

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة النجاح الوطنية

كلية الدراسات العليا

تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية  
من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية

إعداد

زاهرة يونس محمد سودة

إشراف

د. غسان شريف خالد

د. حسن فلاح حسن

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين

2006م



تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية  
(من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية)

إعداد

زاهرة يونس محمد سودة

نوقشت هذه الأطروحة بتاريخ 2006/05/18 وأجيزت

التوقيع

.....

أعضاء اللجنة

د. غسان شريف خالد / جامعة النجاح الوطنية (رئيساً)

.....

د. حسن فلاح حسن / جامعة النجاح الوطنية (مشرفاً ثانياً)

.....

د. امين دواس / الجامعة العربية الامريكية (ممتحنا خارجياً)

.....

د. علي السرطاوي / جامعة النجاح الوطنية (ممتحنا داخلياً)

## إهداء

إهداء إلى أعلى من في وجودي والدي العزيز الذي كان وما زال عوناً وفخراً لي.....

إهداء إلى حبيبتي الغالية أمي.....

إهداء خاص إلى زوجي العزيز وعلى دوام مساندته ودعمه لي.....

إهداء إلى جميع أخوتي وأخواتي وأحبائي.....

إهداء إلى أبنائي أحبائي أنوار دربي عربي ومحمد.....

إهداء إلى جميع الأصدقاء والأحباء والى كل من علمني يوماً حرفاً.....

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والشكر دوماً لله الذي أهدانا إلى الصراط المستقيم

شكر وتقدير للدكتور غسان شريف خالد الذي اشرف على أطروحتي والذي له فضل كبير في إرشاداته وتوجيهاته الهامة.

شكر وتقدير للدكتور حسن فلاح السفاريني مؤسس قسم المنازعات الضريبية وأستاذي ومشرفي أيضاً.

شكر وتقدير للدكتور علي السرطاوي الممتحن الداخلي وللدكتور أمين دواس الممتحن الخارجي أعضاء لجنة المناقشة.

شكر وتقدير لهيئة جامعة النجاح الوطنية ولجميع أساتذتي فيها وكذلك العاملين فيها والى كل من ساعد في إنجاز هذه الأطروحة.

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
ت	إهداء
ث	شكر، وتقدير
ج	قائمة المحتويات
ر	قائمة الجداول وقائمة الرسوم البيانية
ز	تقديم
س	أهمية الدراسة
س	أهداف الدراسة
ش	منهجية البحث
ص	دراسات سابقة
ع	الملخص
1	<b>الفصل الأول: الأسواق المالية</b>
3	المبحث الأول: الأسواق المالية أهميتها ووظائفها وأدواتها
3	المطلب الأول: الأسواق المالية أهميتها ووظائفها
3	أولاً: تطور مفهوم السوق المالي
4	ثانياً: تعريف السوق المالي
4	ثالثاً: البورصات
5	رابعاً : أهمية السوق المالي
9	خامساً : الوظائف التي يقوم فيها السوق المالي
10	سادساً : أركان السوق المالي الرئيسية
11	المطلب الثاني : أدوات الاستثمار في الأسواق المالية
11	الفرع الأول: الأدوات الإستثمارية غير القابلة للتداول
13	أولاً: الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في السوق النقدية
16	ثانياً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق رأس المال
13	الفرع الثاني: أصول استثمارية قابلة للتداول
13	أولاً: الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في السوق النقدية
16	ثانياً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق رأس المال

