

الدرس التاسع: الأدوات المالية المركبة (الآجلة)

(المشتقات المالية)

أولاً: العقود الآجلة.

ثانياً: العقود المستقبلية.

ثالثاً: عقود الخيار.

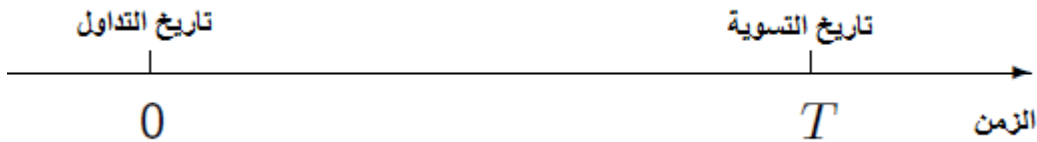
رابعاً: عقود المبادلة.

يمكن تداول الأدوات المالية الآجلة إما في الأسواق المنظمة (الأدوات المدرجة) أو الأسواق غير المنظمة (OTC) وتعرف السوق المنظمة أيضاً بالسوق الآجلة للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل K وتكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين. وعلى عكس تكون العمليات في الأسواق غير المنظمة ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين. أما لا تخضع لأي رقابة ولا تملك غرفة مقاصة.

حالياً، ووفقاً لتقدير بنك التسويات الدولية، يتجاوز بكثير تداول الأدوات المالية في السوق الآجلة غير المنظمة نظيره في السوق الآجلة المنظمة (على التوالي 6200 مليار دولار و 3800 مليار دولار في نهاية 2012).

أولاً: العقود الآجلة.

تعريف 01: العقد الآجل هو التزام بشراء في تاريخ مستقبلي قيمة معينة من السلع أو أصول المالية بسعر متفق عليه اليوم.



- السعر الثابت الآن للتبادل الآجل هو السعر الآجل؛
- يحصل المشتري على "مركز طويل" في الأصل / السلعة؛

- ميزات العقود الآجلة: يتم التعامل بها في أسواق غير منظمة، غير معيارية (قابلة للتفاوض)؛ لا يتم تداول أي تدفقات نقدية حتى تاريخ التسوية، تتضمن مخاطر الطرف المقابل.
مثال: نعتبر عقدًا آجلًا لمدة 3 أشهر مقابل 10000 بوشل من الذرة بسعر آجل 3.5 دولار للبوشل. يلتزم صاحب المركز الطويل بشراء 10000 بوشل من الذرة من صاحب الوضعية القصيرة بعد ثلاثة أشهر (تاريخ التسوية) من الآن (تاريخ التداول) بسعر 3.50 دولار للبوشل.

ثانيا: العقود المستقبلية.

1- تعريف العقود المستقبلية.

تعريف 01: العقد المستقبلي هو عقد يتم تداوله في الأسواق المنظمة (بورصة العقود المستقبلية)، وهو عقد معياري، وشبيه بالعقد الآجل، إلا أنه يتم تحيين الوضعية المرتبطة بالعقد المستقبلي في السوق يوميا عن طريق الممارسة السوقية Marking to Market. يمكن استخدام العقود المستقبلية لإنشاء وضعية طويلة (أو قصيرة) من سلعة أو الأصل الأساسي متداول في بورصة العقود المستقبلية.

تعريف 02: التزام قانوني متبادل بتبين طرفتين يفرض على أحدهم أن يسلم الآخر (أو يستلم منه)، وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددان بموجب سعر محدد.

يختلف العقد المستقبلي عن العقد الآجل بطريقتين مهمتين:

- أولاً؛ العقد المستقبلي هو اتفاق ملزم قانوناً لشراء أو بيع أصل معياري في تاريخ محدد أو خلال شهر محدد.

- ثانياً؛ يتم تسهيل هذه الصفقة من خلال بورصة العقود المستقبلية.. حقيقة أن العقود المستقبلية نمطية ويتم تداولها في البورصة تجعل هذه الأدوات لا غنى عنها لمنتجي السلع والمستهلكين والتجار والمستثمرين.

2- النمطية في العقد المستقبلي.

يحدد العقد المستقبلي المتداول في البورصة؛ الجودة، الكمية، وقت التسليم الفعلي والموقع للمنتج المحدد. يمكن أن يكون هذا المنتج سلعة زراعية مثل؛ 5000 بوشل ذرة ليتم تسليمها في شهر مارس،

أو يمكن أن يكون أحد الأصول المالية مثل؛ الدولار الأمريكي بقيمة 62500 جنيه الإسترليني في شهر ديسمبر.

مواصفات العقد متطابقة لجميع المشاركين وتسمح هذه الخاصية للعقود المستقبلية للمشتري أو البائع بنقل ملكية العقد بسهولة إلى طرف آخر عن طريق التداول. بالنظر إلى توحيد مواصفات العقد، فإن متغير الوحيد للعقد هو السعر. يتم تحديد السعر عن طريق العرض والطلب، المعروف أيضا باسم "التسعير"، حتى يحدث التداول. وبما أن العقود المستقبلية هي منتجات يتم إنشاؤها بواسطة البورصات المنظمة. لذلك فإن البورصة مسؤولة عن توحيد مواصفات كل عقد.

