

## مجلة العلوم وآفاق المعارف

Journal of Science and Knowledge Horizons

ISSN 2800-1273-EISSN 2830-8379

"البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية"

Short Selling in the Stock Market

حافظ إبراهيم بورقعة

hafedh ibrahim bourogaa

مخبر البحث حول: وحدة الإقتصاد والمالية، المعهد العالي لأصول الدين، جامعة الزيتونة تونس، الرمز  
البريدي: 6020 تونس

hafedh ibrahim bourogaa

Research laboratory: Islamic Finance Unit, Higher Institute of  
Fundamentals of Debt, Zitouna University, Tunisia, Postal Code: 6020  
Tunisia

Ibrahim.10gilofi@gmail.com

|                         |                          |                                |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| تاريخ النشر: 2022/12/01 | تاريخ القبول: 2022/10/29 | تاريخ ارسال المقال: 2022/10/03 |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------------|

حافظ إبراهيم بورقعة hafedh ibrahim bourogaa

## الملخص:

من البديهي القول أن الأسواق المالية في العالم هي مركز الثقل الاقتصادي، لما تحمله هذه الأسواق من عمليات مالية "عاجلة" و "آجلة" تحدد مستوى النمو و الاستثمار في كامل بلدان العالم، ومن أهم هذه العمليات المالية العاجلة " البيع على المكشوف " الذي اعتبره صناع السوق وكبار المستثمرين الحل الأمثل لتعزيز مكاسبهم المالية أثناء فترة انكماش السوق المالي، ولكن البيع على المكشوف لم يحظ بهذا الاهتمام الواسع من قبل الاقتصاديين الغربيين لأنه يحقق مكاسب مالية فقط، ولكن الجدل القانوني والاقتصادي الذي سببه البيع على المكشوف عقب الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 2008م كان السبب الرئيسي ليصبح من أولويات الحكومات الأجنبية في جدولها الاقتصادي.

**الكلمات المفتاحية:** البيع على المكشوف؛ الأسواق المالية؛ العقود؛ البورصة .

**Abstract:** It is self-evident to say that the financial markets in the world are the center of economic gravity, because of what these markets carry of “urgent” and “forward” financial operations that determine the level of growth and investment in all countries of the world, and one of the most important of these urgent financial operations is “short selling” Which market makers and major investors considered the best solution to enhance their financial gains during the financial market downturn, but short selling did not receive this wide interest by Western economists because it achieves financial gains only, but the legal and economic controversy caused by short selling after the global economic crisis year 2008 AD was the main reason for it to become one of the priorities of foreign governments in their economic agenda.

**Keywords:** short selling ; financial markets ; contracts ; stock exchange.

## مقدمة:

إن وجود الأسواق المالية والنقدية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما يمكن التنبؤ بالمستقبل وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة، وذلك ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار والدخول في هاته الأسواق ولذلك اهتم الإسلام بالسوق وصاغه صياغة إسلامية قائمة على الأمانة والثقة والعفة والتقوى لا غش فيه ولا خداع....

حتى أصبحت العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة الإسلامية، وباعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية...

ولكن الأسواق المالية -بوضعها الحالي- ليست الانموذج الذي نتطلع إليه من تحقيق الكسب الحلال، واستثمار المال وتنمية المدخرات بطرق نقية، ولذلك يتطلب الأمر من أولي العلم والنهي أن يعنوا بدراساتها دراسة جادة عميقة حتى يتم الوصول إلى صورة متكاملة لسوق مالية إسلامية تتوفر فيها الشروط والضوابط الشرعية...

وهذا البحث هو بداية لبرنامج إعادة الصياغة للبيع على المكشوف من خلال عرض مراحله وملامحه في سوق الأوراق العالمية، ثم وفي بحث آخر نعرضه تأصيله العلمي وحكمه مع طرح آفاقه الاقتصادية...

● مشكلة الدراسة: ماهو التصور الصحيح للبيع على المكشوف في الأسواق المالية ؟

## • فرضيات الدراسة:

تفترض هذه الدراسة وجود اختلاف عميق بين المعارضين و الداعمين للبيع على المكشوف في الأسواق المالية.

• أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذا البحث في دراسته لمسألة مهمة في سوق الأوراق المالية إذ يعتبر من أكثر البيوع التي كانت سببا في الأزمة الاقتصادية العلمية سنة 2008 .

## • أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- بيان التعريف الأنسب وفض الخلاف في مفهوم البيع على المكشوف
- إبراز الآراء المعاصرة لأسباب الدعم والرفض لهذا النوع من البحوث .

## • حدود الدراسة:

لا تعالج هذه الدراسة كلّ المباحث الاقتصادية للبيع على المكشوف و إنما تكتفي بطرح تصور نظري صحيح لهذا النوع دونولوج في التأصيل الشرعي و آراء الفقهاء المعاصرين حوله .

## • مصطلحات الدراسة وتعريفاتها:

/ البيع:

أ/ لغة: مصدر بعت، يقال: باع يبيع بمعنى ملك وبمعنى اشترى، وكذلك شري يكون للمعنيين. واشتقاقه

من الباع لأن كل واحد من المتعاقدين يمد باعه للأخذ والإعطاء، ويقال للبائع والمشتري بيعان - بتشديد

الياء- وأباع الشيء: عرضه للبيع<sup>1</sup>

والبيع في اللغة من أسماء الأضداد أي التي تطلق على الشيء وعلى ضده، مثل الشراء كما في قوله

تعالى: "وشروه بثمن بخس" (يوسف:20/ 12) أي باعوه، وقوله سبحانه: "ولبتس ما شروا به أنفسهم"

(البقرة:102/ 2) ويقال لكل من المتعاقدين: باع وبيع، ومشتري ومشتري.

## ب/ شرعا:

البيع هو: - "عقد معاوضة على غير منفعة ولا متعة ولا لذة"<sup>2</sup>

البيع: مبادلة المال بالمال تمليكاً<sup>3</sup> وتملكاً، وعرفه بعضهم بأنه - مبادلة مال ولو في الذمة، أو منفعة

مباحة بمثل أحدهما على التأيد<sup>4</sup>، والتعريفان متقاربان ويتضمنان ما يلي:

1. أن البيع يكون من طرفين تحصل بينهما المبادلة.
2. أن يقع هذا التبادل على مال أو ما في حكمه وهو المنفعة من الجانبين.
3. أن ما ليس بمال أو ما في حكمه لا يصح بيعه.
4. أن هذه المبادلة يستمر حكمها بأن يملك كل من الطرفين ما آل إليه بموجب البيع ملكاً مؤبداً.

## 2/ المكشوف:

أ/ لغة: المكشوف: اسم مفعول من كَشَفَ / كَشَفَ على / كَشَفَ عن، حديث مكشوف أي

0معروف<sup>5</sup> حساب مكشوف : حساب مدين ويكون عندما يسحب المؤدغ من المصرف مبلغاً أكبر من

المبلغ المتوقّر في حسابه ، - على المكشوف : جهراً ، - يسحب على المكشوف : يفرط في السحب من البنك بأكثر من الرصيد المتوقّر.

