



العنوان : دور عقود الخيارات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ظل القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ .

الناشر : مجلة روح القوانين – كلية الحقوق – جامعة طنطا .

المؤلف : أحمد باز محمد متولي .

العدد : الخامس والثمانون .

محكمة : نعم .

التاريخ الميلادي : ٢٠١٩ .

الشهر : يناير .

الصفحات : ٢ – ١١٩ .

مواضيع : عقود الخيارات المالية – سوق أوراق المال – القانون رقم ٧١ لسنة ٢٠١٨ .

© ٢٠١٩ مجلة روح القوانين – جميع الحقوق محفوظة .

مقدمة

يعتبر تنوع الأدوات الاستثمارية أحد أهم مفاهيم واستراتيجيات نجاح وتطور البورصات وذلك لما تؤديه من دور فعال في توسيع قاعدة البدائل التي تلبي حاجات المستثمرين وتضمن لهم اختيار الاستثمار المناسب من حيث العائد والمخاطر.

ويُعد سوق رأس المال العمود الفقري للتنمية الاقتصادية في أي دولة، فهي وسيلة من وسائل جذب المدخرات لتمويل المشروعات التي تحتاج إلى تدفقات هذه الأموال، وهي كذلك عامل مهم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

ولذلك فقد تأثرت سوق الأوراق المالية المصرية بالمستجدات التي تطرأ على الحياة الاقتصادية والتجارية وأصبح الاقتصاد حراً، وليس مغلقاً، وأزيلت كافة القيود وتم الاعتماد على قوى السوق، وذلك منذ صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وذلك لتطوير وتنشيط بورصة الأوراق المالية لتوجيه مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية نحو الاستثمار في شراء الأوراق المالية، واستخدامه في إنشاء وحدات إنتاجية جديدة. وتأكيداً لذلك فقد أصدر المشرع المصري القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ في ١٤ مارس ٢٠١٨ بشأن تعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م. وأخيراً فقد أصدر رئيس مجلس الوزراء بعض التعديلات على هذا القانون أيضاً بالقرار رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨.

وقد صدر أيضاً قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٢ لتقوية سوق الأوراق المالية باستخدام جهاز رقابي، وكذلك للالتزام بالقيود وحفظ الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية. ولقد صدرت كذلك كثير من القرارات الخاصة بتنشيط البورصة لجذب الاستثمار؛ ومنها إدخال أنظمة التداول الحديث (الشراء بالهامش، والبيع على المكشوف، التداول بذات الجلسة). فهل أصبحت سوق الأوراق المالية المصرية ملائمة لإدخال الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية) أو إحداها

(عقود الخيارات المالية) لجذب مزيد من رعوس الأموال، ولتنشيط السوق، سواء أتمّ التعامل به من جانب البنوك فقط، أم من جانب المستثمرين كذلك ؟

ويعتبر موضوع المشتقات المالية من الموضوعات التي احتلت مكانة هامة ضمن العلوم المالية، وهى عبارة عن أدوات تعتمد على أداء بعض الأصول المالية المحددة - كالأسهم والسندات في الأوراق المالية، والأدوات المالية كالعملات الأجنبية، وسندات الائتمان - أو معدلاتها، أو قائمة تداول. ولعل من أبرز صور المشتقات المالية: عقود الخيارات، عقود المستقبلات، العقود الآجلة، وعقود المبادلة، وأيضا صور أخرى تتداخل فيما بينها، بل وتعتبر عقود الخيارات المالية أكثر أنواع المشتقات إبداعًا وابتكارًا، كما تعد واحدة من أقوى الأدوات المالية المستخدمة للتحوط وإدارة المخاطر على اختلاف أنواعها.

وقد أصبح حجم تعاملات المشتقات المالية بصورها المتعددة في تزايد وفقا للإحصائية الصادرة من بنك التسويات الدولية؛ إذ بلغ حجم تعاملات أسواق المشتقات العالمية لجميع العقود ٥٥٢٩٠٩ مليار دولار في النصف الأول من عام ٢٠١٥ مقارنة بقيمة ٦٢٩١٤٢ مليار دولار من النصف الثاني لعام ٢٠١٤، ومقارنة بقيمة حجم العقود ٦٩١٦٤٠ مليار دولار في النصف الأول لعام ٢٠١٤، وحجم عقود بلغ ٧١٠٦٣٣ مليار دولار في النصف الثاني لعام ٢٠١٣^(١).

وتعد عقود الخيارات المالية- وهي محل بحثنا- من أهم التطورات التي ظهرت

(١) بنك التسويات الدولية (BIS) Bank for International Settlements: هو منظمة دولية للبنوك المركزية تقوي التعاون المالي والتمويلي العالميين وتعمل كبنك للبنوك المركزية". ولا يخضع للمساءلة أمام أي حكومة، ويقوم البنك بأعماله من خلال لجان فرعية، والأمانات- سكرتاريات- التي تستضيفها، ويؤدي أيضاً خدمات مصرفية، ولكن فقط للبنوك المركزية، أو للمنظمات الدولية مثله. ويقع مقر البنك في بازل، سويسرا، وكان قد تأسس وفق اتفاقية لاهاي عام ١٩٩٣. راجع: صفحة البنك عبر الإنترنت:

[www. Bis. org/statistics/derstats. htm.](http://www.Bis.org/statistics/derstats.htm)

في الأسواق المالية، وهي إحدى الأدوات المالية المشتقة، وإحدى ابتكارات الهندسة المالية، ففي البداية كانت تستخدم من أجل الاحتياط قبل أن تتحول إلى أداة للاستثمار والمضاربة؛ حيث لقيت رواجاً كبيراً لدى المتعاملين في الأسواق المالية.

وتوفر عقود الخيارات للمتعاملين مزايا متعددة، أهمها المضاربة والمراوحة؛ وذلك من خلال استخدام أموال قليلة للمتاجرة في السوق المالية، هذا فضلاً عن استعمالها كأداة تقي من مخاطر انخفاض أسعار موجودات المحافظ الاستثمارية.

وما زالت عقود الخيارات المالية تثير جدلاً واسعاً بين المشجعين لاستعمالها، بسبب ما توفره من امتيازات للمتعاملين بها، وما ينتج عن تداولها من آثار إيجابية في الأسواق المالية التي تحتضنها، وكذلك بين المعارضين لاستخدامها، لموانع شرعية من جهة، ولآثارها السلبية على المستثمرين والأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى.

وعليه فقد ظهرت هذه العقود كأداة من أدوات السوق المالية اعتباراً من عام ١٩٧٣، وهو تاريخ إنشاء بورصة شيكاغو للخيارات، وقد أنشئت كوسيلة وقائية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربون لتعظيم أرباحهم.

وفي الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، يرى بعض المستثمرين من جانب آخر أن الخيارات من أكثر الأدوات الاستثمارية غموضاً، وبالتالي يناون بأنفسهم عن التعامل بها، وعليه فهذه العقود تعد - من وجهة نظر المضاربين - إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة في الأسواق المالية، حيث يعدونها من العقود المهمة بالنسبة لاستثماراتهم في الأسواق المالية المعاصرة.

ولأهمية عقود الخيارات المالية فقد أصبحت في العصر الحديث من أكثر الأدوات المالية الحديثة انتشاراً وتداولاً بين الأسواق العالمية، كما أصبحت أداة لجذب رؤوس الأموال، وتنشيط الأسواق المالية حول العالم، ووسيلة لإدارة المخاطر.

ولمعرفة هذا النوع من العقود المالية الحديثة، فقد اخترنا أن نتعرض في هذه الدراسة لعقود الخيارات المالية، من حيث النظام القانوني لها، وموقف الفقه منها، وذلك وفقاً للنظام الأمريكي ومعرفة مدى وجود نظام قانوني لتلك العقود في مصر، وهل إذا تم تطبيقه فيها تقوم هذه العقود بتنشيط سوق الأوراق المالية المصرية أم لا وخاصة بعد إقرار المشرع المصري لمثل هذه العقود في القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ الخاص بتعديل أحكام سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وهذا ما سوف نجيب عليه في بحثنا.

أولاً: مشكلة البحث:

يتمتع تطبيق عقود الخيارات المالية بحدثة نسبية، وذلك يدفعنا إلى البحث عنها وعن الأسس التي تقوم عليها داخل سوق الأوراق المالية، كأداة لتنشيط لسوق الأوراق المالية، وذلك في النظام المصري والأمريكي. والخلاف حول اعتماده داخل سوق الأوراق المالية، ومدى تأثير عقود الخيارات على كفاءة السوق من كافة الجوانب، وخاصة حجم السوق نفسه، وحجم التداول فيه، ومستوى نشاطه وكفاءته.

والدراسة تحاول الإجابة عن التساؤل الآتي: كيف يكون لعقود الخيارات المالية دور في تنشيط سوق الأوراق المالية، باعتباره نظاماً حديثاً قد يساهم في خلق حلول فعالة، فضلاً عن كونه أداة مالية داخل النظام المالي؟ وذلك من خلال تقديم التحليل القانوني لعقود الخيارات المالية، وبيان كيفية وجود عقد الخيارات المالية وإبرامه، وأبرز صورته؛ بغية تحديد النظام القانوني، وبيان تطبيقه في سوق الأوراق المالية المصرية.

كما أن موضوع عقود الخيارات المالية وما يلتبس به من معلومات ربما لا يكون متعارفاً عليه، ويشكل مثار خلط لدى كثير من المستثمرين أو المتعاملين في الأسواق المالية، وذلك لعدم تطبيقه في مصر، مما يوحي بوجود غموض أو كثير من التعقيدات تحتاج إلى سبر أغوار هذا الموضوع.

ومما دفعنا أيضاً إلى دراسة عقود الخيارات المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، وكيفية تطبيقها على سوق الأوراق المالية المصري حداثةً هذه الدراسة

نسبياً وتناولها من قبل بعض الباحثين من نواحٍ اقتصادية، دون الجوانب الفنية والجوانب القانونية.

ثانياً: أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث فيما يأتي:

- ١- أصبح التعامل بالأدوات المالية الحديثة، وخاصة المشتقات المالية ذا تأثير كبير على أسواق الأوراق المالية، حيث بلغت أحجام هذه التعاملات الواردة على عقود الخيارات المالية فقط نسبة كبيرة من حجم سوق المال، فضلاً عن أن حجم التداولات الواردة بها قد تجاوز مئات المليارات من الدولارات في الأسواق العالمية.
- ٢- غياب التنظيم القانوني الكامل لعقود الخيارات المالية؛ إذ أصبح الحاكم لهذه العقود القواعد العامة الواردة في قانوني ٩٥ لسنة ١٩٩٢، و١٥٩ لسنة ١٩٨١، فضلاً عن القوانين الأخرى ذات الصلة، رغم أن هذه العقود لها طبيعة خاصة، قد لا تشملها مظلة القوانين الموجودة، الأمر الذي يحتاج إلى تنظيم دقيق لمثل تلك العقود. ويعد القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ الخاص بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والذي نص في الباب الثاني بالمادة ٢٦ مكرراً على إنشاء بورصة للعقود الآجلة النواة الأولى أو العمود الفقري لتطبيق عقود الخيارات المالية في مصر.
- ٣- يحقق الاستثمار في عقود الخيارات المالية العديد من الفوائد، إلا أنه تحيط به بعض أوجه القصور التي تشوب التعامل فيها، لاسيما فيما يتعلق بالجوانب التنظيمية، وما يحيط بها من مخاطر عالية، مما يطرح ضرورة تقييم عقود الخيارات المالية للوقوف على جوانبها الإيجابية والسلبية.
- ٤- حاجة المكتبة العربية لمثل تلك الأبحاث المتخصصة في هذا الموضوع، على الرغم من ازدهار المكتبات الأجنبية بمثل هذه الكتابات.

ثالثاً: أهداف البحث:

تهدف الدراسة إلى الآتي:

- ١- وضع دراسة شاملة عن عقود الخيارات المالية، وإبراز الجوانب القانونية للخيارات المالية والمتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية، ومدى إمكانية تبني مثل هذه الجوانب في سوق الأوراق المالية المصرية.
- ٢- التعرف على الجوانب المختلفة لعقود الخيارات المالية، وبيان صورها، والوقوف على ما تتضمنه تلك الصور، والجدل بشأن استخدام عقود الخيارات المالية تحت مظلة أسواق الأوراق المالية.
- ٣- تحديد مدى تأثير سوق عقود الخيارات المالية على سوق الأوراق المالية، وبيان مدى كونه داعماً ومسانداً أو منافساً لتلك السوق، ومدى تأثيره عليه سلباً أو إيجاباً.

رابعاً: منهج وخطة البحث:

نظراً لأهمية الموضوع وحداثته، فقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على مناهج علمية متكاملة فيما بينها؛ بهدف الإلمام قدر المستطاع بمختلف جوانب البحث؛ ففي البداية كان لا بد من مراعاة المنهج الاستقرائي في دراسة واستقراء المادة الخاصة بسوق عقود الخيارات المالية، وجمع تلك المادة من مصادرها الأصلية قدر المستطاع. ثم راعيت كذلك منهج البحث العلمي التاريخي في سرد المعلومات، وكذا استخدمت المنهج النظري التأسيلي لموضوع الدراسة، فضلاً عن المنهج المقارن، وإعطاء التفسيرات للنقاط والعناصر محل البحث، كما أن هناك كثيراً من الأبحاث التي تصل إلى النتائج بطرق مختلفة أو متعددة ننتقي من بينها الأفضل الذي يحقق النتائج أو الإجابات المثلى.

كما اتبعت المنهج التحليلي لعقود الخيارات في الأسواق المالية، لاسيما في الولايات المتحدة؛ بهدف استخلاص الدروس المستفادة من تجاربها، وتطبيقها على سوق الأوراق المالية المصرية.

خامساً: خطة البحث:

تنقسم الدراسة في هذا البحث إلى ثلاثة مباحث، نتناول في **المبحث الأول** ماهية عقود الخيارات كونها أحد الأدوات المستحدثة في سوق الأوراق المالية وكذا التعرف على طبيعتها وخصائصها وأنواعها. أما **المبحث الثاني** فنتناول فيه دور عقود الخيارات في تنشيط سوق الأوراق المالية والتنظيم القانوني لها، فضلا عن الإجراءات المتبعة لإتمام مثل هذه العقود. وأخيرا نتناول موقف المشرع المصري من الاعتراف بمثل هذه العقود ومدى صلاحية تطبيقها في سوق المال المصري وذلك في **المبحث الثالث**.

المبحث الأول

عقود الخيارات كأحد الأدوات المالية الحديثة

تمهيد وتقسيم:

عقود الخيارات هي أحد عقود المشتقات المالية الحديثة وأكثرها انتشارًا، وتعتبر عقود الخيارات أحد أشهر الأدوات المالية الحديثة حاليًا في الأسواق المالية العالمية^(١). وتعتبر هذه النوعية أحد المكونات الرئيسية لإدارة المحافظ المالية، كما أنها تصنف حاليًا كأحد أنجح الأدوات المالية التي يتم تداولها بصورة منتظمة في الأسواق المالية، حيث تقوم عقود الخيارات بدور مزدوج للمستثمرين؛ فهي ملائمة للمستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر السوق، أو يرغبون في خفضها إلى الحد الأدنى، وكذلك هي أداة مناسبة للمستثمرين الذين يرغبون في تحمل مخاطر عالية في سبيل تحقيق دخل عالٍ على رأس المال المستثمر. وتقوم عقود الخيارات بهذا الدور للنوعين المذكورين من المستثمرين عن طريق أساليب متنوعة ومختلفة يتم فيها استعمال عقود الخيارات، سواء للحد من المخاطر أو لتحقيق عوائد عالية.

فالتطورات والمتغيرات التي يمر بها الاقتصاد العالمي في ظل العولمة المالية جعلت من الأسهم والسندات أدوات تقليدية لا تفي بمتطلبات الحياة الاقتصادية، لهذا ظهر التفكير في إنشاء أدوات ووسائل حديثة تُتمم وتُكمل نقائص الأسهم والسندات، خاصة فيما يتعلق بالمخاطر التي يمكن التعرض لها في المستقبل، وبذلك ابتكر استحداث مالي يعرف بالمشتقات المالية. ومن ضمن هذه المشتقات عقود الخيارات المالية.

وسوف نتناول عقود الخيارات بشيء من التفصيل لمعرفة نشأة هذه العقود، وتعريفها، وخصائصها، ومميزاتها التي تتميز بها، وعناصرها، وتشابه هذه العقود

(١) Friedrich Hey (F.), "A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment", Northwestern Journal of International Law & Business, Vol. ١, Issue ٢, ١٩٨٩, p. ٢٩٣.

بعقود المشتقات الأخرى، وأنواعها، وذلك في مطلبين كما يلي:

المطلب الأول: ماهية عقود الخيارات المالية.

المطلب الثاني: أنواع عقود الخيارات.

المطلب الأول

ماهية عقود الخيارات المالية

تمهيد وتقسيم:

ظهرت عقود الخيارات نظرا لحاجة المتعاملين لبعض السلع أو الأصول المالية مستقبلاً، ولعدم رغبتهم في تملك تلك الأصول أو السلع في الوقت الحاضر، لأسباب عدة، أبرزها عدم وجود القيمة المادية المقابلة لتلك الأصول، أو عدم الرغبة في سداد كامل لتلك القيمة في الوقت الحالي لأصل سيتعاملون عليه مستقبلاً، فضلاً عن غموض المستقبل بشأن تلك الأصول أو السلع، وغير ذلك من الأسباب الكثيرة المختلفة، وقد أدى ذلك إلى الحاجة إلى هذا النوع من العقود التي تتيح من خلالها لمبرمي الخيار أمورا متعددة، يتخير منها ما فيه مصلحته، نظير مقابل مادي يقوم بسداده^(١).

وتعتبر سوق السلع، أساس نشأة الخيارات؛ حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع)؛ ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر محدد وفي تاريخ محدد كذلك، وفي مقابل ذلك يدفعون تعويضا أو مكافأة للتجار مقابل حق البيع، ويسمى خيار البيع، ومن ناحية أخرى، فإن من يرغب من التجار في حماية نفسه من مخاطر

(١) **Thomas Singher (C.)**, "Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer viable alternative to congressional action?", *Fordham International Law Journal*, Vol. ١٨, Issue ٤, ١٩٩٤. Article ١٢, p. ١٣٩٨.

ارتفاع الأسعار فإنه يشتري خيار الشراء؛ ليتمكن من الحصول على البضاعة بسعر محدد وفي تاريخ محدد كذلك، ويسمى حق أو خيار الشراء، وفي مقابل هذا يدفع التاجر مكافأة أو تعويضا للمنتج يسمى ثمن الخيار ^(١).

وفيما يتعلق بالخيارات المالية Financial Options فهي لا تخرج عن نفس الفكرة الأساسية لهذه الحقوق والمشتقة من سوق السلع، والاختلاف الأساسي في الخيارات المالية أن الشيء موضع التعامل هو الأسهم والسندات والعملات الأجنبية، أو حتى مؤشرات أسعار الأسهم، بدلاً من الحبوب والمعادن، فاستخدام الخيارات لا يؤدي فقط إلى الوقاية من المخاطر والخسارة، ولكنه أيضا يؤدي إلى زيادة عائد الاستثمار ^(٢).

وسوف نتناول في هذا المطلب تعريف عقود الخيارات، ونشأتها، والعناصر التي يجب توفرها في العقد، وذلك في الفروع التالية:

الفرع الأول: تعريف عقود الخيارات.

الفرع الثاني: نشأة عقود الخيارات وتشابها مع عقود المشتقات الأخرى.

الفرع الثالث: خصائص ومميزات عقود الخيارات.

الفرع الأول

تعريف عقود الخيارات

تُعدّ عقود الخيارات إحدى الأدوات المالية الحديثة في العصر الحديث، وتعتبر من أكثر العقود استخداماً في العالم، ويتم التعامل فيها بيورصات العالم المختلفة،

(١) د. محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العالمية، العقود المستقبلية والخيارات- المتاجرة في أسواق الطاقة والبتروول- أساليب جان والتحليل الرقمي، مودع بدار الكتب المصرية، الطبعة الأولى، ٢٠١٣، ص ٥٦.

(٢) د. عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، ٢٠١٠، ص ٤٣٩.

سواء كانت سوقاً منظمة أم سوقاً خارج المقصورة (غير منظمة).

وتعد نشأة بورصة شيكاغو النواة الأولى في العصر الحديث، وهي بداية انتشار عقود الخيارات في العالم، فمن أشهر تلك البورصات (بورصة شيكاغو للخيارات - بورصة لندن - بورصة باريس - وفي الوطن العربي بورصة الكويت).

وسوف نتناول تعريف عقود الخيارات في اللغة والاصطلاح الفقهي وذلك في

غصنين كما يلي:

الغصن الأول

الخيار في اللغة

لا يختلف مفهوم الخيار في مجال الفقه الإسلامي عن مفهومه في اللغة^(١)؛ فهو الخيار في بيع غيره طلب خير الأمرين من إمضاء عقد وفسخه، وبناءً على ذلك فقد عرفه البعض بأنه عبارة عن حق العاقد في فسخ العقد أو إمضائه لظهور مشرع شرعي^(٢).

(١) خ ي ر - (الْخَيْرُ) ضِدُّ الشَّرِّ، وَبِأَيْهِ بَاعَ تَقُولُ مِنْهُ (خَرَيْتَ) يَا رَجُلُ فَأَنْتَ (خَائِرٌ)، وَ (خَارَ) اللَّهُ لَكَ. وَقَوْلُهُ تَعَالَى: "إِنْ تَرَكَ خَيْرًا" أَيْ مَالًا. وَ(الْخِيَارُ) بِالْكَسْرِ خِلَافُ الْأَشْرَارِ، وَهُوَ أَيْضًا الْأِسْمُ مِنَ الْخِيَارِ، وَهُوَ أَيْضًا الْقِتَاءُ وَليْسَ بَعْرَبِيٍّ. وَرَجُلٌ (خَيْرٌ) وَ(خَيْرٌ) مِثْلُ هَيْنٍ وَهَيْنٍ، وَكَذَا امْرَأَةٌ (خَيْرَةٌ) وَ(خَيْرَةٌ). قَالَ تَعَالَى: "أُولَئِكَ لَهُمُ الْخَيْرَاتُ": جَمْعُ خَيْرَةٍ وَهِيَ الْفَاضِلَةُ مِنْ كُلِّ شَيْءٍ. وَقَالَ: "فِيهِنَّ خَيْرَاتٌ حَسَنَاتٌ". قَالَ الْأَخْفَشُ: لَمَّا وُصِفَ بِهِ فَقِيلَ فَلَانٌ خَيْرٌ أَشْبَهَ الصِّفَاتِ فَأَدْخَلُوا فِيهِ الْهَاءَ لِلْمُؤَنَّثِ، وَلَمْ يَرِيدُوا بِهِ أَفْعَلَ. فَإِنْ أَرَدْتَ مَعْنَى التَّفْضِيلِ قُلْتَ فَلَانَةٌ خَيْرُ النَّاسِ، وَلَا تَقُلْ خَيْرَةٌ وَلَا أُخَيْرٌ وَلَا يُنْتَى وَلَا يُجْمَعُ؛ لِأَنَّهُ فِي مَعْنَى أَفْعَلَ. وَأَمَّا قَوْلُ الشَّاعِرِ: أَلَا بَكَرَ النَّاعِي بِخَيْرِي بَنِي أَسَدٍ * فَإِنَّمَا نَشَأُهُ لِأَنَّهُ أَرَادَ خَيْرِي بِالتَّشْدِيدِ فَخَفَّفَهُ، مِثْلُ: مَيِّتَ وَمَيِّتَ وَهَيِّنَ وَهَيِّنَ. وَ(الْخَيْرُ) بِالْكَسْرِ الْكَرَمُ. وَ(الْخَيْرَةُ) بوزن الميرة الاسم من قولك (خَارَ) اللَّهُ لَكَ فِي هَذَا الْأَمْرِ أَيْ اخْتَارَ. وَ(الْخَيْرَةُ) بوزن العنبة الاسم من قولك (اخْتَارَ) اللَّهُ تَعَالَى يَقَالُ: مُحَمَّدٌ (خَيْرَةٌ) اللَّهُ مِنْ خَلْقِهِ، وَخَيْرَةُ اللَّهِ أَيْضًا بِالتَّسْكِينِ. وَ(الْاِخْتِيَارُ) الْاِصْطِفَاءُ، وَكَذَا (النَّخِيرُ). وَتَصْغِيرُ (مُخْتَارٍ) مُخَيَّرٌ كَمُغَيَّرٍ. وَ(الْاِسْتِخَارَةُ) طَلَبُ الْخَيْرِ، يَقَالُ (اسْتَخَرِ) اللَّهُ يَخْرُ لَكَ. وَ(خَيْرَةٌ) بَيْنَ الشَّيْئَيْنِ: أَيْ فَوْضَ إِلَيْهِ اخْتِيَارًا. الرَّازِي، مَخْتَارُ الصَّحَاحِ، بَابِ الْخَاءِ.

(٢) ينقسم الخيار بحسب طبيعته إلى: حكمي وإرادي، فالحكمي ما يثبت بمجرد حكم الشارع فينشأ

وعرفه البعض بأنه ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في إمضاء العقد أو فسخه، بناءً على اشتراط ذلك له^(١).

وهناك تعريفات أخرى منها: (الاختيار: هو القصد إلى الشيء وإرادته، وأيضاً هو القصد إلى الفعل وتفضيله على غيره بمحض إرادته)^(٢).

وذهب القانون المدني اليمني رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٢ في فقره السادسة من المادة رقم (٢٢٢٧) إلى أن الخيار هو أن يكون للمتعاقدين أو أحدهما إمضاء العقد أو فسخه^(٣).

ويتضح مما سبق أن الخيار في اللغة والفقه هو الذي يحقق لأحد المتعاقدين الموافقة على إمضاء العقد أو فسخه.

الفصل الثاني

عقود الخيارات في الفقه

تعددت التعريفات في الفقه المعاصر لعقود الخيارات، بوصفها إحدى الأدوات المالية الحديثة التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية حول العالم، وسوف نوضح بعض هذه التعريفات.

هناك عدة تعريفات لعقد الخيار جاءت على النحو التالي:

عرفه البعض: بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من

الخيار عند وجود السبب الشرعي، وتحقق الشروط المطلوبة، فهذه الخيارات لا تتوقف على اتفاق أو اشتراط لقياسها، بل تنشأ لمجرد وقوع سببها الذي ربط قيامها به ومثالية خيار الغير، أما الإرادي فهو الذي ينشأ عن إرادة العاقد، راجع: هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، ٢٠١١، ص ٩٥.

(١) المرجع السابق، نفس الموضوع.

(٢) المرجع السابق، ص ٩٦.

(٣) راجع: موقع القوانين العربية على شبكة الانترنت: تمت زيارته في ٢٠١٨/٩/١:

<http://www.arblaws.com/boardforummidisplay.php?>

الأوراق المالية (عملات - سلع - مؤشرات...) من طرف ثانٍ بسعر محدد متفق عليه مقدماً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء^(١).

وعرفها البعض الآخر: بأنها شراء الأوراق المالية التي تمثل حقا أو ديناً على سهم معين أو مجموعة معينة من الأسهم، بدلاً من التداول المباشر على الأسهم العادية، وتعطي حاملها الحق كي يتسلم أو يسلم الأصل بالشروط التي تتم بممارسة هذا الحق للمكسب والخسارة، حيث تعتمد على الفرق بين سعر الشراء والبيع^(٢).

