيقوم مالك الخيار ببيعه، أو الانتظار إلى تحسن السعر.

٣- وضع التعادل: At-the-money: يتحقق هذا الوضع في حالة تساوي سعر التنفيذ مع السعر الحالي للأصل محل العقد، في حالة خيار الشراء، وفي حالة خيار البيع.

ويمكن إضافة مصطلح Deep في حالة اتساع الفرق بين سعر التنفيذ، والسعر الحالي للأصل. فيقال مثلاً: Deep-in-the-money, or, Deep-out-of-the-money

وهناك اختلافان بسيطان في التعريف، مترتبان على استعمال السعر الحالي للأصل محل العقد (spot)، أو السعر المستقبلي^(١) (forward)، فيقال: "at the money spot" or "at the money forward"

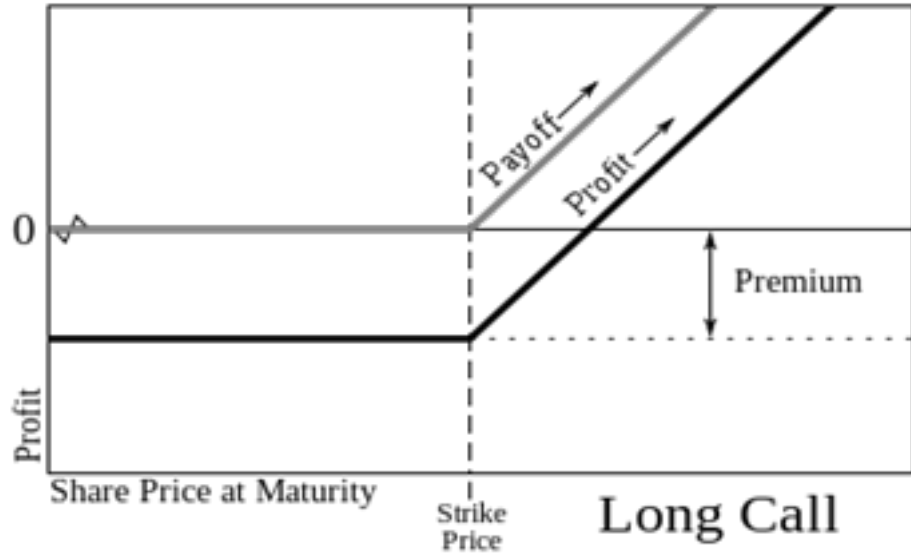
أولاً: أوضاع، أو حالات المضاربين في خيارات تبادل الأسهم وفقاً للنمط الأمريكي:

The basic trades of traded stock options (American Style)

(١) سعر التسليم في المستقبل (Forward price a price for delivery in future)

تشتمل عقود الخيارات في الأسواق الأمريكية عادة على مائة وحدة من الأصل محل العقد. ويمكن أن يكون المضارب في هذه العقود في أحد الأوضاع الآتية:

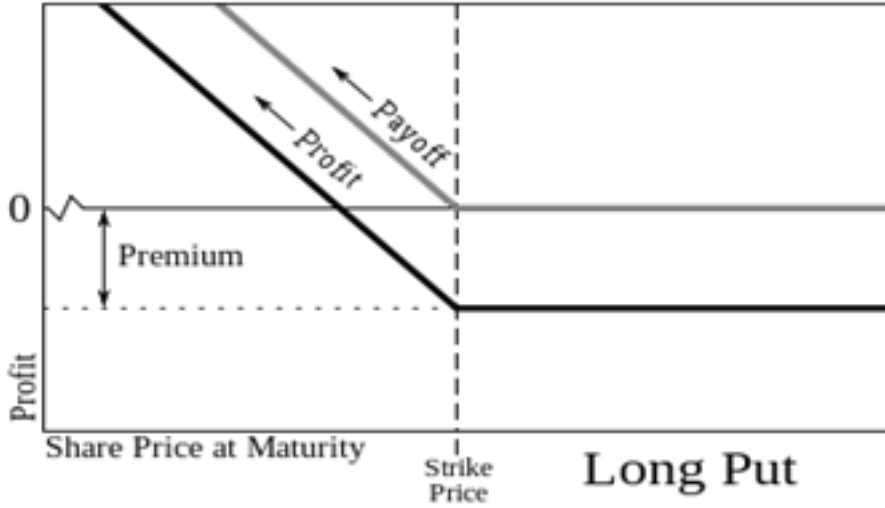
١ - مشتري الخيار المضارب على الصعود Long call: إذا توقع المضارب صعود سعر أصل معين، فإنه يشتري فقط حق شراء الأصل (خيار الشراء Call option)، بسعر معين، بدلاً من شراء الأصل في حد ذاته. ودون الالتزام بشراء الأصل قبل تاريخ نهاية العقد. فإذا كان السعر السوقي للأصل (Spot Price, S) عند نهاية العقد أكبر من سعر التنفيذ (X) بالإضافة إلى ثمن الخيار المدفوع P، فإن مقدار الربح سيكون هو الفرق بين السعر السوقي، وبين سعر التنفيذ، مضافاً إليه ثمن الخيار $S - X > P$. فإذا كان السعر السوقي للأصل محل العقد هو ١٠٠ دولار مثلاً، وكان ثمن الخيار هو ١٠ دولارات، فإن أي ثمن يكون فوق ١١٠ دولارات يكون مربحاً. وإذا كان السعر السوقي للأصل في تاريخ التنفيذ أقل من سعر التنفيذ، فإنه لن ينفذ العقد، وسيخسر ثمن الخيار فقط.



شكل رقم (٧): أرباح مشتري خيار الشراء

٢- مشتري الخيار المضارب على الهبوط Long put: إذا توقع المضارب انخفاض، أو هبوط سعر أصل معين، فإنه يشتري فقط حق بيع الأصل (خيار البيع Put option)، بسعر معين. دون الالتزام ببيع الأصل قبل تاريخ نهاية العقد. فإذا كان سعر الأصل في تاريخ انتهاء العقد أقل من سعر التنفيذ بمقدار يزيد على ثمن الخيار، فإن صاحب الخيار سيحقق ربحاً. أما إذا كان سعر الأصل في تاريخ انتهاء العقد أكبر من سعر التنفيذ، فإنه لن يقوم بالتنفيذ، وسيخسر فقط ثمن الخيار. فإذا كان سعر الوحدة مائة دولار مثلاً،

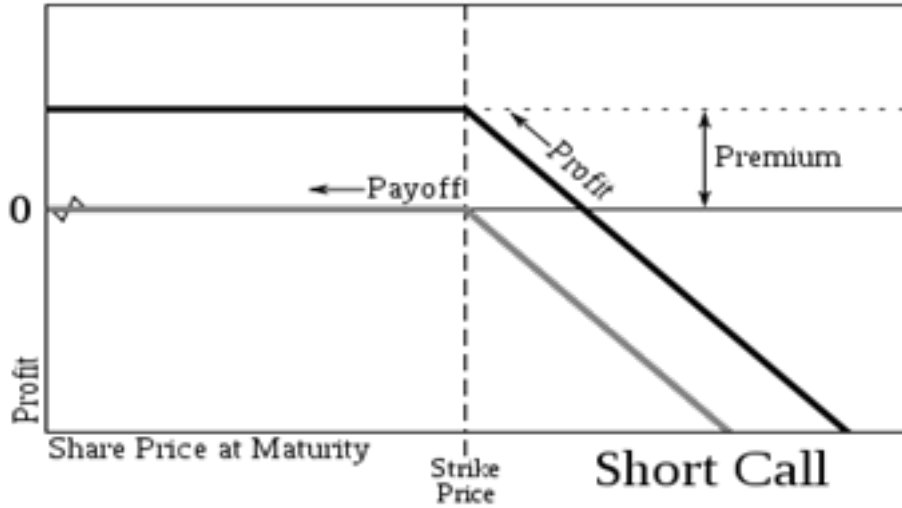
وكان ثمن الخيار ١٠ دولارات، فإن أي سعر يكون أكبر من ١١٠ دولارات يكون مربحاً بالنسبة له.