تضمن بورصة العقود المستقبلية أيضا تنفيذ العقد، مما يلغي مخاطر الطرف المقابل. ويتم تصفية كل عقد مستقبلي يتم تداوله في البورصة مركزيا. يعني ذلك أنه عند شراء أو بيع أي عقد مستقبلي، تصبح البورصة هي المشتري لكل بائع والبائع لكل مشتري. مما يقلل بشكل كبير من مخاطر الطرف المقابل المرتبطة بالتخلف عن السداد للمشتري أو البائع. وبالتالي تقضي البورصة على مخاطر الطرف المقابل، على عكس العقود الآجلة، كما توفر بورصة العقود المستقبلية إخفاء الهوية للمشاركين في سوق العقود المستقبلية. وتجدر الإشارة أنه من خلال الجمع بين المشتري والبائعين الواثقين من بعضهم البعض على نفس منصة التداول، تتيح البورصة للمشاركين الدخول والخروج من السوق بسهولة، مما يجعل أسواق العقود المستقبلية عالية السيولة والأمن لاكتشاف الأسعار.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن تطبيق العقود المستقبلية يشمل أنواعا متعددة من الموجودات السلعية وتضم (المزروعات والبذور، الدواجن واللحوم، الأغذية، الأنسجة، المعادن، النفط، الخشب)، وموجودات غير سلعية أي موجودات مالية التي تضم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ومنها (أذونات الخزينة، سندات الخزينة)، ومؤشرات الأسهم والعملات.

3- عناصر العقود المستقبلية.

تضم العقود المستقبلية العناصر التالية:

- طرفي العقد: مشتري العقد ملزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني في التاريخ المحدد، وبائع العقد ملزم بتقديم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من المشتري في التاريخ المستقبلي.
- تاريخ التعاقد: وهو التاريخ الذي يتفق عليه الطرفين لإنجاز العقد ويسمى تاريخ التداول؛

- محل التعاقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد وقد يكون بضائع، أوراق مالية، عملات؛
- تاريخ التسليم: هو التاريخ الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام عملية التبادل. ويسمى تاريخ التسوية؛
- سعر التنفيذ: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان لإتمام تبادل الصفقة محل العقد؛
- الكمية: تمثل عدد العقود المستقبلية؛

4- خصائص العقود المستقبلية.

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- تتميز بأنها عقود نمطية standard contracts من حيث تحديد كمية العمل، نوعها، شروط التسليم، ويتم التعامل في العقود المستقبلية من خلال المزاد العلني المفتوح open outcry في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت السمسرة؛
- يجري تسليم العملات المتعاقد عنها من خلال غرفة المقاصة Clearing House تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقا للعقد؛
- إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقلة نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية. فأغلب العقود المستقبلية تأخذ اتجاهها عكسيا قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء تنقلب الى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي، وتتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية الى متعاقدين جدد من خلال البورصة؛
- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المستقبلية تميل الى الانخفاض.

5- نظام الهامش في العقود المستقبلية.

تتميز العقود المستقبلية بالخطية أي أن هذه السوق محصلتها صفر. حيث يناظر نداء الهامش لأحد الطرفين المقابل "عودة الهامش" للطرف المقابل الآخر. نداءات الهامش هي ملكية لغرفة المقاصة طوال مدة المعاملة. إذا لم يستجب صاحب الوضعية لنداء الهامش، يتم إنهاء عقده على الفور من قبل غرفة المقاصة.

1-5 الهامش المبدئي:

يستخدم مصطلح الهامش في العديد من الأسواق المالية. ومع ذلك، هناك فرق بين هوامش الأوراق المالية وهوامش العقود المستقبلية. يعد فهم هذه الاختلافات أمراً ضرورياً، قبل تداول العقود المستقبلية. هامش العقود المستقبلية هو مبلغ من المال الذي يجب على المستثمر إيداعه والاحتفاظ به في متناول الوسيط عند فتح مركز مستقبلي. إنها ليست دفعة أولى ولا تملك السلعة الأساسية. يمثل هامش العقود المستقبلية عموماً نسبة مئوية من القيمة المتاجر بها للعقد، عادة ما تكون 3-12% لكل عقد مستقبلي. الهامش المبدئي هو مقدار الأموال المطلوبة من قبل غرفة المقاصة لبدء مركز مستقبلي. بينما تحدد غرفة المقاصة مبلغ الهامش، قد يُطلب من الوسيط الخاص بالمستثمر جمع أموال إضافية للإيداع.