ونرى أن هذا التعريف منتقد؛ حيث إن عقود الخيارات لا يتم تداولها فقط على الأسهم، وإنما على الأسهم والسندات وعمليات ومؤشرات و... وأخرى، وهذا ما سوف نوضحه في هذا البحث.

وعرفه المركز المالي الكويتي بأنه: عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول (المصدر الخيار) والطرف الآخر (المشتري) الحق، ولكن لا يلزمه بشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد (سعر التنفيذ) قبل تاريخ معين (تاريخ الاستحقاق)، ومقابل ذلك الحق يحصل مصدر الخيار على مبلغ معين من المشتري، ويسمى (سعر الخيار)^(٣).

وعرف المشرع المصري عقود الخيارات بأنها (العقود التي تتوافر فيها شروط العقود المستقبلية متى كانت تعطى لمشتري العقد الحق في شراء أو بيع كمية محددة من السلع أو الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية في تاريخ محدد أو خلال فترة

(١) د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، ٢٠٠٥، ص ٣٣١.

(٢) New York Stock Exchange, Inyse Glossary of terms acronyms, p. ٢.

(٣) **فهد سعد الديب**، عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة الشريعة الإسلامية والدراسات الإسلامية، مجلس النشر العلمي، العدد ٩٢، السنة ٢٨، جامعة الكويت، جمادي الأول ١٤٣٤هـ/مارس ٢٠١٣، ص ١٣١.

زمنية محددة بسعر تنفيذ يتم الاتفاق عليه وقت إبرام العقد^(١).

كما يعرف عقد الخيار بأنه: العقد الذي محله تبادل سعر اختيار، يعطي مشتري الاختيار الحق، ولكن ليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل مالي عند سعر تنفيذ من بائع الاختيار، في غضون مدة زمنية محددة، أو في تاريخ محدد^(٢).

ومما سبق يتضح لنا أن عقد الخيار: هو عقد بين طرفين مشتق من أصل مالي معين يعطي لصاحبه الحق، وليس الالتزام لكي يشتري أو يبيع حقا ماليا معيناً [سلع - بضائع - أوراق مالية - ... إلخ] بسعر محدد مستقبلاً مقابل مبلغ محدد يدفع وقت التعاقد يسمى المكافأة [علاوة الخيار]، على أن يكون التنفيذ في وقت محدد. ومن هذا التعريف يتضح لنا أن عقد الخيار يتميز بالآتي:

- عقد الخيار يرد على حق مجرد، وليس على أسهم معينة، ويخول مشتريه بيع أو شراء أسهم معلومة، منصوص عليها في العقد، فالمعقود عليه هو الخيار ذاته.
- عقد الخيار ملزم لأحد المتعاقدين، وهو بائع الخيار، وغير ملزم للمتعاقد الآخر، وهو مشتري الخيار^(٣).
- عقد الخيار بين طرفين: الأول مشتري الخيار، وهو الطرف الذي يملك بمقتضى العقد الحق في شراء أو بيع الأسهم المتعاقد عليها في العقد، خلال مدة الخيار. أما الثاني فهو بائع الخيار أو محرره، وهو الذي يلتزم ببيع أو شراء الأسهم المتعاقد

(١) المادة ٢٦ مكرر الخاصة بالتعريفات من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٢) Options contract A contract that, in exchange for the option price, gives the option buyer the right, but not the obligation, to buy (or sell) a financial asset at the exercise price from (or to) the option seller within a specified time period, or on a specified date (expiration date).

(٣) **Adam Waldman (R.)**, OTC, Derivatives & systemic risk : innovative finance or the dance into the abyss? The American university Law review, Vol. ٤٣: ١. ٢٣, (No Publication date), p. ٢٩.

عليها عندما يقرر مشتري الخيار^(١).

- الخيار يمثل حقا يتمتع به المشتري والتزاما يقدمه البائع؛ فيدفع الأول الثمن مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبض الآخر الثمن مقابل تعهده والتزامه، وتنتج عنه أداة قابلة للبيع والتداول.

الفرع الثاني

نشأة عقود الخيارات وتشابها مع عقود المشتقات الأخرى

ونتناول في هذا الفرع نشأة عقود الخيارات، تشابها مع عقود المشتقات الأخرى وخصائص ومميزات عقود الخيارات، وذلك في الغصون التالية:

الغصن الأول

نشأة عقود الخيارات

لقد استخدمت عقود الخيارات في القرن السابع عشر في هولندا؛ حيث كان يتم التعامل في عقود الخيارات على السلع، وخاصة زهور التيوليب، حيث كان الطلب على هذه الزهور متاحا بدرجة كبيرة، فتجار هذه الزهور كانوا يبيعون الزهور بتسليمات آجلة، بناء على أن يحصل المزارع على حد أدنى من السعر، إذا حصل على خيار يبيع من التاجر^(٢)، وأدى عدم وفاء الخاسرين بتعهداتهم إلى انهيار هذه الأسواق في هولندا عام ١٦٣٧^(٣).

-
- (١) محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، المرجع السابق، ص ١٧٥، د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، المرجع السابق، ص ٩١، ٩٢، د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، المرجع السابق، ص ٥٥٣.
 - (٢) طارق مصطفى إبراهيم، استخدام المشتقات في التحوط ضد مخاطر الاستثمار: دراسة على سوق الأوراق المصرية - رسالة دكتوراه، كلية تجارة - جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٩، ص ٥٠.
 - (٣) د. محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العالمية، المرجع السابق، ص ٥٦.

وبسبب التجربة الهولندية وفشلها في التعامل مع عقود الخيارات صدر قرار ملكي في لندن بإيقاف التعامل بعقود الخيارات عام ١٧٣٣، إلا أنه لم يوقف التعامل في الخيارات في لندن، ولكن بشكل غير رسمي، وفي عام ١٩٥٨ أعيد تداول الخيارات في لندن في نطاق ضيق ثم امتد بعد ذلك في أوروبا.

وفي الولايات المتحدة بدأ تداول الخيارات في أواخر القرن الثامن عشر، ولم يتوقف التعامل بها أبداً، وإنما كان هناك انخفاض وارتفاع في التعامل بها، حتى صدور قانون بورصات الأوراق المالية عام ١٩٣٤ الذي يسمح بالتعامل في الخيارات^(١). ويتضح أيضاً أن جميع الدول كان يتم التعامل فيها في الخيارات المالية من قبل أسواق غير منظمة، وتتميز بأنها كانت عقود تغطية، أي تتم بشروط تم وضعها من جانب طرفي التعاقد.

ففي شهر أبريل عام ١٩٧٣ شهدت سوق الخيارات تغييراً هائلاً، حيث قامت سوق شيكاغو، أقدم سوق للتجارة في عقود السلع المستقبلية، بتأسيس سوق للتعامل في خيارات على الأسهم فقط^(٢)، وبدأ التعامل في خيارات الشراء من السادس والعشرين من أبريل عام ١٩٧٣، بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيارات البيع قبل يونيو ١٩٧٧، ومنذ ذلك الحين فإن العديد من الأسواق المنظمة على مستوى العالم بدأت التعامل في عقود خيارات^(٣). ومنذ نشأة بورصة شيكاغو بدأ انتشار الخيارات في جميع أنحاء العالم؛ حيث بدأ التداول في عقود الخيارات في هولندا عام ١٩٧٨ لأول مرة، وفي كندا في بورصة مونتريال عام ١٩٨٢، ومنذ نشأة بورصة الخيارات أصبحت هذه العقود نمطية (أي محددة شروطها مسبقاً)، ويتم التعامل فيها في السوقين: المنظمة وخارج المقصورة (غير المنظمة).

(١) طارق مصطفى إبراهيم، المرجع السابق، ص ٥١.

(٢) Chicago Board Options Exchange.

(٣) **Vector Harper (L.)**, "Handbook of Investment Products and Services", ٢nd. Ed., New York institute of finance Apprentice-Hall Company, p. ٢٣.

هذا وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد على مليون عقد يوميًا تتضمن مئات الملايين من الدولارات. ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقًا على مستوى العالم.

ومنذ عام ١٩٨٣ تطورت سوق الخيارات بشكل كبير، وأصبحت صناعتها أكثر جاذبية للمستثمرين، وعلى وجه الخصوص بعد تجربة يوم الاثنين الأسود عام ١٩٨٧م (انهيار بورصة نيويورك في ذلك اليوم)، ودلائل تنامي هذه الأسواق من تنامي حجم الصفقات المنفذة؛ إذ بلغت في عام ٢٠٠٤م أكثر من بليون دولار، سواء تلك الصفقات التي ينفذها المستثمر الفرد أو المستثمر المؤسس في الأسواق المنظمة أو الموازية^(١).

وقد أنشئت مؤسسة تسوية العقود (Options Clearing Corporation (occ التي تقوم بدور مهم وحيوي في زيادة اتساع وعمق سوق العقود؛ فهي تمثل البائع لكل مشتري، والمشتري لكل بائع، فهي تحل محل المشتري أو محل المحرر في أي وقت، مما أدى إلى زيادة ثقة المتعاملين والتجار والسامسة في سوق العقود، وكان له أكبر أثر في رواج وانتشار الأسواق، ولذلك فقد حدث توسع كبير في بيوت التسوية؛ حيث تم إنشاء ستة بيوت تسوية: خمسة منها في الولايات المتحدة، وهي تقوم بتسوية ٩٦٪ من العقود، ويوجد بيت تسوية في لندن يطلق عليه (البيت العالمي) (The ICCH International Commodities Clearing House Limited لتسوية عقود البضائع، ويقوم بتسوية أغلب العقود التي تتم خارج الولايات المتحدة مثل سوق هونج كونج، فرنسا، استراليا، البرازيل، نيوزيلندا^(٢).

(١) عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة سعد دحلب البلدة، الجزائر، العدد العاشر، ديسمبر ٢٠١٤، ص ١٥٨.

(٢) د. طارق مصطفى، المرجع السابق، ص ٥١.

الفصل الثاني

أوجه الشبه والاختلاف بين عقود الخيارات

وعقود المشتقات الأخرى

ونتناول فيما يلي أوجه الشبه والاختلاف بين عقود الخيارات وغيرها من عقود المشتقات الأخرى:

أولاً: أوجه الشبه بين عقود الخيارات وعقود المشتقات الأخرى (عقود المبادلات - العقود الآجلة - العقود المستقبلية):

تتماثل عقود الخيارات مع عقود المشتقات الأخرى في بعض الأمور ومنها:

١. أن كلاهما يعتبر نوعاً من أنواع المشتقات المالية الحديثة^(١).
٢. وأيضاً كل منهما يتم تنفيذه في وقت لاحق على الإبرام، أي وجود بُعد زمني بين عملية الإبرام وعملية التنفيذ.
٣. أن كلاهما يتمتع بأنه يوفر للمستثمر الرافعة المالية.
٤. يتم استخدام المشتقات المالية بأنواعها لحصول المتعامل في السوق على أرباح دون مخاطر.
٥. يتم استخدام جميع عقود المشتقات لتغطية المخاطر والتحوط منها^(٢).

ثانياً: أوجه اختلاف عقود الخيارات عن عقود المشتقات الأخرى:

وبعد أن وضعنا أوجه اتفاق عقود الخيارات مع عقود المشتقات الأخرى بأنواعها، نتناول بشيء من التفصيل أوجه الاختلاف، كما يلي:

(١) **David Weiss (M.)**, After Trade is made: Processing Securities Transactions, New York Institute of Finance, Nyif Corp, ١٩٨٦, p. ٢٢٦.

(٢) **Schuyler Henderson (K.)**, Henderson on derivatives, ٢d Ed., p. ٥.

(أ) اختلاف عقود الخيارات عن عقود المبادلات:

عقود المبادلات هي أحد عقود المشتقات التي يتم إبرامها بين طرفين، وتكون ملزمة لهما، ويكون التنفيذ في وقت لاحق على فترات متلاحقة وليس على فترة واحدة^(١). ومن هذا التعريف يتضح أن هناك اختلافاً بين عقود المبادلات وعقود الخيارات وهو ما يتمثل فيما يلي:

١. يتميز عقد الخيار بأنه عقد نمطي، أي أن شروطه محددة مسبقاً، ويتم تداوله في السوق المنظمة، عكس عقود المبادلات التي لا تتميز بالتنميط، ولذلك لا يتم تداولها في السوق المنظمة، وإنما يتم تداولها في سوق خارج المقصورة.

٢. لا يكون عقد الخيار ملزماً للجانبين، عكس عقد المبادلة فإنه يكون ملزماً للجانبين.

٣. يتميز عقد الخيار بأن به ميزة الاستحقاق، ويتسم بالمدة القصيرة عادة من سنة إلى سنتين، عكس عقد المبادلة فإنه يتميز في فترة الاستحقاق بأنه في فترة العقد يمتد من أسابيع إلى ثلاثين عاماً^(٢).

٤. تكون تكاليف عقد الخيار (الهامش والعمولات) أعلى من تكاليف عقد المبادلة

(١) "Swaps are privately negotiated derivatives. They trade in an off exchange, over-the-counter environment. A significant industry has arisen to facilitate swap transactions. This chapter considers the role of swap dealers who stand ready to accept either side of a transaction (e. g., pay-fixed or receive-fixed) depending on the customer's demand at the time". **Robert Kolb and James Overdahl.** , Financial Derivatives, John Wiley & Sons, Inc. , Hoboken, New Jersey, ٢٠٠٣, p. ١٦٦.

(٢) د. إسماعيل عبد العال، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠٠٧-٢٠٠٨، ص ٣٨٦.

(عمولة السماسرة)^(١).

٥. تخضع أسواق الخيارات للوائح حكومية، عكس أسواق المبادلات التي لا تخضع للوائح حكومية.

٦. عقد الخيار بإمكان حامل الخيار فيه وضع نهاية قبل ميعاد التنفيذ، ولذلك من السهل تغيير ميعاد التنفيذ، عكس عقد المبادلة الذي يصعب فيه تغيير الموعد؛ إذ توضح له نهاية محددة عند بداية العقد.

٧. في أسواق الخيارات لا يتعرض أطراف العقد لمخاطر عدم التنفيذ، ولذلك تدخل مؤسسة الخيارات (OCC) لحل هذه المشكلة، لتلعب دور الطرف الآخر في العملية، وهذه المؤسسة لا توجد في أسواق المبادلات^(٢).

٨. يختلف عقد الخيار عن عقد المبادلة في طريقة التنفيذ؛ حيث يتم تنفيذ عقد الخيار عن طريق تسويته مرة واحدة، عكس عقد المبادلة التي يتم تنفيذها عن طريق فترات دورية (شهرية - ربع سنوية - نصف سنوية).

ويمكن أن يتداول عقد الخيار بجوار عقد المبادلة، ويسمى في هذه الحالة حقوق خيار المبادلات، وهي حقوق خيار على المبادلة، وقد تكون هذه الحقوق خيار بيع أو حقوق خيار شراء^(٣).

ويعرف عقد خيار المبادلات بأنه عقد بين طرفين يمنح أحدهما الآخر الحق في تنفيذ مبادلة معينة في المستقبل، بشروط يتفق عليها في مقابل مبلغ يحصل عليه مانح الحق، ويمثل سعر الخيار.

(١) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٣٨٦.

(٢) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٣٨٧.

(٣) د. صالح الحناوي، تقييم وتحليل الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص ٣٨٨.

(ب) اختلاف عقود الخيارات عن العقود الآجلة:

- يمكن إجمال اختلاف عقد الخيار عن العقود الآجلة في النقاط الآتية:
١. تتفق العقود الآجلة مع عقود المشتقات الأخرى في أنها عقود ملزمة للجانبين، عكس عقد الخيار؛ فإنه لا يكون ملزماً للجانبين، وإنما لأحد الأطراف، وهو المشتري، وله الحق في التنفيذ من عدمه^(١).
 ٢. العقد الآجل ليس عقداً نمطياً مثل عقد الخيار، وإنما يتم تحديد شروطه وفقاً لإرادة الطرفين، وهذا يجعله يتمتع بالمرونة^(٢)، عكس عقد الخيار الذي لا دخل لإرادة الطرفين فيه، وتحدد شروطه مسبقاً [نمطياً].
 ٣. لا يتم تداول العقد الآجل في سوق الأوراق المالية، سواء في السوق المنظمة أو سوق خارج المقصورة، عكس عقد الخيار الذي يتم تداوله في سوق الأوراق المالية، سواء في السوق المنظمة، أو سوق خارج المقصورة.

(ج) اختلاف عقد الخيار عن العقد المستقبلي:

- يختلف عقد الخيار عن العقد المستقبلي في أن:
١. العقد المستقبلي هو عقد حقيقي ملزم للجانبين عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد، في حين أن عقد الخيار يكون ملزماً للبائع فقط، وليس ملزماً للمشتري، ويكون له الحق في تنفيذ العقد من عدمه.
 ٢. يدفع مشتري الخيار مكافأة (علاوة) إلى البائع، والتي يحتفظ بها، سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ، وتكون المكافأة تأميناً ضد مخاطر تحركات الأسعار غير الملائمة، وهذه العلاقة ليست موجودة في العقد المستقبلي، لذلك يتعرض المستثمر في العقود المستقبلية لدرجة عالية من المخاطر تتجاوز التي يتعرض لها المستثمر في عقد الخيار، وهي خسارة المكافأة أو العلاوة، وفي العقد

(١) د. محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العالمية، المرجع السابق، ص ١٤.

(٢) د. منير هندي، أساسيات عقود المشتقات، المرجع السابق، ص ٤٤.

المستقبلي قيمة العقد كاملة، ولا ننسى أنه في العقد المستقبلي يتم دفع هامش مبدئي، وهو جزء من قيمة العقد المستقبلي.

٣. يتم تنفيذ عقد الخيار في أي وقت من تاريخ إبرام العقد حتى ميعاد التنفيذ، ووفقاً للخيارات الأمريكية، بينما العقود المستقبلية لا تمارس إلا في تاريخ محدد لانتهاء العقد.

٤. في العقد المستقبلي يدفع كل من طرفي العقد هامشاً margin يتراوح ما بين ٥٪: ١٠٪ من قيمة العقد، في حين أن عقود الخيارات لا تتطلب هامشاً مبدئياً إلا من البائع، ولا يمكن شراء عقود الخيارات بالهامش، وإنما يجب أن يدفع المشتري ١٠٪ من سعر الشراء.

الغصن الثالث

خصائص ومميزات عقود الخيارات

يتكون عقد الخيار من عدة خصائص ومميزات تجعله من العقود النموذجية؛ حيث يرغب المتداولون في الأسواق المالية في بيع السلعة بسرعة وبأسعار عادلة، ويستطيع ذلك إذا كان السوق ذا سيولة، وسيولة السوق تزيد من الكفاءة، وتقلل من تكلفة التداول من خلال ارتفاع حجم التداول، وتتميط عقود الخيارات يساعد على زيادة درجة السيولة في الأسواق^(١).

ويمكن تلخيص خصائص ومميزات عقود الخيارات في النقاط الآتية:

١. عقد الخيار ليس عقداً على أصل مالي، وإنما هو عقد مشتق من العقد الأصلي، ووجود عقد الخيار مرتبط بوجود العقد الأصلي، والعكس صحيح.
٢. عقد الخيار هو عقد ملزم لأحد المتعاقدين، وهو البائع، والخيار غير ملزم

(١) Vector Harper (L.), Op.Cit., ٢٣.

- للمتعاقد الآخر وهو مشتري الخيار^(١).
٣. الخيار عقد بين طرفين: الطرف الأول مشتري الخيار، وهو الطرف الذي يملك بمقتضى العقد الحق في بيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد خلال مدة الخيار^(٢)، والطرف الثاني "بائع الخيار" ويسمى محرر الخيار، وهو الطرف الذي يلتزم ببيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد عندما يقرر ذلك مشتري الخيار^(٣).
٤. تمتاز عقود الخيارات بأنها معروفة الخسائر مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد^(٤).
٥. لا يدفع صاحب عقد الخيار إلا ثمن العقد فقط (ثمن المكافأة)، ولا يقوم بدفع قيمة الصفقة كاملة إلا إذا قرر تنفيذ عقد الخيار.
٦. وهناك خاصية لعقد الخيار تتفق مع العقود المستقبلية، وهي خاصية التتميط، وهي مواصفات ثابتة ومحددة ولا يمكن لطرفي التعاقد التدخل فيها لتغييرها، فهي تتيح للمستثمر مقدماً ودون عناء الفرصة لتحديد الفرص الاستثمارية المناسبة والتي يمكن الاستفادة منها وشروط التعامل عليها، مع العلم بأنه لا يقتصر التتميط في عقود الخيارات على شكل العقد فقط، وإنما يمتد إلى تواريخ التنفيذ، وعدد الأسهم لكل عقد (حجم العقد)، ومقدار المكافأة التي تدفع لحظة تحرير العقد، ومقدار الهامش، والمدى بين سعر التنفيذ والسعر السوقي الحالي للورقة المالية، مما يتيح قدرًا كبيرًا من السيولة مما أدى إلى انتشار وزيادة أعداد

(١) د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، المرجع السابق، ص ٩١.

(٢) محمد محمود حبش، المرجع السابق، ص ١٧٥.

(٣) محمد محمود حبش، المرجع السابق، نفس الموضوع؛ د. هشام السعدني، المرجع السابق، ص ١٠١.

(٤) عبدالغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار، المرجع السابق، ص ٤٤١.

- المتعاملين على مثل هذه العقود^(١).
٧. يحدد عقد الخيار حجم العقد بصرف النظر عن طبيعة الأصل ومحل العقد، وذلك بكافة بورصات الخيارات في العالم، أي تحدد عدد الوحدات التي يتضمنها، فمثلاً العقود على الأسهم الفردية تشتمل على ١٠٠ سهم، ومن يرغب في شراء ٢٠٠ سهم عليه أن يشتري عقدين^(٢).
٨. يكون لعقد الخيار تاريخ محدد للتنفيذ، ويتحدد في دورات أو سلاسل، ويجب أن نوضح أن مدة عقد التنفيذ كانت عام ١٩٨٤ قصيرة الأجل، وبعدها واعتباراً من عام ١٩٩١ أصبحت طويلة الأجل^(٣).
٩. يوفر عقد الخيار قدراً من الأمان للمستثمر، حيث إن الخسائر التي يمكن أن تتحقق تعتبر معلومة ومحددة مسبقاً، وتتمثل في قيمة المكافأة، خصوصاً بالنسبة للطرف الأول مشتري العقد، بينما الطرف الثاني محرر العقد يعلم بصورة مسبقة مقدار المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، ولديه من المعلومات والخبرة ما يمكنه من تقدير مستوى الخسائر التي يمكن أن تتحقق، وكذلك الخيار أسلوب التغطية الملائم، هذا بخلاف الاستثمار في السوق الحاضر، حيث إن الخسائر التي يمكن أن يُمنى بها المستثمر قد تكون لا نهائية، بالإضافة إلى صعوبة تقديرها.
١٠. كما أن عقد الخيار يوفر ميزة الرفع المالي؛ حيث يتمكن المستثمر وبتكلفة زهيدة - لا تتجاوز ١٠٪ من قيمة الاستثمار المباشر - من الحصول على عائد مرتفع، قد يتساوى مع العائد الذي يمكن أن يتحقق من الاستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية، مع توفير قدر من الضمان للحد من الخسائر التي يحتمل

(١) التتميط هو أن يكون العقد في التعامل وتاريخ تنفيذ سعر التنفيذ ومستوى الجودة والأصل وحدود التقلبات. د. طارق مصطفى، المرجع السابق، ص ٥١.

(٢) د. منير هندي، عقود الخيارات وإدارة المخاطر، المرجع السابق، ص ٣٣.

(٣) لشرح دورات وسلاسل تاريخ التنفيذ انظر: د. منير هندي، عقود الخيارات وإدارة المخاطر، المرجع السابق، ص ٣٠ - ٣٢.

أن يتعرض لها، والمتمثلة في إمكانية تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد طبقاً لمصلحة مشتري العقد، كما أن قيمة المكافأة التي يمكن أن يخسرها مشتري الحق بالكامل تعبر عن ١٠٠٪ من قيمة أمواله أو استثماراته.

وهناك بعض البيانات اللازم توفرها في عقد الخيار والتي تمثل عناصر عقد الخيار وهي:

١. **محل الخيار:** يجب توضيح النوع والبيان والكمية، سواء أكانت سلعة أو أسهما أو المؤشرات المراد التعاقد عليها توضيحاً دقيقاً.
٢. **سعر التنفيذ:** وهو السعر الذي يتم الاتفاق عليه بين المتعاقدين، ويلتزم بدفعها المشتري إذا رغب في التعاقد ويسمى بسعر الممارسة^(١).
٣. **تاريخ التنفيذ:** هو التاريخ الذي ينتهي بانتهائه حق المشتري في الخيار، على أنه لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهذا ينطبق على عقد الخيار الأوروبي، وقد يحق للمشتري التنفيذ في أي وقت خلال مدة الخيار، وهذا ينطبق على عقد الخيار الأمريكي^(٢).
٤. **ثمن الخيار:** ويسمى (العلاوة، المكافأة)، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لمحرره (البائع) مقابل تمتعه بحق الخيار، والالتزام المحرر بالتنفيذ^(٣).
٥. **الخيار حق قابل للتداول:** وبما أن عقد الخيار هو أداة مالية مشتقة تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل الخيار فهو متوقف على حسب الأصل، فإذا كان الأصل

(١) لتفصيل ذلك انظر: د. علاء التميمي عبده، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٧، المجلد الثاني، ص ٤٩٩.

(٢) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٣٦٨ - ٣٦٩.

(٣) محمد محمود حبش، المرجع السابق، ص ١٧٩.

قابلا للتداول فإنه يتم تداوله، والعكس صحيح^(١).

٦. عمولة السمسار: يدفع كل من طرفي عقد الخيار عمولة السمسار الذي يتعامل معه كل منهما، وتحدد نسبة من ثمن الخيار وليس من ثمن الأسهم محل الخيار.

(١) د. منير هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، المرجع سابق، ص ٥٥٣.

المطلب الثاني

أنواع عقود الخيارات المالية

تمهيد:

تتنوع صور عقود الخيارات وتنقسم وفقاً لعدة اعتبارات منها: محل العقد، ونوع الأصل، وحسب التغطية، ومنها حسب سعر التنفيذ ووقت التنفيذ. ونتناول بعض أنواع عقود الخيارات المالية وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول

أنواع عقود الخيار وفقاً لمحل العقد

تنقسم عقود الخيار وفقاً لمحل العقد إلى عقد خيار الشراء، وعقد خيار البيع، وعقد الخيار المركب^(١)، وهو ما نتناوله بشيء من التفصيل في الغصون التالية:

الغصن الأول

عقد خيار الشراء

ونتناول في هذا الغصن تعريف عقد خيار الشراء وأنواعه، كما يلي:

أولاً: تعريف عقد خيار الشراء:

يمكن تعريف عقد خيار الشراء بأنه عقد على دفع مبلغ مالي محدد نظير الحصول على حق شراء ورقة مالية معينة في تاريخ معين، وبسعر محدد في العقد^(٢).

(١) د. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الطبعة الثانية المكتب الجامعي الحديث، ص ٢٦٠، ٢٦١.

(٢) Francis Hirst- the stock exchange a shot study of investment spesutation - dar elkotob elmasria – p. ١٢٦.

وعرفه البعض: بأنه عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول، ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد، وبسعر محدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق، ويسمى العلاوة، أو سعر الخيار^(١).