شكل رقم (٨): أرباح مشتري خيار البيع

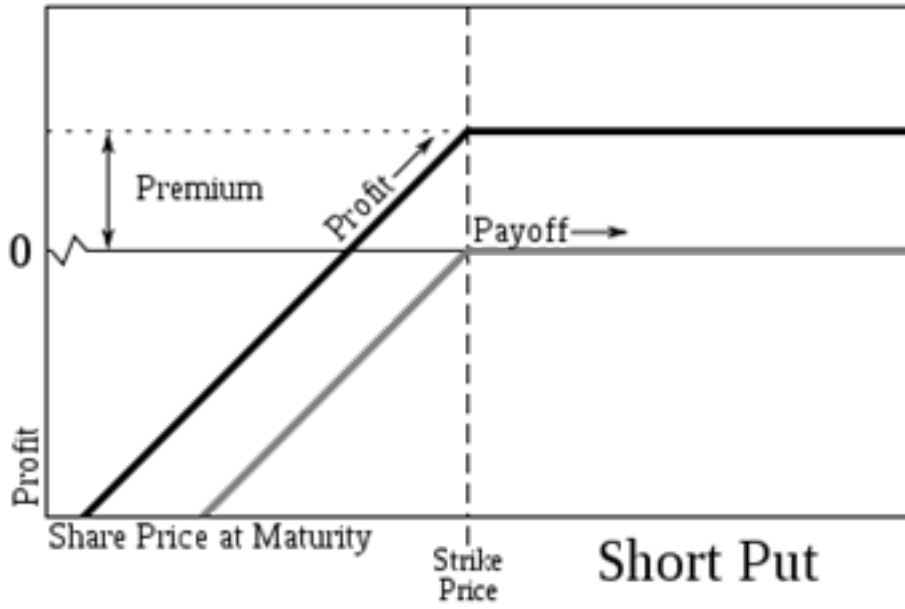
٣- بائع الخيار المضارب على الهبوط Short call: هو وضع الطرف الثاني لعقد الخيار أي بائع الخيار. وهو الوضع المقابل، أو المعاكس لوضع مشتري الخيار في الحالة الأولى: إذا توقع المضارب هبوط، أو انخفاض سعر السهم، فإنه سيبيع خيار شراء للطرف الأول. ويكون ملزماً بمقتضى العقد ببيع الأصل محل العقد للطرف الأول، وهو صاحب خيار الشراء. فإذا انخفض سعر الأصل محل العقد عن سعر التنفيذ، فإن بائع الخيار سيحقق

أرباحاً بمقدار ثمن الخيار. أما إذا ارتفع سعر الأصل عن سعر التنفيذ، فإن بائع الخيار سيخسر بمقدار غير محدد.



شكل رقم (٩): أرباح بائع خيار الشراء

٤- بائع الخيار المضارب على الصعود Short put: إذا توقع المضارب صعود سعر الأصل محل العقد، فإنه سيبيع الأصل، أو يبيع خيار بيع للطرف الآخر. ومن ثم يكون ملزماً بشراء الأصل من الطرف الآخر. فإذا كان السعر السوقي للأصل محل العقد في تاريخ التنفيذ أكبر من سعر التنفيذ، فإن بائع الخيار سيحقق أرباحاً بمقدار ثمن الخيار. أما إذا كان السعر السوقي أقل من السعر التنفيذ، فإنه سيعاني من الخسارة بمقدار قد يعادل سعر الأصل محل العقد.



شكل رقم (١٠): أرباح بائع خيار البيع



المبحث التاسع

التكليف الفقهي لعقود الخيارات

تعد عقود الخيارات من العقود الزمنية. فلها تاريخ بداية تبدأ به، وله تاريخ انتهاء تنتهي بنهايته. ويقوم العقد على تحويل عبء خطر معين، وهو التغير في السعر، من مشتري الخيار إلى بائع الخيار بمقابل معين. ومن ثم يتصف العقد بالصفات الآتية:

- عقد معاوضة: يعد بيع الخيار من عقود المعاوضات المالية في الفقه الإسلامي. وهي العقود التي يقصد منها تنمية المال. يتمثل طرف المعاوضة الأول هنا في مشتري الخيار. ويتمثل الطرف الثاني في مصدر، أو بائع الخيار. ويتمثل العوض الأول هنا في: ثمن الخيار، وليس ثمن الأصل المالي، لأنها ليست مقصودة لذاتها. فقد يشتريها مشتري الخيار، أو يبيعها، وقد لا يفعل ذلك. ويتمثل العوض الثاني في الخيار، الذي يحصل عليه مشتري الخيار من الطرف الآخر. وربما يكون هذا الخيار وسيلة للوصول إلى عوض آخر غير مفصح عنه من قبل مشتري الخيار، ومن قبل بائعه، هو الربح الاحتمالي. فنكون أمام نقد فوري مقابل نقد مؤجل محتمل، قد يكون مساوياً لثمن

الخيار وهو العوض الفوري، وقد يكون أقل منه، وقد يكون أكبر منه. وهنا تثار مسألتان مهمتان هما: هل الخيار حق بمعناه القانوني، وبمعناه الفقهي. وهل يدخل تحت مسمى المال فقهيًا، فتجوز معاوضته.

الحق في القانون:

يعرف الحق في القانون بأنه: (ثبوت قيمة معينة لشخص بمقتضى القانون، فيكون لهذا الشخص أن يمارس سلطات معينة، يكفلها له القانون، بغية تحقيق مصلحة جديرة بالرعاية). ويعرف أيضاً بأنه: (تلك الرابطة القانونية التي بمقتضاها يخول القانون شخصاً من الأشخاص، على سبيل الانفراد، والاستثمار، التسلط على شيء، أو اقتضاء أداء معين، من شخص آخر). كما يعرف بأنه: (ميزة يخولها القانون الشخص ويضمنها بوسائله، بمقتضاها يتصرف في قيمة معترف بثبوتها له، إما باعتبارها مملوكة له، أو لاعتبارها مستحقة له). ويعرف الحق الشخصي، أو الالتزام، بأنه: (سلطة مقرر لشخص قبل آخر، وبمقتضاها يكون للأول أن يطالب الثاني بالقيام بعمل معين). ومصادر الحق في القانون هي: نص القانون، والعقد، والإرادة المنفردة، والفعل الضار أو العمل غير المشروع، والفعل النافع.

وبتطبيق التعريفات السابقة على تعريف الخيار، يتضح أن الخيار حق حق من الحقوق في القانون، مصدره العقد، بين طرفي الخيار.

الحق في الفقه الإسلامي:

عرف أ. مصطفى الزرقا الحق المالي بأنه: (اختصاص له قيمة مالية بين الناس). أو: (اختصاص مشروع بمنفعة ذات قيمة مالية بين الناس). أو: هو (اختصاص يقرر به الشرع سلطة، أو تكليفاً). والحق المالي هو ما تعلق بالمال كملكية الأعيان، أو الديون، أو المنافع. وهو حق شخصي، والحق الشخصي (كل علاقة شرعية بين شخصين يكون أحدهما فيها مكلفاً تجاه الآخر أن يقوم بعمل فيه مصلحة فيه مصلحة ذات قيمة للآخر، أو يمتنع عن عمل مناف لمصلحته، مهما كان مصدر تلك العلاقة. فإنها تفسر في الاصطلاح الفقهي، ويعبر عنها، بأنه حق شخصي للمستفيد منها، كما أنها في الوقت نفسه التزام على الآخر، المكلف بها)^(١). أما الحق الشخصي فهو: (مطلب يقره الشرع لشخص على آخر). ومن تعريفات الحق أيضاً، تعريف د. فتحي الدريني للحق بأنه: (اختصاص يقرر به الشرع سلطة على شيء، أو اقتضاء أداء

(١) انظر: مصطفى الزرقا. المدخل الفقهي العام. ج ٣، ص ١٠-١٥. وانظر: المدخل إلى النظرية العامة للالتزامات. ص ٢١-٢٦.

من آخر، تحقيقاً لمصلحة معينة). وعرفه الشيخ عيسوي أحمد عيسوي بأنه: (مصلحة ثابتة للشخص على سبيل الاختصاص، واستثثار، يقررها الشارع الحكيم). وعرفه د. محمد الحسيني بأنه: (مصلحة يقررها الشرع لشخص على سبيل الاختصاص، ويقرر لها الحماية)^(١). ويتضح من التعريفات السابقة أن الخيارات المالية كما تطبق في أسواق المال المعاصرة لا تدخل تحت مفهوم الحق في الفقه الإسلامي^(٢).