لغرض شراء العقود المستقبلية وبيعها يجب أن يفتح المستثمر حساباً للموجود (الأصل) مع شركة السمسرة. وينبغي أن يكون هذا الحساب مستقلاً عن حسابات الأخرى ما بين المستثمر وشركة السمسرة. وإذا ما أبرم العقد يطلب من المشتري والبائع إيداع هامش أولي لدى شركة السمسرة الذي يعرف بأنه وديعه حسن النية، يقوم بها المتعامل لينتهي اتمام العقد المستقبلي. وأكثر ما يشار إلى هذا الهامش، بهامش الاداء. إن فرض الهامش لا يحمي دار التسوية.

بيت السمسرة أيضاً بوصفه الوسيط عن مستثمر سواء كان بائعاً أو مشترياً واذ تكون دار التسوية هي المنظمة لهذا الهامش فإن بيوت السمسرة هي المسؤولة عن جبايته. وبالرغم من أن الهامش يوفر بعض الحماية لدار التسوية لكنه لا يوفر حماية كاملة ضد مخاطر تغير الأسعار ومنها تأتي أهمية التسوية بحسب السوق.

2-5 الممارسة السوقية اليومية: MARKING TO MARKET

تعرف الممارسة السوقية اليومية بأنها القيمة السوقية الحقيقية للعقد المستقبلي في كل حساب للعقود بسعر الاغلاق للأعمال في كل يوم. وهي عبارة عن سياسة التسوية يومية تعني بأن التجارة المستقبلية تتغير حسابات هوامشها ارتفاعاً وانخفاضاً بصورة نقدية بالاعتماد على نتائج التداول اليومي. وذلك يعني تغير وديعة الهامش نظراً لأن العقود قد يكون فيها ربح وخساره بحسب التسوية يومية لها. في نهاية كل يوم يتم اغلاق حسابات الأعمال الخاصة بمركز العميل المتعلقة بالعقود المستقبلية عندما ينعقد مجلس التداول، فإذا ارتفعت أسعار العقود المستقبلية ذلك اليوم فذلك يعد ربحاً لصاحب المركز الطويل وتعد خسارة صاحب المركز القصير ويضاف هذا الهامش. أما إذا كانت أما

إذا كانت نتيجة ذلك اليوم انخفاض فهي بالعكس إذ تنزل مبلغ الخسارة أو الانخفاض من حساب الهامش. والرصيد الجديد الخاص بالهامش إذا كان أقل من مستوى هامش صيانة فان على المستثمر أن يرفع هذا الهامش حتى مستوى الهامش الأولي الأصلي.

مثال: تبدأ تداول عقود الذرة المستقبلية في CME Globex بداية من الليلة السابقة وتستقر رسمياً لليوم الساعة 13:15 . يحدد موظفو مجموعة CME سعر التسوية اليومية للذرة بناءً على نشاط التداول في الدقيقة الأخيرة من التداول بين الساعة 13:14:00 والساعة 13:15:00.

مثال: يبدأ تداول العقود المستقبلية لـ E-mini S&P 500 في CME Globex في الليلة السابقة على الساعة 5:00 مساءً خلال اليوم السابق. يتم تحديد سعر التسوية اليومية النهائي من خلال متوسط السعر المرجح بحجم (VWAP) لجميع الصفقات المنفذة في العقود الآجلة كاملة الحجم والمتداولة (الكبيرة) والعقود الآجلة E-mini لعقد الشهر المتوقع المحدد بين 15:14:30 و 15:15:00. ثم يتم تقريب VWAP المجمع للشهر المتوقع المحدد إلى أقرب نقطة مؤشر 0.10. يظل هذا العقد مغلقاً لمدة خمسة عشر دقيقة بين الساعة 15:15:00 والساعة 15:30:00 ثم يستأنف التداول حتى الساعة 16:00:00 عندما يتم إغلاق CME Globex لمدة ساعة واحدة.

مثال: يبدأ تداول العقود المستقبلية لسندات الخزنة الأمريكية في بورصة CME Globex على الساعة 5:00 مساءً خلال اليوم السابق حتى الساعة 4:00 مساءً من اليوم التالي، يتم تحديد سعر التسوية اليومي من قبل موظفي مجموعة CME بناءً على نشاط التداول في CME Globex بين 13:59:30 و 14:00:00 CT. من آخر اليوم. والشكل التالي يبين آلية عمل الهامش

الشكل (9-1): يبين الهامش المبدئي، الممارسة السوقية و هامش الصيانة.



