

المحاضرة الخامسة + السادسة: استخدام الخيارات في التغطية من خطر تغير أسعار الأوراق المالية

إن أكثر ما يميز الخيارات المالية عن غيرها من المشتقات المالية هو طابعها الاختياري الشرطي غير الإلزامي، إنها تعطي الحق في اتخاذ القرار بل وتجعل القرار يتميز بالمرونة، مثل هذه الحقوق يمكن التفاوض عليها، لذلك نجد أن الخيارات قابلة للتداول والمتاجرة وتتمتع بالسيولة .

1- تعريف الخيارات المالية

الخيارات المالية هي عقود تجمع طرفين، أحدهما (صاحب الخيار) والآخر (محرر الخيار)، بموجب هذه العقود يكون لصاحب الخيار الحق (دون الالتزام) في أن يشتري أو يبيع لمحرر الخيار أوراقا مالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا، عادة ما يكون سعر الورقة المالية في السوق عند الاتفاق. يتم التنفيذ في تاريخ لاحق أو خلال فترة زمنية قادمة، وذلك إذا تحققت توقعات صاحب الخيار، ويلتزم مقابل الاحتفاظ بهذا الحق، في تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة، بدفع تعويض لمحرر الخيار. وهو التعويض الذي يكون الدافع الأساسي لمحرر الخيار للدخول إلى مثل هذه الصفقات والعقود، يدفع التعويض لمحرر الخيار في بداية التعاقد، سواء تم تنفيذ الصفقة أو إلغاؤها

3- الخيارات المالية على الأسهم

تبعاً لما سبق يكون الخيار المالي على الأسهم أداة مالية مستحدثة ومشتقا ماليا مكونا من "الأسهم" التي تسمى الأصل الضمني (أو الأصل القاعدي، الأصل الركييزة). وسوف يمكن تعريف هذه الخيارات بشكل أفضل من خلال عرض أركانها وأنواعها، وهو ما سوف يعطيها خصوصيتها في الأخير.

1 - 1 أركان عقد الخيار المالي على الأسهم

- تشتمل عقود الخيار على الأسهم ككل صفقة مالية على طرفين:
- "صاحب الخيار" و "محرر الخيار": إنهما الطرفان اللذان يعرفان مسبقا الشروط الأساسية المميّزة لعقد الخيار، متمثلة في العناصر التي سوف تأتي على ذكرها. صاحب الخيار دائما سيكون صاحب القرار الذي بإمكانه تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، بينما محرر الخيار فهو دوما الطرف المقابل الذي يسلم بحقه في اتخاذ القرار للطرف الأول مقابل تعويض مادي يحصل عليه.
 - تاريخ التعاقد: هو تاريخ الاتفاق، أي تاريخ إبرام العقد وهو أول يوم سريان العقد.
 - تاريخ الاستحقاق: هو تاريخ انتهاء سريان العقد المبرم بين الطرفين، وفي الأسواق المنظمة غالبا هناك تواريخ معيارية تتراوح بين 3، 6، و9 أشهر وتتواجد هذه الخيارات وفق هذا المخطط الزمني بشكل

متزامن. ويتم التفاوض على الخيار طيلة المدة إلى آخر يوم قبل تاريخ الاستحقاق، أين تنتهي صلاحية الخيار وينتهي تسعيره¹.