المال في الفقه الإسلامي:

البيع مبادلة مال بمال، فعقد البيع يجب أن يكون محله مالا. فهل الخيار وهو محل عقد بيع الخيار مال، لتصح مبادلته بالمال.

هناك اتجاهان للفقهاء في تعريف المال، هما: اتجاه مذهب الحنفية، واتجاه الجمهور من مالكية، وشافعية، وحنابلة. على النحو الآتي:

(١) انظر: أحمد الخولي. نظرية الحق بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي. ص ٥٠-٥٢.

(٢) وهي وجهة نظر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره السابع بجدة، في الفترة ٧-١٢ ذي القعدة ١٤١٢، الموافق ٩-١٤ مايو ١٩٩٢. القرار رقم ٦٣، بشأن الأسواق المالية.

اتجاه الحنفية في تعريف المال: المال عند الحنفية ما يصح تملكه شرعاً من كل شيء. وكل ما تمكن حيازته، وإحرازه، ويتنفع به عادة. وبذلك يشترط عندهم عدة شروط :

١- إمكان الحيازة والإحراز: فلا يعد مالاً ما لا تمكن حيازته، كالأمور المعنوية مثل العلم، والصحة.

٢- إمكان الانتفاع به عادة: فكل ما لا يمكن الانتفاع به أصلاً، كالحم الميتة، والطعام المسموم أو الفاسد.

ومن ثم، تخرج المنافع، والحقوق، من مصطلح المال عند الحنفية، حيث لا يمكن ادخارها، فهي في نظرهم ملك، لا مال. والعرف الغالب عند فقهاء الحنفية أن اسم المال ينصرف عند الإطلاق إلى النقد، والعروض خاصة. وللعادة أثر في المالية عندهم كغيرهم. ولذا قالوا: إن المالية تثبت بتمول الناس كافة أو بعضهم. وأبرز ملامح اتجاه الحنفية انفرادهم بأمرين، هما: أنهم لم يجعلوا إباحة الانتفاع شرعاً شرطاً في المالية، مما ساقهم إلى تقسيم المال إلى متقوم، وغير متقوم. وأنهم اشترطوا إمكان الادخار لوقت الحاجة، فأخرجوا بذلك المنافع ونحوها، من أن تكون أموالاً.

اتجاه جمهور الفقهاء: المال عند الجمهور هو: (ما كان له قيمة مادية بين الناس، وجاز شرعاً الانتفاع به في حال السعة، والاختيار). أو، هو: (ما كان له قيمة عرفاً، وجاز شرعاً الانتفاع به في حال السعة، والاختيار). فكل ما له قيمة عرفاً، يشمل الأعيان، والمنافع بما فيها الهواء إذا ضغط في أنابيب، أو الطاقة الشمسية إذا حيزت في آلات معينة، واستغلت في خدمة بني الإنسان. وكذا الحقوق التي يمكن الاعتياض عنها بمال. كما أنه قيد لإخراج الأعيان والمنافع التي لا قيمة لها بين الناس، لتفاهتها كحبة قمح، أو قطرة ماء، وشم رائحة عطر، وما أشبه ذلك. وقولنا: جاز الانتفاع به شرعاً، قيد لإخراج ما حرم الشرع الانتفاع به كالميتة، والخمر والخنزير. والنص على الانتفاع في حال السعة، والاختيار، قيد لبيان أن المقصود بالانتفاع هو الانتفاع المشروع في حال السعة، والاختيار. ومن ثم، اشترط الجمهور ضابطين للمالية، هي:

- ١ - أن يكون الشيء له قيمة بين الناس: وهذه القيمة تثبت بوجوب الضمان على من أتلفه، سواء أكانت قليلة، أم كثيرة.