المصدر: من إعداد الباحث

3-5 هامش الصيانة:

يمثل الهامش الصيانة نسبة مئوية من الهامش المبدئي وتتراوح هذه النسبة ما بين 75% إلى 80% من الهامش الأولي. ويجب الاحتفاظ بهذه النسبة دائماً في حساب المستثمر لدى بيت السمسرة حيث تكفل الهامش الأولي. انخفاض النسبة الى ما دون هامش الصيانة يستدعي طلب هامش إضافي من قبل السمسار الى المستثمر. مطالباً اياه بإيداع مبلغ إضافي شريطة أن يكون نقدا لغرض ائصال حساب المستثمر الى مستوى الهامش المبدئي. إن مقدار المبلغ الذي يتحتم على المتعامل أن يودعه يدعى بهامش التباين. مما يعني أن المتعامل تعرض الى خسارة وأن دفعها يؤدي إلى انخفاض الهامش الى ما دون هامش الوقاية. لذا يتحتم عليه دفع مبلغ من المال الذي عنده يعدل حساب الهامش ويرفع الى مستوى الهامش الأولي بعد دفع مبلغ الخسارة. وإذا لم يكن لدى المستثمر نقدية تكفي لدفع مستوى الهامش أو لم تكن لديه الرغبة في ذلك. عندئذ يقوم بيت السمسرة بإنهاء مركز المستثمر بإبرام صفقه عكسيه لحسابه يرجع الاموال المودعة في الحساب بعد طرح الخسارة وعمولات السمسرة ونفقات الاخرى. ما دام العقد مدعماً بهامش الاولي فقط فان مزيداً من الانخفاض بالسعر يعني انه هناك ضمان اقل لدعم العقد. ومن ثم حماية الاقل للوسيط من نكول المستثمر في العقد.

4-5 حدود الأسعار

البورصة لها الحق لفرض حدود على تحركات الأسعار اليومية للعقود المستقبلية عن اسعار اغلاق اليوم السابق. حدود الأسعار اليومية تأخذ ادنى واعلى سعر العقود المستقبلية يمكن ان تصل اليه خلال المتاجرة ذلك اليوم. فعندما يصل السعر اليوم مداه لا يعني ذلك ان المتاجرة تتوقف وإنما تستمر بالسعر نفسه ولكن دون تجاوز ادنى واعلى سعر محدد. في اليوم التالي؛ يتم التعامل أعلى سعر وصل اليه العقد في اليوم السابق ويتفاوت الحد الأقصى للتغير في السعر من اصل الى اخر وان كانت بعض العقود على مؤشرات السوق لا تخضع اسعارها لقاعدة الحد الاقصى المشار اليها. اما السبب بوضع حد أقصى للتغيرات السعرية هو الحد من آثار المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد الى السوق. اذ ان التغيرات السارية للعقود تعكس مباشرة العائد المتولد عن الاستثمار فيها كما يتفاوت الحد الأدنى بحسب الأصل.

6- مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

تاريخياً، حدد العقد الآجل شروط التسليم والدفع للسلع الزراعية الموسمية، مثل القمح والذرة، بين مشترٍ وبائع واحد. اليوم، يمكن أن تكون العقود الآجلة لأي سلعة، بأي مبلغ، ويتم تسليمها في أي وقت. نظراً لتخصيص هذه المنتجات، يتم تداولها في السوق غير المنظمة (OTC) أو خارج البورصة. لا تتم تسوية هذه الأنواع من العقود مركزياً وبالتالي يكون لديها معدل أعلى من مخاطر التخلف عن السداد.

أما بالنسبة لسوق العقود المستقبلية فقد ظهرت في منتصف القرن التاسع عشر، حيث تطلب الإنتاج الزراعي المتطور، الممارسات التجارية، التكنولوجية، المشاركين في السوق وجود آلية موثوقة وفعالة لإدارة المخاطر. في النهاية، توسع نموذج التبادل الذي تم إنشاؤه للسلع الزراعية ليشمل فئات الأصول الأخرى مثل؛ الأسهم، العملات الأجنبية، الطاقة، أسعار الفائدة، المعادن الثمينة.

تطورت بورصة العقود المستقبلية بمرور الوقت ولا تزال تخدم احتياجات المتداولين والمستخدمين الآخرين. يتم استخدام العقود المستقبلية من قبل المتداولين اليوم بعدة طرق. غالباً ما يستخدم المتداولون العقود المستقبلية للمشاركة بشكل مباشر في حركة صعود أو هبوط في سوق معين، دون الحاجة إلى أي سلعة مادية. حيث يحتفظ المتداولون بمراكزهم لفترات زمنية مختلفة، تتراوح من التداول اليومي إلى حيازات طويلة الأجل من أسابيع إلى أشهر أو أكثر.

يمكن التمييز بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة على النحو التالي:

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة، أما العقود الآجلة فيتم تداولها في أسواق غير منظمة
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر في حين العقود الآجلة تفتقر إلى النمطية والشروط المحددة.
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت التسوية (المقاصة)، وذلك لضمان تنفيذ الصفقات أما العقود الآجلة فلا يجد المضاربين فيها مكان لهم.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك إجراء تسوية يومية للسعر، أما العقود الآجلة فلا تتطلب ذلك.