ب/ شرعا: يقال بيع على المكشوف: هي أحد الأنشطة المضاربة التي تتم في الأسواق المالية<sup>6</sup>

● خطة البحث: يتكون البحث من مقدمة ومبحثين وخاتمة.

المقدمة: ذكرت فيها مشكلة البحث وأهميته وأهدافه وحدوده وخطته، وعرفت فيها أبرز المصطلحات.

المبحث الأول: التعريف بالعملية

## المطلب الأول: تعريف عقد البيع على المكشوف

### المطلب الثاني: مراحل العملية في البورصة

## المبحث الثاني: البيع على المكشوف بين الداعمين والرافضين

### المطلب الأول: الداعمون للبيع على المكشوف

### المطلب الثاني: المعارضون للبيع على المكشوف

## المبحث الأول: التعريف بالعملية

اختلفت آراء الإقتصاديين و المختصين في مجال البورصة و الأسواق المالية حول التعريف الصحيح لعملية البيع

على المكشوف، و كانت معظم التعاريف تخدم هذه العملية من الناحية النظرية دون الإنغماس في تفاصيلها

الخاصة أو تطبيقاتها المختلفة في سوق الأوراق المالية

## المطلب الأول: تعريف عقد البيع على المكشوف

البيع على المكشوف ويسمى أيضا البيع المسبق<sup>7</sup> أو بيع العجز<sup>8</sup> أو البيع القصير

والمصطلح العلمي الصحيح الذي تنسب إليه مسألتنا هذه هو ما يطلق عليه الاقتصاديون مصطلح البيع

القصير (short-sale) إلا أنه درج المتعاملون في بورصة الأوراق المالية على تسمية وإطلاق مصطلح البيع

على المكشوف على هذه المعاملة ...

وقد شاع هذا المصطلح في كثير من الكتابات والدراسات الاقتصادية والشرعية حتى كاد أن يصبح علما

خاصا بهذه المسألة بل تطور الأمر إلى استخدام الحكومات و هيئات الأوراق المالية<sup>9</sup> لهذا المصطلح بوصفه

لفظا دارجا وشائعا لوصف هذه المعاملة، أما بالنسبة لاستخدام لفظ طويل أو قصير لأنواع الصفقات في أسواق

الأوراق المالية فلا علاقة مباشرة لهذا التعبير بالمدة الزمنية، ولكنه مرتبط بالهدف من الاستثمار فالوضع الطويل

يتعلق بشراء الأسهم والاحتفاظ بها للحصول على الربح أو الحصول على الزيادة في أسعارها، أما الوضع القصير (short) فيتعلق بتوقع هبوط أسعار الأسواق المالية فيبيع الأسهم التي بحوزته على أمل إعادة شرائها منخفضة<sup>10</sup>.

ويعرف الباحثون عملية البيع على المكشوف على أنها عملية يقوم من خلالها من لا يملك السهم ببيعه متوقعا هبوط سعره ومن ثم إعادة شرائه فيما بعد والاستفادة من فروق الأسعار<sup>11</sup>.

وهذا التعريف كذلك ما نصت عليه هيئات سوق الأوراق المالية الغربية في قوانينها المتعلقة بالأسواق المالية<sup>12</sup>.

وعرفه الباحث فريدريك<sup>13</sup> (frederik amling) بقوله: البيع على المكشوف في جوهره هو بيع لأوراق مالية مقترضة على أصل أن ينخفض السعر فإذا انخفض السعر قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها وإعادتها إلى مالكيها، ويجري تسهيل تنفيذ هذه العملية من خلال سمسار أوراق مالية. والذي يرتب عملية الشراء وحينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال إنه أخذ مركزا قصيرا ( totake a short position) بينما يفترض في حال شراء الأوراق المالية للاستثمار الإبقاء عليها أمدا طويلا<sup>14</sup> وتعتمد عملية البيع على المكشوف على عدة أمور:<sup>15</sup>

1- بيع أوراق مالية لا يملكها المستثمر ابتداء وإنما هي أوراق مالية مقترضة، والقرض غير محدد بمدة زمنية فهو قرض حال (قابل للاستدعاء).

2- المخاطرة على نزول الأسعار حيث فيه احتمال الربح والخسارة.

3- تسديد القرض سواء كان المستثمر رابحا في قرضه أو خاسرا.

4- الغرض من هذا البيع الاستفادة المستثمر من الفرق بين السعيرين أما السمسار فيحصل على عائد من

استخدام النقود إضافة على حصوله على عمولة مقابل خدماته الإدارية.

5- يدخل ضمن العمليات العاجلة لأن المستثمر (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتريين من ناحية، وملزم أيضا بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى السمسار من ناحية أخرى وذلك بشرائها من السوق.

يحدث كل هذا خلال مدة قصيرة أقصاها 4 أيام كما في بورصة نيويورك.

وتجدر الإشارة إلى أن اختلاف الباحثين في تعريف البيع على المكشوف بين من يقول بأنه بيع أوراق مالية لا يملكها ومن يقول إنها أوراق امتلكها بالقرض عائد بالأساس إلى أن البيع على المكشوف نوعان: الأول يتم من خلال اقتراض السهم من مالكة عبر سمسرة السوق المالي وهذا هو النوع الدارج في الأسواق المالية.

الثاني يتم عبر أسهم لا يملكها الشخص من غير إذن مالكة ويطلق عليه مسمى (البيع على المكشوف العاري naked)<sup>16</sup>.

كما تجدر الإشارة إلى أن البيع على المكشوف يعد أحد المشتقات المالية وهي تلك العقود التي ترد على أصول مالية أو مادية أو على حق بيع أو شراء لتلك الأصول من غير أن تكون تلك الأصول مراد المتعاقدين وإنما يراد الربح من خلال الفرق بين القيمة المتفق عليها لتلك الأصول وبين قيمتها السوقية في الأجل المحدد<sup>17</sup>. وقد سميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة مرجعية لأداة استثمارية كالسهم والسند مثلا.

### المطلب الثاني: مراحل العملية في البورصة

أولا: يقوم مالك السهم بإبلاغ سمسرة السوق المالي برغبته في إقراض أسهمه بالسعر السائد ولفترة وجيزة خوفا من نزول السهم، ومن ثم تحوطا لنقل المخاطر لشخص أو مؤسسة أخرى، وغالبا ما يتم هذا الأمر من قبل الشركات الكبرى مثل صناديق التقاعد والتأمين تحسبا من نزول أسعار أسهمها.