٢- أن يكون الشيء له قيمة بين الناس: وهذه القيمة تثبت بوجهين:

١، ٢- أن يكون الشيء قد أباح الشارع الحكيم الانتفاع به في حال السعة والاختيار، كالحیوانات والعقارات، أما إذا كان الشارع الحكيم قد حرم الانتفاع به وبالضمان على من أتلفه سواء أكانت قليلة أم كثيرة، فإنه لا يكون مالاً.

٢، ٢- أن يكون الشيء قد أباح الشارع الحكيم الانتفاع به في حال السعة، والاختيار، كالحیوانات، والعقارات. أما إذا كان الشارع الحكيم قد حرم الانتفاع به في حال السعة، والاختيار، كالخمر، ولحم الخنزير، والميتة، فإنه لا يكون مالاً.

وتتمثل ثمرة الخلاف بين الاتجاهين فيما يأتي:

١- المنافع ليست أموالاً عند الحنفية، لأنه لا يمكن حيازة المنفعة. إذ هي شيء معنوي. فلا يتصور وضع اليد عليه استقلالاً. بينما يرى الجمهور أن المنافع من الأموال. لأن المنافع أساس التقويم في الأموال، كسكنى الدار، وركوب السيارة. فمن غصب شيئاً وانتفع به مدة، ثم رده إلى صاحبه فإنه

على رأى جمهور الفقهاء يضمن قيمة المنفعة. ولا ضمان عليه على رأى الحنفية.
لا ضمان عليه، باستثناء حالات معينة يوجبون فيها الضمان.

٢- الخمر والخنزير: يرى الحنفية أنهما أموال، ولكنهما أموال غير متقومة، لأنهما مما يتعامل فيه غير المسلمين. أما جمهور الفقهاء فيرى عدم اعتبارهما أموالاً سواء بالنسبة للمسلم أو غيره، لعدم إباحة الإسلام الانتفاع بهما، وغير المسلم في دولة الإسلام حكمه كحكم المسلمين. له ما لهم. وعليه ما عليهم.

ومن ثم، ينقسم المال إلى مال متقوم، ومال غير متقوم، على النحو الآتي:

١- المال المتقوم: هو المال الذي له قيمة في نظر الشريعة الإسلامية.
والقيمة في نظر الشريعة الإسلامية تتحقق بأمرين :

١، ١- أن يكون الشارع الإسلامي قد أباح الانتفاع بالمال في حالة السعة، والاختيار. أي: في الظروف العادية. وذلك مثل العقارات، والمنقولات، إلا ما كان محرماً منها.



٢، ١ - الحيازة الفعلية. وذلك بأن يكون المال الذي أباح الشارع الحكيم الانتفاع به تحت يد حائز بالفعل، فالسمك في الماء يباح الانتفاع به شرعاً، لكنه ما دام في الماء لا يعتبر مالاً متقوماً لعدم حيازته، فإذا اصطاده إنسان وحازه بالفعل اعتبر مالاً متقوماً.

المال غير المتقوم :

هو المال الذي ليست له قيمة في نظر الشريعة الإسلامية. وهو ما لم يحز بالفعل، أو حيز ولكن حرم الشارع الانتفاع به، مثل المعادن في باطن الأرض، والسمك في الماء، كما يشمل المال الذي حيز بالفعل، لكن حرم الشارع الانتفاع به في حال السعة والاختيار وكالخمير والخنزير بالنسبة للمسلم، إلا في حال الضرورة، كأن يصيب الإنسان جوع شديد، أو عطش يخشى منه الهلاك. أما بالنسبة لغير المسلم من أهل الذمة، فإن الخمير والخنزير يعتبران مالاً متقوماً عند الحنفية.

ومذهب جمهور الفقهاء غير الحنفية، أنهما لا يعتبران مالاً متقوماً في حق أهل الذمة، لأنهم مأمورون بأن تكون معاملاتهم على وفق معاملات المسلمين. ومن نتائج تقسيم المال إلى متقوم، وغير متقوم، أن المال المتقوم

يصح أن يكون محلاً لجميع العقود، كالبيع، والإجارة، والهبة. أما المال غير المتقوم فلا يصح التعاقد عليه بشيء من تلك العقود. فلو أن مسلماً باع خيراً، فالبيع باطل. ولو باعها ذمي من ذمي فالبيع صحيح.