وعرفت سوق ناسداك^(٢) خيار الشراء بأنه: يعطي لمالكه الحق في شراء كمية ثابتة ومحددة من أصل معين، في تاريخ معين، مقابل حصول البائع على سعر محدد مسبقاً.^(٣)

كما يعرف بأنه: عقد يعطي مشتريه حقا وليس التزاما بشراء أصل أو سلعة معينة في المستقبل - عقد مستقبلي - بسعر التعاقد في أي وقت خلال فترة صلاحية الخيار^(٤).

وحق الشراء هو حق يعطي لصاحبه شراء عقد الخيار بسعر محدد مسبقاً، ويكون التنفيذ في خلال الفترة المتفق عليها، وذلك بشروط تتوقع ارتفاع سعر العقد مستقبلاً، ويتيح حق الخيار شراء فرصة للمستثمر لحماية استثماره ضد المخاطر التي

(١) د. طارق عبد العال، المرجع السابق، ص ٤٥.

(٢) جاءت التسمية من الاختصار الإنجليزي لـ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations system)، وتعنى بالعربية نظام تحديد الأسعار المؤتمن التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية وهي سوق مالى أمريكي تم انشاؤه فى عام ١٩٧١ ومقرها نيويورك، وتتعامل هذه السوق فى تداول الأوراق المالية الالكترونية حول العالم، وقد تم تطويره من قبل الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية (ناسد) ويتم مراقبتها من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصات (sec).

(٣) NASD and University of Reading, Certificate in Capital Markets, Regulation and Compliance, Cairo, Egypt ٦-٣. November ٢٠٠٦, p. ٢١.

(٤) Rosemary Erickson, George Steinbeck, "The Language of commodities, acommodity Glossary", New York institute of Finance, ٢٠١٤, p. ٢٦.

يتعرض لها المستثمر؛ حيث يتيح هذا الحق للطرفين تنفيذ العقد، وذلك وفقاً لما يلي:

أ - بالنسبة لمشتري الخيار:

يكون للمشتري الحق وليس عليه الالتزام بتنفيذ العقد من عدمه، فإذا ارتفع سعر عقد الخيار في فترة التنفيذ فإنه يكون في صالح المشتري، ويقوم بخيار الشراء وتنفيذ العقد، والعكس.

وإذا انخفض سعر العقد أثناء فترة التنفيذ فإنه يكون للمشتري الحق في تنفيذ العقد من عدمه، وغالباً لا يقوم المشتري بالتنفيذ؛ لأنه لا يكون في صالحه.

ب- وبالنسبة للطرف الثاني: بائع الخيار (محرر الخيار):

يكون بائع الخيار هو الطرف الآخر الذي يلتزم بتنفيذ العقد إذا أراد المشتري التنفيذ، وذلك وفقاً للشروط المحددة مسبقاً، مقابل علاوة أو مكافأة الخيار التي يدفعها المشتري للبائع، سواء أقام بتنفيذ العقد أم لم يتم. وفيما يلي نعطي مثالاً لتوضيح حق الشراء:

نفترض أن أحد المستثمرين يرغب في شراء عدد محدد من الأسهم وعددها ١٠٠ سهم، على أن يكون التنفيذ في أول شهر يناير، ويتوقع المستثمر ارتفاع أسعار السهم عن السعر الحالي، وهو ١٠٠ جنيه للسهم، ولتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع أسعار السهم في المستقبل قام بتوقيع عقد خيار الشراء لتجنب المخاطر مع البائع الذي يريد بيع عدد محدود من الأسهم.

ويتم إبرام عقد الخيار بين المشتري والبائع للخيار مقابل علاوة خيار، ومقدارها ٥ جنيهات عن كل سهم، فما هو القرار للمستثمر أو مشتري الخيار من التنفيذ؟ يجب أن نفرق بين فرضين:

الفرض الأول: في حالة ارتفاع سعر السهم في يوم أول مايو ليصل إلى ١٢٠ جنيهًا، فإنه في هذه الحالة يكون قرار مشتري الحق التنفيذ في صالح مشتري الحق؛ لذلك يأخذ قرار التنفيذ، إما عن أرباح وخسائر مشتري الحق، فيتم حسابها وفقاً للمعادلة:

أرباح وخسائر مشتري الحق = قيمة حق الخيار (١٢٠) - المكافأة أو العلاوة (٥) =
١١٥.

ونلاحظ أن مكسب المستثمر سوف يحقق أرباحاً تبلغ عن كل سهم ١٥ جنيهاً.
قرار بائع أو محرر الحق: يجب أن نوضح أن قرار بائع الحق في التنفيذ هو التزامه، وهو متوقف على إبرام العقد من عدمه، وليس التنفيذ الذي يكون بيد المشتري، وتكون مكاسب وخسائر بائع الخيار عكس مكاسب وخسائر مشتري الحق، فإذا تم الرجوع إلى المثال السابق، وتم تنفيذ الحق من جانب المشتري فإنه يكون قد خسر ١٥ جنيهاً، نفس مكسب المشتري، ويكون مكسب البائع متوقفاً على قيمة العلاوة أو المكافأة.

الفرض الثاني: في حالة انخفاض سعر السهم إلى ٩٠ جنيهاً، ويجب أن نفرق بين أمرين:

قرار مشتري الحق: ففي هذه الحالة وهي انخفاض سعر السهم إلى ٩٠ جنيهاً، فإن توقعات المشتري أو المستثمر لم تتحقق، وبالتالي فإن قراره هو عدم تنفيذ الاتفاق، وبالتالي تكون الخسائر محدودة، وهي قيمة العلاوة للخيار.

وأن قيمة حق الخيار = السعر السوقي - سعر التنفيذ

$$٩٠ - ١٠٠ = -١٠.$$

أرباح وخسائر المشتري = صفر - ٥ = -٥.

محرر أو بائع الحق: فإنه وفقاً لما سبق فإن المشتري يأخذ قرار عدم التنفيذ، ومعنى ذلك أن أرباح المحرر في هذه الحالة تتمثل في قيمة المكافأة أو العلاوة التي حصل عليها. أرباح وخسائر المحرر = (السعر السوقي + المكافأة) - سعر التنفيذ.

$$= (١٠٠ + ٥) - ٩٠.$$

ويترتب على الفرضين السابقين النتائج الآتية:

١- أن أرباح المشتري مساوية للخسائر بقيمة الخيار مساوياً لخسائر البيع.

٢- أن قيمة خسائر المشتري محددة مسبقاً، وهي قيمة العلاوة للخيار.

٣- أن قيمة خسائر البيع غير محددة مسبقاً.

٤- أقصى قيمة أرباح يحققها البائع هي قيمة علاوة الخيار.

٥- وجود علاقة طردية بين السعر السوقي للسهم وأرباح مشتري حق خيار الشراء بينهما، وتوجد علاقة عكسية بين السعر السوقي للسهم، وخسائر بائع حق خيار الشراء^(١).

ثانياً: أنواع خيارات الشراء: ينقسم خيار الشراء إلى عقود مغطاة، وعقود غير مغطاة:

أ- **خيار الشراء المغطى:** هنا يكون محرر الخيار مالكاً للأصل المراد تحرير خيار الشراء عليه.

ب- **خيار الشراء غير المغطى:** يكون فيه محرر الخيار ليس مالكاً للسهم المراد تحرير خيار الشراء عليه.

ونلاحظ أن عقود الخيار المغطاة أقل مخاطر من العقود غير المغطاة التي فيها يضطر المحرر إلى شراء السهم من السوق، مهما كان السعر الذي يُباع به، وذلك من أجل تسليمه للمشتري؛ تنفيذاً للعقد^(٢).

ونرى أنه بعد صدور القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بشأن إنشاء بورصة للعقود الآجلة في مصر أنه ينبغي تطبيق نوع واحد فقط من عقود الخيارات المالية وهو خيار الشراء وذلك للأسباب الآتية:

١- حداثة عقود الخيارات بالنسبة لسوق الأوراق المالية المصرية.

٢- تتميز عقود الخيارات المالية بأنها أكثر العقود المالية تعرضاً للمخاطر وأكثرها

(١) انظر في تفصيل نتائج عقد حق الشراء للخيار: د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق،

ص ٣٩٣؛ منير هندي، عقود الخيارات، المرجع السابق، ص ١٠.

(٢) د. منير هندي، عقود الخيارات، المرجع السابق، ص ١٠-١١.

أيضاً لإحداث الأزمات المالية العالمية.

٣- عدم توافر الوعي لدى الأفراد المتعاملين (ملاحظة ٧٠٪ أفراد) في تسليف الأسهم الخاصة بهم. ولهذا السبب تم تطبيق نظام الشراء بالهامش وعدم تطبيق نظام البيع على المكشوف على الرغم من صدور قرار بتطبيق النظامين.

٤- عدم وجود ثقافة لدى المصريين لثقافة البيع أولاً.

٥- هذا هو النهج الذي اتبعته بورصة الكويت حيث قامت بتطبيق عقد خيار الشراء ولم يتم تطبيق خيار البيع والذي أثبت نجاحاً كبيراً.

الفصل الثاني

عقد خيار البيع

عرف البعض من الفقه عقد خيار البيع بأنه عقد بين طرفين يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع أو عملات أو غيرها للطرف الآخر، بسعر معلوم أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم^(١). وعقد خيار البيع يعطي الحق في بيع الأوراق المالية بسعر محدد لمدة زمنية محددة^(٢).

ويتضح من هذا التعريف أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى، وأنه يرغب في بيعها، ولكنه يخشى هبوط أسعارها، فيقوم بشراء حق خيار البيع، إذا ما كان السعر مربحاً له، ويكون باختياره وليس عليه إجبار، أما قابض ثمن الخيار محرر الخيار، فهو ملتزم بشراء الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى، إذا ما قرر الطرف الأول ذلك، فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها؛ لأنه قبض ثمن الخيار.

(١) د. عبد الكريم قاسم، الاستثمار في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم، المرجع السابق، ص ١٠.

(٢) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٣٩٣؛ منير هندي، المرجع السابق، ص ١٢.

كما أن خيار البيع يعطي لحامله الحق في بيع عدد معين من الأسهم بسعر معين، وذلك خلال فترة زمنية محددة منصوص عليها في العقد أو عند تاريخ الاستحقاق. ويتضح لنا من هذا التعريف أن مشتري خيار البيع له الخيار في ممارسة حقه طيلة الفترة الزمنية المحددة المنصوص عليها في العقد. أما بائع خيار البيع فهو مجبر على شراء الأسهم بالسعر المحدد - سعر الممارسة - عندما يقرر المشتري ممارسة حقه في بيع الأسهم.

كما يتضح مما سبق أن حق خيار البيع يتفق مع حق الشراء في أن كليهما يحقق للمستثمر حماية استثماره من مخاطر انخفاض القيمة قد عن سعر التنفيذ؛ حيث يضمن العقد للمشتري أن يقوم ببيع الأوراق المالية أو السلع بنفس سعر التنفيذ، بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له أسعار الأوراق المالية، وذلك مقابل مكافأة يدفعها المشتري للبائع، وتكون غير قابلة للرد^(١).

العصن الثالث

عقود الخيار المركبة

يقصد بعقود الخيار المركبة تلك العقود التي تتكون من خيارين أو أكثر من نوعي الخيار السابقين: خيار الشراء وخيار البيع، ويجب أن نوضح أنه سوق يصعب حصره، لكثرة مثل هذه الأنواع، فنكتفي بذكر بعض هذه الأنواع، ومع التوضيح المراد بمثل هذه العقود، وتتعدد أنواع عقود الخيار المركبة ومنها:

أولاً: الخيار المزدوج: وفي ذلك النوع يحق للشركة أن تقوم بشراء حق خيار على أسهم شركة معينة، وأيضاً أن تقوم ببيع حق الخيار على أسهم ذات الشركة، وبذلك يجمع الشخص بين نوعي الخيار السابقين. ويشترط في هذا العقد أنه لا يحق للمشتري في هذا النوع إلا تنفيذ أحد عقدي الخيار؛ إما عقد خيار الشراء أو

(١) د. صالح الحناوي، تقييم وتحليل الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص ٣٣٤.

خيار البيع، ولا ننسى أن المشتري يدفع ثمن الخيار (المكافأة) ضعف ثمن الخيار الواحد^(١).

ثانياً: الخيار المسمى: (ستراذل): وهذا النوع يجمع بين نوعين من الخيار السابقين، فيشتري خيار شراء صادراً على أسهم شركة معينة بسعر وتاريخ تنفيذ معين، كما يشتري خيار بيع صادراً على أسهم نفس الشركة بسعر وتاريخ تنفيذ نفس عقد خيار الشراء.

ويحق لصاحب الخيار أن ينفذ إذا ارتفع عن عقد الخيار [خيار الشراء]، أو ينفذ إذا انخفض عقد الخيار [خيار البيع]^(٢).

ثالثاً: الخيار المسمى: (ستراب) في هذا النوع يجمع الشخص بين ثلاثة أنواع من الخيارات على أسهم شركة معينة: منها خياران للشراء وواحد للبيع، ويدفع ثلاثة أضعاف ثمن عقد الخيار الواحد. ويلجأ المستثمر إلى هذا النوع من الخيار إذا توقع ارتفاع أسعار أسهم الشركة التي أبرم عليها عقد خيار من هذا النوع^(٣).

رابعاً: الخيار المسمى: (ستريب): وفي هذا النوع يجمع الشخص بين ثلاثة عقود خيار على أسهم شركة معينة، منها خياران للبيع وواحد للشراء، وأيضاً يتكلف ثمن الخيار ثلاثة أضعاف.

ويلجأ المستثمر إلى هذا النوع من الخيارات إذا كان يتوقع انخفاض أسعار أسهم الشركة التي أبرم عليها عقد خيار من هذا النوع، وإذا ارتفعت الأسعار فإنه

(١) د. هشام السعدني، المرجع السابق، ص ١٥٠.

(٢) لتفصيل ذلك، انظر: د. عبد الكريم قاسم، المرجع السابق، ص ٤٢ - ٤٣؛ د. محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص ٣٦٤.

(٣) ويسمى عقد الخيار المزدوج المرجح ارتفاع أسعاره. راجع: عبد الكريم قاسم، المرجع السابق، ص ١١؛ وكذلك راجع محمد محمود حسين، المرجع السابق، ص ٢٣٢؛ د. محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص ٣٦٤؛ د. هشام السعدني، المرجع السابق، ص ١٥١.

ينفذ عقد خيار الشراء^(١).

خامسًا: خيار الشراء المشروط^(٢): وفي هذا النوع يشتري الشخص خيار شراء أسهم شركة معينة بسعر تنفيذ معين، وينفذ خلال مدة معينة كثلاثة أشهر مثلاً، على أن يحدد لكل شهر سعر معين خلال مدة الخيار، بحيث إذا هبط سعر السهم في السوق في أي شهر، أي أقل من السعر المحدد لهذا الشهر قبل أن ينفذ المشتري العقد، فإن حقه في الخيار يبطل.

ونرى أن الخيارات المركبة لا يمكن تطبيقها في بورصة العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقاً للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ لأنها تمثل أعلى المخاطر للذين يتعاملون عليها وأيضاً لعدم خبرة كل من المتعاملين وشركات الوساطة وإدارة البورصة في العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقاً للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ للمشتقات المالية وخاصة عقود الخيارات.

الفرع الثاني

أنواع عقود الخيارات بالنظر إلى نوع الأصل

وينظر في هذه الحالة إلى نوع الأصل المشتق من الخيار الذي يعطي لصاحبه الحق في التنفيذ من عدمه. وتنقسم عقود الخيارات بالنظر إلى نوع الأصل إلى عدة أنواع كما يلي:

الغصن الأول

عقود الخيارات على الأوراق المالية

لقد حصر قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الأوراق المالية التي تصدرها

(١) ويسمى عقد الخيار المزدوج المرجح انخفاض أسعاره. انظر: د. هشام السعدني، المرجع السابق، ص ١٥٢.

(٢) د. هشام السعدني، المرجع السابق، نفس الموضوع.

الشركات المساهمة التي يجري بها التعامل في البورصة، وهي (الأسهم - السندات - حصص التأسيس)^(١)، وتعد سوق الأسهم والسندات هي الأسواق الرائدة في تداول الأوراق المالية، وأكثرها انتشارًا.

وفي هذا النوع هنا يكون الأصل هو الأوراق المالية، سواء أكانت أسهما أو سندات، وغالبًا تكون أسهما، فإنها تعطي الحق في إنشاء عقد الخيار المشتق منها الأصل (الأوراق المالية) لتداولها.

ويري الباحث أنه لا يجوز للشركات المقيدة ببورصة العقود الآجلة التداول بأكثر من الأوراق المالية، ونقترح التداول على الأوراق المالية التقليدية وهي الأسهم فقط، دون غيرها من الأوراق المالية، وذلك للأسباب الآتية:

أولاً: توافر البنية التحتية للشركات المساهمة وفقا لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

ثانياً: توافر قاعدة البيانات الخاصة بالشركات المساهمة المقيدة داخل سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: توافر عملاء حاليين يقومون بالبيع والشراء (التداول) داخل سوق الأوراق المالية.

رابعاً: توافر أيضا شركات الوساطة التي يتم من خلالها التقاء العملاء بالمساهمين.

خامساً: وجود هيئة رقابية للرقابة علي الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة تتمثل في الهيئة العامة للرقابة المالية وأيضا إدارة البورصة ويتوفر لديها التقارير المالية

(١) وقد أعطي القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ للشركات المساهمة إصدار أوراق ماليه أخرى مثل صكوك الاستثمار وصكوك التمويل ذات العائد المتغير، وقد أعطي القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للشركات المساهمة إصدار أوراق مالية أخرى، وهي وثيقة الاستثمار.

الخاصة بالشركات المقيدة في البورصة.

الفصل الثاني

عقد الخيار على السلع

وفي هذا النوع يكون الأصل المشتق منها الخيار هو سلع أو بضائع مثل (القمح - القطن - الخشب).

ونرى صعوبة تطبيق بورصة العقود الآجلة في مصر علي السلع في الوقت الحالي وذلك للأسباب الآتية:

أولاً: صعوبة التخزين لعدم الانتهاء من إنشاء صوامع لتخزين السلع بمواصفات عالمية.

ثانياً: عدم الانتهاء من البنية التحتية لتخزين السلع (وسائل النقل، الاشتراطات البيئية، وسائل التخزين).

ثالثاً: وأيضاً عدم وجود توعية من بداية زراعة السلع حتى مرحلة التخزين.

رابعاً: يجب أن يكون هناك تنسيق تام بين إدارة بورصة العقود الآجلة والجهات المناط بها تخزين السلع المراد إصدار عقود خيارات بشأنها.

خامساً: اختلاف معيار تكلفة السلع حسب كل نوع.

الفصل الثالث

عقود الخيار على أسعار العملات

وهنا يتم تداول عقد الخيار للحد من تقلبات أسعار الصرف، وهذا بخلاف بورصة العملات (الفوركس) الرائدة لتداول أسعار العملات، فسوق الخيارات هو سوق مستقل عن سوق الفوركس.

وفي بورصة الخيارات يتم تداول عقد الخيار الذي يعطي لصاحبه الحق في

التنفيذ من عدمه، ويكون محل الخيار (العقد الأصلي)، وهو تداول أسعار العملات للاستفادة من فروق أسعار العملات كالفرق بين الدولار والجنيه الإسترليني.

لذلك تعطي هذه الخدمات الحق في شراء عملة محددة بسعر صرف محدد مسبقاً، وفي فترة زمنية محددة، وهذا السعر الذي يسمح للمالك بشراء العملة به يعرف ب: سعر الممارسة؛ حيث إنه يوجد شهرياً تاريخ صلاحية لكل عقد خيار، وهذا ما يسمى خيار شراء الصرف الأجنبي^(١)، وخيار بيع الصرف الأجنبي يكون مالك خيار البيع في بيع عملة معينة في تاريخ محدد وبسعر صرف محدد (سعر الممارسة)، وتتأثر علاوة الخيارات، سواء في خيارات الشراء أو البيع، وبالتالي: مستوى سعر الصرف الحالي، ومستوى سعر الصرف طول فترة الخيار، والتغيرات المحتملة في أسعار العملات^(٢).

(١) د. هشام السعدني، المرجع السابق، ص ١٥٣.

(٢) للمزيد عن أنواع الخيارات انظر: د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٣٩٣؛ د. منير هندي، المرجع السابق، ص ٥٦٦؛ د. طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص ٥.

المبحث الثاني

عقود الخيارات المالية كأداة تنشيطية لسوق

الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

بعد انهيار نظام بريتون وودز^(١)، اتسع نطاق استخدام المشتقات المالية، وتعددت أنواعها، وخاصة عقود الخيارات المالية؛ حيث تعد أداة في العمل المصرفي وعالم المال، ومن أهم سمات التطورات الحديثة في أسواق المال الدولية.

هذا وقد تصاعد حجم التعامل في عقود الخيارات المالية بداية من الثمانينات من القرن الماضي، وبشكل واضح خلال التسعينات من القرن ذاته؛ نظرا لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال أسواق المال الدولية، والذي أدى بدوره إلى ترابطها، خاصة في ظل التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وما تبعه من شفافية للمعلومات، فضلا عن برامج التحرر المالي، والحد من القيود المفروضة على حركات رؤوس الأموال بين هذه الأسواق، كما أنه ساعد على زيادة تلك المخاطر دور الترابط بين هذه الأموال في انتقال سوق إلى أسواق الدول الأخرى بسرعة أكبر. كذلك يرجع نمو التعامل في هذه العقود أو الأدوات إلى تزايد إقبال البنوك على التعامل فيها؛ رغبة منها في تنويع خدماتها المالية، كي لا يقتصر نشاطها ونتائج أعمالها على هامش الوساطة المصرفية التقليدية، وهو ما انعكس على حجم ونوعية حساباتها النظامية.

ولهذا يجدر بنا أن نتعرض لعقود الخيارات المالية، وخاصة النواحي القانونية،

(١) هو نظام إدارة نقدي أسس قواعد للعلاقات التجارية والمالية بين الدول الصناعية الكبرى في العالم في منتصف القرن العشرين. وكان نظام بريتون وودز أول نموذج لنظام نقدي قابل بالكامل للتفاوض يهدف إلى تنظيم العلاقات بين الدول المستقلة. لمزيد من التفصيل راجع الموقع التالي: <https://www.arabictrader.com/ar/economic-dictionary/>

ولمعرفة موقف المشرع المصري من عقود الخيارات، وهل يمكن تطبيقه على سوق الأوراق المالية المصري؟ وذلك في المطالب التالية:

المطلب الأول: التنظيم القانوني لعقود الخيارات.

المطلب الثاني: سلطات تنفيذ عقود الخيارات أو (جهات تنفيذ عقود الخيارات).

المطلب الأول

التنظيم القانوني لعقود الخيارات

تمهيد وتقسيم:

الخيارات المالية المعاصرة هي التي تعطي الحق في إمضاء البيع أو فسخه، ولقد انتشر التعامل بها بين الناس، وعلى مستوى العالم تعاملًا دوليًا، على اعتبار أنها تقدم للمتعاملين مزايا اقتصادية، فهي تعد بمنزلة تأمين يوفر لمشتريها حماية من مخاطر تقلب أسعار العملات أو الأوراق المالية التي يتعامل فيها، كما أنها لا تحرمه من تحقيق أرباح حينما تصدق توقعاته، وعليه فقد ظهرت هذه العقود كأداة من أدوات السوق المالي اعتبارًا من ١٩٧٣ في الأسواق المنظمة (سوق شيكاغو) كوسيلة تحوطية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربون لتعظيم أرباحهم، ولكن في الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، يرى بعض المستثمرين أن الخيارات هي من أكثر الأدوات الاستثمارية غموضًا، وبالتالي يناون بأنفسهم عن التعامل به.

وتعد هذه العقود من وجهة نظر المضاربين إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة في الأسواق المالية، حيث يعدونها من العقود المهمة بالنسبة لاستثماراتهم في الأسواق المالية المعاصرة، وذلك لما تحققه حسب اعتقادهم، من فوائد اقتصادية لهم على المستوى الشخصي، والسوقي، ولذا فيجب الكشف عن الغموض في هذا العقد، والتعرف عليه من الناحية القانونية.

وفضلا عن ذلك فإن التعامل بعقود الخيارات محفوف ببعض المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون، وهذا أمر يتطلب توفر أهلية من نوع خاص، حيث إن محل العقد في هذا النوع من العقود ليس له أهمية في تملكه ماديا، بقدر أيلولة الطرفين إلى دفع الفرق بين الأسعار، فضلا عن وجود طرف قوي وآخر ضعيف في هذه العقود، وهو ما أدى إلى إيجاد نماذج عقود تحقق مصلحة الطرفين: مشتري الخيار، ومحرره، ولذلك فإن هناك عدة اشتراطات لإبرام عقد الخيار في بورصة الأوراق المالية، ومنها أنه يشترط الأهلية اللازمة لطرفي العقد (المشتري، البائع) لإبرام عقد الخيار، وأيضا هناك شروط يجب توفرها في شكل العقد، ومحلّه، والقوانين المنظمة له وذلك وفقا لتشريعات المقارنة، وهو ما نتناوله بشيء من التفصيل في الفروع التالية:

الفرع الأول: أهلية إبرام عقود الخيارات.

الفرع الثاني: شكل العقد ومحلّه.

الفرع الثالث: القوانين المنظمة لعقد الخيار.

الفرع الأول

أهلية إبرام عقود الخيارات المالية

إن الهدف الأساسي من تطلب أهلية خاصة في إبرام عقد الخيار هو حماية المتعاملين من مخاطر المضاربة في أسواق الخيارات؛ حيث إن هناك صعوبة لقياس مدى خبرة الشخص في التعامل بالسوق، ومقدار ما يتمتع به من مهارة ومقدرة، ويتمثل طرفا عقد الخيار في مشتري حق الخيار ومحرر عقد الخيار. وسوف نوضح الأهلية اللازمة للطرفين على النحو التالي:

الفصل الأول

مشتري حق الخيار

يعتبر مشتري حق الخيار الطرف الذي له حق في عقد الخيار، ويبرم العقد إذا كان في مصلحته ويتخلى عنه إذا كان غير ذلك، ويطلق عليه حامل الخيار، وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار^(١)، ويكون لهذا الشخص الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ، نظير مكافأة يدفعها للطرف الآخر، وهو محرر عقد الخيار.

وكما سبق القول، فإن عقود الخيار، سواء أكانت شراءً أو بيعاً تتمتع بمخاطر عالية، لذلك وجب توفر أهلية لازمة للتعاقد في مشتري الخيار. ونرى أن عقد الخيار من الأعمال الدائرة بين النفع والضرر، والغالب عليها الضرر، لذلك يجب توفر الأهلية الكاملة، وإن الهدف الأساسي من تطلب الأهلية الخاصة في إبرام عقد الخيار بنوعيه هو حماية المتعامل من مخاطر المضاربة في البورصة.

ولقد أقرت التشريعات المقارنة حماية المستثمر؛ حيث قرر مجلس اللوردات بالمملكة المتحدة في دعوى أن السلطات المحلية في المملكة المتحدة ليس لديها أهلية إبرام العقود المالية الآجلة^(٢).

وذهب المشرع في كثير من الأنظمة إلى حماية الطرف الضعيف، وهو المستثمر في عقود الخيارات، وفرض له نوعاً من الحماية، كما أنه لا يمكن القياس على الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية الحاضرة التي استقر التعامل بها، ويفترض أنها أصبحت معلومة للكثيرين^(٣)، فضلاً عن إمكانية معرفة تفاصيل ودقائق تلك التعاملات بمجرد الاطلاع على مصادر المعلومات لها، مما يجعل المقارنة بين الأسواق

(١) د. السيدة عبد الفتاح، د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص ٢٨٢.