والجدول التالي يبين أهم أوجه المقارنة بينهما:

الجدول (9-1): يبين أوجه المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

أوجه المقارنة	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
أسلوب التعامل	جلسه مفتوحه بالمزاد العلني.	الهاتف والفاكس بين العميل والبنك.
مكان التعامل	في سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسة.	عادة يكون التفاوض سرا.
طبيعة العقود	هي عقود نمطية، والمبالغ النمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية، والشهور المحددة، العملة محددة، لها سوق ثانوي للمضاربة بها.	عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتوافق بين أطراف العقد والعمولة تكون محل تفاوض بين العميل والبنك ولا يتم إعلانها ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصيا ولا مجال للمضاربة.
الطرف المتعاقد	تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد، فهي التي تباع وتشترى من الأطراف المتعاقدة، وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حال إخلال أحدهما بالتزاماته.	العلاقة بين البنك وعميله علاقة شخصية مباشرة ولذلك فان المخاطر الائتمانية يتحملها الطرف المقابل.
الضمان	يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل كما يقدرها البنك.
السيولة	تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع.	تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك وعميله.
التسوية	تتم التسوية من خلال المقاصة ويجري دفع الأرباح للعميل وتحصيل الخسائر منه يوميا والذي يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية.	تتوقف التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعميله كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو شيء موضوع العقد وان النسبة لا تتجاوز اثنين بالمئة من عقود يتم انهائها بالتسليم.	يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم.

المصدر: من إعداد الباحث.

خصائص العقد المستقبلي بما في ذلك الشروط الموحدة، وقابلية التحويل، والسهولة التي يمكن بها الدخول والخروج من المركز، والقضاء على مخاطر الطرف المقابل، وكلها اجتذبت عددا كبيرا من المشاركين في السوق وأسست بورصة العقود المستقبلية كمكون أساسي من الاقتصاد العالمي. لقد نمت ما كان في السابق تبادلا زراعيا وهو الآن يتيح للمتداولين الوصول إلى العديد من الأسواق الفريدة مثل العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة، العقود الخاصة بالقطاع، عقود العملات الأجنبية. الخ. يتم تقديم

فرص التداول هذه فقط من خلال بورصة العقود المستقبلية. مع إضافة التداولات باستخدام الخيارات على العقود المستقبلية، تتوفر الآن المزيد من الاستراتيجيات والمنتجات، مما يؤدي إلى استمرار شعبية العقود المستقبلية بين المتداولين الأفراد والمؤسسات على حد سواء.

ثالثا: عقود الخيار.

تطورت عقود الخيار بشكل كبير منذ نهاية السبعينيات. هذا النوع من المنتجات المالية يسمح لحاملها بالتحوط أو المضاربة ضد التطور غير المواتي لسعر الأصل الأساسي باستخدام إمكانية الشراء أو عدم شراء أصل معين.

1- تعريف عقد الخيار.

عقد الخيار هو ضمان مالي مشروط يمنح حامله الحق في شراء أو بيع مبلغ معين من الأصل الأساسي، بسعر محدد مسبقا ولفترة محددة. لممارسة هذا الحق، يجب على مشتري الخيار دفع علاوة للبايع. يمكن ممارسة هذا الخيار إما عند انتهاء الصلاحية (الخيار الأوروبي) أو أثناء فترة التمرين (الخيار الأمريكي).

يمكن تداول عقود الخيار في سوق منظم (عقود موحدة ، غرفة مقاصة ، مكالمات الهامش) أو خارج البورصة، أي مباشرة بين المحرر ومشتري الخيار. تتناقض الخيارات البسيطة *vanille* ، التي تسمى الفانيليا، مع الخيارات الغريبة *options exotiques* ، والتي يكون تقييمها أكثر تعقيدا.

على عكس العقود الآجلة، فإن عقد الخيار ليس التزاما على حامله. يمكن تنفيذ عقد الخيار إذا قرر الحائز ممارسة حقه. يمكن أيضا بيع هذا الحق لطرف ثالث (خيار قابل للتداول) (*option négociable*). من بين الخيارات الكلاسيكية، نميز بين عقد خيار الشراء *call option* وعقد خيار البيع *put option*. يمنح عقد خيار الشراء *call option* لحامله الحق في شراء الأصل الأساسي بسعر التنفيذ المحدد في العقد. يلتزم بائع خيار الشراء بتسليم الأصل الأساسي بمجرد أن يقرر المشتري ممارسة خياره. ويمنح عقد خيار البيع *put option* حامله الحق في بيع الأصل الأساسي بسعر التنفيذ المحدد في العقد. يلتزم بائع عقد خيار البيع بشراء الأصل الأساسي بمجرد

أن يقرر حامل عقد خيار البيع ممارسة خياره. قد يشتري المستثمر خيار بيع أو يبيع خيار شراء. ويعتمد قراره على توقعاته فيما يتعلق بتطور سعر الأصل الأساسي¹.

يمكن تمييز عقد الخيار بعدة عناصر:

الأصل الأساسي: يمكن أن يكون سهمًا أو مؤشر سوق الأوراق المالية أو سندًا أو عملة أو سلعة؛ سعر الأصل الأساسي، المقابل للسعر الفوري والمشار إليه، يتغير وفقًا لظروف العرض والطلب في السوق.