ثانياً: يقوم أشخاص أو شركات بإبلاغ السمسار رغبتهم في إقراض تلك الأسهم حيث يكون قرض (البيع على المكشوف) في هذه المرحلة قابلاً للاستدعاء من أي الطرفين في أي لحظة بيديها رغبتهم في ذلك وإذا ما كانت الرغبة من الطرف المقرض يصبح لازماً على المقرض رد الأسهم إما بشرائها من السوق أو باقتراضها من شخص آخر وذلك خلال 24 ساعة و 4 أيام كحد أقصى كما في بورصة نيويورك.

وفي الغالب تقوم بمثل هذه العمليات شركات كبرى يطلق عليها اسم صناديق التحوط<sup>18</sup> ( hedge fund) حيث تمثل عملية البيع على المكشوف 40% من أعمال هذه الشركات.

ثالثاً: عند الطلب يقوم السمسار بإجراء عملية إقراض تلك الأسهم لشخص معين وبسعر السوق، ويتم تقاضي رسوم إدارية مقابل عملية الإقراض وأحياناً تشترط بعض الأسواق وجود هامش وقاية (margine)<sup>19</sup> كمبلغ مالي يدفعه المقرض تحسباً لتعثر المقرض في سداد وإرجاع الأسهم، مع ملاحظة أن هامش الوقاية قد يتم استدانته من المصارف من خلال قروض ربوية.

رابعاً: يقوم المقرض ببيع الأسهم المقترضة عبر السمسار ذاته الذي أخذ منه الأسهم، حيث تتم عملية البيع في السوق المالي وفق آلية مفادها توقع المقرض لهبوط سعر السهم، فيبيعه بسعره الذي أخذه، فإذا هبط سعر السهم يقوم بإعادة شرائه من السوق المالي، ويكون الفارق بين السعرين البيع والشراء هو مقدار الربح.

في هذه الحالة قد يستخدم المضارب المقرض فيما يسمى بأوامر الإيقاف (أحد أساليب الخيارات option في الأسواق المالية)<sup>20</sup> وذلك للحد من خسارته في حال صعود السهم بدلاً من هبوطه.

يجب الإشارة في هذه المرحلة إلى أن معظم المستثمرين يستعملون نسبة الهامش الذي يفرضه السمسار كضمان لعملياتهم المالية لأن أسعار الأسهم عرضة للتقلبات المالية كل يوم.

ولما كانت الأسعار عرضة للتقلب فإن نسبة الهامش ستتغير من يوم لآخر تبعا للتغير الحاصل في القيمة السوقية للأسهم، ولذلك فإن السمسار يقوم بتحديد هامش وقاية ويشترط الا يقل الهامش الفعلي (الضمانات المودعة في حساب المستثمر) عن مستوى هامش الوقاية المحدد.

ولتوضيح مسألة الهامش الفعلي وهامش الوقاية والمقارنة بينهما هناك ثلاث حالات:

الحالة الأولى: ارتفاع نسبة الهامش الفعلي أو الحقيقي عن الهامش المبدئي أو الأولي، وهذا يحدث عندما تنخفض القيمة السوقية للأسهم المقترضة مثلا وفي هذه الحالة يمكن للمستثمر إما إقفال مركزه لدى السمسار وإنهاء العملية وذلك بإصدار أمر بشراء الأسهم من السوق بالسعر السائد وتسليمها للمقترض سواء كان السمسار نفسه أو طرف آخر واسترداد قيمة الرهن المتمثلة في الهامش المدفوع قبل بداية العملية محققا ربحا بمقدار الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع و، إما أن يقوم المستثمر بسحب جزء من القيمة التي سبق أن دفعها من أمواله الخاصة "الهامش المبدئي".

الحالة الثانية: انخفاض نسبة الهامش الفعلي أو الحقيقي عن مستوى هامش الوقاية وهذا يحدث عندما ترتفع القيمة السوقية للأسهم المقترضة، وفي هذه الحالة يعتبر حساب المستثمر قاصرا هامشيا وحينئذ يقوم السمسار بإصدار استدعاء هامشي يطلب فيه من المستثمر دفع رهن إضافي خلال مدة يودع في حساب المستثمر أو يقوم السمسار بشراء جزء من الاسهم وإعادتها للمقرض بالقدر الذي ترتفع معه نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية.

وقد يقوم السمسار بإنهاء الصفقة وإغلاق مركز المستثمر وشراء نفس الكمية من الأسهم في حال كون انخفاض الهامش الفعلي كبيرا حتى خشي على قيمة الأوراق المقترضة من أن تصل إليها الخسارة.

الحالة الثالثة: وقوع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي<sup>21</sup> وهامش الوقاية<sup>22</sup>، وهذا يحدث عندما ترتفع القيمة السوقية للأسهم المقترضة وتنخفض نسبة الهامش الفعلي عن مستوى هامش الوقاية لكن دون أن تنخفض لأقل من قيمة هامش الوقاية، حينئذ يصبح حساب المستثمر مفيدا ولا يحق للسهمسار مطالبتة بدفع مبالغ إضافية، كما لا يحق للمستثمر سحب أي مبالغ من حسابه لدى السهمسار<sup>23</sup>.

**خامسا:** عند إجراء عملية البيع عبر السهمسار نفسه الذي أقرضه يقوم السهمسار بحجز بيع المقرض لتلك الأسهم في السوق المالي كرهن مالي للمقرض في حال إعادته للأسهم المالية<sup>24</sup>.

### المبحث الثاني: البيع على المكشوف بين الداعمين والرافضين

تعتبر عملية البيع على المكشوف من أخطر البيوع التي وجدت في الأسواق المالية، إذ تعتبر مراحلها و نتائجها ذات مخاطرة كبيرة و يمكن أن تكون سببا في سقوط وإنهيار بورصات عالمية، لهذا فقد شهد هذا النوع إخلافا كبيرا في مدى أهميته وكانت له أصوات مدافعة و أخرى معارضة في البورصات العالمية .

### المطلب الأول: الداعمون للبيع على المكشوف

دار جدل تاريخي طويل حول ضرورة وأهمية هذه المعاملة لأسواق المال، حيث يرى المناصرون لهذه الصيغة المالية أنها تعمل على استقرار أسعار الأسهم في الأسواق المالية وفق قيم عادلة... ويكون ذلك عبر منع الانعكاس الدائم للرأي المتفائل في تسعير أسهم الأسواق المالية، وبالتالي جعل الأسواق أكثر كفاءة لتعديل القيم لأسهم الشركات بما يؤدي إلى الموازنة بين قانوني العرض والطلب<sup>25</sup>

كذلك فإن هذه الصيغة المالية -البيع على المكشوف - تمكن المضاربين من تحقيق وتوفير السيولة المالية وإعادة ضخها في الأسواق المالية ...