(٢) Friedrich Hey (E.), "Anew era of Financial Futures Trading in Germany Sweeping Changes in the Legal and Business Environment", ١. horth western Journal, ١٩٨٩, P. ٢٩.

(٣) انظر د. أحمد عبدالرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٥٢.

الحاضرة وسوق الخيار قياساً مع الفارق لحدثة تلك الأسواق (عقود الخيارات)، حيث إن عقود الخيارات تتطلب معرفة وخبرة، وأغلب المستثمرين يجهلون قواعدها، كما أن أغلب التشريعات لا تشترط صفة معينة في المتعامل في هذه العقود، وقد عملت تلك الأسواق على إيجاد بديل آخر للحد من مخاطر التعامل في هذه الأدوات، ويتعين الإفصاح عن مخاطر هذه التعاملات قبل إبرام أي عقد من عقود الخيار، بتدوين هذه المخاطر بعقود الخيارات النموذجية، وتتمثل هذه المخاطر المترتبة على التعامل في عقود الخيارات التي ينبغي الإفصاح عنها للمتداولين فيما يلي:

- ١- خسائر مشتري الخيار تتمثل في قيمة العلاوة.
- ٢- خسارة محرر عقد الخيار غير محددة، أي أن خسائره المحتملة قد تتجاوز قيمة الهامش المودع منه.
- ٣- العقود التي تبرم من أجل التحوط غير مأمونة النتائج.
- ٤- تقلبات الأصل على عقد خيار تؤثر على أسعار هذه العقود.
- ٥- زيادة الخسائر في حالة تمويل عقود الخيار بالهامش^(١).

ويجب على شركة الوساطة المالية أن تفصح لعملائها عن هذه المخاطر عند إبرام العقد، ويتم الإعلان عن هذه المخاطر على شاشات التداول قبل بداية الجلسة بصفة يومية؛ حيث إن هذه العقود تحتاج نوعية معينة من المستثمرين؛ لكثرة مخاطرها، ولصعوبة التعامل في عقود الخيارات^(٢).

ونص أيضاً القانون الأمريكي على وجوب الإفصاح للمتعاملين عن مخاطر التعامل بالعقود الآجلة على الوسطاء في السوق، كما نص على أن يلزم الوكيل بالعمولة للعقود الآجلة عند فتح حساب للعملاء بالإفصاح عن بعض المخاطر

(١) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٤٩٢.

(٢) المرجع السابق، ص ٤٩٣.

المصاحبة لبعض العقود الآجلة^(١). ويجب ألا ننسى أن مشتري الخيار هو الطرف صاحب الحق في تنفيذ العقد من عدمه، وليس ملزماً بتنفيذ العقد، وذلك حسب رغبته إذا تبين له أن العقد مناسب له، ويحقق له أرباحاً كما يتوقع أن يقوم بتنفيذه، وإذا لم يحقق له أرباحاً لا يقوم بتنفيذ العقد، ويتميز أيضاً مشتري الخيار بأن خسائره محدودة تتمثل في قيمة المكافأة التي يدفعها لبائع الخيار.

(١) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٥٥.

الفصل الثاني

محرر الخيار^(١)

ويطلق على محرر الخيار بائع الخيار، وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الخيار لصالح المستثمر (المشتري)، نظير مكافأة يحصل عليها من المشتري^(٢).

وتقوم مؤسسة التسوية في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية بدور إصدار الخيار لجميع الأسواق المالية في الولايات المتحدة^(٣)، وأصبحت بورصة شيكاغو هي الرائدة في بورصة الخيارات؛ حيث تلعب مؤسسة التسوية دوراً مهماً ومحورياً لإصدار عقود الخيارات؛ إذ تتولى عملية إصدار الخيار، وهي مسئولة أيضاً عن عملية تداول الخيارات في البورصات الأمريكية جميعاً، ومسئولة أيضاً عن تنفيذ وتسوية التعاملات الصادرة من المستثمرين.

أما في سوق العقود الآجلة المصري، فقد نص المشرع المصري على أنه "لا يجوز لأية شركة وساطة أن تفتح حساباً لأي عميل إلا بعد الإفصاح له عن المخاطر المرتبطة بالتعامل في العقود، ويحظر على الشركة أن تضمن للعميل عدم تحقق أية خسائر عن التعامل في بورصة العقود الآجلة، أو وضع حد أقصى لها، أو عدم الخصم من الضمان النقدي المودع لديها لحسابه لتغطية مركزه، وذلك كله وفقاً للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة، ويجب أن تشمل تلك القواعد بالإضافة إلى ما سبق ما يأتي:

أ - ضوابط الإعلان عن الخدمات التي تقدمها شركة الوساطة وأنواع العقود.

(١) Option seller also called the option writer, the party who grants a right to trade a security at a given price in the future. Dictionary of Financial and Business Terms Lico Reis – Consultoria & Línguas.

(٢) د. السيدة عبد الفتاح إسماعيل، د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص ٢٨٢.

(٣) New York Stock Exchange glossary of terms & acronyms, p. ٢٩.

ب- متطلبات الإفصاح وفقاً لفئات العملاء المختلفة.

ج- ضوابط التعامل مع شكاوى العملاء.

د- ما يجب أن يتضمنه ملف العميل.

هـ- وسائل إخطار عملاء الشركة وبيانات الإخطار وتوقيتاتها.

وتلتزم شركات الوساطة في بورصات العقود الآجلة بالاشتراك في صندوق تأمين المتعاملين المنصوص عليه في المادة (٢٣) من هذا القانون، وذلك لتغطية المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في بورصات العقود الآجلة.

ويصدر رئيس مجلس الوزراء قراراً بقواعد تحديد اشتراك الشركات العاملة في بورصات العقود الآجلة في عضوية مجلس إدارة الصندوق المشار إليه ونسبة مساهمة كل شركة في موارده، ومقابل التأخير في الوفاء بهذه المساهمة وأى مبالغ تستحق للصندوق عن المواعيد المحددة للوفاء بها، وكذلك قواعد إنفاق واستثمار هذه الموارد، ويحدد القرار ما يجب اتباعه بشأن الحسابات الخاصة بالمتعاملين في الأوراق المالية والحسابات الخاصة بالمتعاملين ببورصات العقود الآجلة وضوابط الصرف من هذه الحسابات على المخاطر التي يغطيها الصندوق^(١).

ونرى أن المشرع المصري ذهب مع كثير من الأنظمة المختلفة إلى حماية الطرف الضعيف، وهو المستثمر في عقود الخيارات المالية؛ حيث أوجب على شركة الوساطة الإفصاح عن مخاطر التعامل في العقود الآجلة قبل فتح حساب لكل عميل.

ونرى كذلك أنه على الهيئة العامة للرقابة المالية أن تشدد على شركات الوساطة بالإفصاح عن المخاطر تفصيلاً ويتم ذكرها عند إبرام كل عقد خيار ويكون ذكر المخاطر من ضمن الشروط النمطية التي لا يجوز إلغاؤها، وعلى الهيئة العامة للرقابة المالية وإدارة بورصة العقود الآجلة عمل دورات تدريب مستمرة لكل من العملاء وموظفي البورصة وأيضاً شركات الوساطة لمعرفة المخاطر التي يتعرضون لها من

(١) المادة ٢٦ مكرراً ١١ من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨.

تداول عقود الخيارات المالية.

الفرع الثاني

شكل العقد ومحلّه

ونتناول في هذا الفرع شكل العقد ومحلّه في غصنين كما يلي:

الغصن الأول

شكل العقد

يتميز عقد الخيار بأن له شكلاً معيناً يميز بينه وبين العقود الأخرى، وهو شكل يجعل عقد الخيار أكثر قبولاً لدى المستثمرين؛ حيث يسعى التجار المنتمون إلى فئة معينة إلى تحقيقها من أجل تحقيق أرباح بأقل التكلفة، وهذا الشكل يخفض تكلفة إبرام العقد فيما بين المتعاقدين، ويوفر الوقت والجهد في التفاوض حول بنود هذا العقد^(١).

لذلك اتخذ شكل عقد الخيار نموذجاً وجعله نمطياً، والنمطية أن يكون العقد في التعامل وتاريخ التنفيذ محدداً، ويتميز بمستوى جودة عالٍ، كما تجعله محدود التقلبات. وتنميط عقود الخيارات يساعد على زيادة درجة السيولة، وهذه السيولة تزيد من كفاءة السوق، وتقلل من تكلفة التداول من خلال ارتفاع حجم التداول^(٢). وفيما يلي نتناول تنميط عقد الخيار في النظام الأمريكي والمصري:

أولاً: تنميط عقد الخيار في النظام الأمريكي:

يتميز عقد الخيار في القانون الأمريكي بتنميط عقد الخيار، وبذلك يتم تنميط العقد من خلال مؤسسة النقاص Option Clearing، حيث تصبح عقود الخيارات مثالية.

(١) د. أحمد عبدالرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٦١.

(٢) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٤٩٥.

وظهور مؤسسة التقاص هو نتاج لتطور تسليم الشيء المبيع؛ حيث كان سابقا يلتزم البائع بتسليم المبيع ماديا إلى المشتري، وتم استبدال التسليم المعنوي بالتسليم المادي؛ حيث تقوم مؤسسة التقاص في سوق الخيارات الأمريكي بإنقاص عدد الخيارات المثلية المسجلة في دفاتر باسم الوسيط (البائع) بعدد الخيارات المباعة، ثم إضافة العدد نفسه إلى رصيد الوسيط المشتري بإضافة هذه الخيارات إلى رصيد المشتري في سجلاته أيضا، أي تتم هذه الدورة، ويعرف هذا بالقيود الدفترية^(١).

وبفضل عملية التتميط تقوم أيضا مؤسسة التقاص بتصفية العملية دون تسليم وتسلم عن طريق (القيود الدفترية)، من خلال دفع فروق الأسعار، أي إجراء تسوية مالية^(٢).

ويجب أن نوضح أن تنميط عقد الخيارات في القانون الأمريكي يقتصر على التعامل في عقود الخيارات في الأسواق المنظمة. أما السوق غير المنظمة فلا يوجد فيها تنميط، لأنها تحدد شروط العقد وفقا لرغبات المتعاقدين.

ثانياً: تنميط عقد الخيار في النظام المصري:

نرى أن عقد الخيار في النظام المصري لا يختلف عن النظام الأمريكي؛ حيث يتميز عقد الخيار بالتنميط؛ حيث نص المشرع المصري على "بورصة العقود الآجلة: بورصة تنشأ وفقا لأحكام المادة (٢٦) من هذا القانون يتم التداول فيها على العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية، أو عينية، أو مؤشرات الأسعار أو أوراق أو سلع أو أدوات مالية أو غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة، سواء كانت في شكل عقود مستقبلية، أو عقود خيارات، أو عقود المبادلة، وغيرها من العقود النمطية"^(٣).

(١) المرجع السابق، ص ٤٩٦.

(٢) د. إسماعيل عبد العال، مرجع سابق، ص ٤٩٦.

(٣) المادة (٢٦ مكررا) من الباب الثاني مكررا من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ الخاصة بتعديل بعض أحكام سوق المال الصادر بالقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المنشور بالجريدة الرسمية العدد ١٠ مكرر (هـ) في ١٤/٣/٢٠١٨.

وبذلك النص أقر المشرع المصري بتمهيط عقود الخيارات المالية.

كما نرى أن تمهيط عقد الخيار يحد من خطورته لعدم ترك الأمر لتحديد بنود العقد لشركات الوساطة لتتلاعب بعملائها، والنمطية أن يكون العقد في التعامل وتاريخ التنفيذ محددًا، ويتميز بمستوى جودة عالٍ، كما تجعله محدود التقلبات. وتمهيط عقود الخيارات يساعد على زيادة درجة السيولة، وهذه السيولة تزيد من كفاءة السوق، وتقلل من تكلفة التداول من خلال ارتفاع حجم التداول.

وتحليل هذا النظام في الولايات المتحدة الأمريكية يجعل من الممكن القول بأهمية التركيز على نقاط ثلاثة عند إدخال هذه الأدوات في سوق المال المصري:

أ- ضرورة تمهيط هذه العقود بحيث تكون بنود العقد واضحة لا مجال فيها للغموض، ويمكن أن تتم نمذجة هذه العقود التي يتم التعامل عليها من خلال الجهة المشرفة على السوق، على أن تترك البنود المتعلقة بالمدة أو السعر لاتفاق الطرفين وأن ينص في تلك العقود على ضمان شركة السمسرة لتنفيذها.

ب- إنشاء مؤسسة للتسوية، أو إعطاء هذه المكنة بالترخيص لمؤسسة التسوية القائمة، على أن تضمن كشرط من شروط الترخيص لها تنفيذ هذه العملية بين طرفي التعاقد.

ت- أن يقتصر التعامل على هذا النوع من العقود على شركات السمسرة المرخص لها بذلك، وعلى أن تكون تلك الشركات مقيدة لدى شركة التسوية التي لها حق الرقابة والإشراف عليها في الحدود التي تمكنها من التحقق من وفاء الشركة بالتزاماتها بشأن هذه التعاملات.

الفصل الثاني

محل العقد

يجب أن ينصب كل عقد من العقود على محل، ونرى أن محل عقد الخيار هو عقد الخيار ذاته، وليس الأصل المشتق منه، سواء أكان أسهما، أو بضائع أو عملات أو مؤشرا....، كما يجب أن نوضح أن محل عقد الخيار هو شيء مادي؛ لأن عقد

الخيار يتميز بأنه نمطي، ويكون التسليم فيه معنوياً، وليس مادياً، لذلك محله لا يخرج عن الأمور الآتية:

أولاً: مدة الخيار هي محل عقد الخيار:

تصبح مدة الخيار محل العقد لأنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بثمن الخيار، فكلما طالت المدة كلما كان ذلك سبباً في زيادة ثمن الخيار، حيث تزيد احتمالات وفرص تنفيذ العقد كلما طالت مدة العقد، وهو ما يعني زيادة المخاطر بالنسبة للبائع، وزيادة المخاطر تقتضي الحصول على عائد يتناسب مع حجم المخاطر، وهو ثمن الخيار هنا. وتختلف مدة العقد في السوق غير الرسمية ليتم وفقاً لرغبات كل من المشتري والبائع. أما في الأسواق الرسمية فقد كانت أقصى مدة للعقد قبل عام ١٩٩٠ تسعة أشهر. إلا أن بورصة شيكاغو للخيارات، وبورصة نيويورك بدأت بعد عام ١٩٩٠ في تقديم خيارات مؤشرات الأسهم لمدة تصل إلى عامين^(١).

وتعمل البورصات على تحديد تاريخ معين لانتهاؤ الخيار، وعدم تداوله بعد هذا التاريخ. وفي الولايات المتحدة هناك مرونة في انتهاء الخيارات؛ حيث تصدر بآجال تتراوح ما بين شهر وعامين. وفي هولندا تنتهي كل ثلاثة أشهر أو ستة^(٢) أشهر أو تسعة أشهر. ويبدو أنه في السنوات الأخيرة الماضية زادت كمية الخيارات الحديثة المصدرة؛ حيث تصدر بالآجال من شهر حتى ٥ سنوات^(٣).

ثانياً: مكافأة الخيار محل العقد:

مكافأة الخيار هي مبلغ مالي منفق عليه يقوم مشتري الخيار بدفعه إلى محرر

(١) د. سمير رضوان، المرجع السابق، ص ١٨٧.

(٢) د. خالد سعد زغلول حلمي، المرجع السابق، ص ١٦٣.

(٣) Niels Vijver (R.), "Securities regulation in the Netherlands", kluwer, London, ٢٠٠٠, p. ٤٧.

الحق؛ نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ^(١).

وعرفها البعض بأنها: "مبلغ نقدي متفق عليه يقوم بدفعه صاحب الخيار إلى المحرر مقابل حق صاحب الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، وهذه المكافأة غير قابلة للرد، وتمثل في الواقع تعويضا للمحرر عن المخاطر التي يتعرض لها"^(٢).

ومكافأة الخيار تكون محل العقد؛ لأنها تؤثر على العقد؛ فالبائع إذا كان يعطي مكاسب له (أعلى سعر للمكافأة) فإنه يسعى إلى إبرام العقد. وبالعكس فإن المشتري إذا كان ثمن المكافأة يعطي مكاسب له (أقل سعر للمكافأة) فإنه يسعى إلى إبرام العقد، لذلك فإن مكافأة أو علاوة الخيار تؤثر في إبرام العقد من عدمه^(٣). ولذلك يجب معرفة أسعار المكافأة، ومدى تأثيرها بتقلب الأسعار في السوق، ولذلك يتضح لنا أن صاحب حق الخيار يتميز بما يلي:

أ - لا يدفع سوى ثمن عقد الخيار (مكافأة)، ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا أُرَادَ التنفيذ.

ب- خسائرها محدودة (وهي المكافأة) في حالة عدم التنفيذ.

ج- يحقق مكاسب في حالة ارتفاع سعر العقد في عقد الخيار الشراء، وأيضا إذا انخفض سعر عقد الخيار البيع.

وتُعد المكافأة من أهم المكونات الأساسية؛ لكونها تعبر عن التكلفة التي يدفعها مشتري الحق، وفي المقابل فهي بمنزلة العائد الذي يحصل عليه المحرر في بداية

(١) د. محمد صالح الحناوي، د. نهال فريد مصطفى، د. جلال إبراهيم العبد، المرجع السابق، ص ٢٦١، ٢٦٢.

(٢) د. السيدة عبد الفتاح إسماعيل، د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص ٢٨٢.

(٣) Robert Kolb (K.), "Futures, Options and Swaps", ٢nd. Ed., Blackwell Publishers Inc., ١٩٩٧, p. ٩٧.

تحرير العقد. ومقدار المكافأة لا يعتبر مبلغاً ثابتاً لكل العقود، وإنما يختلف من عقد لآخر، بناء على طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للأصل وسعر التنفيذ.

وتختلف قيمة المكافأة التي يحصل عليها المحرر بحسب أصل التعامل عليه، وظروف ومتطلبات كل عقد من هذه العقود، لذلك يتضح لنا أن محل عقد الخيار يتمثل في الخيار ذاته، سواء أتمثل محله في مدة العقد أو مكافأة العقد؛ لأن محله مختلف عن محل العقد الأصلي.

وعقد الخيار يكون على الأسهم والبضائع أو الأوراق المالية حسب كل تشريع. والمشرع الأمريكي أعطى التعامل للخيارات على الأوراق المالية والبضائع والعملات ومؤشرات السوق وغيرها. كما نجد أن المشرع الكويتي - على سبيل المثال - قد حصر التعامل في عقود الخيارات على الأسهم فقط، وذلك وفقاً للقرار المنظم رقم (٣) لسنة ٢٠٠٥ الذي أعطى لصانع السوق الحق في إصدار الخيارات على الأسهم^(١).

ونلاحظ أن المشرع المصري أعطى التعامل للخيارات على قيمة الأصول المالية أو العينية أو مؤشرات الأسعار أو أوراق مالية أو سلع أو أدوات مالية^(٢).

ثالثاً: التحوط هو محل العقد:

يخشى مشتري الخيار عند تحرير عقد الخيار تغير السعر خلال مدة العقد أو عند انتهائه ويرغب في عدم حصول هذا التغيير في غير صالحه، أو يتوقع تغير سعر الأصل المالي الذي يريد أن يتعاقد عليه، وفي المقابل يوجد طرف آخر، وهو محرر العقد لديه القدرة على تحمل نتيجة التغيير الذي يمكن أن يطرأ في سعر الأصل المالي المُبرم عقد الخيار بشأنه، وكلا الطرفين يخاطر في حدود معلومة

(١) لتفصيل أكثر عن التعامل في الأسهم فقط راجع قرار المنظمة، رقم (٣) لسنة ٢٠٠٥، لسوق الخيارات في الكويت.

(٢) المادة ٢٦ مكرراً من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ الخاصة بتعديل أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

لكليهما، فالمبلغ الذي يقوم بدفعه مشتري الخيار، يقوم بسداده طواعية، وذلك في مقابل أن يقوم شخص آخر بتحمل ما قد يطرأ على الأصل المراد التعامل عليه من تغيير خارج عن توقعات المشتري، ومحرر عقد الخيار يقوم بتحمل تلك المخاطر التي يخشى منها المشتري، ويعلم أن المقابل الذي يتقاضاه نتيجة تحمله لتلك المخاطرة.

وبناءً عليه فإن تلك التوقعات التي بموجبها دخل كلا الطرفين فيها هي المخاطرة، وتعرف المخاطرة لغةً بالمجازفة، واصطلاحاً: احتمال أن يكون التدفق النقدي لشركة ما غير كافٍ لتغطية التزاماتها. وقد عرفها بعض الفقهاء بأنها: عدم اليقين، أو هي الانحراف عن النتيجة المتوقعة. وبشكل أكثر تحديداً، يقصد بالمخاطرة: حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة^(١).

ويقصد بالمخاطرة المالية: "تلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، إضافة إلى مخاطر الأعمال"^(٢). وتتشأ هذه المخاطر أساساً من جزاء اعتماد المنشأة على مصادر تمويل تدفع عنها تكاليف ثابتة، أي الأموال المقترضة والأسهم الممتازة^(٣).

(١) د. محمد فتحي البديوي، أساسيات الاستثمار في سوق المال، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، ص ١٨.

(٢) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص ١٦٤.

(٣) مصطلح المخاطرة يستخدم عادة كمرادف لعدم اليقين، لأن الإحصاءات تسمح لنا بتحديد مقدار هذا الغموض باستخدام مقاييس التشتت measures of dispersion ويمكننا التفريق بين عدم اليقين في:

عدم اليقين العام: الجهل التام عن أي نتائج محتملة، مما يجعل من المستحيل صنع القرار الرشيد أو أي تقدير.

عدم اليقين المحدد: الاحتمالات الموضوعية، أو على الأقل ذاتية، يمكن أن تسند إلى النتائج المحتملة، ومن ثم السماح للقياس الكمي،

For a discussion of other measures of dispersion (such as, for example,

=

وتستخدم خيارات الشراء والبيع لتحقيق مصالح مادية للمتعاملين، مع تأمينهم ضد المخاطر المتوقعة؛ حيث تستخدم خيارات الشراء من جانب المتعاملين الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم في سوق المال عند قيامهم بعمليات المتاجرة أو المضاربة، كما تستخدم في عمليات التغطية أو التحوط أو التأمين ضد المخاطر المتوقعة، خاصة في حالات البيع على المكشوف، مع توقع انخفاض السعر، وبيع خيار الشراء بثمن زهيد جداً؛ لإغراء المشتري بالشراء، والذين لا يطالبون بتسليم الأوراق ما لم يرتفع سعرها، مما يترتب عليه تحقيق أرباح تتمثل في فرق سعر العملية الأولى، وثمن بيع الخيار في العملية الثانية^(١).

ويستخدم خيار البيع بواسطة أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق محل التعاقد في عمليات المتاجرة أو المضاربة، كما تستخدم بدلاً لعمليات البيع على المكشوف؛ حيث يستطيع المضارب أن يكسب الفرق بين سعر السهم المنخفض الذي يشتري به الأسهم التي يسلمها إلى بائع الخيار بسعر التعاقد، وذلك حالة توقع المضارب انخفاض السعر في السوق^(٢).

ويستخدم خيار البيع كذلك بغرض المناورة في السوق؛ للتأثير على اتجاهات الأسعار، مثال ذلك قيام تاجر أو مضارب ببيع الخيار إلى الغير بسعر زهيد، مع العلم بأن الأسعار سوف ترتفع، خاصة في ظل قيام صغار المتعاملين بتقليد كبارهم، مما يؤدي بالفعل إلى ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة الطلب، وعدم مطابقة مشتري الخيار البائع بشرائه بعد ذلك بالسعر المنخفض.

ويمكن استخدام خيار البيع للتحوط ضد المخاطر في المستقبل، مثال ذلك: قيام

range, semiinterquartile range, semi-variance, mean absolute deviation),
Copeland and Weston, Investment Analysis and Management, ١٩٨٨, pp.
١٤٩-١٥٣.

(١) د. محمد صبري، النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية حقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٥، ص ٣١٤.

(٢) المرجع السابق، ص ٣١٥.

التاجر أو المضارب بشراء سهم، وهو يتوقع ارتفاع سعره في المستقبل، ثم يبيع السهم لتحقيق ربح يتمثل في الفرق بين السعرين، ولكنه في نفس الوقت يتحوط بشراء خيار البيع لتغطية عمليات الشراء، ويتمكن من بيع الورقة أو السهم بنفس سعر الشراء في حالة انخفاض السعر في السوق وعدم تحقيق خسائر. أما إذا ارتفع السعر في السوق وفقا لتوقعاته فإنه لا يكون بحاجة إلى استخدام خيار البيع؛ حيث يكسب الفرق بين سعر التعاقد وسعر البيع، ويدفع في هذه الحالة عمولة الخيار أو ثمن الشراء فقط. ويلاحظ أنه في معظم الحالات لا يتم تنفيذ خيارات البيع والشراء، بل يتم بيعها للغير دون تنفيذها، حيث يتم بيع الحق في الشراء أو الحق في البيع^(١).

وقد جرت العادة في الأسواق الأمريكية على أن يلتزم المتعامل بإبرام اتفاقية نموذجية للتعامل بالعقود الآجلة، وعقد آخر نموذج يبرم في كل مرة يقوم فيها المتعامل بإبرام صفقة آجلة، تكون تحت مظلة الاتفاقية الأساسية، التي تنظم العديد من المسائل، منها أن العقود التي تبرم في ظلها تعتبر في حكم العقد الواحد، وأسلوب الخيار وفقاً للطريقة الأمريكية أو الأوروبية، وسعر الممارسة وسعر الخيار، وشروط وإجراءات التسوية المالية، أو التسليم المادي لمحل العقد، والمسئولية عن عدم الوفاء بالالتزامات^(٢).

الفرع الثالث

القوانين المنظمة لعقد الخيار

تتعدد القوانين واللوائح المنظمة لأسواق رأس المال بصفة عامة، ولعقود الخيارات المالية بصفة خاصة، وسوف نتناول القوانين المنظمة لعقود الخيارات (بورصة الخيارات) في النظام الأمريكي، والنظام المصري:

(١) د. حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، دون دار نشر، الطبعة

الأولى، ٢٠١١، ص ٦٦: ٦٨.

(٢) د. إسماعيل عبد العال السيد، المرجع السابق، ص ٤٩٧.

أولاً: القوانين المنظمة لعقود الخيارات في النظام الأمريكي:

يوجد قانونان أساسيان يحكمان التعامل في الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية؛ هما: قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣، وقانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤.

١- مرسوم الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣:

يعد هذا المرسوم الأساس في كثير من القواعد والقوانين التي تحكم عملية تأسيس الشركات، وتنظيم عملية الإصدارات الأولية لهذه الشركات، والتي تهدف إلى تحقيق هدفين رئيسين: (تسجيل الأوراق المالية قبل بيعها للجمهور، وتوقيع عقوبات مدنية وجنائية ضد مرتكبي أعمال الاحتيال أو الغش المرتبطة بالتعامل في الأسواق)^(١).