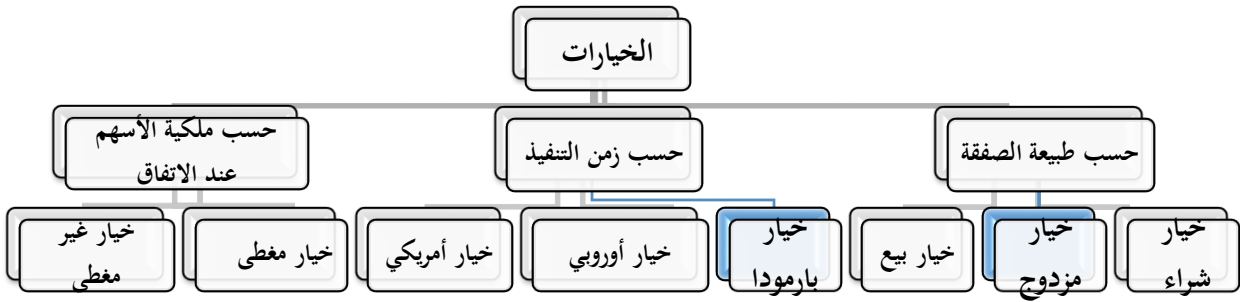
- تاريخ التنفيذ: هو تاريخ تنفيذ الصفقة، أي تحويل الخيار إلى عملية مبادلة مالية (إذا تم تنفيذ الخيار)، تسليم واستلام الأوراق المالية ومقابلها النقدي: هو تاريخ الاستحقاق في عقد الخيار الأوروبي، وهو أي يوم في فترة الاستحقاق في عقد الخيار الأمريكي.
- طبيعة الأصل المالي المتعاقد عليه: أي طبيعة الأصل الركيذة، وهو الأسهم في هذه الحالة، حيث تحدد كمية الأسهم وكمية عقود الخيار الموافقة لها، علما أن كل خيار يشتمل على 10 أسهم أو 100 سهم (السوق المالي الفرنسي، السوق الأمريكي على التوالي).
- سعر التنفيذ (K (Strike, Exercice price): هو السعر الذي على أساسه يتم تنفيذ العقد وتسوية الصفقة بين الطرفين، عادة ما يكون سعر الأسهم في السوق عند الاتفاق الأول (يسمى أيضا سعر الممارسة).
- سعر السوق (S (Stock price): القيمة السوقية للأسهم عند التنفيذ، سعر السهم في السوق الفوري (عند التقييم).
- العلاوة (المكافأة أو التعويض π (Premium): المبلغ الذي يتوجب على صاحب الخيار دفعه لمحرر الخيار عن كل سهم (سعر الخيار)، وتتحدد هذه العلاوة تبعا لعدة عوامل مثل القيمة السوقية للأسهم، فترة الاستحقاق، معدلات الفائدة وغيرها من العوامل ذات التأثير.

1 - 2 تصنيف خيارات الأسهم

من خلال الشكل رقم (2-3) المعتمد في غالبية المراجع التي تناولت موضوع الخيارات نستنتج وجود ثلاث مجموعات أساسية لعقود الخيار تتقاطع فيما بينها لتشكيل أنواعا أخرى من الخيارات المركبة. حيث توجد ثلاثة معايير لتصنيف الخيارات بشكل عام هي: الوقت أو الزمن المحدد لتنفيذ الصفقة، ملكية الأسهم عند الاتفاق على عقد الخيار، وطبيعة الصفقة بحد ذاتها.

شكل رقم (2-3): تصنيف الخيارات على الأسهم

¹ El karoui, N. (2004). Op. Cit, P. 15.



■ حسب زمن التنفيذ: سوف يكون هناك غالبا ثلاثة أنواع من الخيارات هي الخيار الأوروبي، الخيار الأمريكي وخيار برمودا.

✓ خيار أوروبي، سواء كان خيار شراء أو خيار بيع فهذا الخيار لا يمكن تنفيذه إلا في نهاية فترة الاستحقاق، بينما يمكن التفاوض عليه بنية المتاجرة به، لا علاقة للتسمية بالفضاء المالي أو جنسية المتعاملين فالخيار الأوروبي يمكن التعامل به في أي سوق مالي منظم عبر العالم (حسب المعروض في ذلك السوق).

✓ خيار أمريكي، هو خيار يمكن تنفيذه في أي تاريخ يفصل تاريخ التعاقد عن تاريخ الاستحقاق، هناك حرية في ممارسة حقوق الخيار في الوقت الذي يراه المستثمر مناسباً، ورغم أن التسمية لها علاقة بالأسلوب الأمريكي عند تصميم هذا النوع من الخيارات، إلا أنه بدوره موجود في فضاءات مالية أخرى خارج الوم أ.

✓ خيار برمودا، هو خيار يمكن تنفيذه ضمن فترات محددة داخل فترة الاستحقاق، أي أنه يجمع بين خصائص الخيارين السابقين، من ناحية هناك خيارات زمنية للتنفيذ أكثر من الخيار الأوروبي، ومن ناحية أخرى تلك الفترات محددة بشكل أكبر منها في الخيار الأمريكي الذي يعد مفتوحاً بشكل مطلق. إذا، ليس لهذا التمييز أية علاقة بجنسية المتعاملين أو بالجغرافيا التي ينتمي إليها الفضاء المالي وإنما بشروط التنفيذ المشار إليها أعلاه. غالبية الخيارات المتداولة تكون أمريكية، رغم أن التعامل بالخيارات الأوروبية يعد الأسهل من حيث التحليل، ولذلك يتم الاعتماد على هذه الأخيرة في فهم خصائص الخيارات الأمريكية².