سعر التنفيذ (K): يتوافق مع السعر الذي يمكن لحامل الخيار أن يمارس حقه عنده، أي بالسعر الذي يمكن للمشتري عنده الحصول على الأصل الأساسي خلال فترة حياة عقد الخيار؛ هذا سعر معياري اعتمادًا على تطور سعر الأصل، يمكن ممارسة الخيار إذا كان سعر التنفيذ مناسبًا ويمكن للمستثمر تحقيق ربح.

تاريخ التنفيذ (T): التاريخ الذي يفقد فيه عقد الخيار كل قيمته ويختفي؛ يتوافق مع اليوم الأخير الذي يمكن فيه ممارسة عقد الخيار؛ كلما تأخر تاريخ ممارسة عقد الخيار، كلما ارتفع سعر الخيار.

علاوة الخيار (premium): تتوافق مع السعر الذي يكتب به المستثمر في عقد الخيار مع المحرر؛ يتم الحصول على العلاوة بشكل نهائي من قبل بائع الخيار؛ وبالتالي، فإن بائع عقد خيار الشراء أو البيع يحصل على علاوة في تاريخ إصدار عقد الخيار.

2- تداول عقود الخيار:

يمكن للمالك أن يقرر ما إذا كان سيمارس الخيار الذي يحتفظ به أم لا اعتمادًا على سعر الأصل الأساسي بالنسبة لسعر التنفيذ (K) لعقد الخيار. نقول أن الخيار هو:

- **في النقود (in the money):** إذا كان تنفيذ عقد الخيار تجعل من الممكن تحقيق ربح لحاملها.
- **على النقود (at the money):** إذا كان سعر التنفيذ مساويًا للسعر الفوري للأصل الأساسي.
- **خارج النقود (out of the money):** إذا لم يحقق تنفيذ عقد الخيار ربحًا لحاملها.

¹ OP, cit. p : 315.

توجد بشكل عام أربعة أشكال للربح اعتماداً على الاستراتيجيات: شراء عقد خيار شراء؛ بيع عقد خيار شراء، شراء عقد خيار بيع؛ بيع عقد خيار بيع.

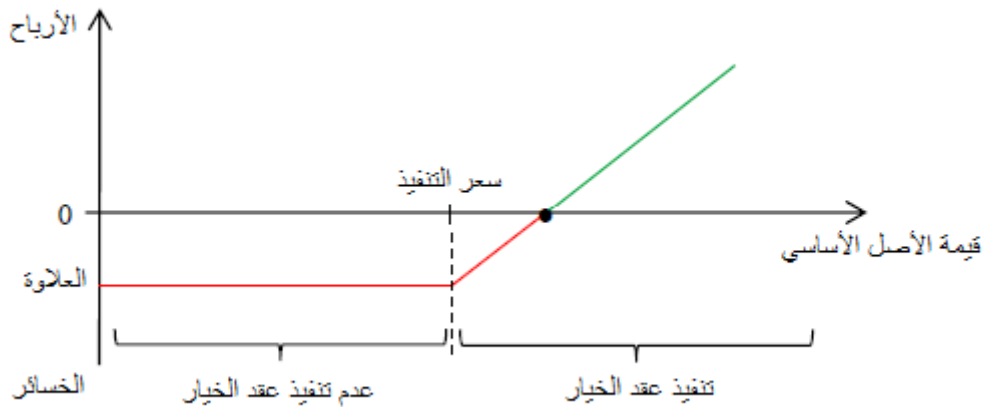
1-2 شراء عقد خيار شراء:

يدفع مشتري عقد خيار الشراء علاوة CO للمحرر. وبالتالي يتوقع زيادة في قيمة الأصل الأساسي. إذا كان سعر الأصل الأساسي (ST) أقل من سعر التنفيذ (K) لعقد الخيار، فلن يكون للمشتري أي مصلحة في تنفيذ عقد الخيار: وبالتالي يخسر قيمة العلاوة المدفوعة للبائع.

بمجرد أن يتجاوز سعر الأصل الأساسي (ST) سعر التنفيذ الخيار (K)، يكون للمشتري مصلحة في تنفيذ عقد الخيار. سيكون ربحه موجباً عندما يتجاوز سعر الأصل الأساسي سعر تنفيذ عقد الخيار بالإضافة إلى مبلغ العلاوة المدفوعة. تقتصر خسارة مشتري لعقد خيار الشراء على مبلغ العلاوة المدفوعة؛ أما مكاسبه فيحتمل أن تكون غير محدودة.

يتم الوصول إلى نقطة التعادل لعقد الخيار بمجرد أن يكون المكاسب الناتجة عن تنفيذ عقد الخيار مساوية للعلاوة المدفوعة: وبذلك يكون ربح المستثمر صفرًا.