وتجدر الإشارة إلى ان معاملة البيع على المكشوف تتفق مع فكرة الأسواق الحرة وعدم تقييدها بأي قيود<sup>26</sup>

كما يؤكد المجيزون للبيع على المكشوف أن هذه العملية تحقق أرباح كبيرة بالنسبة للسوق الذي يتجه

### للا انخفاض في الأسعار Market Bearish

حيث يسمح البيع على المكشوف للمستثمر بالمضاربة إذا كان يتوقع أن يتجه السوق للانخفاض،

ويضيف بذلك قيمة إلى محفظته حيث أنه من الصعب جدا تحقيق الأرباح في الأسواق المتجهة للانخفاض دون البيع على المكشوف.

ويستطيع المستثمر تحقيق أرباح عند صدق توقعاته وانخفاض الأسعار، مع أنه لم يدفع شيئا من قيمة

الصفقة، بل اقترضها بكاملها، ودفع جزء من القيمة كهامش ضمان يودع لدى السمسار<sup>27</sup>.

أما السمسار فنجد أنه أيضا من الداعمين وبقوة للبيع على المكشوف، إذ نجده يحصل على مكاسب متعددة

في العملات التي يحصل عليها مقابل السمسرة وإجراء عملية البيع والشراء وغير ذلك<sup>28</sup>.

وتعتبر المؤسسات الممولة من المستفيدين والداعمين حيث تستطيع هذه المؤسسات توظيف أموالها المخزنة

لديها في صورة أوراق مالية أو نقدية، وذلك من خلال إقراضها للمستثمرين

وفي المقابل رهن قيمتها لديها، واستثمارها استثمارا قصير الأجل، وتحقيق العوائد من ورائها دون ان تدفع

عنها أي فوائد للمستثمرين، وكل هذا يحصل في نظام يوفر لها الحماية إذا ما ارتفعت الأسعار وخابت توقعات

المستثمرين<sup>29</sup>

ومن أكثر المعاملات التي يعتبرها المستثمرون سببا في الدفاع عن البيع على المكشوف هي عملية "التحوط

المالي" (hedging)

حيث يقوم المستثمر بالبيع على المكشوف إذا كان يملك عددا من الأسهم (مركز دائن position

long: وهو شراء ورقة مالية مع التوقع بأن قيمتها سوف ترتفع) ويرغب بالتحوط من المخاطر الناجمة عن

الانخفاض في الاسعار...

فلنفرض مثلا أن المستثمر يمتلك مجموعة مختارة من الأسهم من مؤشر فايننشال تايمز 100 (FTSE100)<sup>30</sup> قد يستخدم المستثمر عقدا من المشتقات المالية Derivatives ليتمكن من بيع المؤشر ككل في حال انخفاض السوق بحركة مضادة للمحفظة الاصلية ...

فالتحوط يسمح للمستثمر بالحد من المخاطر التي قد تتعرض لها محفظته في حال توجه السوق باتجاه مخالف لتوقعاته، تماما مثل شراء شهادة تأمين (بوليصة) على البيت أو السيارة...<sup>31</sup>

**مثال عن التحوط:** لنفترض أن المستثمر يمتلك محفظة من أسهم قيادية مختارة من مؤشر فايننشال تايمز (FTSE) بقيمة 60.000 جنيه إسترليني، وحيث أنه يتوقع أن ترتفع أسعار الأسهم، ويكون في هذه الحالة مضاربا.

وقد قرر المستثمر أن يتحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الأسهم وذلك بالبيع على المكشوف لمؤشر فايننشال تايمز المستقبلي FTSE future والذي يتداول الآن على 6.000 نقطة، حيث أن حركة كل نقطة من المؤشر تساوي 10 جنيهات إسترلينية وبالتالي يكون قد باع على المكشوف المؤشر الذي يرتبط مباشرة بمحفظة بقيمة تساوي 60.000 ألف جنيه إسترليني<sup>32</sup>

بعد بضعة أيام وبسبب انتشار أخبار سلبية عن القطاع المالي، هبطت أسعار الأسهم بشكل ملحوظ وانخفض مؤشر فايننشال تايمز بمقدار 10% وفقدت معظم الأسهم القيادية<sup>33</sup> جزءا من قيمتها ...

ولتوضيح ما سبق ذكره ننظر في محفظة المستثمر المكونة من مركز دائن ومركز مكشوف

\*الجزء الأول: المركز الدائن position long

القيمة الأولية للاستثمار في الأسهم القيادية (chips Blue) بقيمة: 60.000 جنيه إسترليني

- القيمة الحالية: 54.000 جنيه إسترليني

- النتيجة: خسارة 6.000 جنيه إسترليني

\*الجزء الثاني: المركز المكشوف: position short

القيمة الأولية للاستثمار في (مؤشر FTSE المستقبلي) البيع على المكشوف بقيمة: 60.000 جنيه

إسترليني

- القيمة الحالية: 54.000 جنيه إسترليني

- النتيجة: ربح 6.000 جنيه إسترليني

عندما انخفض السوق 10% تحققت خسائر بقيمة 6.000 جنيه إسترليني على المركز الدائن ولكن بنفس

القيمة تحققت أرباح من المركز المكشوف...

فلولا التحوط، كانت الخسارة ستكون 6.000 جنيه إسترليني، وهنا الربح الناجم عن البيع على المكشوف

عوض الخسارة المتوقعة من المركز الدائن<sup>34</sup>

وكما يبدو فإن البيع على المكشوف يعد من أكثر الأنشطة تعقيدا في مجال البورصات، وأن نجاح استخدامه

مرهون بقدرة القائم به على متابعة ظروف السوق، وقدرته على استخدام أوامر الإيقاف بشكل يمكنه من الحد

من الخسارة أو تجنب ضياع هامش الربح<sup>35</sup>

المطلب الثاني: المعارضون للبيع على المكشوف

لئن كان للبيع على المكشوف مؤيدون ومدافعون عن طريقته في كسب الربح وهم أكثر... فإن المعارضين

للسياسة المالية وطريقته الربحية أكثر.

فلو كان للبيع على المكشوف متابعون ومناصرون مثل سماسرة السوق المالي والمستثمرين الكبار فإن المعارضين لهذا البيع كان على رأسهم دول اقتصادية كبرى، كان للبيع على المكشوف الأثر الكبير في أزمته الاقتصادية-خاصة أمريكا- إذ ان البيع على المكشوف من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على الورقة محل التعامل، فتتخفص قيمتها السوقية دون أن تكون هناك معلومات تشير إلى سوء حالة المنشأة المصدرة لتلك الورقة وهذا أمر إذا ما انتشر يضعف كفاءة السوق...