- عقد ملزم للجانبين: فمشتري الخيار ملتزم عند توقيع العقد تجاه بائع الخيار بدفع ثمن ثبوت حق الخيار له. وبائع الخيار ملتزم بتنفيذ ما يتضمنه هذا الحق. ولكن عقد الخيار يدخل في العقود الملزمة لجانب واحد فقط عند التنفيذ هو بائع الخيار، إذا اختار مشتري الخيار التنفيذ.

- عقد احتمالي، أو من عقود الغرر: ذلك أن المتعاقد إذا كسب شيئاً فذلك في مقابل تعرضه للخسارة. وإذا خسر شيئاً فذلك في مقابل احتمال الكسب. فهذا الاحتمال في الكسب، أو الخسارة، هو الأساس الذي يقوم عليه العقد. فعقد الخيار عقد لا يستطيع فيه كل من المتعاقدين أن يحدد وقت إتمام العقد القدر الذي أخذ، أو القدر الذي أعطى، ولا يتحدد ذلك إلا في المستقبل، تبعاً لحدوث أمر غير محقق، هو ارتفاع سعر الأصل محل العقد، فيعرف القدر الذي أخذ، أو انخفاض السعر، فيعرف القدر الذي أعطى، وهذا متحقق هنا. لأن مشتري الخيار هنا قد يكون مضارباً على ارتفاع السعر، وقد يكون

مضارباً على انخفاضه. ومن ثم يتوقف موقفه من العقد من حيث الربح أو الخسارة على ارتفاع، أو انخفاض سعر الأصل المالي، وهو أمر لا يعلم إلا عند انتهاء العقد. وتتوفر في عقد الخيار ضوابط الغرر الفاحش الآتية:

- غرر في الحصول: أي غرر في حصول الربح بسبب ارتفاع السعر، أو انخفاضه. فقد يضارب حامل الخيار على صعود السعر، فيهبط السعر خلافاً لتوقعه ويخسر. وقد يضارب على انخفاض السعر، فيرتفع السعر خلافاً لتوقعه ويخسره.

- غرر في المقدار: أي في مقدار الربح بسبب صدق توقعه. وذلك بسبب عدم معرفة مقدار الفرق بين سعر الأصل في تاريخ التنفيذ، وبين سعر التنفيذ. فكلما ازداد الفرق بينهما كلما ازداد ربح أحد الطرفين، وازدادت خسارة الطرف الآخر.

- غرر في الأجل: أي في أجل حدوث الربح، وذلك يتوقف على تاريخ تنفيذ العقد. فقد ينفذ العقد، وقد لا ينفذ. وإذا نفذ العقد فلا يعلم متى ينفذ، إذا يتوقف ذلك على رغبة حامل الخيار تبعاً للحالة السوقية للأصل

محل العقد. وهناك غرر أيضاً في تاريخ بدء العقد، وتاريخ انتهائه، في بعض أنواع الخيارات.

كما أن الغرر يقع على مقصود العقد، وليس على أمر تابع له. وعلاوة على الغرر الفاحش الذي يحيط بعقود الخيارات، فعقود الخيارات غير المغطاة تتضمن بيع ما ليس عند بائع الخيار.



النتائج

١- الخيار في الفكر المالي المعاصر، والخيار في الفقه الإسلامي، أدوات تحوط.

٢- الاختيار ليس عقداً بين طرفين، كما هو الحال في عقود الخيار. وإنما يتضمن تفضيل نتيجة معينة، على نتائج أخرى. أو قرار معين على قرارات أخرى.

٣- الخيار المالي حق مدفوع ثمنه، بموجب عقد بين طرفين، هما: بائع الخيار، ومشتري الخيار. والخيار الفقهي مجاني.

٤- الخيار الفقهي حق أثبته الشارع للمتبايعين بدون مقابل، يتعلق بعقد بيع موجود. بينما لا يتعلق الخيار في الفكر المالي المعاصر بأي عقد بيع موجود.

٥- شرع الخيار الفقهي لدفع ضرر فعلي، أو محتمل، لسبب ما، عن أحد البائعين، بسبب عقد بيع موجود. والخيار المالي حق تعاقدى ثبت لصاحبه بمقابل، بمقتضى عقد بين بائع الخيار، ومشتريه. ويتضمن وعداً بعقد بيع، أو شراء مستقبلي لسلعة معينة، أو أصل مالي معين، قد يصدق، وقد لا يصدق.