٢- قانون البورصة لسنة ١٩٣٤:

صدر قانون البورصة ١٩٣٤ لسد النقص في قانون ١٩٣٣؛ وذلك لعدم تحديد الجهة الرقابية المسؤولة عن تنفيذ القانون لإحكام الرقابة على السوق، والحد من الممارسات غير الأخلاقية. ويهدف هذا القانون إلى تنظيم التعامل في السوق الثانوي، وتسجيل المتداولين في شركات صناع السوق والوسطاء والمتاجرين في الأوراق المالية والبورصات، والالتزام بقواعد البورصة والمقاصة. وغالبا ما تكون أسعار الأوراق المالية في مثل هذه التبادلات والأسواق عرضة للتلاعب والسيطرة، ويثير نشر مثل هذه الأسعار المضاربة المفرطة التي ينتج عنها تقلبات مفاجئة وغير معقولة في الأسعار للأوراق المالية، وقد يؤدي إلى توسع أو انكماش غير معقول في حجم الائتمان المتاح للتجارة والنقل والصناعة، ويعيق التقويم السليم لقيمة الأوراق المالية، ويؤدي إلى عملية

(١) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٥١٤؛

Committee on commerce U. S. House of representatives compilation of securities laws within the jurisdiction of the committee on commerce ١. ٥th congress ١st , session, Jan, ١٩٩٧.
Sec ١٥, securities Exchange Act of ١٩٣٤.

ضريبية غير عادلة، ومنع التقييم النزيه لضمان القروض المصرفية^(١). ولقد أنشأ القانون لجنة سوق الأوراق المالية الأمريكية (SEC)^(٢)، وتهدف إلى حماية المتعاملين، والإشراف على تسجيل الأوراق المالية ونزاهتها، ولتحقيق ذلك تطلب الإفصاح عن المعلومات المالية للجمهور، بالإضافة إلى إشرافها ورقابتها للأعضاء المشاركين في الأسواق، مثل: أسواق الأوراق المالية والسماسة وصناع السوق ومستشاري الاستثمار، ولها سلطة واسعة في إصدار اللوائح المتعلقة بالسوق، وتتمتع في سلطة التحقيق في المخالفات، وقد تمنع الشخص أو تحظر عليه بصفة مؤقتة العمل في مجال الأوراق المالية، ولها فرض عقوبات على المخالفين بحكم من إحدى المحاكم المحلية الأمريكية، ولها أن تحيل المسألة إلى وزارة العدل لإقامة دعوى جنائية^(٣).

٣- قانون السماء الزرقاء blue sky law^(٤):

يقصد بقوانين السماء الزرقاء: تلك القوانين التي تصدرها كل ولاية. ورغم التفاوت في مكونات وتفاصيل تلك القوانين من ولاية إلى أخرى فإن هناك مجالات أساسية مشتركة فيما بينها، وفي مقدمة تلك المجالات مواجهة الممارسات غير الأخلاقية التي تصدر من المتعاملين في أسواق رأس المال، وشروط تسجيل الأوراق المالية لدى الجهة المختصة في الولاية، وذلك بالنسبة للأوراق التي تتداول فيها محليا، إلى جانب وضع شروط تسجيل بيوت السمسرة التي يسمح لها بممارسة عملها داخل الولايات، والتي تعمل كبنوك استثمار^(٥).

(١) Sec. ١, Securities Exchange Act. Of ١٩٣٤.

(٢) Sec. ٤, Securities Exchange Act. Of ١٩٣٤.

(٣) Sec. ٤, ١٠, ١٥, ١٦, Securities Exchange Act of ١٩٣٤.

(٤) د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص ٢٠٠-٢٠١.

(٥) Blue sky law: a popular name for state statutes providing for the regulation and supervision of SECURITIES offerings and sales, to

٤- الخيارات في قانون ١٩٣٣، ١٩٣٤:

اعتبر القانون الأمريكي رقم ١٩٣٣ عقد الخيار من الأوراق المالية، وقضت المادة رقم (٢) من هذا القانون بأن الخيارات هي ورقة مالية؛ حيث توسعت في تعريف الورقة المالية لتشمل أي سند أو أذن خزانة أو سهم أو أداة من أدوات المديونية، أو صك يعد دليلاً على المديونية، أو عقد استثمار، أو عقد خيار بيع أو خيار شراء أو هما معاً، أو أداة تعارف الناس عليها كورقة مالية، أو أي حق في شراء الأسهم، أو الاكتتاب، أو الشراء لأي أداة سابقة.

ويشترط قانون ١٩٣٣ تسجيل الأوراق المالية، ومنها الخيارات، وذلك لضمان الإفصاح عن كل مصادر المعلومات عن الشركات المصدرة في وثيقة معدة إعداداً دقيقاً، ومنظمة، وتسمى الاكتتاب؛ وذلك حتى يتخذ المستثمر قراره مستنداً إلى معلومة دقيقة فيما يتعلق بشراء الأوراق المالية، ولا يمكن بيع الأوراق المالية إلا بعد الموافقة على التسجيل^(١).

٥- تشريعات السلع المستقبلية **Commodities Regulation**:

لقد استعان القضاء الأمريكي بالأحكام الخاصة بالعقود المستقبلية على السلع لتكملة ما عجزت عنه التشريعات الفيدرالية الخاصة بالأوراق المالية في حكم وتنظيم عقود الخيارات ومشتقات الأسهم. وقد تطور الإطار التنظيمي لهذه الأحكام من قانون بورصة السلع (CEA)^(٢)، والذي صدر في عام ١٩٣٦م بهدف توسيع سلطة وزارة

protect citizen- investors from investing in fraudulent companies, most blue sky laws require the registration for anew issues of securities with astate agency that reviews selling documents for accuracy and completeness. Bluesky laws also of ten regulate securities brokers and sales people . dictionary of legal terms encyclopedia of American law, Vol. ١٣, ٢. ٥٢ nd ed, Gle, wests.

(١) Sec, ٥ securities Act of ١٩٣٣, U.S. Government printing office Washington ١٩٩٧.

(٢) تعرف بورصة السلع بأنها عبارة عن جمعية تضم مجموعة من التجار تهتم بتنظيم التعامل بين

=

الزراعة على أسواق السلع^(١)، إلى قانون لجنة تداول السلع الآجلة (CFTC Act)^(٢).

وقد حدد قانون (CEA) المقصود بالسلع المستقبلية بأنها عبارة عن مجموعة متنوعة من السلع الزراعية، مثل الذرة والذبدة والحبوب والماشية وغيرها من السلع التي يتم التعاقد عليها بهدف التسليم المستقبلي .

وجدير بالذكر أن قانون (CEA) لا يسري على كافة عقود مشتقات الأسهم، وإنما يسري فقط على عقود الخيارات والعقود الآجلة^(٣).

ثانياً: في النظام المصري:

تعددت المراسيم والقوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية المصرية منذ صدور أول مرسوم في ٨ نوفمبر ١٩٠٩ وحتى الآن، وأبرز التشريعات المعمول بها الآن

البائعين والمشتريين على السلع الدولية التي لا تكون حاضرة أو موجودة بشكل مادي في مقر السوق، ليتم التعامل عن طريق المستندات بهدف الوقاية من الخسارة المالية وذلك عن طريق البيع والشراء بشكل أجل. ويوجد في العالم حوالي ٤٨ بورصة للسلع تتعامل في حوالي ٩٦ سلعة، من أشهرها بورصة نيويورك- بورصة شيكاغو- بورصة لندن للمعادن، ولا تتعامل كل بورصة في جميع السلع، ولكن تخصص كل بورصة في أنواع معينة من السلع . يراجع د. محمد عبدالحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، في الفترة من ٩-١٤/٤/٢٠٠٥م، ص ٥٧.

(١) **Frank Shyo (S.)**, "Internationalization of the commodities Market: Convergence of Regulatory Activity", American University International Law Review, Vol. ٩. Issue ٢ Article ٦, ١٩٩٤, P. ٥٩٩.

(٢) Commodity Futures Trading Commission Act of ١٩٧٤, pub. L. No. ٩٣-٤٦٣, ٨٨ stat available at: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr٩٣٩٧٥.pdf>.

(٣) لمزيد من التفصيل راجع: د. علاء التميمي، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، حقوق الإسكندرية، العدد الأول لعام ٢٠١٧، ص ٥٣٢.

سوف نوضحه كالتالي^(١):

١- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ "قانون سوق رأس المال"^(٢):

صدر هذا القانون بهدف تنظيم سوق رأس المال، وقد خصص المشرع الباب الأول في هذا القانون لإصدار الأوراق المالية، معدلاً بعض أحكامها التي وردت في قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، وخصص الباب الثاني لسوق الأوراق المالية. ويلاحظ أن أهم الأحكام التي نص عليها في هذا الباب ما يلي: "عدم جواز قيد الورقة المالية في أكثر من بورصة، واستثناءً من ذلك نقيده الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية، وذلك برسم قيد واحد يقسم بينهما"^(٣).

وعدم جواز تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها وإلا وقع التداول باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها^(٤).

ويجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمى إلى التلاعب في الأسعار، ويكون له إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، أو التي تتم بسعر لا مبرر له، كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيها^(٥).

ويجوز لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه

(١) الهيئة العامة لسوق المال، مذكرة بشأن سوق الأوراق المالية في مصر، المؤتمر الدولي لتنمية

أسواق المال (القاهرة ١٧-١٩ مايو ١٩٨٣).

(٢) الجريدة الرسمية، العدد ٢٥ مكرر، ٢٢/٦/١٩٩٢.

(٣) المادة (١٥)، القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) المادة (١٧)، القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٥) المادة (٢١)، القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الأسعار على جميع المتعاملين في بورصة الأوراق المالية^(١).

ويجوز بترخيص من الوزير، بناء على اقتراح مجلس إدارة الهيئة، إنشاء بورصات تكون لها الشخصية المعنوية الخاصة، يقتصر القيد والتداول فيها على نوع أو أكثر من الأوراق المالية^(٢).

٢- القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بإصدار قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية^(٣).

صدر هذا القانون في شأن الإيداع والقيد المركزي والتسوية والمقاصة في الأوراق المالية؛ بهدف تنظيم عمليات إيداع وقيد الأوراق المالية وحفظها والتعامل عليها وإجراء عمليات التسوية والمقاصة وتيسير عمليات تداول الأوراق المالية.

ويقصد بنشاط الإيداع المركزي كل نشاط يتناول إيداع وحفظ الأوراق المالية وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية^(٤). ويقصد بنشاط القيد المركزي كل نشاط يتناول إمساك سجلات بملكية الأوراق المالية وحقوق الرهن المقيدة عليها^(٥).

٣- القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ الصادر في ١٤ مارس ٢٠١٨.

صدر قانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بإضافة الباب الثاني مكررا الخاص بإنشاء بورصة للعقود الآجلة والذي سمح بتداول عقود المشتقات المالية ومنها عقود الخيارات في السوق المصرية وقد تم تنظيم العقود الآجلة على ما سنرى في المبحث الثالث.

(١) المادة (٢٢)، القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٢٦)، القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) الجريدة الرسمية، العدد ٢. تابع ب، في ٢٠٠٠/٥/١٨.

(٤) المادة (٢)، القانون ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

(٥) المادة (٣)، القانون ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

٤- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨ بشأن بعض التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال وبصفة خاصة بورصة العقود الآجلة، حيث نصت المادة (١٠٩) من هذا القرار على الآتي: "تنشأ بورصة للعقود الآجلة يتم التداول فيها على العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أو عينية أو مؤشرات الأسعار أو أوراق مالية أو أدوات مالية أو غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة، سواء كانت في شكل عقود مستقبلية أو عقود خيارات أو عقود المبادلة وغيرها من العقود النمطية".

ويصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية قرارًا بأحكام وشروط وإجراءات الترخيص بمزاولة النشاط لبورصات العقود الآجلة، ويتضمن الالتزام بأداء تأمين للهيئة ومقدار قيمته والإجراءات المنظمة للخصم منه. مع العلم بأنه يتم التعامل على العقود ببورصة العقود الآجلة وفقا للصيغ والشروط التي يقرها مجلس إدارة الهيئة^(١).

ويجوز للبورصة المصرية تأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود الآجلة ولها أن تزاول نشاط تداول العقود المشتقة وعقود الخيارات من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة^(٢).

المطلب الثاني

سلطات تنفيذ عقود الخيارات المالية

(جهات تنفيذ عقود الخيارات المالية)

تمهيد وتقسيم:

لتنفيذ انتقال عقود الخيارات المالية من البائع إلى المشتري فإنه لا يتم وفقا لإجراءات البيع العادية، وإنما يجب اتباع إجراءات معينة. ولمعرفة هذه الإجراءات

(١) انظر المادة ١١١ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ م، الجريدة الرسمية،

العدد ٤٧ تابع (ب) الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨.

(٢) انظر المادة ١١٢ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ م.

يجب معرفة الجهات المنوط بها تنفيذ القوانين واللوائح الخاصة بعقود الخيارات، وكذلك الإجراءات المتبعة داخل السوق التي يتم فيه تداول عقود الخيارات، والشروط التي يجب توفرها في عقد الخيار نفسه، وذلك في الفروع الآتية:

الفرع الأول: الجهات المنوط بها تنفيذ القوانين واللوائح والرقابة عليها.

الفرع الثاني: الإجراءات المتبعة في أسواق الخيار.

الفرع الثالث: الشروط التي يجب توفرها في عقد الخيار.

الفرع الأول

الجهات المنوط بها تنفيذ القوانين واللوائح والرقابة عليها

تختلف هذه الجهات من دولة إلى أخرى، وسوف نتناول دور هذه الجهات في النظام الأمريكي والنظام المصري وذلك في الغصنين التاليين:

الغصن الأول

النظام الأمريكي

تتعدد الجهات التي يقع عليها مسئولية التشريع وتنفيذ القوانين في سوق الأوراق المالية الأمريكي، ونتناول هذه الجهات بشيء من التفصيل كما يلي:

أولاً: لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC:

تم تشكيل لجنة الأوراق المالية والبورصة وفقاً لقانون ١٩٣٣ السابق الإشارة إليه وذلك للإشراف على تطبيق هذا القانون، وتقديم النصح إلى المحكمة الفيدرالية في حالة المنازعات المالية، كما تقوم اللجنة بكتابة تقرير سنوي إلى الكونجرس حول دورها في تنفيذ قانون الأوراق المالية، وتتكون اللجنة من خمسة أعضاء، ويصدر بها قرار من الرئيس الأمريكي، ويتم التصديق على القرار من الكونجرس، وتكون مدة العضوية خمس سنوات، ثم تم التعديل لتكون سنة واحدة، ولا يجوز أن يكون هناك أكثر من ثلاثة أعضاء من حزب واحد، وتضم اللجنة أعضاء متخصصين في الاقتصاد والقانون والمحاسبة والتحليل المالي، وخبراء في مجالات أخرى متنوعة،

يكونون تابعين لرئيس واحد من أعضاء مجلس إدارة اللجنة.

ونظم المشرع الأمريكي المخالفات وكيفية مواجهتها بالمادة ٢١ من قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي الصادر عام ١٩٣٤، وقد خوّل القانون للجنة الأوراق المالية والبورصة SEC إحالة الوقائع التي تنطوي على مخالفة أحكام القيد إلى النائب العام، ليقوم بتحريك الدعوى الجنائية ضد الشخص - الطبيعي أو المعنوي - الذي يثبت قيامه باقتراف المخالفة أو الشروع فيها. كما يكون للجنة الأوراق المالية والبورصة SEC الادعاء مباشرة أمام المحكمة المختصة ضد الشخص المخالف. وتدرج العقوبات المقررة على مثل هذه المخالفات ما بين الحكم على الشخص الذي تثبت إدانته بإيقاف نشاطه لمدة محددة، أو بشكل دائم، إذا كان من المؤسسات العاملة بالسوق، كما يمكن الحكم على المخالف بغرامة مدنية يتوقف مقدارها على ما إذا كانت المخالفة تمت بحسن نية أو بسوء نية، وما إذا كانت قد سببت أضراراً مادية للغير، ومقدار هذه الأضرار^(١).

ثانياً: هيئة سوق المال الأمريكية:

تم إنشاء هيئة سوق المال الأمريكية وفقاً لقانون سنة ١٩٣٤. وتهدف هذه الهيئة إلى حماية المتعاملين والإشراف على تسجيل الأوراق المالية ونزاهتها والتحقق من الإفصاح عن المعلومات المالية للجمهور، بالإضافة إلى إشرافها ورقابتها للأعضاء المشاركين في الأسواق، مثل البورصة والسماصرة وصناع السوق ومستشاري الاستثمار، ولها سلطة واسعة في إصدار اللوائح المتعلقة بالسوق، وتتمتع بسلطة التحقيق في المخالفات، وقد تمنع الشخص أو تحظر عليه بصفة مؤقتة العمل في مجال الأوراق المالية، ولها فرض عقوبات على المخالفين بحكم من إحدى المحاكم المحلية الأمريكية، ولها أن تحيل أيضاً المسألة إلى وزارة العدل لإقامة دعوى جنائية^(٢).

(١) راجع قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي الصادر عام ١٩٣٤.

(٢) Sec. ٤, securities exchange act of ١٩٣٤ sec. ٤. ١. ١٥. ١٦ act of ١٩٣٤.

ثالثاً: بورصات الخيارات وجهات المقاصة كرقباء:

يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية ٢٥ منظمة ذاتية وفقاً لقانون ١٩٣٤: منها ثماني بورصات، والرابطة القومية لتجارة الأوراق المالية، وثلاث عشرة وكالة تلخيص نشطة، والمجلس البلدي لوضع نظم الأوراق المالية^(١).

وبورصات الخيارات والمستقبلات وجهات المقاصة هي جهات ذاتية التنظيم، لذلك تضع البورصات اللوائح المنظمة لنشاط أعضائها؛ لبث الثقة لدى المتعاملين، والتي يستطيع المتعاملون فيها تنفيذ الصفقات بالأسعار السائدة، لذلك تحرم جميع البورصات الغش والاحتيال، وكذلك التقصير في تنفيذ العقد^(٢).

رابعاً: الاتحاد القومي للعقود المستقبلية:

تم إنشاء الاتحاد القومي للعقود المستقبلية وفقاً لقانون عام ١٩٧٤ الصادر من الكونجرس الذي أعطى الحق في إنشاء جهة أو أكثر تتولى وضع التشريعات المنظمة لأسواق العقود المستقبلية وراقبتها الذاتية؛ وذلك لمنع وسائل الاحتيال وحماية المستثمرين وتشجيع الاستثمار وإزالة المعوقات أمامهم^(٣).

ويُشكّل هذا الاتحاد من: مستشارو تجارة السلع، وتاجر العمولة الذي يشترط أن يكون عضواً في الاتحاد، ومدير مجمع السلع. أما سمسار الصالة والتجار فلا يشترط أن يكونوا أعضاء؛ على أساس أنهم هم موضع تنفيذ اللوائح التي يضعها الاتحاد، ويتم اختيار الأعضاء بالتسجيل في الاتحاد ومتطلبات كفاية رأس المال، وأيضاً يقوم الاتحاد بحل المنازعات التي تُعرض عليه^(٤).

خامساً: هيئة تداول العقود المستقبلية: (CFTC) commodities futures

(١) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٥١٧.

(٢) المرجع السابق، ص ٥١٨.

(٣) Sec. ٤. commodity exchange, act, ١٩٧٤.

(٤) New York Stock Exchange glossary of term ^ acronyms, p. ٢١.

trading commission

تأسست هيئة تداول العقود المستقبلية سنة ١٩٧٤؛ حيث كانت أسواق المستقبلية تنظم بطريقة فردية تحت قانون بورصات السلع، وبعد إنشاء هيئة تداول العقود المستقبلية أصبحت الجهة الرقابية لأسواق المستقبلية، وذلك بما فيها عقود الخيارات، والتي يكون محل العقد فيها سلعة وليس ورقة مالية. وتقوم الهيئة بالرقابة على تداول العقود المستقبلية، واعتماد العقود الجديدة، وتقديم خدمات للعملاء. ولها الحق في تنظيم قواعد تداول العقود، ووضع حدود سعرية لتقلبات الأسعار، ومراجعة شكاوى العملاء، والتدخل لحل مشكلاتهم^(١).

وفي إطار مواصلة تنظيم التعامل على المشتقات وعقود الخيارات، فإن هيئة (CFTC) قامت مؤخرا باستبعاد عقود المبادلات Swap Agreements من اختصاصاتها، على أساس أنها غير مستوفية للشروط المطلوبة. وقد أيد الكونجرس الأمريكي موقف الهيئة في عدم إضفاء الشرعية على مقايضة الأوراق المالية أو غيرها من المعاملات التي تقع في خارج الأسواق الرسمية^(٢).

الفصل الثاني

النظام المصري

من مطالعة القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، وقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ والسابق الإشارة إليهما، يتضح لنا أن هناك عددا من الجهات التي تتولى الرقابة والإشراف على بورصة العقود الآجلة في النظام المصري، ونبيناؤها بشيء من التفصيل كما يلي:

أولاً: الهيئة العامة للرقابة المالية:

تعتبر الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر الجهة الرقابية على السوق والجهة

(١) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٥١٩.

(٢) Thomas Singher (C.), Op.Cit, p. ١٤٢٤.

الإدارية المنوط بها تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م والمعدل بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، حيث نصت المادة (٢٦ مكررا ١) على أنه "مع مراعاة أحكام المادة ٢٦ من هذا القانون يجب أن يكون لبورصة العقود الآجلة عقد تأسيس، ونظام أساسي، وفقاً للنموذج الذى تضعه الهيئة، وألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع نقداً عن عشرين مليون جنيه مصرى. كما يصدر مجلس إدارة الهيئة قراراً بقواعد ومعايير وهيكل مساهمى بورصة العقود الآجلة"^(١).

كما يصدر مجلس إدارة الهيئة قراراً بأحكام وشروط وإجراءات الترخيص بمزاولة النشاط لبورصات العقود الآجلة يتضمن أداء تأمين للهيئة يحدد قيمته والإجراءات المنظمة للخصم منه واستكمالها وإدارة الهيئة لحصيلته"^(٢).

كما يتم التعامل على العقود ببورصة العقود الآجلة وفقاً للصيغ والشروط التى يقرها مجلس إدارة الهيئة"^(٣).

ثانياً: إدارة بورصة العقود الآجلة:

تعتبر إدارة البورصة للعقود الآجلة الجهة الرقابية بعد الهيئة العامة للرقابة المالية، وتعمل البورصة في مصر ككيان مستقل تحت الإشراف الرقابي للهيئة العامة للرقابة المالية ويخضعان لرئيس واحد ومجلس إدارة واحد. وتنص المادة (١١٦) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ على أن "يتم تنفيذ العمليات داخل بورصات العقود الآجلة بواسطة منفذي الأوامر بشركات الوساطة لحساب العملاء والأعضاء المتعاملين لحسابهم، ويتم تأسيس شركات الوساطة في العقود الآجلة وفقاً لأحكام المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال، ويحدد مجلس إدارة الهيئة شروط الترخيص".

(١) الفقرة الثالثة من المادة (٢٦ مكررا ١) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٢) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكررا ٢) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٣) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكررا ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

ويضع مجلس إدارة بورصة العقود الآجلة قواعد التداول اللازمة لضمان سلامة العمليات التي تجرى فيها وصحة الإجراءات المتبعة بشأنها، على أن تتضمن أسس تحديد أسعار التنفيذ بالعقود والأسعار المرجعية للأدوات أو المنتجات أو السلع أو المؤشرات محل التعاقدات وتوقيتات التداول وكيفية التعامل مع العقود التي تخالف الاشتراطات المعمول بها أو لا يتم الوفاء بها. ولا تسرى هذه القواعد إلا بعد اعتمادها من الهيئة^(١).

وتلتزم شركات الوساطة بالعقود بضوابط الإفصاح للعملاء الواردة بقانون سوق رأس المال. ويجوز لشركة الوساطة التعامل مع العقود لحسابها بشرط الإفصاح لبورصة العقود الآجلة والهيئة عن كافة تعاملات الشركة لحسابها الخاص أو لحساب العاملين بها، وذلك وفقا للإجراءات التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة^(٢).

وتلتزم البورصة بنشر المعلومات المرتبطة بالتعامل في سوق العقود وإتاحتها للمستثمرين وللجمهور، من خلال موقعها الإلكتروني أو بأية وسيلة أخرى^(٣).

وتلتزم البورصة بتزويد الهيئة بالبيانات والتقارير الدورية التي يصدر بتحديد مواعيد ودورية تقديمها قرار من مجلس إدارة الهيئة^(٤).

ويجوز للبورصة المصرية تأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود الآجلة، ولها أن تزاوّل نشاط تداول العقود المشتقة من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة^(٥).

ثالثاً: شركة المقاصة والتسوية: والجهة الرقابية الثالثة هي شركة المقاصة والتسوية

- (١) الفقرة الثانية من المادة (٢٦ مكررا ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م
- (٢) المادة (١١٧) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ م .
- (٣) الفقرة الرابعة من المادة (٢٦ مكررا ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م.
- (٤) الفقرة الأخيرة من المادة (٢٦ مكررا ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م.
- (٥) الفقرة الثانية من المادة (٢٦ مكررا ١) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م.

التي يتم إنشاؤها وفقاً للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ حيث نصت المادة (٢٦ مكرراً) الخاصة بالتعريفات على أن مركز المقاصة والتسوية: الشركة أو الجهة المرخص لها بإتمام تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول وتنفيذ العقود بأنواعها المختلفة؛ حيث تتم عمليات المقاصة والتسوية للعقود التي يجري التعامل عليها في بورصات العقود وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ولأحتته التنفيذية من خلال شركة مقاصة وتسوية مرخص لها بذلك من الهيئة^(١).

ويجب على شركة المقاصة والتسوية إصدار لائحة بقواعد إجراء المقاصة والتسوية، ولا تسرى هذه اللائحة إلا بعد اعتمادها من الهيئة^(٢).

وفي حالة التسوية المادية للعقود على السلع، يتم تسليم السلع محل العقود وفقاً للقواعد التي تضعها وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع. وفيما عدا ذلك يسري قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ولأحتته التنفيذية^(٣).

رابعاً: وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع:

تم إنشاء وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع وفقاً للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ ووفقاً لقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨؛ حيث نصت المادة (١١٤) منه على الآتي: "تتشأ بالوزارة المختصة بالتجارة الداخلية وحدة مستقلة ذات طابع خاص تسمى وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع، تتولى التنظيم والإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع وعلى خبراء تصنيفها"،

(١) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكرراً ٥) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م. والمادة ١١٣ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ م. الجريدة الرسمية، العدد ٤٧ تابع (ب) الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨ م.

(٢) الفقرة الثالثة من المادة (٢٦ مكرراً ٥) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م.

(٣) الفقرة الثالثة من المادة ١١٣ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ م.

ولها الاختصاصات الآتية^(١):

- وضع شروط ومتطلبات الترخيص بالمخازن المعتمدة للسلع وقواعد عملها.
- الترخيص للمخازن المعتمدة للسلع.
- وضع شروط ومتطلبات الترخيص لخبراء تصنيف السلع، وشروط استمرار الترخيص.
- الترخيص لخبراء تصنيف السلع.
- إصدار دليل الإجراءات المرتبطة بالتسوية المادية بالتنسيق مع الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية للعقود المتداولة.
- تحديد آلية توفير الأسعار المرجعية للتداولات الآتية لمختلف السلع وبالأخص السلع محل التعاقدات في بورصة العقود الآجلة.
- التفتيش على المخازن.
- التفتيش على أعمال خبراء تصنيف السلع.
- فحص النزاعات المتعلقة بالسلع، وتصنيف السلع وتحديد معايير ودرجة جودتها، وما يتصل بأعمال خبراء تصنيف السلع.
- للوحدة أن تطلب من الهيئة تحريك الدعوى الجنائية بشأن مخالفات الجهات القائمة على إدارة المخازن المعتمدة للسلع أو مخالفات خبراء تصنيف السلع

خامساً: خبراء تصنيف السلع:

خبراء تصنيف السلع هم الخبراء المرخص لهم من وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع لتصنيف وتحديد مواصفات الجودة ودرجات السلع محل

(١) المادة (٢٦ مكرراً ٦) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م. المادة ١١٤ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م. الجريدة الرسمية، العدد ٤٧ تابع (ب) الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨م.