20	المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية ومعايير التقسيم
20	المطلب الأول: أقسام الأسواق المالية
21	الفرع الأول: أسواق رأس المال
29	الفرع الثاني: أسواق النقد
30	الفرع الثالث: الأسواق المالية العالمية
36	المطلب الثاني: معايير التقسيم للأسواق المالية
36	الفرع الأول: المعيار من حيث الإجراءات (المراحل) التي تمر فيها الأوراق المالية في الأسواق
38	الفرع الثاني: معايير أخرى لتقسيم الأسواق المالية
44	هيكل أقسام الاسواق المالية
45	<b>الفصل الثاني: نشأة وتنظيم العقود المستقبلية وأسواقها</b>
46	المبحث الأول:العقود المستقبلية وأنواعها
46	المطلب الأول: ماهية العقود المستقبلية، تطورها،سماتها وعناصرها
46	أولاً: نشأة أسواق العقود المستقبلية
48	ثانياً:تعريف العقود المستقبلية
49	ثالثاً: أسواق العقود المستقبلية
50	رابعاً: سمات العقود المستقبلية
51	خامساً: الشروط الواجب توفرها في السلع التي يتم التعاقد عليها في العقود المستقبلية
51	سادساً: عناصر العقود المستقبلية
52	المطلب الثاني: انواع العقود المستقبلية ومقارنتها مع عقود الاختيار
52	الفرع الأول: أنواع العقود المستقبلية
57	الفرع الثاني: مقارنة بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية الأخرى
61	الفرع الثالث: عقود اخرى متداولة في السوق المستقبلي
66	المبحث الثاني: تنظيم أسواق العقود المستقبلية
66	المطلب الأول: أهمية سوق العقود المستقبلية وأعضاء السوق
66	أولاً: أهمية سوق العقود المستقبلية
67	ثانياً: أعضاء أسواق العقود المستقبلية
70	ثالثاً: بيت التسوية (غرفة التفاضل)
71	رابعاً: بيوت السمسرة

72	خامساً: الأسواق المستقبلية وأزمة يوم الاثنين الأسود
74	المطلب الثاني: إجراءات التعامل بالأسواق المستقبلية
75	أولاً: إجراءات التعامل بالأسواق المستقبلية
77	ثانياً: أوامر السوق في سوق فلسطين المالي
78	ثالثاً: أوامر السوق في الأسواق المستقبلية
80	<b>الفصل الثالث: عقود الاختيار و التنظيم القانوني والإداري لها في أسواق الاختيار</b>
82	المبحث الأول: التنظيم القانوني لعقود الاختيار وأنواعها
82	المطلب الأول: التنظيم القانوني لعقود الاختيار
82	أولاً: فلسفة حقوق الاختيار
84	ثانياً: ماهية عقد الاختيار
84	ثالثاً: أهمية حقوق عقود الاختيار
87	رابعاً: عناصر عقد الاختيار
88	خامساً: الآثار المترتبة على أطراف عقد الاختيار
89	سادساً: معايير تقسيم عقود الاختيار
90	المطلب الثاني: أنواع عقود الاختيار وخصائصها
90	أولاً: عقود اختيار الشراء
95	ثانياً: عقود اختيار البيع
96	ثالثاً: اختيارات مؤشرات السوق
97	رابعاً: حقوق اختيار أسعار الفائدة
100	خامساً: اختيار السوفكس
100	سادساً: خصائص عقود الاختيار
102	سابعاً: المراجعة في الاختيار
103	ثامناً: لرفع في سوق الاختيار
104	المبحث الثاني: التنظيم القانوني والإداري لأسواق الاختيار المنظمة
104	المطلب الأول: التنظيم القانوني في أسواق الاختيار المنظمة
104	أولاً: نشوء وتطور أسواق الاختيار
105	ثانياً: أنواع أسواق الاختيار
107	ثالثاً: تنظيم الإجراءات في أسواق الاختيار المنظمة
108	رابعاً: التنظيم القانوني لشروط تعاقد حقوق الاختيار