الشكل (9-2): تمثيل بياني لشراء عقد خيار شراء



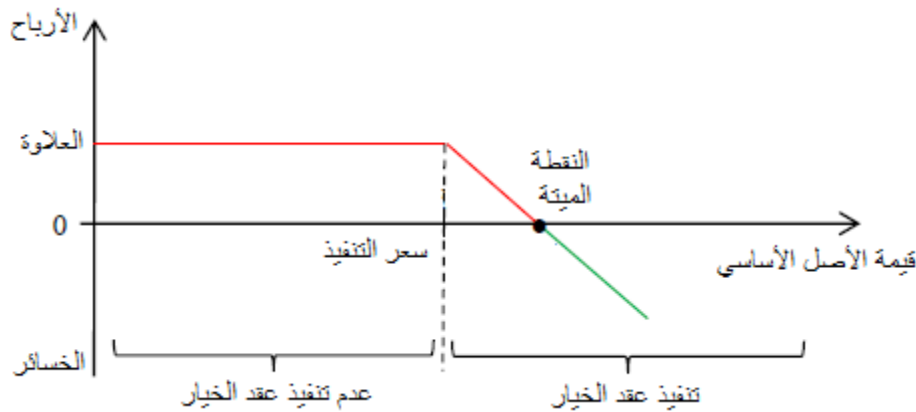
المصدر: من إعداد الباحث

2-2 بيع عقد خيار شراء.

منظور العائد لبائع عقد خيار الشراء مماثل مع منظور المشتري. يتلقى البائع علاوة CO التي يدفعها المشتري. لذلك فهو يتوقع انخفاضاً في قيمة الأصل الأساسي. إذا كان سعر الأصل الأساسي أقل من سعر التنفيذ لعقد الخيار، فلا يتعين على البائع تسليم الأصل إلى المشتري. ولكن بمجرد أن يتجاوز سعر الأصل الأساسي سعر التنفيذ لعقد الخيار، يكون للمشتري مصلحة في تنفيذ خياره. لذلك يجب على البائع تسليم الجزء من الأصل المحدد في العقد.

تقتصر مكاسب بائع عقد خيار الشراء على مبلغ العلاوة التي تم الحصول عليها؛ ومن المحتمل أن تكون خسارته غير محدودة.

الشكل (9-3): تمثيل بياني لبيع عقد خيار شراء

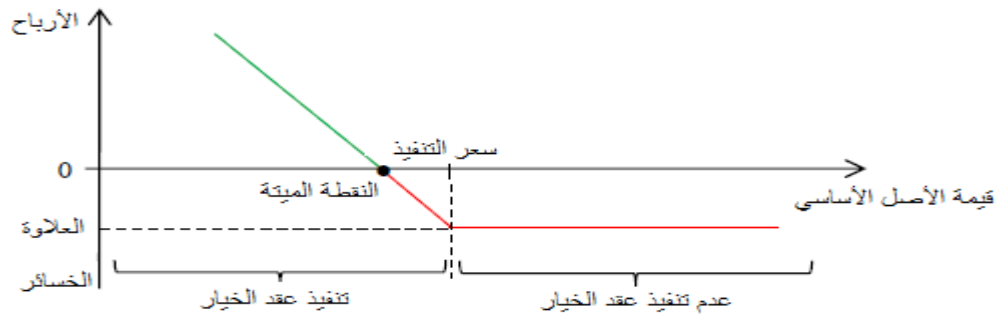


المصدر: من إعداد الباحث.

3-2 شراء عقد خيار بيع.

يدفع مشتري عقد خيار البيع علاوة P0 للبائع، وبالتالي يتوقع انخفاضاً في قيمة الأصل الأساسي. إذا كان سعر الأصل الأساسي أقل من سعر التنفيذ (K) للخيار، فإن المشتري له مصلحة في تنفيذ خياره، سيشتري الأصل في السوق بسعر أقل من سعر التنفيذ. ليعيد بيعه إلى محرر الخيار. بمجرد أن يتجاوز سعر الأصل الأساسي، سعر تنفيذ عقد الخيار، لا يكون للمشتري أي مصلحة في تنفيذ خياره. تقتصر خسارة مشتري عقد خيار البيع على مبلغ القسط المدفوع؛ ومع ذلك، فإن مكاسبه ليست غير محدودة، لأن سعر الأصل لا يمكن أن يكون سالباً.

الشكل (9-4): تمثيل بياني لشراء عقد خيار بيع



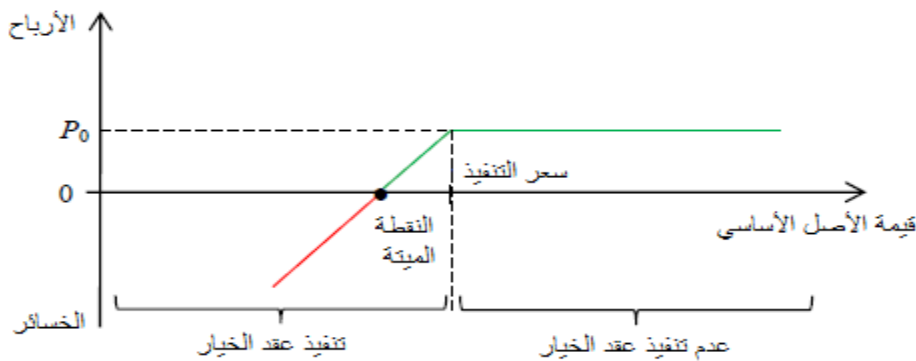
المصدر: من إعداد الباحث.