■ حسب ملكية الأصول الضمنية: يمكن القول بوجود خيارات مالية مغطاة المركز وأخرى مكشوفة المركز.

✓ خيار مغطى، يكون البائع سواء في خيار الشراء أو خيار البيع مالكا للأصل الضمني (الأسهم) عند التفاوض.

✓ خيار غير مغطى، يكون البائع غير مالكا للأصل الركيزة عند التعاقد، ويمكنه لاحقا إذا تقرر تنفيذ الخيار شراء الأصل وتسليمه، أما إذا لم ينفذ الخيار فقد تحرر من ضرورة اقتناء الأصل الضمني

² Hull, J. (2012). Op. Cit, P 194.

(الأسهم)، ويكون محرر خيار (خيار الشراء) قد استفاد من قيمة العلاوة دون أدنى التزام أو قيد أو إنفاق، لذلك يسمى بالخيار على المكشوف.

■ حسب طبيعة الصفقة (المركز): توجد خيارات الشراء وخيارات البيع والخيارات المركبة أو المزدوجة على اختلاف أنواعها.

✓ خيار الشراء، حيث مشتري الخيار أو صاحب الخيار الذي يتخذ القرار هو المشتري (الراغب في الشراء) والذي يأخذ مركزا طويلا ويدفع العلاوة، والمحرر هو بائع الأسهم الذي يأخذ مركزا قصيرا ويحصل على العلاوة.

✓ خيار البيع، حيث مشتري الخيار أو صاحب الخيار الذي يتخذ القرار هو البائع (الراغب في البيع)، والذي يأخذ مركزا طويلا ويدفع العلاوة، والمحرر هو مشتري الأسهم الذي يأخذ مركزا قصيرا ويحصل على العلاوة.

✓ يمكننا أيضا الحديث عن الخيارات المزدوجة التي تجمع الخيارين معا (كالخيارات من النوع (Straddle).

- آلية التعامل بالخيارات المالية على الأسهم

2 - 1 خيار الشراء

عقد خيار الشراء Call option هو عقد اختياري شرطي بين طرفين، يعطي لصاحب الخيار (مشتري الأسهم) الحق بأن يشتري من محرر الخيار (بائع الأسهم) عددا من الأسهم، بسعر تنفيذ محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، بحيث يتوقع صاحب الخيار ارتفاع القيمة السوقية للأسهم لاحقا، ويعمل على التحوط من هذا الارتفاع المحتمل. ينص الاتفاق على بيع الأسهم بسعر التنفيذ مهما كان سعر السوق عند تاريخ الاستحقاق، أو خلال فترة الاستحقاق، إذا ما تحققت توقعات صاحب الخيار وارتفعت أسعار الأسهم، مقابل حصول محرر الخيار على تعويض أو علاوة مدفوعة عند الاتفاق، تعوّضه عن رهن رغبته في التنفيذ أو عدم التنفيذ، فيكون ملزما ببيع الأسهم محل التعاقد إذا ما قرّر صاحب الخيار التنفيذ. نتائج الطرفين في الصفقة تتحدد كما يلي:

صاحب الخيار: مشتري الخيار، وهو الطرف الذي يأخذ مركزا طويلا

أ - حالة ارتفاع أسعار الأسهم: تحققت توقعاته، يقرر تنفيذ الصفقة.

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر السوق - سعر التنفيذ) - العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = [(S - K) - \pi] \times 10 \times N$$

ب - حالة انخفاض أسعار الأسهم: لم تتحقق توقعاته، يقرر عدم تنفيذ الصفقة.

النتيجة عن السهم الواحد = - العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = (-\pi) \times 10 \times N$$

محرر الخيار: بائع الخيار، وهو الطرف الذي يأخذ مركزا قصيرا

أ - حالة ارتفاع أسعار الأسهم: لم تتحقق توقعاته، يقرر صاحب الخيار تنفيذ الصفقة

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر التنفيذ - سعر السوق) + العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = [(K - S) + \pi] \times 10 \times N$$

ب - حالة انخفاض أسعار الأسهم: تحققت توقعاته، يقرر صاحب الخيار عدم تنفيذ الصفقة.