111	خامسا: تحديد المسؤولية عن الصفقات
113	المطلب الثاني: التنظيم الإداري والإجراءات المتبعة في أسواق الاختيار المنظمة
113	الفرع الأول: التنظيم والتسجيل والعضوية في أسواق الاختيار
118	الفرع الثاني: الإجراءات المتبعة في أسواق الاختيار
123	<b>الفصل الرابع: التقييم الاقتصادي والتنظيم المحاسبي لعقود الاختيار</b>
124	المبحث الأول: أساليب تقييم قيمة الاختيار اقتصاديا ومقاييس حساسية مخاطرها
124	الفرع الأول: أساليب تحديد قيمة حق الاختيار
126	الفرع الثاني: أساليب تسعير حقوق الاختيار
134	الفرع الثالث: مقاييس حساسية عقود الاختيار
137	المبحث الثاني: التنظيم المحاسبي لعقود الاختيار
137	الفرع الأول: محددات سعر الاختيار
150	الفرع الثاني: هامش تأمين الاختيار
155	الفرع الثالث: تأثير سوق الاختيار على السوق الحاضرة
158	<b>الفصل الخامس: استراتيجيات الاستثمار في عقود الاختيار والمعالجة الضريبية لها</b>
159	المبحث الأول: الاستراتيجيات التي تقوم على اختيار واحد
159	الفرع الأول: دوافع المشتريين
169	الفرع الثاني: دوافع البائعين
176	الفرع الثالث: استراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعرية مختلفة
178	المبحث الثاني: استراتيجيات تتضمن تشكيكه من الاختيارات
178	الفرع الأول: استراتيجيات تتضمن توليفة من اختيارات شراء
187	الفرع الثاني: استراتيجيات تتضمن اختيار شراء وبيع
192	الفرع الثالث: استراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق
195	الفرع الرابع: استراتيجيات التغطية على الأوراق المالية باستخدام عقود الاختيار
202	الفرع الخامس: استراتيجيات تأمين المحفظة
207	المبحث الثالث: المعالجة الضريبية لعقود الاختيار
207	المطلب الأول: تكلفة المعاملات
212	المطلب الثاني: الضريبة على أرباح عقود الاختيار

218	الفصل السادس: التكيف الشرعي لعقود الاختيار
219	المبحث الأول: التكيف الفقهي الإسلامي للأسواق المالية ولعقود الاختيار
219	أولاً: التكيف الفقهي الإسلامي للأسواق المالية
220	ثانياً: الفرق بين المضاربة المشروعة والمضاربة غير المشروعة (المقامرة، المراهنة)
221	ثالثاً: أهمية المضاربة المشروعة في البورصة
223	رابعاً: تعريف عقود الاختيار
224	خامساً: الرأي الشرعي الإسلامي لشروط عمليات الاختيار
228	المبحث الثاني: الآراء المجيزة والآراء الغير مجيزة لعقود الاختيار
228	أولاً: الآراء المجيزة لعقود الاختيار
229	ثانياً: الآراء الغير المجيزة لعقود الاختيار
231	ثالثاً: حكمة مشروعية الخيارات، (الشرط في عملية الاختيار)
233	رابعاً: حكمة مشروعية خيار الشرط من وجهة نظر أخرى
235	خامساً: رأي الباحثة في هذا المجال
237	سادساً: البدائل الشرعية للخيارات مثل
238	النتائج
240	التوصيات
242	قائمة المصادر والمراجع والدوريات
249	الملاحق
a	الملخص بالإنجليزية

## قائمة الجداول

180	الجدول (1-5) سعر اختيار الشراء على سهم منشأة
192	الجدول (2-5) مثال على أسعار الاختيار لمؤشر ستاند انديور 100

## قائمة الرسومات البيانية

126	الرسم البياني رقم (1-4) القيمة الزمنية والقيمة الفعلية للسعر
127	الرسم البياني رقم (2-4) قيمة حق اختيار الشراء لأسهم عادية
127	الرسم البياني رقم (3-4) قيمة حق اختيار البيع لأسهم عادية
164	الرسم البياني رقم (1-5) شراء حق الشراء
169	الرسم البياني رقم (2-5) شراء حق البيع
171	الرسم البياني رقم (3-5) بيع اختيار شراء
175	الرسم البياني رقم (4-5) تحرير عقد اختيار بيع
190	الرسم البياني رقم (5-5) إستراتيجية شراء اختيار بيع واختيار شراء
196	الرسم البياني رقم (6-5) عملية التغطية لاختيار الشراء المصدر
198	الرسم البياني رقم (7-5) شراء اختيار البيع
199	الرسم البياني رقم (8-5) شراء اختيار البيع غير مغطى