العقود بأنواعها المختلفة^(١).

الفرع الثاني

الإجراءات المتبعة في أسواق عقود الخيارات

تختلف الإجراءات المتبعة في أسواق الخيار في الأسواق المنظمة عن الأسواق غير المنظمة؛ ففي الأسواق غير المنظمة يلتقي البائعون والمشترون في أماكن يحددها البائعون أو المشترون. أما الأسواق المنظمة ففيها أماكن محددة يلتقي فيها البائعون والمشترون أو من ينوب عنهم للتفاوض (وغالباً يكون سمساراً معتمداً)، والاتفاق على عقد الصفقات، وتكون العقود نمطية (أي محددة شروطها مسبقاً)، ويجب ألا يخالف كل من البائع والمشتري القوانين والإجراءات الإدارية والتنظيمية واللوائح الموضوعية فيه، وتطرح الخيارات المدرجة بأسواق الأوراق المالية بشكل دوري وبأجال مختلفة^(٢).

وبالنسبة للأسواق المنظمة لعقود الخيارات توجد في الولايات المتحدة بورصة تختص فقط بالخيارات، وهي بورصة شيكاغو، أما باقي البورصات فإنه يتم فيها تداول عقود الخيارات بجوار الأسواق الحاضرة، وهذا أيضاً ما يتم في بورصات أوروبا.

أما في الأسواق غير المنظمة (سوق خارج المقصورة) فإنه لا توجد أماكن محددة لتداول عقود الخيارات، وغالباً يكون في بيوت السمسرة، ولا توجد قوانين أو لوائح منظمة، وأيضاً تكون العقود غير نمطية؛ (أي: يتم وضع شروط العقد وفقاً لرغبات البائع والمشتري). وقد حققت الأسواق غير المنظمة تقدماً؛ لأنها تكون جاذبة للمتعاملين الذين لا يستطيعون تنفيذ عملياتهم في الأسواق المنظمة. وتعطي الأسواق غير المنظمة مجالاً للمؤسسات في ترويج الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية،

(١) التعريفات والعبارات المذكورة في المادة (٢٦ مكرراً) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٢) د. محمد محمود حبشي، الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة، المرجع السابق، ص ٢٠٢.

وخاصة إذا كان المقترضون بموجب هذه الإصدارات غير معروفين بصورة جيدة للجمهور؛ حيث تكون ظروف الإصدار غير مقنعة أو مغرية^(١).

ويجب أن نوضح أن عقود الخيارات بدأ تداولها في الأسواق غير المنظمة، وظلت حتى نشأة أول سوق منظمة لتداول عقد الخيارات سنة ١٩٧٣ وهي بورصة شيكاغو لتداول عقود الخيارات.

أما في النظام المصري فنجد أنه يتم تداول عقود الخيارات المالية في الأسواق المنظمة وهي بورصة العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقا للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨.

الفرع الثالث

الشروط التي يجب توفرها في عقد الخيار

نتناول في هذا الفرع الشروط يجب توفرها في عقد الخيار، وهي تنفيذ العقد خلال المدة المحددة، وتقديم المشتري إشعار تكليف لتنفيذ العقد، وأن يكون هناك نهائية للتداول، وذلك في الغصون التالية:

الغصن الأول

تنفيذ العقد خلال مدته

وضحنا فيما سبق أن مدة عقد الخيار تختلف حسب نوع الخيار، سواء أكان خيارا أمريكيا أو أوروبيا. والخيار الأمريكي يتيح للمستثمر فرصة تنفيذه في أي لحظة، على عكس الخيار الأوروبي الذي لا ينفذ إلا في تاريخ محدد. ووفقاً للأسلوب الأمريكي تبدأ مدته من اليوم الأول لإبرام العقد، وتنتهي في اليوم الأخير لانتهاج الصلاحية، وهو يوم السبت التالي لثالث يوم جمعة خلال شهر من التنفيذ، بينما

(١) د. رياض أسعد، الاختيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع)، بدون دار نشر، ١٩٩٧، ص ١٩.

يسمح الأسلوب الأوروبي لمشتري الخيار بتنفيذه فقط، وتحدد أسواق الأوراق المالية أياما وساعات للتداول. وفي هذا الشأن نتناول الوضع في السوق الأمريكية وفي مصر:

أولاً: سوق الأوراق المالية الأمريكية:

في بورصة شيكاغو للتجارة تبدأ ساعات التداول من الثامنة والنصف صباحاً، وحتى الثالثة بعد الظهر، وفي بورصة نيويورك تبدأ ساعات التداول من ٩:٣٠ صباحاً، حتى ٤:٥٥^(١).

أما لحظة التنفيذ فهي الساعة ١٠:٥٩ بتوقيت وسط الولايات المتحدة الأمريكية ليوم السبت التالي لثالث يوم جمعة في شهر التنفيذ على أساس أن آخر لحظة تداول العقد هي الساعة ٤:٣٠ بتوقيت وسط الولايات المتحدة الأمريكية. ويرجع السبب في جعل التنفيذ في يوم السبت إلى إتاحة الفرصة لبيت التسوية لمراجعة السجلات للوقوف على العقد واجب التنفيذ، وتحديد المحرر الذي سينفذ عليه العقد. وهناك سبب آخر هو إتاحة الفرصة للمتعاملين لتحويل النقدية^(٢).

وتتحدد مدة عقد الخيار بمدة معينة على أساس دورة، أو سلسلة قوامها ثلاثة شهور^(٣). ووفقاً للقواعد العامة في معظم التشريعات المنظمة لتداول الأوراق المالية فإنه يجب تحديد مدة يجب أن يتم العقد خلالها، والهدف من ذلك هو تحقيق نوع من المساواة بين المتعاملين فيما يتعلق بالشروط التي يتم تنفيذ العقد وفقاً لها. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن تحديد مدة للعقد هو الذي يعطي هذه العقود السمة التي

(١) New York Stock Exchange, "consituation and rules", Hour business. Rule ٥١, P. ٢. ٥.

(٢) د. منير هندي، أساسيات عقود المشتقات، المرجع السابق، ص ١٦٤ - ١٦٥.

(٣) ومن أكثر الدورات شيوعاً: (يناير، فبراير، مارس)، (أبريل، مايو، يونيو)، (يوليو، أغسطس، سبتمبر)، (أكتوبر، نوفمبر، ديسمبر).

تجعلها عقوداً مشتقة (عقد خيار) مميزة عن العقود الأخرى، وإلا كانت عقوداً دائمة تكون عرضة للإبطال، إذا لم تحدد هذه المدة؛ حيث إن القول بخلاف ذلك يجعل أحد المتعاقدين أو كليهما لا يعلم الوقت أو الأجل الذي سيتم فيه تنفيذ العقد.

وفترة العقد تبدأ من وقت إبرام عقد الخيار المتعلق بالأصل المالي، وتنتهي بتنفيذ العقد خلال مدته في عقود الخيارات، أو بانقضاء الأجل في جميع العقود، أو بتسوية العقد بين طرفي العقد والحصول على فروق الأسعار.

وقد تكون فترة العقد قصيرة أو طويلة، ولكن يطرأ التساؤل حول إمكانية تجديد أو تمديد هذه المدة لمدد أخرى؛ حيث إنه في حال تمديد هذه العقود لمدة أو مدد أخرى فإن ذلك يتعارض وطبيعة هذه العقود التي ينبغي أن تُسوّى أولاً بأول، وعليه فإن مبدأ التسوية هذا يتعارض وفكرة امتداد هذه العقود لمدة أو مدد أخرى؛ حيث إنه إذا رغب أحد المتعاقدين في تمديد العقد لمدة أخرى فإنه ينبغي عليه أن يبرم عقداً جديداً مستوفياً الشروط والأركان، ومستقلاً عن العقد السابق^(١).

ثانياً: بورصة العقود الآجلة في مصر:

وفقاً للنظام المصري فإنه يتم تداول عقود الخيارات المالية في بورصة العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقاً للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، وهي سوق رسمية لتداول العقود الآجلة (المشتقات المالية بأنواعها). ويتم تحديد مكان تداول عقود الخيارات المالية وفقاً لقرار الهيئة العامة للرقابة المالية، وأيضاً يتم تحديد أيام التداول الرسمية وميعاد الفتح والإغلاق.

(١) د. منير هندي، أساسيات عقود المشتقات، المرجع السابق، ص ١٦٦.

الغصن الثاني

تقديم إشعار التكليف

يجب على مشتري العقد الذي يرغب في تنفيذه أن يُخطر شركة السمسرة التي يتعامل معها قبل انتهاء صلاحية العقد، وتقوم شركة السمسرة بإخطار مؤسسة تسوية الخيارات OCC والتي تقوم باختيار بائع بطريقة عشوائية طبقاً لقاعدة المبرم أولاً، وهو الذي يقع عليه تنفيذ العقد من خلال إخطار سمساره بذلك، ويوكل إليه العقد المكتوب^(١)، ثم يختار السمسار عشوائياً أحد عملائه الذين كتبوا هذا الخيار لتنفيذ العقد. والمحرم الذي وقع عليه الخيار يقال عنه إنه تلقى إشعار تكليف. وبمجرد أن يتم التكليف يحظر على المحرم القيام بأية معاملة تلغي هذا الالتزام؛ بمعنى أن محرم خيار الشراء لا بد له من بيع الأوراق المالية محل العقد، ومحرم خيار البيع لا بد له من شراء الأوراق المالية محل العقد^(٢).

ووسيلة إشعار التكليف تتم بالاتصال التليفوني أو أي وسيلة سريعة غير كتابية، بشرط إرسال تأكيد كتابي، سواء بفاكس أو تليكس أو سويفت، لا يتأخر عن يوم العمل التالي. ويحدد العقد أو اللائحة أثر عدم تقديم الإشعار في صحة ممارسة الحق^(٣).

وممارسة حق الخيار تكون بالإرادة المنفردة لمشتري الخيار، وبالتالي فإن المحرم يكون وضعه غير مستقر، لذلك فقد ينص في العقد النموذجي للمحرم قبل انتهاء صلاحية الخيار أن يطلب من المشتري تأكيد حقه في ممارسة الخيار، وبذلك

(١) The option clearing corporation, understanding stock options, ١٩٩٤, p. ٢٥.

(٢) New York Stock Exchange, "constitution and rules", hour business, rule ٧٨, p. ٧٨٢.

(٣) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٥٠٥.

ينتقل إلى المشتري التزام بأن يُفصح عن نيته من خلال تقديم إشعار إلى المحرر،
ليتمكن المحرر من تسليم أو شراء الأصل في تاريخ الممارسة، وقد ينص في بعض
عقود الخيارات على أنه يعتبر قد استعمل تلقائياً دون الحاجة إلى تقديم طلب
الاستعمال، إذا وصلت أسعار الأصول محل العقد إلى السقف المحدد بالعقد^(١).

(١) د. محمد صبري، النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة،
رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٥، ص ٢٧٨.

الفصل الثالث

أن تكون الممارسة نهائية وغير معلقة على شرط

سبق القول إن الخيار يعطي لمشتريه الحق في الممارسة بالإرادة المنفردة، ولذلك يتعين أن يكون الاستعمال نهائياً، ولا رجعة فيه، أي أن الاستعمال يرتب آثاره بصورة فورية، وينقضي العقد بمجرد الاستعمال.

وينبغي أن يكون الاستعمال ناجزاً، أي غير معلق على شرط أو مضاف إلى أجل؛ ونظراً لأن التعامل في أسواق العقود يتم على أساس العقد، فإن ممارسة عقود الخيارات غير قابلة للتجزئة، أي وحدة الممارسة، أما ممارسة العقد بالكامل أو عدم ممارسة العقد فتكون على الأصل محل العقد. والممارسة على جزء من هذه الأصول يعد تعديلاً لشروط العقد، لاسيما وأن العقود هذه نموذجية، ومتماثلة إلى درجة أنها تحل محل بعضها في التنفيذ. وينبغي أن تتضمن العقود النموذجية النص على أن عقود الخيارات نهائية وناجزة وغير قابلة للتجزئة وذلك لمنع المشكلات التي تطرأ عند ممارسة هذه العقود^(١).

(١) د. إسماعيل عبد العال، المرجع السابق، ص ٥٠٦.

المبحث الثالث

سوق الأوراق المالية المصرية وعقود الخيارات المالية

تمهيد وتقسيم:

بعدما تناولنا عقود الخيارات المالية من حيث الجوانب القانونية يجب بيان موقف المشرع المصري من عقود الخيارات المالية، وعلاقة عقود الخيارات المالية بنظم التداول الحديثة في سوق الأوراق المالية المصري، مع بيان كيفية تطبيق عقود الخيارات المالية في سوق الأوراق المالية المصري. بل ويجب أن نوضح أولاً أن التشريع المصري جاء خالياً من أية أحكام تفصيلية تتعلق بتنظيم عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية المصري؛ حيث لم يرد أي نص ضمن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الذي يعد العمود الفقري لسوق الأوراق المالية في السوق المصري الذي ينظم أحكام التداول في السوق وتنظيمه.

وقد جاءت النصوص الواردة بشأن عقود الخيارات مجملَةً وليست مفصلة، وهي تخص العمليات الآجلة التي منها عمليات تداول عقود الخيارات. ويرجع السبب في عدم وجود نص في القانون أو قرار لتنظيم عقود الخيارات في مصر إلى حداثة هذه العقود بالنسبة لسوق الأوراق المالية المصري، كما يرجع إلى محدودية السوق المصري بالمقارنة بالأسواق العالمية، وتطور تنظيم بورصات الخيارات باستمرار. لذلك فسنتناول في هذا المبحث عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية المصري على النحو التالي:

المطلب الأول: موقف المشرع والقضاء من عقود الخيارات المالية.

المطلب الثاني: علاقة عقود الخيارات المالية بنظم التداول الحديثة في سوق الأوراق المالية المصري

المطلب الأول

موقف المشرع والقضاء من عقود الخيارات المالية

سوف نتناول موقف المشرع المصري قبل وبعد صدور القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ وقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ ثم نردف بالحديث عن موقف القضاء المصري من هذه العقود، وذلك في الفروع التالية:

الفرع الأول

قبل صدور القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨

وقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨

ذكرنا أن المشرع في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم يورد نصا خاصا لتنظيم المشتقات المالية بصفة عامة، وعقود الخيارات بصفة خاصة.

ونلاحظ أن المشرع المصري لم ينصّ على التعامل في عقود الخيارات مثل المشرعين في الدول المتقدمة، وظل يلتزم الصمت منذ صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى صدور قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ الذي نص في مادته رقم ٤٦ على الآتي: "تكون العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاملون منها أن تتول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار، بشرط أن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية، وأن تتعلق بصكوك مدرجة في جدول أسعار هذا السوق"^(١).

وبالرجوع إلى مناقشات مجلس الشعب عند إقرار قانون التجارة رقم ١٧ لسنة

(١) ويقابل نص المادة ٧٣ من القانون التجاري الملغى التي تنص على الأعمال المضافة إلى أجل المعقود في بورصة بها طبقا لقانون البورصة ولوائحها، منها أنها تتول إلى مجرد دفع الفرق، ولا تقبل دعوى أمام المحاكم، بخصوص عمل يتول إلى مجرد دفع فروق، إذا انعقد على ما خالف النصوص المتقدمة.

١٩٩٩^(١) نجد أن المادة ٤٦ من هذا القانون لم تفصل كيفية تطبيقه داخل سوق الأوراق المالية المصري، كما لم تحدد ما هي العقود التي تكون مضافة لأجل؟ هل هي جميع عقود المشتقات المالية، أو أحد تلك العقود، وإنما حددت شروط صحتها؛ وهي أن تكون مجرد التزام بدفع فروق الأسعار، وأن تكون من العمليات التي تتعلق بصكوك مدرجة في جدول أسعار هذا السوق، وكان يتعين على مجلس الشعب مناقشة المادة، وتحديد أنواع العقود التي يجوز تطبيقها على سوق الأوراق المالية المصري.

ونرى أن المشرع بنص هذه المادة (٤٦) قد أقر بصحة التعاملات المضافة إلى أجل، ولو قصد المتعاقدان تحقيق فروق الأسعار فقط، علماً بأن هذا التعامل يعد باطلاً في نظر القانون المدني. وإنما وفقاً لقاعدة أن الخاص يقيد العام فجعلت هذه المادة التعاملات المضافة إلى أجل صحيحة. ويجب أن نوضح أيضاً أن النص لم يحدد بشكل صريح عقود الخيارات بمفهومه الحالي، وأن تغيير هذا النص عبارة عن مفتاح لتنظيم عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية المصري.

وهناك عدة شروط نصت عليها المادة ٤٦ من القانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ لكي يتم التعامل بالعمليات المضافة إلى أجل، وهي:

الشرط الأول: أن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية.

الشرط الثاني: أن تتعلق بصكوك مدرجة في جداول أسعار هذا السوق، إذا ما توفر هذان الشرطان أصبحت العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو لم يقصد المتعاقدان تنفيذها، وإنما مجرد الالتزام بدفع فروق الأسعار يكون في محله.

الشرط الثالث: أن يصدر قرار من الوزير المختص بتطبيق تلك العمليات داخل البورصة المصرية.

(١) راجع قانون التجارة، الأعمال التحضيرية، الجزء الثاني، الأمانة العامة بمجلس الشعب، ١٩٩٩، ص ٨٠٤، وما بعدها.

وتوجد نصوص قانونية أخرى يمكن الاستناد إليها في تنظيم عقود الخيارات في مصر؛ حيث ورد النص في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن "تبين اللائحة التنفيذية الأحكام المنظمة بعقد عمليات التداول والمقاصة والتسوية في عمليات الأوراق المالية، ونشر معلومات عن التداول"^(١). كما نصت اللائحة التنفيذية^(٢) على أنه "لا يجوز للشركة تنفيذ أمر بيع أو شراء إلا بعد التأكد من وجود الأوراق المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعة باسمه في نظام الحفظ المركزي، أو بعد التحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن، أي كانت صفة العميل، سواء أكان شخصا طبيعيا أو اعتباريا، وفي جميع الأحوال تكون الشركة ضامنة في أموالها الخاصة لسداد ثمن الأوراق المالية التي قامت بشرائها لحساب عملائها، إذا تبين عند المطالبة به أن العميل لم يقم بتسديد ثمن الشراء).

كما نصت المادة ٢٧٧ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن يكون تنفيذ العملية تأسيسا على مبدأ التسليم مقابل سداد الثمن، وذلك بالنسبة للتعامل في السندات. ويرى الباحث أن نص المادة ٢٧٧ من اللائحة التنفيذية حدد التسليم فقط بالنسبة للتعامل بالسندات، لذلك فإنه في حالة تداول عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية لا يشترط التسليم؛ إذ يتم تداولها عن طريق الأصل المالي، وهو الأسهم.

وبالرجوع إلى المادة ٤ من القانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية التي أنشئت بمقتضاه الهيئة العامة للرقابة المالية والتي حلت محل هيئة سوق المال - نجدها قد نصت على المعنى نفسه الوارد بالمادة ٤٣ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢؛ فنصت على أن تعمل الهيئة على سلامة واستقرار الأوراق المالية غير المصرفية، وعلى تنظيمها وتنميتها، وعلى توازن حقوق المتعاملين فيها، كما تقوم بتوفير الوسائل والنظم، وإصدار القواعد التي

(١) المادة ٢١ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٢٢٢ من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال، رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

تضمن كفاءة هذه الأسواق والشفافية والأنشطة التي تمارس فيها، وعلى الهيئة في سبيل تحقيق أغراضها على الأخص القيام بما يلي:

- ١- الترخيص بمزاولة الأنشطة المالية غير المصرفية.
- ٢- الإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية.
- ٣- ضمان المنافسة في تقديم الخدمات المالية من خلال الرقابة على أسواقها.
- ٤- حماية حقوق المتعاملين في الأسواق المالية، واتخاذ ما يلزم من الإجراءات للحد من التلاعب والغش في تلك الأسواق، وذلك مع مراعاة ما قد ينطوي عليه التعامل فيها من تحمل لمخاطر تجارية.

وهذا بالنسبة لتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية التي أنشئت. أما فيما يتعلق بشأن تعامل عقود الخيارات في الجهاز المصرفي في مصر فيجب أن نوضح أن التعامل في المشتقات المالية بصفة عامة كان محظورا، وذلك قبل صدور قانون البنوك الجديد^(١) بشأن البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد؛ وذلك بسبب المخاطر التي يتعرض لها بسبب المشتقات المالية، وخاصة المخاطر الائتمانية.

أما بعد إلغاء حظر التعامل على المشتقات المالية بصفة عامة، وعقود الخيارات بصفة خاصة، وبعد تطبيق قانون البنوك رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ فقد ظهرت إمكانية إنشاء سوق منظم لتداول المشتقات المالية، كأدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر في الجهاز المصرفي، والاستثمار المالي؛ بهدف توزيع وتقليل المخاطر المالية للمتعاملين، والاستفادة من المزايا التي تتبعها تلك الأدوات.

(١) القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣.

الفرع الثاني

بعد صدور القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨

وقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨

صدر القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، بإضافة الباب الثاني مكرر الخاص بإنشاء بورصة العقود الآجلة والذي سمح بتداول عقود المشتقات المالية ومنها عقود الخيارات في السوق المصرية وقد تم تنظيم العقود الآجلة علي النحو التالي:

- ١- يتم في بورصة العقود الآجلة تداول العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أو عينية أو مؤشرات الأسعار أو أوراق مالية أو سلع أو أدوات مالية أو غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة، سواء كانت في شكل عقود مستقبلية أو عقود خيارات أو عقود المبادلة وغيرها من العقود النمطية^(١).
- ٢- وقد حدد المشرع المصري شكل تلك العقود (عقود مستقبلية- عقود خيارات- عقود المبادلة)^(٢).
- ٣- يجب أن يكون لبورصة العقود الآجلة عقد تأسيس ونظام أساسي وفقاً للنموذج الذي تضعه الهيئة، وألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع نقداً عن عشرين مليون جنيه مصري^(٣).
- ٤- وأجاز المشرع المصري للبورصة المصرية تأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود الآجلة، ولها أن تزاول نشاط تداول العقود المشتقة من الأوراق

(١) المادة ٢٦ مكرراً من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨، والمادة (١ . ٩) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م.

(٢) المادة ٢٦ مكرراً من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٣) الفقرة الأولى من المادة ٢٦ مكرراً (١) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

- المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة^(١).
- ٥- تضع الهيئة العامة للرقابة المالية أحكام وشروط وإجراءات الترخيص بمزاولة النشاط لبورصات العقود الآجلة^(٢).
- ٦- تتم عمليات المقاصة والتسوية للعقود التي يجرى التعامل عليها فى بورصات العقود وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزى للأوراق المالية بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م ولائحته التنفيذية من خلال شركة مقاصة وتسوية مرخص لها بذلك من الهيئة. ويجوز أن ترخص الهيئة لبورصة العقود بمباشرة عمليات المقاصة والتسوية وفقاً للضوابط التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة^(٣).
- ٧- يتم تنفيذ العمليات داخل بورصة العقود الآجلة بواسطة منفذى الأوامر بشركات الوساطة^(٤)، التي يجب عليها أن تحصل علي ترخيص من الهيئة لمزاولة نشاط الوساطة داخل بورصة العقود الآجلة^(٥).
- ٨- يجب علي شركات الوساطة الإفصاح عن المخاطر المرتبطة بالتعامل في العقود الآجلة^(٦).
- وهناك عدة جهات رقابية لبورصة العقود الآجلة والتي سبق الإشارة إليها وهي:
- أ - الهيئة العامة للرقابة المالية.
- ب- وإدارة بورصة العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقاً لهذا القانون.

(١) الفقرة الثانية من المادة ٢٦ مكرراً (١) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٢) الفقرة الأولى من المادة ٢٦ مكرراً (٢) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٣) الفقرة الأولى من المادة ٢٦ مكرراً (٥) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ والمادة (١١٣) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م.

(٤) الفقرة الأولى من المادة ٢٦ مكرراً (٩) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٥) الفقرة الثالثة من المادة ٢٦ مكرراً (٩) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٦) الفقرة الأولى من المادة ٢٦ مكرراً (١١) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

ج- وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع بوزارة التجارة الداخلية والتي تختص بالتنظيم والإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع وخبراء تصنيفها.

الفرع الثالث

موقف القضاء المصري من عقود الخيارات المالية

هناك العديد من الأحكام القضائية التي تناولت المادة (٤٦) من قانون التجارة، والمادة (٧٣) من قانون التجارة الملغى؛ حيث قضت محكمة النقض المصرية "بأن للبائع أن يحدّد الثمن على أساس الأسعار التي يتم التعامل بها فعلا في بورصة العقود، في أي يوم يختاره من أيام العمل بالبورصة، أو بتلك الأسعار، مضافا إليها العلاوة، أو مستنزلا منها الخصم حسب الاتفاق، بشرط ألا يستنفد المهلة المقررة له في العقد لممارسة حق القطع، وإن استنفذها كان معيار السعر هو سعر البورصة في اليوم الأخير من هذه المهلة"^(١).

وقد قضت محكمة النقض المصرية بأن: حق البائع في القطع يقابله خيار المشتري في التغطية، والبائع ملزم بأن يوفر للمشتري الوقت الذي يتسع للتغطية التي يكون إجراؤها بعملية عكسية يجريها المشتري، كي يأمن من تقلبات الأسعار. وقالت المحكمة في أسباب الحكم: حق البائع في القطع يقابله خيار المشتري في التغطية، ومن ثم فإن البائع ملزم بأن يوفر للمشتري الوقت الذي يتسع للتغطية التي يكون إجراؤها بعملية بيع عكسية يجريها المشتري في بورصة العقود في وقت القطع، وبسعره، وعن مقدار معادل للقدر الذي تم قطعه، كي يأمن من تقلبات الأسعار"^(٢).

(١) مجموعة أحكام النقض، الطعن رقم ١١٩ لسنة ٢٨ ق جلسة ١١/٤/١٩٦٣ س ١٤، ص ٥٢٩.

(٢) مجموعة أحكام النقض، الطعن رقم ٣٢٣ لسنة ٢٩ ق جلسة ٢٠/٢/١٩٦٤، س ١٥، ص ٢٧١.

الفرع الرابع

رأي الباحث في تطبيق عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية المصرية

في إطار تنشيط سوق الأوراق المالية تم استحداث أدوات استثمار جديدة، وأدوات المخاطر، مما سيكون له مردود إيجابي على اقتصادات المشروع، ومن ثم على الاقتصاد القومي. فالتحوط ضد المخاطر كفيل بآتاحة الفرصة للشركات للتخطيط للمستقبل، ويتم ذلك من خلال الأدوات المالية الحديثة الملائمة للسوق المصرية فقط، سواء أكانت في الأنواع الحديثة من الأسهم أو السندات، وإدخال الأدوات المبسطة في إدارة المخاطر بهدف التغطية فقط، وليس بهدف المضاربة، مثل عقود الخيارات على المؤشرات مثلاً، لإدارة مخاطر أسعار الفائدة التي لها أهمية في إيجاد سلسلة من المؤشرات المهمة لقياس الأداء، وقياس المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي.