النتيجة عن السهم الواحد = العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = (\pi) \times 10 \times N$$

2 - 2 خيار البيع

يعطي عقد خيار البيع Put option لصاحب الخيار (بائع الأسهم) الحق بأن يبيع لمحرر الخيار (مشتري الأسهم) عددا من الأسهم، بسعر تنفيذ محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، بحيث يتوقع صاحب الخيار انخفاض القيمة السوقية للأسهم لاحقا. ينص الاتفاق على بيع الأسهم بسعر التنفيذ مهما كان سعر السوق عند تاريخ الاستحقاق، أو خلال فترة الاستحقاق، إذا ما تحققت توقعات صاحب الخيار وانخفضت أسعار الأسهم، مقابل حصول محرر الخيار على علاوة مدفوعة عند الاتفاق، تعوضه عن رهن رغبته في التنفيذ أو عدم التنفيذ، فيكون ملزما بشراء الأسهم محل التعاقد إذا ما قرر صاحب الخيار التنفيذ.

نتائج الطرفين في الصفقة تتحدد كما يلي:

■ صاحب الخيار

أ - حالة انخفاض أسعار الأسهم: تحققت توقعاته، يقرر تنفيذ الصفقة.

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر التنفيذ - سعر السوق) - العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = [(K - S) - \pi] \times 10 \times N$$

ب - حالة ارتفاع أسعار الأسهم: لم تتحقق توقعاته، يقرر عدم تنفيذ الصفقة.

النتيجة عن السهم الواحد = - العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = (-\pi) \times 10 \times N$$

■ محرر الخيار

أ - حالة انخفاض أسعار الأسهم: لم تتحقق توقعاته، يقرر صاحب الخيار تنفيذ الصفقة

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر السوق - سعر التنفيذ) + العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = [(S - K) + \pi] \times 10 \times N$$

ب - حالة ارتفاع أسعار الأسهم: تحققت توقعاته، يقرر صاحب الخيار عدم تنفيذ الصفقة.

النتيجة عن السهم الواحد = العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد $\times 10 \times$ عدد الخيارات N

$$P = (\pi) \times 10 \times N$$

2 - 3 الخيارات المزدوجة

الخيارات المزدوجة أو المركبة أو المزيج (Combination) هي استراتيجية تداول على الخيارات

تنطوي على أخذ مراكز على خيارات الشراء والبيع التي تضم نفس الأصول الضمنية بشكل متزامن.

هناك عدة أنواع من هذه الخيارات المركبة منها: Straddle, Strangles

Straddles

وهي استراتيجية الحصول على خيارات الشراء وخيارات البيع لنفس الاستحقاقات وبنفس سعر

التنفيذ عندما تكون هناك توقعات حول تقلبات سعرية حادة لأسعار الأسهم. تسمح هذه الاستراتيجية

بتسقيف حجم الخسارة عند مجموع العلاوتين المدفوعتين عن الخيارين (سعر الأسهم في السوق يساوي

سعر التنفيذ)، في حين يمكن تحقيق أرباح متزايدة عند الحدين التاليين (عتبة المرادوية لهذا الاستثمار):

- ارتفاع سعر الأسهم عن سعر التنفيذ بقيمة العلاوتين.

- انخفاض سعر الأسهم عن سعر التنفيذ بقيمة العلاوتين.

أما عن مميزات الخيار المزدوج فيمكن عرض البعض منها فيما يلي:

- عدم وجود حاجة لتحديد وضعية معينة من التوقعات حول الحركة السعرية للأصول الضمنية.

- تحجيم الخسارة وتحديد مسبقا (مجموع العلاوات المدفوعة).

- المضاربة على التقلبات السعرية الحادة وليس على الاتجاه السعري (تحويل التقلب من خطر إلى مصدر

للقيمة، إضافة إلى كون التقلبات محدد من محددات قيمة الخيار).

- استخدام هذه الاستراتيجية المبنية على المضاربة على التقلبات في حالات معينة، مثل: تحليل فني من

خلال الرسوم يشير إلى مرحلة الخروج من تجميع أفقي لأن الاتجاه السعري سيكون حادا، تحليل أساسي

يشير إلى حدث أو خبر اقتصادي ذو تأثير على الأصول الضمنية أو معلومات حول أداء الشركة المصدرة،

مرحلة اضطراب سعري غير معتاد كالأزمات المالية وحالات الترقب التي تلمها. تجدر الإشارة إلى أن هناك من يستخدم مفردة "التألق"³ لترجمة عبارة Straddle. يعد هذا النوع الأشهر ضمن الخيارات المركبة⁴. ويمكن إجمال النتائج المترتبة عن هذه الاستراتيجية في الجدول التالي:

الحركة السعرية	نتائج خيار الشراء	نتائج خيار البيع	النتائج الإجمالية
$S \leq K$	0	$K - S$	$K - S$
$S > K$	$S - K$	0	$S - K$