## تقديم:

إن انفتاح أسواق الاستثمار في العقود الأخيرة والذي جعلها أقرب إلى إن تكون سوقاً واحدة، وما يصيب هذه الأسواق من تقلبات حادة على اختلاف مواقفها ومجالات العمل فيها، كذلك الاتجاه العالمي المتزايد نحو التسهيل المالي والإجرائي بقصد حفز تدفق الاستثمارات الدولية عبر العالم، حيث ظهرت هناك فئة متخصصة يطلق عليها المهندسون الماليون والذين يبذلون جهوداً كبيرة لتلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق ابتداع عقود أدوات استثمار مالي جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة وغير المتناهية، والتي من ضمنها ابتداع فكرة المشتقات المالية (العقود المستقبلية) بهدف التحوط المالي والتي تعد عقود الاختيار جزءاً منها.

حيث تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي المستثمر الحماية لاستثماراته من خلال الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وبشكل خاص المخاطر المتعلقة بتقلب الأسعار، ويتم اللجوء إلى هذه العقود الاختيارية من أجل حماية نفسها في مواجهة المخاطر ووفرة الإنتاج وتدهور الأسعار وتأمين التغطية على ما يملكون من أصول، كما تستخدم بهدف المضاربة، كل هذا تعطي لأسواق الاختيار أهمية خاصة تزداد تأكيداً واتساعاً يوماً بعد يوم.

وبالنسبة لوطننا العربي فإن الحاجة لها تصبح أكثر إلحاحاً ووضوحاً إذا أدركنا الأبعاد الحقيقية للأنشطة الاستثمارية العربية في مختلف الأسواق كما وكيفاً، وإذا ما كان هناك تحريماً لهذه العقود في شريعتنا الإسلامية لا بد من توفير بدائل لهذه العقود مبنية على الأصول الإسلامية كي تحل الفراغ الذي يتركه عدم التداول بهذه العقود.

ولهذا كان موضوع الدراسة يركز على الأسواق المالية بشكل عام وعقود الاختيار بشكل خاص بدراسة جميع جوانبه والخروج بمقترحات حول هذا العقد.

## أهمية الدراسة

1- موضوع عقود الاختيار بما يحويه من معلومات ومساءل لا تعد من المواضيع المتعارف عليها بين الناس وخاصة في الوطن العربي، ويقصد بالناس كافة أنواع الناس سواء كانوا أكاديميين أم مستثمرين متعاملين في الأسواق المالية، وحتى بعض موظفي الأسواق المالية ورجال الأعمال، وفئة كبيرة من الناس الذين يعوون طبيعة هذه العقود ويظنون أنها عمليات شائكة ومعقدة حيث يتجنبوا الخوض فيها، الأمر الذي يوجب دراسة هذه العقود بها.

2- الجد في هذه الدراسة وحدائتها، حيث إن هذه العقود تم تناولها من بعض الباحثين، ولكن بشكل جزئي ومنهم من تحدث فيه بعموميته، ومنهم من تناوله من النواحي القانونية فقط وآخر تحدث عن النواحي الفنية له، كذلك أوضح البعض حكم مشروعيته وفق الأصول الإسلامية والقليل منهم من تحدث عن المسائل الضريبية المتعلقة بهذه العقود والتقييم الاقتصادي لها، أي لم تكن هناك دراسة شمولية لهذا الموضوع من جميع جوانبه في مؤلف واحد وهذا ما حاولت إتمامه في هذه الرسالة.