ولقد اتجهت هيئة سوق المال إلى السماح ببعض عمليات المشتقات المالية، وعقود الخيارات المالية في الأوراق المالية؛ من أجل تنشيط العمليات الآجلة، وخيارات الشراء والبيع في المستقبل، بشرط تدريب القوى البشرية التي تقوم بهذه الأعمال بشكل جيد قبل تطبيقها، لكونها تعرض المتعاملين بها للمخاطر، وتحتاج إلى خبرة كبيرة وقدرة على جمع المعلومات، والتنبؤ بالمستقبل، واستخدام الحاسب الآلي^(١)، ومن ثم فسوف تسهم في إيجاد قنوات جديدة للطلب على الأوراق المالية الجديدة، بإدخال المشتقات المالية بصفتها أدوات للاستثمار في مجال الأوراق المالية، إلا أنه حذر التعامل لحين صدور القرار الوزاري، وذلك عند تأكد هيئة سوق المال (الرقابة المالية حالياً) من وجود المناخ والترتيبات اللازمة لذلك.

وقبل صدور القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ الخاص بالبنك المركزي والمصارف

(١) تقرير هيئة سوق المال المصري، الصادر ٢٠٠٧، تقرير غير منشور.

كان هناك حظر على تعامل البنوك في المشتقات المالية بصفة عامة (الأدوات المالية الحديثة). وبعد صدور القانون ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ لم يعد هناك حظر للتعامل بعقود الخيارات المالية؛ حيث حددت المادة ٦٠ من القانون حالات حظر تعامل البنوك، ولم تتضمن حظر التعامل في عقود الخيارات المالية؛ إذ نصّت على الآتي: (يحظر على البنك ما يأتي:

١- إصدار أذون قابلة للدفع لحاملها وقت الطلب.

٢- قبول الأسهم التي يتكون منها رأس مال البنك، بصفة ضمان للتمويل، أو شركاء أو مساهمين فيها، ولهم سيطرة فعلية عليها، أو أعضاء في مجالس إدارتها بصفتهم الشخصية). وبهذا النص لم يعد هناك حظر على تعامل البنوك في عقود الخيارات المالية.

وهناك بعض الفقه أعطى ضمانات ومتطلبات لضمان جودة وسلامة التعامل في المشتقات المالية، وهي:

١- وجود تنظيم داخلي بالبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر.

٢- وضع الضوابط الرقابية الملائمة، مثل وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات.

٣- توفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للبنوك والمؤسسات الرقابية.

٤- التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة، والإفصاح عن المعلومات بنشاطها في المشتقات.

٥- قيام البنوك بتكوين الاحتياطات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات.

٦- توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات، والتي تتسم بالتعقيد.

٧- رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق المصري، والتعريف بالعقود

القانونية الخاصة بها^(١).

٨- وهناك رأي يرى تطبيق عقود الخيارات المالية بنظام التداول (التعامل بالهامش)؛ ويعني ذلك أنه بقدر يسير من رأس المال المملوك يمكن السيطرة على أضعاف مضاعفة لرأس المال المملوك، وذلك لأن معدل الربح لن يكون ربح رأس مال المملوك منسوبا إلى رأس مال المملوك، وإنما سيكون ربح رأس المال الذي تديره المؤسسة، منسوبا إلى رأس المال المملوك^(٢). وسوف يتم الرد على هذا الرأي في المطلب الثاني من هذا المبحث.

كما لم يناقش مجلس الشعب عند إقرار قانون التجارة الجديد رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩^(٣) المادة رقم ٤٦ بالتفصيل كيفية تطبيق عقود الخيارات بصفتها إحدى العمليات المضافة لأجل داخل سوق الأوراق المالية المصري، كما لم يحدد ما هي العقود التي تكون مضافة لأجل؟ وهل هي جميع عقود المشتقات المالية أو أحد تلك العقود، مكتفيا بتحديد شروط صحتها؛ وهي أن تكون مجرد التزام بدفع الأسعار، وأن تكون من العمليات التي تتعلق بصكوك مدرجة في جدول أسعار هذا السوق.

ونرى أنه كان يتعين على مجلس الشعب مناقشة المادة وتحديد أنواع العقود الآجلة التي يجوز تطبيقها على سوق الأوراق المالية المصري.

وقد وجاء القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ الذي نص على إنشاء بورصة للعقود الآجلة. ويعد هذا القانون النواة الأولى لتطبيق عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية المصري .

(١) راجع د. أحمد محمد أحمد بدوي، تأثير تطبيق اتفاقية بازل ٢ علي البنوك المصرية، مجلة مصر المعاصرة، أبريل ٢٠١٠- العدد ٤٩، القاهرة، ص ٤٨٤.

(٢) د. سيد طه، القانون العام الاقتصادي، ط ١، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ٩٩.

(٣) قانون التجارة، الأعمال التحضيرية، ج ٢، الأمانة العامة بمجلس الشعب، ١٩٩٩، ص ٨٠٤، وما بعدها.

وللوقوف على مدى تطبيق عقود الخيارات المالية في سوق الأوراق المالية المصرية، نقترح إنشاء لجنة مكونة من خبراء البورصة وأسواق المال والأزهر الشريف؛ وذلك لاختلاف الآراء حول مشروعية عقود الخيارات المالية، ولعدم الصدام مع المادة الثانية من الدستور الخاصة بالشريعة الإسلامية، فضلاً عن بيان مدى احتياج سوق الأوراق المالية لأدوات مستحدثة لتنشيطه مما يعود على الاقتصاد القومي بالانتعاش والازدهار .

المطلب الثاني

علاقة عقود الخيارات المالية بنظم التداول الحديثة في

سوق الأوراق المصري

تمهيد وتقسيم:

تتمثل أهم نظم التداول الحديثة الخاصة ببورصات الأوراق المالية في البيع على المكشوف والشراء بالهامش، وحيث إن هناك رأياً يرى تطبيق عقود الخيارات في سوق الأوراق المالية المصري، عن طريق أحد أنظمة التداول الحديثة المعمول به في البورصة^(١)، لذلك سوف نتناول كلاً من تلك النظم الخاصة في فرعين على النحو الآتي:

الفرع الأول

البيع على المكشوف (Short selling)

ونتناول في هذا الفرع تعريف نظام البيع على المكشوف والتشابه بين عقود الخيارات ونظام البيع على المكشوف وكذلك الاختلاف بينهما كما يلي:

(١) د. سيد طه، القانون العام الاقتصادي، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ٩٩.

الغصن الأول

تعريف البيع على المكشوف

عرف البعض نظام البيع على المكشوف بأنه بيع الأوراق المالية قبل شرائها "البيع السابق على الشراء"^(١)، كما يعرفه البعض بأنه "بيع أوراق مالية لا يملكها العميل البائع، أو: أي بيع يتم بتسليم أوراق مالية مقترضة بمعرفة العميل البائع"^(٢). كما عرفته الموسوعة الأمريكية بأنه "الذي يحدث عندما يبيع شخص ما لا يملكه"^(٣).

وهناك تعريف آخر للبيع على المكشوف بأنه: "عملية مضاربية تستهدف تمكين التجار (المضاربين) من التربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم"^(٤).

ويعرف هذا النظام في مصر بأنه: "اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع أو تسليف الأوراق المالية بغرض البيع"^(٥)، حيث يسمح لشركات السمسرة الحاصلة من هيئة الرقابة المالية على ترخيص خاص بذلك بممارسة نشاط اقتراض^(٦) أوراق مالية، مقابل ضمان نقدي نيابة عن عملائها الذين يرغبون في بيع تلك الأوراق المالية، على أن تتم إعادة الأوراق المقترضة في وقت لاحق للمقرض سدادا للقرض.

(١) د. محمد إسماعيل هاشم، أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية، الجوانب العلمية والعملية وأصولها القانونية، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ٤٧٩.

(٢) دائرة معارف الاستثمار (Invstopedia).

(٣) د. سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ١٤٦.

(٤) د. سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٤٦.

(٥) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٦) حددت المادة رقم ٢٩٠ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ شروط حصول شركة السمسرة على ترخيص إضافي بممارسة نشاط بيع الأوراق المالية المقترضة، وأهمها: توفر مستوى معين من رأس المال السائل لدى الشركة، وألا يقل صافي حقوق المساهمين بها عن خمسة ملايين جنيه، إلى جانب اشتراطات فنية وتكنولوجية أخرى حددتها المادة المذكورة.

ويجوز لأمناء حفظ الأوراق المالية إقراض الأوراق المالية المحتفظ بها بحسابات عملائهم لديها؛ بناء على طلب وموافقة هؤلاء العملاء، مقابل عائد يحصلون عليه.

ولهذا فإن قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال للتفرقة بين اقتراض وإقراض الأوراق المالية بغرض البيع عرّف الأولى (اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع) على أنها الاتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، وذلك بغرض بيع هذه الأوراق المالية وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها. أما (إقراض الأوراق المالية بغرض بيعها) فعرفت بأنها الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل للإقراض للغير من خلال نظام إقراض الأوراق المالية ويتم الإقراض مقابل عائد يتحدد وفقا لقواعد هذا النظام^(١).

(١) الجريدة الرسمية، العدد ٤٧ تابع (ب) في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨م.

الفصل الثاني

التشابه بين عقود الخيارات ونظام البيع على المكشوف

نلاحظ أن نظام البيع على المكشوف يتفق مع عقود الخيارات في أنهما يقومان أساساً على المضاربة وليس الاستثمار طويل الأجل؛ فالعميل في البيع على المكشوف يبيع تلك الأوراق المالية التي يقترضها ثم يشتريها لا بغرض الاحتفاظ بها كاستثمار، وإنما بغرض تحويلها للمقرض سداداً للقرض، وهي مضاربة على انخفاض السعر، حيث يتوقع العميل الذي يتعامل بهذا النظام انخفاض سعر الورقة التي يقترضها في المستقبل عن سعرها الحالي الذي يبيعها به، وبالتالي يأمل في تحقيق ربح يتمثل في الفرق الموجب بين صافي قيمة البيع بعد خصم العمولات والمصروفات والفوائد وقيمة الشراء في وقت لاحق، مضافاً إليها العمولات والمصروفات، وهذا ما يقوم به المستثمر عند شراء أو بيع عقد الخيار؛ وذلك بغرض الحصول على الربح من انخفاض أو ارتفاع الأسعار بغرض المضاربة، وليس بغرض الاستثمار.

وإذا لم تصدق توقعات العميل وسارت الأمور في اتجاه معاكس وارتفعت أسعار الورقة المالية حال شرائها لسداد القرض عن السعر الذي بيعت به فإن العميل يحقق خسارة تتمثل في الفرق السالب بين قيمة شراء الورقة المالية مضافاً إليها المصروفات والعمولات وثمان البيع مخصوماً منه العمولات والمصروفات والفوائد.

كما قد يمتلك العميل كمية من أسهم شركة معينة ويرغب في التحوط ضد انخفاض سعرها مستقبلاً فيقترض كمية تماثل الكمية التي يمتلكها ويبيعها على الفور حتى إذا انخفضت الأسعار مستقبلاً قام بشرائها بسعر أقل وتحويلها للمقرض سداداً للقرض ويحقق بذلك فائداً يعوضه عن انخفاض قيمة الأوراق المالية التي لديه^(١)، ويطلق على هذا النوع من البيع تعبير البيع مقابل الصندوق، دلالة على أن البائع

(١) www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm

يحوز تلك الأوراق المالية وكأنه يحتفظ بصندوق ودائعه الخاص^(١).

ويعتبر بيع الأسهم على المكشوف من الأساليب الشائعة الاستخدام بمعرفة العملاء الذين يتعاملون في نفس السهم في أكثر من سوق، وهي ما يطلق عليها عمليات المراجعة؛ حيث يقوم العميل باقتراض الأسهم وبيعها في سوق معينة يكون السعر فيها مرتفعا ويشترى نفس الكمية من الأسهم في نفس اليوم في سوق أخرى يكون السعر فيها أقل من السعر الذي باع به ثم يقوم بتسليم الأسهم المشتراة لإغلاق مركزه المكشوف.

أما بالنسبة للعميل المقرض فإنه يستفيد من هذا النظام بالحصول على عائد مقابل إقراض أوراق مالية ينوي الاحتفاظ بها لفترة دون التفكير في بيعها في المدى القريب، وخاصة أنه يحتفظ طوال مدة الإقراض بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية الأوراق المالية^(٢)، كما يكون له الحق في استرداد أوراقه المالية المقرضة في أي وقت يشاء دون التقيد بوقت معين لاستحقاق القرض.

ويتعرض العميل إلى المخاطر العالية من هذا النظام كمقترض، فحيثما تكون الخسارة التي يمكن أن يتحملها العميل في حالة الشراء أو البيع العادي للأوراق المالية محدودة بالمبلغ الذي استثمره فيها كحد أقصى، فإن الأمر بخلاف ذلك في حالة بيع الأوراق المالية المقترضة؛ إذ لا يمكن للعميل معرفة الحد الأقصى للخسارة التي يمكن أن يتعرض لها؛ وذلك لأن الورقة المالية المقترضة يمكن أن يرتفع سعرها بشكل كبير، لذا فقد يتكبد العميل خسائر كبيرة لم يتحسب لها^(٣).

(١) د. محمد إسماعيل هاشم، أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية، الجوانب العلمية والعملية وأصولها القانونية، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ٤٧٩.

(٢) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) ارتفع سعر أحد أسهم مجموعة أوراسكوم المتداولة في البورصة المصرية، وهو سهم أوراسكوم تليكوم عام ٢٠٠٦ من حوالي ٧ جم إلى حوالي ١٠٠٠ جم (راجع نشرة الأسعار الرسمية للبورصة).

وقد نظم المشرع المصري هذا النوع من التداول بالفصل الثالث من الباب التاسع من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(١)؛ حيث وضع المبادئ العامة التي يقوم عليها هذا النظام، وأوكل إلى شركة الإيداع والقيود المركزي وضع آليات وقواعد تنفيذه تحت إشراف ورقابة الهيئة العامة للرقابة المالية، بما يضمن حقوق جميع الأطراف المتعاملة به ويحقق المعاملة العادلة والمتساوية لكل المقترضين، وكان من المفترض أن يبدأ تطبيقه في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ إلا أن الظروف التي تعرضت لها البورصة المصرية^(٢) على إثر حدوث الأزمة المالية في خريف ذلك العام، ثم قيام ثورتي ٢٥ يناير ٢٠١١، و ٣٠ يونيو ٢٠١٣ أدت إلى تأجيل تطبيقه، وقد وافق مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية على مقترح اللجنة الاستشارية لسوق المال لتفعيل آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع (البيع على المكشوف) وصدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال وذكر في تعديله للمادة (٢٩٨) أن الهيئة العامة للرقابة المالية تضع قواعد إقراض الأوراق المالية بغرض البيع (البيع على المكشوف) مقابل ضمان نقدي تحدده القواعد كنسبة مئوية من القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة، على أن يتضمن هذا النظام على وجه الخصوص ما يأتي:

- أن يحقق النظام المعاملة العادلة والمتساوية لكل المقترضين المستثمرين الراغبين في إقراض أوراقهم المالية.
- أن يتم تقييم الأوراق المالية المقترضة بالقيمة السوقية بسعر الإقفال المعلن

(١) أضيف هذا الباب إلى اللائحة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم ٥٥٣ لسنة ٢٠٠٢، الوقائع المصرية، العدد ٢٤٤ في ٢٩/٩/٢٠٠٢، ثم استبدل بقرار وزير الاستثمار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧، الوقائع المصرية، العدد ٦٦ تابع في ٢٢/٣/٢٠٠٧، ولحقه تعديل آخر بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤.

(٢) انخفض مؤشر البورصة ٣٠ Case من حوالي ١٢٠٠٠ نقطة في أوائل عام ٢٠٠٨ إلى حوالي ٤٠٠٠ نقطة في نهاية ذلك العام.

بالبورصة في نهاية كل يوم عمل، وفي حالة زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة تلتزم الشركة باستكمال نسبة الضمان النقدي طبقاً لقواعد النظام.

■ أن يحتفظ مقرض الأوراق المالية طوال مدة الإقراض بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية الأوراق المالية، ويتم تحصيل هذه الحقوق خصماً على حساب الضمان النقدي المقترض^(١).

وينطوي نظام البيع على المكشوف، رغم ما يحققه من مزايا سبقت الإشارة إليها في صدر هذا المطلب، على مخاطر كبيرة؛ إذ يمكن استخدامه للتلاعب في أسواق التداول على نطاق واسع، خاصة إذا ما طبق في سوق محدودة النشاط نسبياً كالسوق المصرية التي يسهل التأثير فيها على أسعار ورقة مالية معينة أو عدة أوراق مالية إذا ما تعمد ذلك عدد من كبار المستثمرين، ويؤكد ذلك ما نلاحظه من تأثير معاملات الأجنبي على مستويات الأسعار واتجاه المعاملات في السوق المصرية^(٢).

ونلاحظ أن البيع على المكشوف وعقود الخيارات يتفقان في الغرض؛ إذ يُلجأ إليهما ل: المضاربة، والتحوط، وإدارة المخاطر.

الفصل الثالث

الاختلاف بين عقود الخيارات ونظام البيع على المكشوف

يختلف نظام البيع على المكشوف عن عقود الخيارات؛ حيث يجري التعامل في هذه النوعية من التعاملات على الأصل ذاته، فضلاً عن تحديد ثمن التعاقد وقبضه، بخلاف عقود الخيارات التي لا يتعامل فيها على الأصل إلا عند التسليم أو التنفيذ،

(١) الجريدة الرسمية، العدد ٤٧ تابع (ب) في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨ م.

(٢) لمعرفة المزيد عن نظام البيع على المكشوف يراجع د. محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٩، ص ٢٨ وما بعدها.

والثمن المقبوض هو ثمن عقد الخيار، وليس ثمن الأصل المتعامل عليه، وإن تشابه مع الفائدة التي يحصل عليها السمسار، إلا أن الأساس الذي يستند عليه كل منهما مختلف، كما أن البيع على المكشوف يكون الربح فيه هو الفرق بين ثمن البيع والشراء عند سداد الأوراق المالية المقترضة، كما أن عمليات الاقتراض بغرض البيع تتضمن بيعين، بخلاف عقود الخيارات التي هي عملية بيع واحدة، وهي عقد الخيار فقط.

ولذلك لا يجوز تطبيق عقود الخيارات على نظام البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية المصرية لأسباب ترجع إلى حداثة كل من البيع على المكشوف وعقود الخيارات التي ستطبق في بورصة العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقا للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨.

الفرع الثاني

الشراء بالهامش (Margin Purchase)

ونتناول تعريف الشراء بالهامش، عيوبه، ضوابط المشرع المصري للحد من مخاطره، وأخيرا الشراء بالهامش وعقود الخيارات المالية، كما يلي:

الغصن الأول

تعريف نظام الشراء بالهامش

يستخدم المستثمرون في الأوراق المالية نوعين من الحسابات عند شرائهم لتلك الأوراق^(١): النوع الأول وهو ما يطلق عليه الحساب النقدي؛ إذ يدفع المستثمر للوسيط أو لشركة السمسرة قيمة الأوراق المالية المشتراة نقدا قبل تنفيذ الأمر، أو بعد تنفيذه للأمر مباشرة. بينما يمثل الحساب الهامشي النوع الثاني، وهو أسلوب شائع، حيث تتم

(١) د. عبد الغفار حفني، المرجع السابق، ص ٥١.

عملية شراء الأوراق المالية من خلال شركة الوساطة، بموجب اتفاق، ويدفع المشتري جزءاً من قيمة هذه الأوراق نقداً، وباقي الثمن يعد بمنزلة قرض تموله به شركة الوساطة في مقابل فائدة تحصل عليها الشركة^(١).

ولذلك يعرف الشراء بالهامش بأنه النظام الذي يسمح للعميل، بناء على اتفاق بينه وبين شركة السمسرة أو أحد أمناء الحفظ، بأن يدفع نسبة فقط من قيمة مشترياته من الأوراق المالية (يسمى الهامش)، وتقوم الشركة أو أمين الحفظ بتمويل الجزء الباقي، مقابل ضمانات يقدمها العميل تتمثل أساساً في الأوراق المشتراة وفق هذا النظام^(٢)، وما يطلب منه من ضمانات أخرى عند الضرورة.

وأنّ هذا النظام - الشراء الهامشي - في مجمله العام قائم على أنّ المستثمر يستخدم أموال الآخرين لزيادة أرباحه، فإذا ارتفع سعر السهم بشكل أسرع من قدر الفوائد التي يقوم بدفعها إلى شركات السمسرة فسوف يحقق الكثير من الأرباح، فضلاً على أنّ معدل الفائدة التي يلتزم المستثمر بدفعها على الأموال التي اقتترضها تكون أقل مما لو اقتترضها هو بنفسه من البنك مباشرة^(٣).

(١) د. السيدة عبد الفتاح إسماعيل، د. عبد الغفار على حنفي، د. رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص ٢٠٠.

(٢) تقوم شركة السمسرة أو أمين الحفظ بإخطار شركة الإيداع والقيود المركزي بأية عملية للشراء بالهامش في نفس يوم التنفيذ؛ لحجزها بحساب العميل لصالح الشركة أو أمين الحفظ حسب كل حالة.

(٣) لمعرفة المزيد عن نظام الشراء بالهامش ومزاياه وعيوبه يراجع د. محمود فكري عبدالصديق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، المرجع السابق، ص ٨٣ وما بعدها.

الفصل الثاني

مميزات وعيوب نظام الشراء بالهامش

تتميز عملية الشراء بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيها، وأن هذه المخاطر لا تؤثر على المستثمر وحده، بل تتعداه أحياناً إلى سوق الأوراق المالية والاقتصاد المحلي. وهذه العملية تمثل إغراءً متزايداً لأطرافه، وخاصة عند انخفاض الأسعار والرغبة في تعظيم نسبة الربح، ولذلك يُقبل عليها المستثمرون إقبالاً كبيراً .

وتتلخص عيوب الشراء بالهامش بالنسبة للعميل المستثمر في (احتمال مضاعفة الخسارة، والبيع الاضطراري للأوراق المالية، و بيع الأوراق المالية قبل انتهاء مدة الإخطار، وعدم اختيار الأوراق المالية التي تم بيعها). أما عيوب الشراء بالهامش بالنسبة لاقتصاد الدولة فتتمثل في قصور التشريعات التي نظمت الشراء بالهامش والتي أدت إلى حدوث الأزمة الاقتصادية، وأن العيب ليس في النظام في حد ذاته، بل في كيفية تنظيم النشاط من الناحية القانونية ومعاقبة من يقوم بالغش والخداع في عمليات الأسواق المالية، لذلك فهناك مجموعة من الأسباب قد تضافرت وتسببت في إحداث الأزمة المالية العالمية وإن اصطبغت في النهاية في ثوب أزمة الرهونات العقارية، وهذه الأسباب ستؤدي حتماً لمثل هذه الانهيارات والأزمات مراراً وتكراراً من أهمها الشراء بالهامش.

الفصل الثالث

ضوابط المشرع المصري للحد من عيوب

نظام الشراء بالهامش

وللحد من مخاطر نظام الشراء بالهامش فقد وضع المشرع المصري ضوابط

عامة^(١) لكي يتحكم في هذا النظام، أهمها ما يلي:

١- عدم إجراء عمليات الشراء بالهامش إلا على الأوراق المالية التي تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة^(٢)، وقد حددت البورصة تلك الأوراق بأنها التي لا تخضع في تداولها لأية حدود سعرية، وتعلن البورصة قوائم بتلك الأوراق إذا ما استوفت المعايير الموضوعية لذلك^(٣)، ويعني ذلك أنها الأوراق المالية الأكثر نشاطا بما يجعل إمكانية بيع تلك الأوراق المشتراة بالهامش عند الحاجة لذلك وفي أي وقت ميسورا، ويحدث من حين لآخر تعديلات في تلك الأوراق؛ حيث تخرج منها الأوراق التي تفقد أيا من الشروط الخاصة بإعفائها من الحدود السعرية، وتضاف إليها الأوراق التي تستوفي تلك الشروط، هذا علما بأن القوائم التي تتضمن تلك الأوراق متاحة لكافة المتعاملين على موقع البورصة على شبكة المعلومات الدولية^(٤).

٢- لا يجوز مباشرة عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش إلا عن طريق شركات السمسرة أو أحد أمناء الحفظ^(٥).

٣- تنفيذ عمليات الشراء بالهامش لأي عميل لا بد أن يستند إلى عقد خاص بهذا النشاط يبرم بين الشركة/ أمين الحفظ والعميل، وذلك بخلاف أي عقد آخر مبرم

(١) المادة السادسة من القرار رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ الصادر عن إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.

(٢) المادة ٢٩٣ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) أهم هذه المعايير: عدد أيام تداول الورقة المالية، متوسط عدد العمليات اليومي لها، وعدد المتعاملين عليها، ورأس المال السوقي للشركة المصدرة لها، ومعدل دوران الورقة المالية، المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) www.egyptse.com

(٥) المادة ٢٩٠ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤ المنشور بالوقائع المصرية، العدد ٤٥ تابع (أ) في ٢٥ فبراير ٢٠١٤.

بين العميل وشركة السمسرة، أو بينه وبين أمين الحفظ، على أن يتسلم العميل عند إبرام العقد بياناً موضحاً به على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش والإجراءات والمزايا والمخاطر والأحكام الأساسية لهذا النوع من المعاملات، مع إخطار العميل لاحقاً وبشكل فوري بأي تعديلات تطرأ على محتويات ذلك البيان^(١).

ويحدد العقد الذي يبرم مع العميل نوع الأوراق المالية التي يتم شراؤها باسمه ونسبة الهامش، كما يجب أن يتضمن العقد التزام العميل بما يلي:

- إنابة الشركة أو أمين الحفظ (حسب الحالة) في إدارته حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة للأوراق المالية التي تشتري بالهامش، أو المقدمة كضمان في حالة إخلاله بالتزاماته.
- موافقة العميل على قيام الشركة أو أمين الحفظ بالاطلاع على حساباته من الأوراق المالية لدى أية جهة للوقوف على ملاءمته المالية.
- في حالة ما إذا كان العقد موقفاً مع إحدى شركات السمسرة، فإن العميل يلتزم بأن ينقل الأوراق المالية التي يقدمها كضمان إلى أمين الحفظ الذي تحدده الشركة.
- تلتزم شركة السمسرة أو أمين الحفظ حسب الأحوال بنص القانون^(٢)، بتقييم الأوراق المالية المشتراة بالهامش لكل عميل، وذلك في نهاية كل يوم عمل، وبأسعار الإقفال الخاصة بتلك الأوراق كما تعلنها البورصة، وذلك للوقوف على مدى كفاية الهامش المقدم من العميل، وما طرأ عليه من تغيير نتيجة تغير القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، باعتبار أن هذا الهامش يمثل نسبة مئوية من تلك القيمة السوقية، والجزء الباقي يمثل القرض الممنوح للعميل لشراء

(١) المادة ٢٩٢ (ج) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

تلك الأوراق، والذي يجب مراقبته ليظل في الحدود الآمنة المسموح بها قانوناً، حيث نسبة الهامش محددة بمعرفة المشرع الذي خول الهيئة العامة للرقابة المالية تعديلها بناء على اقتراح البورصة في أوضاع السوق^(١).