Strangles

هي أيضا خيارات مزدوجة أو مركبة، ويتعلق الأمر بشراء خيارات شراء وخيارات بيع لنفس الاستحقاق مع اختلاف سعر التنفيذ، ويمكن تحقيق وضعية مربحة في حالة تقلبات جد مرتفعة صعودا ونزولا لأسعار الأصول الضمنية، تسمى هذه الخيارات أيضا بـ "المزيج العمودي القاعدي Bottom vertical combination"⁵. وتسمح هذه الاستراتيجية أيضا بتسقيف حجم الخسارة عند مجموع العلاوتين المدفوعتين عن الخيارين ولكن هذه الخسارة لا تحدث عند نقطة معينة (سعر التنفيذ يساوي سعر السوق) ولكن ضمن مجال سعري يمتد من سعر تنفيذ خيار البيع إلى سعر تنفيذ خيار الشراء، ويمكن تقليص الخسارة بعد هذين الحدين حتى الوصول إلى عتبة المردودية.

يمكن تحقيق أرباح متزايدة عند:

- ارتفاع سعر الأسمه عن سعر التنفيذ بقيمة العلاوتين
- انخفاض سعر الأسمه عن سعر التنفيذ بقيمة العلاوتين.

3 - الغرض من التعامل بالخيارات المالية

تبقى عمليات السوق دائما واحدة من ثلاث عمليات أساسية هي المراجعة أو التحكيم (الدخول في عملية استثمار مالي)، التغطية وإدارة المخاطر المرتبطة بالعمليات الاستثمارية والمضاربة للاستفادة من الفروقات السعرية. وسوف تكون هذه العمليات هدفا للمستثمر المتعامل بالخيارات المالية الذي يأخذ مركزا طويلا على تلك الخيارات.

بالنسبة لمشتري الخيار:

قد يهدف صاحب الخيار إلى التغطية أو المضاربة على الأصول الضمنية أو الخيارات بحد ذاتها: **التغطية:** يسعى المتحوط الذي يأخذ مركزا طويلا على الخيارات للحماية من تقلبات الأسعار عند مباشرة عملية استثمار مالي حقيقية (التغطية لأغراض استثمارية حقيقية)، بمعنى وجود رغبة مؤجلة التنفيذ

³هاشم فوزي دباس العبادي، نفس المرجع السابق، ص254.

⁴ Hull, J. (2012). Op. Cit, P.246.

⁵ Ibid, P. 247.

في الحصول على الأصل المالي (الأسهم). في هذه الحالة لا يمكن إلغاء الخطر تماما ولكن يمكن تحويله إلى الطرف المقابل، وهي استراتيجية من استراتيجيات إدارة المخاطر. كما يمكن لعملية التغطية أن تترافق مع عملية مراجعة للاستفادة من فروقات الأسعار وتحقيق أرباح عادية. تستخدم خيارات الشراء كذلك في عمليات التسيير لإدارة مشاكل الوكالة بين الملاك والمسيرين، فقد تمنح كتحفيز للمسيرين بغية إدماجهم تلقائيا في سيرورة تحسين الأداء (عبر التسعير في السوق المالي) لأن لا قيمة لتلك الخيارات، سواء عزم المسيرين-الذين حصلوا عليها كمكافئة أداء- على تنفيذها أو التنازل عنها، ما لم ترتفع القيمة السوقية للأسهم المكونة لها (برامج Stock - options).

المضاربة: يمكن من خلال الخيارات المالية المضاربة وجني الأرباح دون حدود، حيث يمكن المضاربة على الأصول المالية المكونة للخيار بالصعود أو النزول من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار خلال فترة الاستحقاق. كما يمكن المضاربة على الخيارات بحد ذاتها باعتبارها أدوات مالية قائمة بذاتها، وتكاد تكون عملية المتاجرة بالخيارات والتفاوض عليها الهدف الأساسي من الدخول في مثل هذه العمليات المشروطة.

بالنسبة لمحرر الخيار

الهدف الأساسي للطرف المقابل في الصفقة، الذي يأخذ بصفته محررا مركزا قصيرا، هو المضاربة، وذلك من خلال الحصول على المكافأة أي العلاوة وإلغاء الصفقة، نتيجة وجود توقعات متعاكسة يراهن عليها. بحيث يمكنه الاستفادة من عائد مؤكد وثابت متمثل في المكافأة، من عملية رمزية أو شكلية (كما يتصور) في حال عدم تنفيذ الصفقة (لا توجد صفقة حقيقية نتج عنها أي تدفق نقدي بين الطرفين سوى تدفق العلاوة).