لهذا نص قانون الأوراق المالية والبورصة الأمريكي الصادر عام 1934 م على ان لا تبرم صفقات البيع على المكشوف إذا كانت القيمة السوقية للورقة في هبوط<sup>36</sup>

كما أصدرت لجنة الأوراق المالية والبورصات كذلك قاعدة تفصيلية تقضي بأن لا تجري معاملات البيع على المكشوف إلا إذا كان السعر الذي تجري به الصفقة أعلى من السعر السائد قبلها Up-tick or plus، أو إذا ظل السعر مساويا للسعر السابق عليه، بشرط أن يكون هذا السعر السابق أعلى من السعر الذي قبله Zéro uptick or zeroplus tick

أما إذا كان السعر الجاري أقل من سابقه Down-tick or Minus فلا يجوز إبرام صفقة البيع على المكشوف...<sup>37</sup>

كما حذرت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية من عمليات البيع على المكشوف التي لجأت إليها في الفترة الأخيرة محافظ الاستثمار الأجنبية وأدت إلى هبوط حاد في الأسواق الإماراتية، بلغت خسائرها 115 مليار دولار<sup>38</sup>

والجدير بالذكر أن بريطانيا أيضا حظرت البيع على المكشوف حظرا مؤقتا<sup>39</sup>...

وفيما يلي التسلسل الزمني الذي مر به البيع على المكشوف وخاصة في حظره والتقليل من تطبيقه في الأسواق المالية...

واستعنت هنا بمقال أجنبي بعنوان: Factbox Milestones in short-selling history

(الاحداث: معالم في تاريخ البيع على المكشوف)

يبرز المقال أهم المحطات التاريخية التي مر بها البيع على المكشوف في الدول الأجنبية وأهم الإجراءات الصادرة في حقه من عام 1609 إلى سنة 2008 م

- عام 1609 قدمت شركة (the dutch east India) احتجاجا لسوق أمستردام المالي بعد أن حقق المتداولون بأسهمها على المكشوف أرباحا هائلة وهذا ما أدى إلى صدور أول القوانين الخاصة بالبيع على المكشوف في السنة التالية

- عام 1733م منعت بريطانيا البيع على المكشوف العاري selling short naked
- عام 1929م اعتبر المتداولون على المكشوف مسؤولين عن انهيار وول ستريت
- عام 1932م أدان الرئيس الأمريكي هربرت هوفر التداول على المكشوف بغرض المضاربة في سوق نيويورك للأوراق المالية

- سنة 1940 تم إصدار قانون شركات الاستثمار Act company Investment الذي يمنع صناديق الاستثمار البيع على المكشوف

- عام 1997 قامت ماليزيا باتهام مصرف كريديت ليونيه بالبيع على المكشوف مما أدى إلى انهيار عملة البلاد والسوق المالي

● 2001م طلب شركات وول ستريت من المستثمرين بأن لا يقوموا بالبيع على المكشوف من أجل استغلال انخفاض أسعار الأسهم بسبب أحداث 11 سبتمبر

● 2004 أصدرت هيئة الأوراق المالية الإلكترونية قانون SHO والذي يهدف إلى التقليل من البيع العاري على المكشوف

● 2005 قامت شركة أوفر ستوك overstok بمقاضاة شركة الأبحاث غارديان اناليتيكس Analytics Gardie والصندوق الاستثماري روكر بارتنز parners rocker بتهمة نشرهم لأخبار سيئة عن الشركة لدفع سعر أسهمها إلى الانخفاض

● عام 2008 م قام آلان شوارتز المدير التنفيذي لبنك " بير ستينس " بالشهادة اما الكونغرس الأمريكي<sup>40</sup> على المتداولين على المكشوف والذين أحدثوا الذعر بين المستثمرين ودفعوا أسعار أسهم الشركة للانخفاض<sup>41</sup>.

كما أكد بعض علماء الاقتصاد العرب ما أشار إليه التسلسل الزمني للبيع على المكشوف في المصادر الأجنبية وأكدوا على معارضتهم لهذه العملية من عدة وجوه:

● البيع الصوري: ويقصد به خلق تعامل نشط في الظاهر على ورقة مالية معينة، في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على هذه الورقة المالية. والمقصود من البيوع الصورية قبض الأرباح من فروق الأسعار، ولا يقصد منها التملك والتملك.

وقد ذكر بعض الباحثين أنه أجريت إحصائية عن الذين يقبضون فعلا في بورصة نيويورك فوجدوا أن القبض لا يكاد يصل إلى اثنين في المائة<sup>42</sup>

كما قال مقبل جميعي<sup>43</sup> في معرض حديثه عن البورصة والمضاربة التي يعتمد عليها البيع على المكشوف: " إن المضاربة قد تحيد عن غرضها الأصلي فتقلب إلى المقامرة إذا كان القائم عليها لا يعتمد على مسببات حقيقية

بل اعتمد على مجرد الحظ، فالمضاربة عملية محكومة بقانون خاص، لا يجب أن يكون للصدفة أية دخل فيه، فدراسة الأمور الاقتصادية، والسياسية والمالية أمر لا بد منه، حتى تكون مضاربة سليمة وإلا كانت مقامرة..<sup>44</sup>

● الاحتكار: حيث كثيرا ما يقع المضاربون بالبيع القصير في أزمات وكوارث بسبب ما يقوم به بعض المضاربين الكبار من التحكم في سهم معين -مثلا- بعد أن تتفق جماعة منهم على شراء كل ما يعرض في السوق من هذه الأسهم وعند حلول موعد الاستحقاق والتسليم يصبر المشترون على تسلم الكميات التي اشتروها، ويعجز البائعون عن التسليم لندرة الورقة، وقلة عرضها في السوق، فيضطرون لطلبها ممن احتكرها-أي من المشتريين أنفسهم- ويتحكم هؤلاء في السعر كما يريدون<sup>45</sup>

قال أحمد محي الدين أحمد<sup>46</sup>: "إذا كان تقلب الأسعار نتيجة لعملية احتكار للأوراق المالية، وإحداث معاملات وهمية مصطنعة وغيرها من صور المضاربة فإن المحاذير التي أشار إليها المانعون لتداول الأوراق المالية تكون حقيقة واقعة، وإذا ما أضحت اتجاهها عاما لسوق ما، فإن التداول فيه يصبح مشوبا بأمور غير جائزة شرعا<sup>47</sup>

● نشر الإشاعات والأخبار الكاذبة: حيث يهدف بعض المضاربين إلى خفض أو رفع الأسعار عن طريق نشر الإشاعات والأخبار الكاذبة تحقيقا لمصالحهم... وكثيرا ما ترتبط الممارسات السيئة في السوق بنشر الأخبار الكاذبة بين عامة الناس، وكذلك المبالغة في الأحاديث الحقيقية التي تهدف إلى بث أفكار معينة حول سهم ما -مثلا- ليرتفع ثمنه أو ينخفض وهذه الطريق الاحتيالية تهدف إلى خلق فارق سعري مصطنع وعرقلة الأداء الطبيعي للعرض والطلب في السوق<sup>48</sup>

فمثلا يتفق مجموعة من المضاربين على اقتراض كمية كبيرة من أسهم شركة معينة ثم بيعها في السوق ونشر الاشاعات عن سوء إدارة الشركة أو احتمال انخفاض سعرها بسبب أو بآخر، وفي ظل هذا الوضع الذي يتسم

بزيادة العرض، يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى سعر ممكن، وحينئذ يسعى هؤلاء المضاربون إلى شرائها وردها إلى أصحابها والحصول على فارق الأسعار... لذلك أصدرت بعض الأسواق المالية قرارا بمنع عمليات البيع القصير إذا كان اتجاه أسهم الشركة التي يجري تداولها نحو الانخفاض لان انتشار هذا النوع قد يؤدي إلى انهيار السوق<sup>49</sup>...