ولذلك فإن ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش يترتب عليه ارتفاع نسبة الهامش وانخفاض مديونية العميل، وهنا يحق للعميل سحب مبلغ من حسابه بقيمة الانخفاض الذي تم في مديونيته، أو استخدام تلك القيمة كهامش مبدئي لشراء أوراق مالية أخرى. وعلى العكس من ذلك إذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المشتراة بالهامش، فإن ذلك يترتب عليه انخفاض نسبة الهامش وارتفاع مديونية العميل، وهنا سوف تطالب الجهة الممولة للقرض (شركة السمسرة أو أمين الحفظ) بسداد مبلغ نقدي إضافي تحت حساب الهامش للارتفاع بنسبة الهامش الحقيقي إلى الهامش المبدئي المتفق عليه أو تقديم أي من الضمانات على وجه التحديد للجهة الممولة للقرض^(٢).

وقد قام المشرع المصري بتحديد الهامش المبدئي بنسبة ٥٠٪ على الأقل من

(١) المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) والضمانات هي:

أ - خطاب ضمان صادر من أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي، ويحتسب بقيمته بالكامل ضمن الهامش، انظر المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة

١٩٩٢ المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤.

ب- تجميد ودائع لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي لصالح الجهة المقرضة التي يكون لها حق تسيلها في أي وقت دون اشتراط موافقة العميل، على أن تحتسب نسبة ٩٠٪ فقط من مبلغ الوديعة كضمان.

ج- سندات حكومية مصرية ترهن لصالح الجهة المقرضة، وتقيم بنسبة ٩٠٪ من قيمتها السوقية.

د- أوراق مالية من تلك التي تصلح للتعامل عليها بنظام الشراء بالهامش، وتقيم بنسبة ٨٠٪ من قيمتها السوقية.

قيمة الأوراق المالية التي تشتري بالهامش، على أن تكون تلك النسبة ٢٠٪ فقط على الأقل بالنسبة للسندات الحكومية^(١)، كما نص على أنه إذا أسفر تقييم الأوراق المالية المشتراة بالهامش لأي عميل عن تجاوز مديونيته ٦٠٪ من قيمتها السوقية بأسعار الإقفال المعلنة من البورصة (أو ٨٥٪ بالنسبة للسندات الحكومية) وجب على الجهة المقرضة إخطار العميل بتخفيض هذه المديونية خلال يومي عمل حتى يصل الهامش الحقيقي إلى النسبة المقررة للهامش المبدئي (٥٠٪ للأوراق المالية عموماً، و ٢٠٪ للسندات الحكومية)، سواء نقداً أو بتقديم أي من الضمانات المشار إليها.

وهناك حالتان سمح فيهما المشرع المصري للجهة المقرضة ببيع الأوراق المالية على الفور، وتسييل الضمانات المقدمة من العميل دون الرجوع إليه، وذلك في حدود ما يرفع الهامش إلى الحدود القانونية المقررة. وهاتان الحالتان هما^(٢):

الحالة الأولى: إذا لم يتم العميل بتخفيض مديونيته خلال يومي العمل من تاريخ إخطاره.

الحالة الثانية: إذا بلغت مديونية العميل ٧٠٪ من القيمة السوقية للأسهم أو ٩٠٪ من القيمة السوقية للسندات الحكومية، أي بلغت نسبة الهامش ٣٠٪ بالنسبة للأسهم أو ١٠٪ بالنسبة للسندات الحكومية، علماً بأن الهامش إذا وصل إلى هذه النسب، أي انخفض إلى الدرجة التي تبرر بيع الأوراق المالية للعميل دون موافقته، فإنه يطلق عليه هامش الوقاية، ومن المعلوم أن هامش الوقاية كالهامش المبدئي يختلف في قيمته وآليات تحديده من سوق لأخرى.

(١) المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤، والمادة الخامسة من القرار رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤.

(٢) المادة الثامنة من القرار رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ الصادر عن إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.

وقد حرص المشرع المصري على وضع شروط محددة يجب توفرها في شركات السمسرة التي تمارس نشاط الشراء بالهامش، وكذا أمناء الحفظ، وأهمها^(١):

١- أن تحصل شركة السمسرة أو أمين الحفظ على ترخيص خاص من الهيئة العامة للرقابة المالية بممارسة نشاط الشراء بالهامش إلى جانب الأنشطة الأخرى التي تمارسها.

٢- يجب ألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع لشركة السمسرة التي ترغب في ممارسة هذا النشاط عن خمسة ملايين جنيه، كما يجب ألا يقل المبلغ الذي يخصصه أمين الحفظ المباشر لعمليات الشراء بالهامش إذا كان بنكا عن خمسة عشر مليون جنيه.

٣- تلتزم الشركة (أو أمين الحفظ) بأن تحتفظ في كل وقت بالحد الأدنى لصافي رأس المال السائل، وفقا لمعايير الملاءمة المالية الصادرة عن الهيئة^(٢). وفي حالة انخفاض صافي رأس المال السائل عن الحد المقرر تلتزم الشركة بالتوقف عن ممارسة هذا النشاط وأن ترفع صافي رأس المال السائل خلال خمسة أيام إلى الحد المطلوب. وفي حالة عدم التزام الشركة بذلك تلغى الرخصة الممنوحة لها في هذا الشأن.

٤- تلتزم الشركة أو أمين الحفظ (حسب الحالة) بأن تخطر البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية في أول يوم عمل من كل أسبوع بمجموعة من التقارير المنصوص عليها باللائحة التنفيذية لقانون رأس المال^(٣)، بما يمكن كلا من الجهتين من

(١) المادة الأولى والثانية من القرار رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤م.

(٢) راجع الملحق رقم (١) بقرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/٢/٤.

(٣) لتفصيل أكثر عن هذه التقارير، راجع المادة ٢٩٧ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

مراقبة أداء الشركة في مجال شراء الأوراق المالية بالهامش، وبما يحكم سيطرتها على هذا النشاط على مستوى السوق، واتخاذ ما يلزم من خطوات لترشيده، كما يمكن بناء على المعلومات الواردة بتلك التقارير وضع وتنفيذ الإستراتيجيات الخاصة بتنمية السوق.

الفصل الرابع

الشراء بالهامش وعقود الخيارات المالية

يُعدُّ الشراء بالهامش بمثابة القرض لشراء أوراق مالية، ويتم التعامل على تلك الأوراق، وتكون قيمة هذه الأوراق عرضة للانخفاض أو الارتفاع وفقاً لظروف العرض والطلب، فإذا ما انخفضت قيمة الورقة المالية عن حد معين، يتم طلب تقديم المزيد من المبالغ النقدية، وهو ما يطلق عليه بهامش الضمان أو الضمانات الإضافية. وفي حال ارتفاع قيمة الورقة المالية، يمكن تحرير مبلغ نقدي من ذلك الحساب، بحيث يكون مستوى حساب الضمان محدداً بنسبة معينة من قيمة المحفظة.

وهذا النوع من أنظمة التداول الحديثة التي يتم التعامل بها في أسواق الأوراق المالية لا يتطابق مع عقود الخيارات المالية؛ لكون عقود الخيار لا يتم التعامل فيها على أي أصل مالي إلا عند التنفيذ بموجب العقد، كما أن الشراء بالهامش يتم فيه شراء أصل الورقة المالية ويبقى السداد وفقاً لما يسفر عنه حال السوق، فضلاً عن أن المشتري بالهامش يقوم بسداد فوائد المبلغ المقرض، ومن ثم يلزم أن يكون العائد المتوقع من الأوراق المالية أعلى من معدل فائدة الاقتراض، وفي حالة انخفاض قيمة الأصل المالي يلتزم المشتري بسداد الفرق في حين أنه لا يتم شراء الورقة المالية في عقد الخيارات المالية، وليست هناك فوائد على العقد، كما أن سعر السداد للعقد المشتق يتم الاتفاق عليه لحظة التعاقد، ولا علاقة لكلا الطرفين بما سيحدث من ظروف بشأن الأصل المتعاقد عليه.

ونرى أن عقود الخيارات المالية هي أداة من الأدوات المالية الحديثة، بخلاف أنظمة التداول الحديثة، كما نرى أنه لا يفضل تطبيقها عن طريق أنظمة التداول

الحديثة في البداية، على أنه يمكن العمل بها في مراحل لاحقة.

وأخيراً نتناول أهم ما جاء بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ والمتضمن إنشاء بورصة للعقود الآجلة التي منها عقود الخيارات المالية وكذلك قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨ والتعقيب عليهما:

١- تضمنت التعديلات تنظيم بورصات العقود الآجلة، ومن أهم الأحكام التي تضمنتها التعديلات أن تكون بورصة العقود في شكل شركة مساهمة مصرية تحت إشراف ورقابة الهيئة، مع السماح للبورصة المصرية بتأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود، وكذلك مزاولة نشاط تداول العقود المشتقة من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة.

٢- وتضمنت التعديلات تنظيم عمليات تأسيس وترخيص شركة بورصة العقود والشروط الواجب توافرها بها، ووضع تعريف للعقود التي يتم التداول عليها بهذه البورصة (العقود المستقبلية- عقود الخيارات- عقود المبادلة).

٣- وضمت التعديلات تنظيم تأسيس وترخيص شركات للوساطة في العقود مع السماح بممارسة النشاط (الوساطة في العقود) لشركات الوساطة في الأوراق المالية وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة.

٤- كما شملت التعديلات تنظيم عمليات المقاصة والتسوية وقيام شركات الوساطة في بورصات العقود بالاشتراك في صندوق حماية المستثمر وذلك لتغطية المخاطر الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في بورصات العقود.

٥- وتضمنت وضع التدابير الإدارية التي يجوز للهيئة اتخاذها ضد بورصة العقود أو شركات الوساطة بها حال مخالفتها للقواعد، مع وضع العقوبات المناسبة لمخالفة القواعد بما يتناسب مع جسامة المخالفة ويمثل عنصر ردع للمخالفين.

وإذا كان الهدف من إنشاء بورصة للعقود الآجلة هو إتاحة أدوات مالية حديثة تواكب احتياجات الاقتصاد المصري وتمكنه من التنافسية عالمياً وتنظيم بورصة العقود الآجلة بهدف تنويع الأدوات المالية المتداولة به فإن هناك عدة تساؤلات حول

هذا القانون وهي:

- ١- هل تم مناقشة إنشاء بورصة للعقود الآجلة من حيث مدي مشروعيتها وهل تم عرض الأمر علي خبراء أسواق المال؟ وذلك لأن استخدامها دون معرفة وخبرة ودراية كفيل بأن يلحق الضرر بمستخدميها، وخاصة المستثمرين، لذلك يجب توخي الحذر، لأنها كانت أيضا سببًا في إحداث الأزمات المالية وإفلاس العديدة من الشركات.
- ٢- هل يتم تداول جميع العقود الآجلة (العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات) مرة واحدة وهل سوق الأوراق المالية في مصر مؤهل لتطبيق مثل تلك العقود؟
- ٣- هل هناك كوادر متخصصة للعمل ببورصة العقود الآجلة لرفع درجة كفاءتها؟
- ٤- هل القانون يوضح ما هي التدابير الإدارية والجنائية التي يجوز للهيئة اتخاذها ضد بورصة العقود أو شركات الوساطة بها حال مخالفتها للقواعد؟ وما هي العقوبات المناسبة لمخالفة القواعد بما يتناسب مع جسامة المخالفة ويمثل عنصر ردع للمخالفين؟

النتائج والتوصيات

بعد الانتهاء من هذه الدراسة يمكننا أن نورد بعض النتائج، نعقبها ببعض التوصيات كما يلي:

أولاً- النتائج:

- ١- ضعف الوعي العام بشأن سوق الأوراق المالية، فضلاً عن عدم الاهتمام بالمعلومات المنشورة عن الشركات وعدم قدرة المستثمرين على المقارنة بين المنشآت العاملة في السوق وغيره، الأمر الذي يستوجب بذل الجهد لتوسيع تلك المعرفة المتعلقة بسوق الأوراق المالية بالإضافة إلى التوعية بمثل تلك المنتجات المستحدثة بهذه الأسواق.

٢- توصلنا إلى أن عقود الخيارات المالية تعتبر إضاعة لإعمال الفكر السليم متقيداً بضوابط قانونية وشرعية، وما تمثله الخيارات المالية من بعد جديد في إدارة المخاطر المختلفة التي تواجه المتعاملين في الأوراق المالية بشكل خاص، وتحقيق مزيد من السيولة، وتجنب الخسائر أو التقليل من حدتها، ودعوة لابتكار أدوات وحلول تؤدي في مجملها إلى الكفاءة المالية وخفض الآثار السلبية.

٣- للخيارات المالية مثالب كثيرة تعترتها، ومن ثم فإن الحاجة إلى تحديد الضوابط والشروط المستلزمة لتطبيقها ليست بالأمر المنسوب، بل أمر واجب لا مناص من بيانه، وذلك حرصاً على سلامة السوق واستقراره، بل والدفع به إلى مزيد من الازدهار والنماء. مع ضرورة أخذ المتعاملين بعقود الخيارات المالية درجة من اليقظة والحرص فضلاً عن الاحترافية والمهنية التي لا بد أن تكون صفات ملازمة للمتعاملين بنظام المشتقات المالية بشكل عام، لتحقيق أعلى درجات الاستقرار للسوق الوليدة، وتلافي أكبر قدر من المعوقات والمثالب التي قد تعصف بمثل هذه السوق.

٤- ونظراً لأهمية المشتقات المالية بوجه عام، وعقود الخيارات بوجه خاص فقد أصدر المشرع المصري القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ الذي نص على إنشاء بورصة للعقود الآجلة، والتي منها عقود الخيارات المالية. وكذلك فقد أصدر رئيس مجلس الوزراء بعض التعديلات على أحكام سوق رأس المال بإقراره ببورصة العقود الآجلة بشكل عام وعقود الخيارات بشكل خاص بالقرار رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨.

ثانياً - التوصيات:

فيما يلي بعض التوصيات التي ننتهي إليها بعد أن فرغنا من هذه الدراسة:

١- ضرورة إنشاء لجنة مكونة من الأزهر الشريف وخبراء البورصة وأسواق المال للوقوف على مدى تطبيق عقود الخيارات المالية في سوق الأوراق المالية

المصرية، وذلك لاختلاف الآراء حول مشروعية عقود الخيارات، وخاصة خيار الشراء، وكذلك لعدم التصادم مع المادة الثانية من الدستور الخاصة بكون الشريعة الإسلامية المصدر الأساسي للتشريع.

٢- ضرورة إيجاد بيئة مؤسسية Institutional Environment تحقق جودة أسواق الأوراق المالية، وتشتمل على القوانين واللوائح التي تسمح بتحقيق كفاءة المتعاملين وتحقيق الرقابة المالية وذلك لأن وجود بيئة مؤسسية قوية يؤدي إلى انخفاض في حدة المعلومات والمعاملات السلبية ويعتبر مؤشراً إيجابياً لحماية مصالح المستثمرين وجزءاً لا يتجزأ من التنمية المالية التي تسهم في زيادة الكفاءة في سوق الأوراق المالية بشكل عام والسماح بوجود معاملات حديثة كالمشتقات المالية بشكل خاص.

٣- نهيب بالمشروع، وخاصة بعد إنشاء بورصة مستقلة للعقود الآجلة، والتي منها عقود الخيارات المالية في مصر وفقاً لقانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ وقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، مراعاة مجموعة من الضوابط منها:

- ضرورة أن تختص إدارة بورصة العقود الآجلة بالقواعد الخاصة بوضع قواعد قيد وشطب وتسجيل وتحديد مقابل القيد والتسجيل والاشتراك السنوي ونظم قواعد التداول، وتحديد أوقات التداول وأيام الإجازات، ووضع قواعد لمنع التلاعب في السوق، وتحديد المراكز التي يأخذها مستثمر واحد خلال فترة زمنية معينة، مع حظر تعامل العاملين بالبورصة بأسواق العقود الآجلة، مع وضع قواعد لعضوية البورصة للشركات التي يجوز لها التعامل في البورصة، وحفظ بيانات التداول والإفصاح للشركات المقيدة في بورصة العقود الآجلة.
- يجب إصدار تراخيص للشركات التي يجوز لها إصدار عقود الخيارات، وإلا كان إصدارها باطلاً.
- وإذا رغبت الشركة في إصدار عقود الخيارات يجب إخطار هيئة الرقابة

المالية، وهيئة بورصة العقود الآجلة، فإذا لم تعترض فإنه يجوز للشركة إصدار عقود الخيارات.

٤- نوصى كذلك بضرورة إجراء الدراسات والأبحاث العلمية والميدانية وتوعية المستثمرين قبل البدء في تطبيق مثل هذه الأدوات (عقود الخيارات المالية)، كما يجب أيضا التعامل بها بشكل تدريجي، عن طريق تقسيم آليات الإدراج إلى مراحل عدة. فمثلا (المرحلة الأولى) تجريبية تنحصر في عدد من الشركات ذات المراكز المالية والخبرات المهنية الجيدة فيما يخص التعامل بعقود الخيارات، كما يفضل التعامل مبدئيا بخيارات الشراء بهدف توسيع مدارك المستثمرين حول كيفية استخدامها وتعريفهم بما يمكن أن توفره هذه العقود من فوائد ومخاطر جمة في نفس الوقت. أما بالنسبة للمرحلة الثانية فتكون فعلية، والمرحلة الثالثة توسيعية، إذ تتطلب هذه المرحلة نظم ربط فائقة السرعة يمكن لها أن تربط التعامل فيما يخص الخيارات في البورصة المصرية ببعض بورصات الدول العربية التي تبحث عن سبل إدراج هذا النوع من الأدوات المالية المستحدثة.

٥- نقترح إصدار الشركات خطاب ضمان لكل عقود الخيارات التي يتم إصدارها كضمانه ولتقليل المخاطر ولتشجيع وجذب المستثمرين.

٦- ضرورة عمل دورات تدريبية مستمرة لكل من العملاء (المستثمرين) ولموظفي البورصة وأيضا شركات الوساطة لمعرفة المخاطر التي يتعرضون لها من تداول عقود الخيارات المالية بصفة خاصة وباقي عقود المشتقات المالية بصفة عامة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أ - الكتب:

- د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مجلس النشر العلمي، ٢٠٠١.
- د. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - دار المسيرة - الأردن ٢٠٠٤.
- د. خالد سعد زغلول حلمي، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي، مع دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، ٢٠١٠.
- د. رياض أسعد، استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية، بدون دار نشر، ١٩٩٧.
- د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٨.
- د. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، بدون دار نشر، جامعة القدس المفتوحة، مكتبة جامعة القاهرة، ٢٠٠٨.
- د. سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات، ٢٠٠٩.
- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦.
- د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، ٢٠٠٥.
- د. سيد طه بدوي، القانون العام الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية،

٢٠١٥.

• د. السيدة عبد الفتاح، د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص (مدخل تحليلي)، الاستثمار في الأوراق المالية والمشتقات، الطبعة الأولى، بدون دار نشر،

٢٠١١.

• شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى دار الفكر، دمشق، ٢٠٠٢.

• د. صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مركز المساندة القانونية بالقاهرة، ٢٠٠١.

• د. طارق عبد العال حماد، (المشتقات المالية: مفاهيمها - أنواعها)، الدار الجامعية، سنة ٢٠١٠ - ٢٠١١.

• د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، العقود التي تقع على الملكية، البيع، الجزء الرابع، دار إحياء التراث العربي، بيروت.

• د. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣.

• د. عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، ٢٠١٠.

• د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم وسندات)، استثمار الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠.

• د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية - ٢٠٠٣ / ٢٠٠٤.

• د. عبد الكريم قاسم، الاستثمار في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم، مطابع الفرزدق التجارية، الرياض، ٢٠٠١.

• د. محمد إسماعيل هاشم، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية، دراسة

- قانونية مقارنة بين النظامين المصري والأمريكي، دون دار نشر، ٢٠١٣.
- د. محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العالمية، العقود المستقبلية والخيارات- المتاجرة في أسواق الطاقة والبتترول - أساليب جان والتحليل الرقمي، مودع بدار الكتب المصرية، ٢٠١٣.
- د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥.
- د. محمد سويلم، إدارة المصارف وشركات التأمين والبورصات، دار النهضة العربية، ١٩٩٠.
- د. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الطبعة الثانية، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠١٠.
- د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥.
- محمد فتحي البديوي، أساسيات الاستثمار في سوق رأس المال، دون دار نشر، بدون سنة نشر.
- محمد محمود حبشي، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان- الأردن، ١٩٩٨.
- د. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق، عمان-الأردن، ١٩٩٩.
- د. منير هندي، إدارة المنشأة المالية، دار المعارف ١٩٩٤.
- د. منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، "الأسهم والسندات"، توزيع دار المعرفة الجامعية، ٢٠١٠.
- د. منير هندي، إدارة المخاطر وعقود الخيارات، الجزء الثالث، المكتب العربي

الحديث، الإسكندرية، ٢٠١١.

• د. منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، ٢٠٠٣.

• د. منير هندي، أساسيات عقود المشتقات (العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار والمبادلة)، دار المعرفة الجامعية، ٢٠١٥.

• د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٢.

• د. هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، ٢٠١١.

ب- الرسائل العلمية:

• أحمد سعيد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧.

• د. إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧/٢٠٠٨.

• زهرة يونس، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، ٢٠٠٦.

• د. سيد طه، عمليات البورصة الفورية والآجلة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠.

• د. شروق حسين الماحي، سوق المشتقات المالية: المفهوم والآليات والتحديات (مع التطبيق علي السوق المصرية)، رسالة دكتوراه، كلية حقوق، جامعة المنصورة، ٢٠١٥.

• د. طارق مصطفى، استخدام المشتقات في التحوط ضد مخاطر الاستثمار،

- دراسة على سوق الأوراق المالية المصري، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٩.
- عمر السيد علي حسين، دور المشتقات في الأزمة المالية العالمية (حلول وقائية وبدائل إسلامية لإدارة المخاطر)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة .
 - د. محمد صبري، النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة ، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٥ .
 - د. محمود فكري عبدالصاوق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٩.
- ج- الدوريات:**
- اتحاد المصارف العربية. الهندسة المالية، مطبوعات الاتحاد، ٢٠٠٥.
 - البنك المركزي، المجلة الاقتصادية، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات)، المجلد ٣٥، العدد الرابع، ١٩٩٤، ١٩٩٥.
 - بنك مصر، المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية، مركز البحوث- العدد الثالث- ١٩٩٨.
 - د. عبد الستار أبو رغدة، الاختيارات في الأسواق المالية في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، ٢٠٠٧.
 - علاء التميمي عبده، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٧، المجلد الثاني.
 - عبدالكريم أحمد قندوز، تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة سعد دحلب البلدة، الجزائر، العدد العاشر، ديسمبر ٢٠١٤.

- د. فهد سعد الدبيس. عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة الشريعة الإسلامية والدراسات الإسلامية، مجلس النشر العلمي، العدد ٩٢، السنة ٢٨، جامعة الكويت، جمادى الأولى ١٤٣٤هـ/ مارس ٢٠١٣م.
- مجلة البنك الأهلي المصري، النشرة الاقتصادية، العدد ٥٢، القاهرة ١٩٩٩.
- د. محمد بن علي القري، الأسهم والاختيارات المستقبلية، أنواعها والمعاملات التي تجري فيها، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع.
- د. محمد عبدالحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، في الفترة من ٩-١٤/٤/٢٠٠٥م
- المصرف العربي الدولي، سياسات إدارة المخاطر في المنشآت غير المالية باستخدام المشتقات المالية، النشرة الاقتصادية الربع سنوية، إدارة البحوث الاقتصادية، السنة ١٤، العدد الثاني، أبريل، يونيو، ١٩٩٦.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- **Friedrich Hey (F.)**, "A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment", Northwestern Journal of International Law & Business, Vol. ١, Issue ٢, ١٩٨٩.
- **Thomas Singher (C.)**, "Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer viable alternative to congressional action?", Fordham International Law Journal, Vol. ١٨, Issue ٤, ١٩٩٤.
- **Adam Waldman (R.)**, OTC, Derivatives & systemic risk : innovative finance or the dance into the abyss? The American university Law review, Vol. ٤٣: ١. ٢٣, (No Publication date).
- **Vector Harper (L.)**, " Handbook of Investment Products and Services", ٢nd. Ed. , New York institute of finance Apprentice-

Hall Company, (No Publication date).

- **Robert Kolb and James Overdahl.** , Financial Derivatives, John Wiley & Sons, Inc. , Hoboken, New Jersey, ٢٠٠٣.
- **Rosemary Erickson and George Steinbeck**, "The Language of commodities, acommodity Glossary", New York institute of Finance, ٢٠١٤.
- **Niels Vijver (R.)**, "Securities regulation in the Netherlands", kluwer, London, ٢٠٠٠.
- **Robert Kolb (K.)**, "Futures, Options and Swaps", ٢nd. Ed., Blackwell Publishers Inc., ١٩٩٧.
- **Copeland and Weston**, "Investment Analysis and Management", ١٩٨٨.
- **Frank Shyo (S.)**, "Internationalization of the commodities Market: Convergence of Regulatory Activity", American University International Law Review, VoL. ٩. Issue ٢ Article ٦, ١٩٩٤.
- **Adrian Buckley**, "Multinational Finance, Corporate Finance", Published by McGraw Hill, London, New York, ١٩٩٨.
- **Andrew Chisholm (M.)**, "Derivatives Demystified, A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options", John Wiley & Sons Ltd., England, ٢٠٠٤.
- **Dean Croushore**, "Money and Banking", Houghton Mifflin Company, ٢٠٠٧.
- **David Weiss (M.)**, "After Trade is made: Processing Securities Transactions", New York Institute of Finance, NYIF CORP, ١٩٨٦.
- **Don Chance (M.)**, "An Introduction to Derivatives", Dryden Press, New York, ١٩٩٨.

- **Francis (J.)**, Investment Analysis and Management, ٤th. Ed., N.Y.: McGraw Hill, ١٩٨٦.
- **Gerety (M.) and mulherin (J.)**, "Patterns in Intraday Stock Market Volatility: Past ^ present", Financial Analysts journal Vol. ٤٧, Sep/Oct ١٩٩١.
- **Paul Goris**, "The Legal Aspect of Swap", Graham & Trotman, London, ١٩٩٤.
- **Paul Healy (M.) and Krishna palepu (G.)**, "The fall of Enron", journal of economic perspectives, Vol. ١٧, number ٢, Spring ٢٠٠٣.
- **Peter James**, "Option Theory", John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, ٢٠٠٣.
- **Johnson (R.) and Giaccotto (C.)**, "Options and Futures: Concepts, Strategies, and Applications", Minn. Wesr Publishing Company, ٢٠٠٤.
- Option seller also called the option writer, the party who grants a right to trade a security at a given price in the future, Dictionary of Financial and Business Terms Lico Reis – Consultoria & Línguas.
- Francis hirst- the stock exchange ashot study of investment spesutation - dar elkotob elmasria.
- NASD and University of Reading, Certificate in Capital Markets, Regulation and Compliance.
- New York Stock Exchange, "consituation and rules", Hour business. Rule ٥١.

ثالثاً: مواقع الانترنت:

- [www. Bis. org/statistics/derstats. htm](http://www.Bis.org/statistics/derstats.htm).
- [http//www. arblaws. com/boardforummidisplay. Php](http://www.arblaws.com/boardforummidisplay.Php)

دور عقود الخيارات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ظل القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨

- <http://www.sec.gov/answers/regis33.htm>
- www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm
- www.egyptse.com
- <http://www.cftc.gov/idc/groups/public@swaps/documents/file/hr93970.pdf>.