حيث يتوقف ذلك على رغبة حامل حق الخيار. ومن ثم، يثبت الخيار المالي لدفع ضرر محتمل بسبب عقد بيع، أو شراء، محتمل.

٦- الخيار الفقهي ليس عقداً مستقلاً بذاته، وهو غير قابل للتداول بمقابل، أو بدون مقابل. والخيار المالي عقد مستقل بذاته، قابل للتداول.

٧- الخيار المالي اختيار بين إبرام عقد البيع، أو الشراء، وعدم إبرامه. والخيار الفقهي اختيار بين الاستمرار في عقد البيع، وبين فسخه.

٨- يتضمن الخيار المالي الاختيار بين عدة أنواع، من عقود الخيارات. كما يتضمن الاختيار بين إبرام عقد، بيع، أو شراء، وعدم التعاقد.

٩- الخيار المالي عقد موجود مستقل بذاته، وهو الأساس، أو الأصل، وعقد البيع، أو الشراء، محتمل وجوده، أو تولده عنه. وعقد البيع هو الأساس في الخيار الفقهي، والخيار تابع، أو متولد عنه.

١٠- يثبت الخيار الفقهي في حالات معينة. ويثبت الخيار المالي تبعاً لرغبة المتعاقد.

١١ - يتولد عن الخيار المالي احتمال ربح، أو خسارة لكلا الطرفين.
فاحتمال ربح أحد الطرفين يقابله احتمال خسارة الطرف الآخر. ولا يتولد
عن الخيار الفقهي ربح لأحد الطرفين، وخسارة للآخر.

١٢ - الخيار الفقهي لا يتم بموجبه نقل عبء خطر معين من طرف آخر.

١٣ - عقد الخيار عقد معاوضة باطل، لأن الخيار لا يدخل في مسمى
المال فقهياً، فلا تصح المعاوضة عنه. أو، لا يجوز دفع المال في مقابلته.

ومن ثم، تثبت صحة فروض الدراسة.



قائمة المصادر

المراجع العربية:

- ١- إبراهيم أحمد أونور. عقود الخيارات وإدارات المخاطر في أسواق السلع. المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
- ٢- أحمد بن إدريس القرافي. الفروق. بيروت. عالم الكتب.
- ٣- أحمد محمود الخولي. نظرية الحق بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي. الإسكندرية. دار السلام للنشر والتوزيع.
- ٤- مجلة البحوث الإسلامية. العدد ٧٣. رجب-شوال. ١٤٢٥.
- ٥- مصطفى أحمد الزرقا. المدخل إلى النظرية العامة للالتزامات. دمشق. دار القلم. ط١. ١٤٢٠. ١٩٩٩.
- ٦- مصطفى أحمد الزرقا. المدخل الفقهي العام. دار الفكر. تصوير طبعة ١٩٦٧.
- ٧- منصور بن يونس البهوتي. كشف القناع عن متن الإقناع. بيروت. دار الفكر.
- ٨- ميثم ربيع هادي الحسناوي، محمد علي إبراهيم العامري. الأساس النظري لعقود خيارات مستقبلات السلع. المجلة العراقية للعلوم الإدارية. العدد الرابع والعشرون.

9-Understanding Stock Options. The Options Clearing Corporation. 1994

10-CHARACTERISTICS AND RISKS OF STANDARDIZED OPTIONS. Options Clearing Corporation. USA. February 1994 1997 through 2012 Supplements included

.11-Options Strategies quick guide. The Options Industry Council

12-John C. Hull. Options, Futures, and Other Derivatives. 7th Ed. Person Education International. 2009

.13-Aswath Damodaran. Option Pricing Theory and Applications

14-Fischer Black and Myron Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. The Journal of Political Economy, Published .654-Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 637 by: The University of Chicago Press. <http://www.jstor.org/stable/1831029>

.15-Wikipedia, the free encyclopedia

.16-Investopedia

17-The Options Industry Council. An introduction to options and related strategies