وقد نشر الكونغرس الأمريكي-وهو أحد الرافضين وبشدة لعملية البيع على المكشوف-في تقرير له عن مدى خطورة نشر الإشاعات والاذخار الكاذبة على المتعاملين في الأسواق المالية وكان لعملية البيع على المكشوف السبب الكبير في الخسائر التي حصلت.

حيث كشف التقرير عن حجم الأرباح التي تحققت في أحد اتفاقيات الاختيار عام 1929م والتي أجريت على أسهم إحدى شركات البترول حيث قام مجموعة من المضاربين بإبرام اتفاقية اختيار مع شركة البترول، يعطيه الحق في شراء 1.13 مليون سهم بالسعر الجاري وقدره 30 دولار للسهم وقام في نفس الوقت بشراء 634 ألف سهم من السوق، وهي كمية كبيرة ترتب عليها ارتفاع القيمة السوقية للسهم حتى وصلت 40 دولار

وبعد ذلك قام هؤلاء المضاربون بتنفيذ حق الاختيار، أي حصل على 1.13 مليون سهم بسعر 30 دولار للسهم الواحد ثم قام ببيعها هي والأسهم الأخرى التي اشتراها بهدف تحريك الأسعار نحو الأعلى وذلك بالسعر الجاري 40 دولار للسهم الواحد.

ولم يقف الأمر عند هذا الحد، بل قاموا ببيع 200 ألف سهم على المكشوف حينما ارتفع سعر السهم إلى 40 دولار وعندما اكتشف المستثمرون في السوق أن الاذخار عن الازدهار المتوقع لشركة البترول غير صحيحة، انخفضت الأسعار وقام هؤلاء المضاربون بتصفية صفقة البيع على المكشوف وحققوا بذلك مزيدا من الأرباح...

وقد أسفرت تلك العمليات عن أرباح صافية بلغت قيمتها (12.5) مليون دولار، منها (10) مليون دولار من بيع أسهم الاختيار، ونصف مليون من بيع الأسهم التي اشترت بغرض تحريك السوق، و(2) مليون دولار من صفقة البيع على المكشوف.

ولا ينبغي أن ننسى أن هذه القيمة العالية من الأرباح، كانت بأسعار عام 1929 م وقد تم تحقيقها في فترة وجيزة وعلى حساب المستثمرين الأبرياء<sup>50</sup>

وعلى كل حال فإن للحد من هذه الممارسة السيئة، تقوم الإدارة المشرفة على السوق بمتابعة العمليات الجارية في السوق، ووضع عقوبات صارمة لمن يمارسها لكن الواقع كشف عن صعوبة إثباتها...

لا بد أن "البيع على المكشوف" لم يكن مجرد عقد عادي ليحظى بكل هذا البحث والتدقيق-الغربي وليس العربي-فما نلاحظه أن لهذا العقد تاريخ طويل وصراع كبير وهو ما يشير إلى مدى أهميته في السوق المالية وقوة تأثيره على مستقبل بلدان بأكملها...

لهذا فإنه حري بكل من أراد أن يبني اقتصادا متماسكا وأخص بالذكر الدول الإسلامية، أن يتحروا النظر في البيع على المكشوف بما يلائم صيغة العقد الإسلامي حتى لا يكون لهذا البيع أثر سلبي على أسواق وبورصات الدول المسلمة..

## خاتمة

في ختام هذا البحث وبعد هذه الجولة العلمية في معالم عقد البيع على المكشوف، توصلت إلى جملة من النتائج ومن أهمها:

✓ للبيع على المكشوف عدة مخاطر على السوق الإسلامية بصيغته التقليدية

✓ يمكن إعادة صياغة البيع على المكشوف بما يلائم شروط العقد الإسلامي إذا ما تم إيجاد حلول لقرض الأوراق المالية من خلال فائدة ربوية.

✓ لا يمكن الجزم بخطورة البيع على المكشوف على الأسواق المالية الإسلامية إذا ما تمت إعادة صياغته على شروط العقد الإسلامي.

لا بد من وجود الإرادة السياسية والاقتصادية الفاعلة لتحقيق الأرضية المناسبة لتطبيق البيع على المكشوف في الأسواق المالية الإسلامية بعد صباغته بطريقة شرعية تنظبط تحت القوانين الفقهية.

إن هذه الإطلالة البسيطة على هذه العملية تجعلنا نطرح الإشكاليات التالية:

1/ هل البيع على المكشوف يمكن أن يكون مفيدا لسوق الأوراق المالية الإسلامية؟

2/ إذا وجدت صيغة شرعية تلائم هذا البيع هل يمكن أن يكون منتجا إسلاميا في سوق الأوراق المالية؟

3/ هل للبيع على المكشوف بصيغته الإسلامية المنضبطة - إذا توفرت - يمكن أن يكون لها آفاق

اقتصادية؟

لا بد من وجود الإرادة السياسية والاقتصادية الفاعلة لتحقيق الأرضية المناسبة لتطبيق البيع على المكشوف في الأسواق المالية الإسلامية بعد صباغته بطريقة شرعية تنظبط تحت القوانين الفقهية.

## قائمة المصادر والمراجع:

حسب الترتيب الهجائي دون اعتبار: " ابن، أبو، الـ"

1. أحمد، عبد الرحمن يسري: قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية 2003-

2004

2. آل سليمان، مبارك بن سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية، الرياض،

ط 1 2005م

3. حمود، سامي حسن: الأدوات المالية الإسلامية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب جده 1996م

4. الحميدي، عبد الرحمن بن عبد الله، وعبد الرحمن الخلف: النقود والبنوك والأسواق المالية، مكتبة جرير

2017/03/07

5. الحناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات الدار الجامعية الإسكندرية ط 2008/1م

6. الحناوي، محمد صالح: مبادئ وأساسيات الاستثمار دار التعليم الجامعي الإسكندرية ط 2013/1م

7. الحويماني، فهد: المال والاستثمار في الأسواق المالية دار الهلال ط 2006/2م

8. الخضير، محمد: المتاجرة بالهامش جامعة الامام محمد بن سعود ط 2007/1م

9. خلف، فليح حسن: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديثة ط 1 / 2006م

10. الخليل، أحمد: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي دار ابن الجوزي ط 2009/1م