4-2 بيع عقد خيار بيع.

على العكس من ذلك، يتوقع بائع عقد خيار البيع أن ترتفع قيمة الأصل الأساسي. لذلك يتلقى علاوة. منظور العائد الخاص به متماثل مع منظور المشتري الذي تم التطرق إليه. إذا كان سعر الأصل الأساسي أقل من سعر التنفيذ لعقد الخيار، فيجب على البائع دفع جزء من الأصل إلى المشتري، لأن الأخير لديه مصلحة في تنفيذ خياره. ولكن بمجرد أن يتجاوز سعر الأصل الأساسي سعر التنفيذ الخيار، لا يكون للمشتري أي مصلحة في تنفيذ خياره.

يقتصر ربح البائع من بيع عقد خيار بيع على مبلغ العلاوة الذي تم الحصول عليه. ومع ذلك فإن خسارته ليست غير محدودة، لأن سعر الأصل لا يمكن أن يكون سالبًا.

الشكل (9-5): تمثيل بياني لشراء عقد خيار بيع



المصدر: من إعداد الباحث.

كما تطرقنا سابقا نميز بين نوعين أساسيين من عقود الخيار هما؛ عقود خيار الشراء *call options* وعقود خيار البيع *put options*. يمنح عقد خيار الشراء لمالكة الحق في شراء أصل معين بسعر محدد، خلال فترة زمنية محددة. على سبيل المثال؛ يمنح عقد خيار الشراء لمؤشر S&P 500 للمستثمر الحق في شراء وحدات من S&P 500 بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة. في المقابل، كما يمنح عقد خيار البيع لمالكة الحق في بيع أصل معين بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة. إن الحق - وليس الالتزام-، في شراء أو بيع الأصول الأساسية هو ما يميز عقود الخيار عن العقود المستقبلية بعبارة أخرى، يحق لصاحب الخيار أن يشتري أو لا يشتري أو أن يبيع أو لا يبيع الأصل الأساسي (خيار شراء *call options* أو خيار بيع *put options*)، يمكن للمستثمرين بيع عقد الخيار (خيار شراء *call options* أو خيار بيع *put options*) لم يتم شراؤه من قبل، وهو ما يسمى تحرير عقد الخيار (*writing an option*). وعليه، يمكن التمييز بين أربع وظائف أساسية لعقد الخيار، كما هو موضح في الشكل 5-5 حيث أنه من خلال فهم سلوك أسعار عقود خيار البيع والشراء، وكيف تؤثر مراكز الخيارات الأساسية هذه على قيمة المحفظة الإجمالية يعتبر أمرا جوهريا لفهم استراتيجيات عقود الخيار الأكثر تعقيدا.

رابعا: عقود المبادلة (المقايضات)

هي عقود مشتقة، يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة وتمثل إحدى أدوات تغطية المخاطر، لقد عرف عقد المبادلة بعدة تعريفات، نورد منها ما يلي:

- سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس عقد الاختيار. كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويقها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية -تتم عند تنفيذ عملية المبادلة- يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، ولذلك يعرف عقد المبادلة أنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

- هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محددة بالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان.

تسري عقود المبادلة على عدة أدوات ومن أهمها:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

- عقود مبادلة العملات Currency Swaps

- عقود مبادلة البضائع Commodity Swaps

- حق الاختيار على عقود المبادلة Swapions

و النوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال.

المراجع:

- يوسف خروبي، محمد الهاشمي حجاج، مطبوعة دروس في الهندسة المالية، موجهة للسنة الثالثة ليسانس مالية وبنوك، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر ص: 25.
- قرفي م، محاضرات في أسواق رأس المال، مطبوعة دروس، المركز الجامعي بوالصوف - ميله، الجزائر، ص: 68.
- نسرين بن زاوي، مطبوعة دروس في مقياس الهندسة المالية، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2017، ص: 78.
- حليلة بزار، المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية.
- Jean-Etienne Palard, Céline Barrédy. Gestion financière. Magnard-Vuibert. 2017. P : 311
- FRANK J. FABOZZ , The Handbook of financial instruments, John Wiley & Sons, Inc, 2002, p :06.
- Sunil Parameswaran, Fundamentals of Financial Instruments, John Wiley & Sons, Inc, 2011, p :10.
- Jean David A, Max P. Marchés et instruments financiers. Gualino. 2016. p :18
- Roger G., Harindra S, Steven T, fundamentals of futures and options, research foundation of CFA Institute, 2013.
- Perry H, Financial Engineering Principles, , John Wiley & Sons, Inc. 2004.
- Powers, Mark J. Inside the Financial Futures Markets. 2nd ed. Hoboken. John Wiley & Sons.1984.