11. أبو داود السجستاني، سليمان بن الأشعث: سنن أبي داود تحقيق شعيب الارناؤوط دار الرسالة العالمية

ط 1 2009م

12. شحاته، حسين حسن: المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، الصادر عن

بنك دبي الإسلامي العدد 216, جوان 1999

13. عبد الطيف، أحمد سعد: بورصة الأوراق المالية جامعة الزقازيق مصر 2002م

14. عبد اللطيف، أحمد سعيد: الاستثمار بالأوراق المالية جامعة الزقازيق مصر كلية التجارة قسم الاقتصاد

15. فياض، عطية: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي دار النشر للجامعات

16. فياض، عطية، وحسين شحاته: الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى 2001م

17. الفيروز أبادي: القاموس المحيط، تحقيق: محمد نعيم العرقسوسي، دار الرسالة سنة 2005 ط8
18. الفيومي، أحمد بن محمد: المصباح المنير، مكتبة لبنان 1978 م
19. قحف، منذر: تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية البنك الإسلامي للتنمية 1997م
20. قحف، منذر: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة، البنك الإسلامي للتنمية 1995م
21. ابن منظور: لسان العرب، دار بيروت ط3 إسماعيل، علي سيد: التحليل الاقتصادي لكارثة الفائدة، مجلة الاقتصاد الإسلامي الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العدد 77، ديسمبر 1987م
22. الأشقر، سليمان: البيع على المكشوف، مجلة موسوعة الاقتصاد الإسلامي، العدد 1/ماي 2010
23. حاتم، محسن منصور: الأوراق المالية وأسواقها: مجلة جامعة بابل المجلد 21/ العدد1: 2013م / ص64
24. حسني، محمد: البورصة والأزهر، الصحيفة المصرية الالكترونية، الأربعاء 04 أكتوبر 2017
25. الزحيلي، وهبة: السوق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع
26. سميح، رامي: البيع على المكشوف في عيون المستثمرين، جريدة البيان الاقتصادية 2017/10/22
27. لطفي، أحمد محمد: معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد6
28. الموسوعة العلمية للبنوك موقع ويكيبيديا: مقال: مصر للمقاصة والقيود والإيداع المركزي
29. - عبد العزيز أحمد "الإجراءات التشغيلية لصناديق الاستثمار المتداولة والبيع على المكشوف" جريدة الوطن 2018/1/16 م رقم المقال 117384

30. البيع على المكشوف، موقع: الباحثون السوريون <https://www.syr-res.com/article/9022.html>

[res.com/article/9022.html](https://www.syr-res.com/article/9022.html)

31. جريدة القبس الالكترونية 22 سبتمبر 2008 م رقم المقال 12687

32. عسكر محمود مقال "كيف تتم التسوية في البورصة موقع اليوم السابع 02/أفريل/2011م رقم المقال

382210

## الهوامش:

- <sup>1</sup> - أنظر: - عبد القادر الرازي مختار الصحاح: طبعة دار الجيل سنة 1987م حققه أحمد هارون وعبد الغفور عطار ص 28  
- القاموس المحيط: الفيروز أبادي، دار الرسالة سنة 2005 ط8 تحقيق محمد نعيم العرقسوسي ج3/ص8
- <sup>2</sup> - أنظر: شرح حدود ابن عرفة : محمد الانصاري الرصاع، دار الغرب الإسلامي تحقيق محمد أبو الاجفان ص326
- <sup>3</sup> - أنظر ابن قدامه : المغني : دار الكتب العلمية ط3 سنة 1997م تحقيق عبد المحسن التركي ج3/ص560
- <sup>4</sup> - أنظر الروض الندي شرح كافي المبتدي: أحمد البعلي دار السعدية سنة 1981م تحقيق حسن محمود ص203
- <sup>5</sup> - أنظر للفيومي المصباح المنير مكتبة لبنان 1978 م ص204
- <sup>6</sup> - عبد الرزاق عفيف بورصات الأوراق المالية دار النور ص4
- <sup>7</sup> - أنظر فهد الحويماي المال والاستثمار في الأسواق المالية، دار الهلال ط2/2006م ص101
- <sup>8</sup> - أنظر: عبد الرحمان الحميدي، عبد الرحمان الخلف النقود والبنوك والأسواق المالية، مكتبة جرير 2017/03/07 ص54
- <sup>9</sup> - هيئات الأوراق المالية: تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق اهدافها بما في ذلك إبرام العقود والاقتراض وقبول المساعدات والهبات والتبرعات ولها حق التقاضي وينوب عنها في الاجراءات القضائية المحامي العام المدني او أي محام توكله لهذه الغاية: أنظر الأوراق المالية وأسواقها: مجلة جامعة بابل المجلد 21/ العدد1: 2013م / ص2-5
- <sup>10</sup> - محمد علي القرني دار الحافظ انظر: الأسواق المالية: جده ط1/1995م ص68
- <sup>11</sup> - p16- a guide to the financial markets pteint
- <sup>12</sup> - gruber modern portfolio theory and investment analysis p 26 FSA-short selling p 3-5
- <sup>13</sup> - فريدريك: من مواليد ديسمبر 1926/23 كليفلاند، أستاذ للاقتصاد في جامعة ميامي في أوهايو وشغل منصب العميد لكلية إدارة الأعمال بجامعة رود آيلاند من أهم مؤلفاته: الاستثمارات: مقدمة للتحليل والإدارة " دليل داو جونز إيروين  
للتخطيط المالي الشخصي " (ت سنة 2013 م) أنظر <https://prabook.com/web/frederick.amling/197486>
- <sup>14</sup> - fredrik Amling investmant ch opcit p526
- <sup>15</sup> - محمد البنا: أسواق النقد والمال: دار الفكر العربي 2001م ص21
- عبد الحميد رضوان الأسواق المالية: المعهد العالمي للفكر الإسلامي ط 1/1996 ص326

- 16- في المبحث الثاني سأعرض لهذه المسألة.
- 17- انظر: آل سليمان أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: كنوز إشبيلية الرياض ص918
- 18- هي صناديق استثمارية خاصة، تقصد إلى تحقيق ارباح ومكاسب كبيرة عبر فكرة الرفع المالي (الاقتراض) والاستفادة من سوق المشتقات المالية وبالتالي تحقيق مكاسب سريعة عبر استخدام جزء ضئيل من راس مالها الذي قد يتجاوز في الغالب مليارات الدولارات. يذكر أن صناديق التحوط العالمية تقدر بـ (1.3) بليون دولار
- "أنظر: sundaresan :markets and their derivatives p67
- 19- هامش الوقاية: هو شراء أو اقتراض الأسهم عبر دفع جزء من ثمنها واستدانة الباقي من السمسار وقد حرمه مجمع الفقه الإسلامي في الدورة (7) إذا كان شراء أو إقراض السهم تتم عبر قرض ربوي.
- أنظر: redhead : introduction to the international money markets p93
- 20- الخيارات: تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها نظرا لتغير سعر الورقة التي يمتلكها وتسمى " حقوق اختيار " لأنها تعطي المشتري الحق لتنفيذ العقد أو عدم تنفيذه مقابل مبلغ معين غير قابل للرد وقد حرم مجمع الفقه الإسلامي صيغة عقد الخيار في الدورة (7)
- أنظر: محمد صالح الحناوي تحليل وتقييم الأسهم والسندات ص321
- 21- الهامش المبدئي: يطلق على المبلغ الذي دفع المستثمر من أمواله الخاصة ويحدد بنسبة معينة من قبل البنك المركزي أنظر: اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية منير هندي ص110
- 22 - هامش الوقاية: ويسمى أيضا هامش الصيانة وهو " الحد الأدنى الذي يشترط أن لا تقل عنه حقوق الملكية المتمثلة في الفرق بين القيمة السوقية لمجموع الأسهم المرهونة، وبين بيع المبلغ المقترض " أنظر: الاستثمار خالد الراوي ص102
- 23- أنظر محمد الخضير المتاجرة بالهامش جامعة الامام محمد بن سعود ط2007/1 ص148
- 24- أنظر عمر الأشقر بحث البيع على المكشوف مجلة موسوعة الاقتصاد الإسلامي العدد1/ماي 2010م ص46
- 1- قانوني العرض والطلب لا تنطبق فقط على أسعار السلع والمنتجات بل إن مبدأ العرض والطلب ينطبق على كل تفاصيل الاقتصاد تقريبا، مثلا ارتفاع نسبة البطالة يعطي الفرصة للشركات لتخفيض طلبها للموظفين وتخفيض الأجور المعروضة كذلك، بينما انخفاض نسبة البطالة سيجبر الشركات على البحث عن موظفين ورفع الأجور والامتيازات المقدمة لهم... كذلك فإن أسواق السلع ليست الوحيدة التي تتأثر بالعرض والطلب، فسوق الأسهم مثلا يتأثر كذلك بهذه القوانين، فزيادة الطلب على سهم ما يعطي الشركة المصدرة للأسهم فرصة لزيادة السعر مع تزايد الطلب أنظر: <http://academy.alveox.ac/academy>
- 2/ \*journal of securities and exchange : the economy of nake short selling p 45/47  
the effect of short selling on bubbles and crashes p 1123/1126: \*journal of finance
- 27 - انظر: منير هندي الفكر الحديث في إدارة المخاطر، ج1/ص253
- 28 - انظر: محمد الحناوي أساسيات الاستثمار، ص49
- 29- انظر: عبد الله الرزين سوق المال ص171
- 30 - هي صحيفة يومية بريطانية تتحدث عن الاعمال التجارية الدولية، وأهم منافسيها " وال ستريت جورنال " ويبلغ متوسط الجماهير القراء للصحيفة 1.2 مليون شخص يوميا ويصل عدد المسجلين في الموقع إلى 4 ملايين شخص
- أنظر موقع: ويكيبيديا: فايننشال تايمز
- 31- أنظر إعداد الباحثون السوريون البيع على المكشوف ص3/2
- 32 - ن. م، ص 3/2
- 33- الأسهم القيادية: هي التي تتميز بكونها ذات جودة عالية وذات أسعار باهظة جدا وذلك يعود إجمالا لثقة الجمهور في سجل الشركة الطويل من أرباح ثابتة وينظر على هذه الاسهم إلى أنها استثمار أقل تقلبا وخطورة من غيرها من الاسهم
- أنظر موقع: داليفكس Daily fx المهتم بتحليل سوق الفوركس
- 34- أنظر البيع على المكشوف، موقع الباحثون السوريون ص3 رقم المقال 9022

- 35- انظر: منير إبراهيم هندي الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص 184
- 36- انظر ل منير هندي الأوراق المالية وأسواق رأس المال ص 176
- 37- ن. م، ص 176
- 38- صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، الإثنين 22 سبتمبر 2008 م، رقم المقال 5460
- 39- أنظر جريدة القبس الكويتية، الاثنين 22 سبتمبر 2008 م رقم المقال 12687
- 40- الكونغرس الأمريكي: هو المؤسسة الدستورية الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية ويعتبر الهيئة التشريعية في النظام السياسي ويتألف من مجلس الشيوخ الأمريكي و مجلس النواب الأمريكي أنظر موسوعة ويكيبيديا بالعربية
- 41- Factbox Milestones in short-selling history
- 42- أنظر علي السالوس الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، ج2/ص 591
- 43- مقبل جميعي المعروف عنه أنه خبير اقتصادي لكن لم أحظى له بترجمة في أي مكان موثوق
- 44- انظر: مقبل جميعي الأسواق والبورصات، ص 131
- 45- أنظر: عطية فياض سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، ص 208
- 46- أحمد محي الدين: هو رئيس هيئة الرقابة الشرعية لدى بنك الهلال للخدمات المصرفية الإسلامية بالبنك الأهلي، متحصل على درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي من جامعة أم القرى بالمملكة العربية السعودية أنظر موقع الهلال للخدمات المصرفية [www.alhilal.com/ar/ah-scholar/dr-ahmed/](http://www.alhilal.com/ar/ah-scholar/dr-ahmed/)
- 47- انظر: سمير رضوان أسواق الاوراق المالية : ص 187
- 48- انظر: المال منير هندي الأوراق المالية وأسواق رأس ص 179
- 49- أنظر سمير رضوان أسواق الأوراق المالية ص 324
- 50- أنظر: منير هندي الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص 180-181

#### Refercense :

- Yusrī U. ‘A. A. (2003). Contemporary Islamic Issues in Money, Banking and Finance (1st Edition). Beirut: University House.
- Āl Sulaymān M.. (2005). Provisions of dealing in contemporary financial markets (I 1). Riyadh: Treasures of Seville.
- al-Sālūs ‘A. (1998). Islamic Economics and Contemporary Jurisprudence Issues (1st Edition). Beirut: Al Rayan Foundation.
- al-Sakhāwī M. b. ‘A. A. (1992). Brilliant light (1st floor). Beirut: House of Generation.
- al-Shāfī‘ī M. b. I.. (1980). The message (I 1). Beirut: House of Generation.
- Shihātah Ḥ. Ḥ. (1999). The Islamic Approach to Diagnosing and Dealing with Stock Market Crises (I 1). Dubai: Dubai Islamic Bank.
- Alshryny M. b. M. (2005). Mughni in need of knowing the words of the curriculum (I 1). Beirut: Scientific Books House.
- al-Ḍarīr A. M. A. (1993). Lending shares, mortgaging them, selling them on Murabaha or renting them out (I 1). Kuwait: Kuwait Finance House.
- al-Ashqar S. (2010). Short selling (1st floor). Saudi Arabia: Encyclopedia of Islamic Economics.