## أهداف الدراسة

1- تهدف إلى وضع دراسة وافية وشاملة لجميع المواضيع المتعلقة بالعقد محل الدراسة في مؤلف واحد وللتسهيل على الباحثين الحصول على المعلومات المتعلقة بالموضوع من مؤلف واحد بدلاً من الرجوع إلى عدة مؤلفات والتي غالباً لا تحمل في عناوينها عقد الاختيار.

2- دراسة وتبيان الجوانب الإدارية والقانونية والفنية والضريبية لهذه العقود.

3- التعرف على الجانب الشرعي لهذه العقود من منظور إسلامي، والآثار الإيجابية والسلبية المترتبة على استخدام هذه العقود في الأسواق من النواحي الشرعية والاقتصادية.

4- التعرف على مدى إمكانية العمل بعقود الاختيار في سوق فلسطين المالي ضمن الإمكانيات الحالية، والخروج بمقترحات وآراء بالنسبة لأهمية السوق المالي من جهة وعقود الاختيار من جهة أخرى، واثار عقود الاختيار على السوق المالي.

## منهجية البحث

تم إتباع منهج البحث العلمي التاريخي في سرد المعلومات كما استخدم المنهج النظري الوصفي التحليلي لموضوع الدراسة وذلك بالرجوع في هذا البحث إلى نوعين من البيانات:

1- البيانات الأولية والتي جمعت من خلال مقابلات شخصية واستفسارات ممن لهم علاقة (اطلاع) على الموضوع.

2- البيانات الثانوية والتي تم جمعها من خلال الرجوع إلى أدبيات البحث من مراجع تناولت الموضوع والقوانين والدراسات السابقة من مجلات وانترنت ومنشورات.

3- بعد دراسة شاملة لموضوع عقود الاختيار، استخدمت أسلوب في ترتيب المواضيع والمعلومات والأفكار بطريقة متسلسلة مع مراعاة ترابطها وألوية العرض.

## دراسات سابقة

### اولا: رسالة بعنوان الأسواق المالية في الاسلام

في دراسة لرسالة ماجستير للطالب محمود علي الجبالي، بعنوان الأسواق المالية في الاسلام، باشراف الدكتور زكريا القضاة، جامعة اليرموك 1991، ص 93، اعتبر العمليات الاجلة والتي هي باطة وقطعية، ان هذه العمليات غير جائزة للاسباب التالية: 1- الالتزامات والحقوق من هذه العمليات يشوبها كثير من الضرر والجهالة، فالبيع معناه تسليم المشتري المبيع، ويعني ذلك تحمله الربح والخسارة، وهذا لا يحدث واذا ما سميناه وعداً بالبيع، فهذا غير صحيح، لان الوعد بالبيع غير ملزم والبيع البات القطعي ملزم. 2- لا حاجة اقتصادية تدعو للعمليات الاجلة على اختلافها سواء باته او شرطية، لان من يريد استثمار اموال والمساهمة في شركة معينة، يمكنه اختيار الوقت الملائم للانجاز مثل هذه المشاركة، ثم انجازها في العمليات العاجلة.

### ثانيا- في دراسة من المجلة العربية للادارة، مج 24، ع 1، حزيران - 2004 -

مقتطفات من دراسة عنوانها الواقع الاستثماري في مناطق السلطة الفلسطينية وسيل حزب الاستثمارات العربية لاعادة بناء الاقتصاد الفلسطيني ودمجه مع المحيط العربي، د. نصر عبد الكريم، هدفت الدول النامية الى تبني برامج لتسهيل دمج اقتصادياتها مع الاقتصاد العالمي وذلك بالتنافس لاجتذاب استثمار رأس المال لديها، حيث نمت هذه الاستثمارات بصورة كبيرة ومتسارعة لتصل الى 1.3 ترليون في العام 2000، بزيادة مقدارها 18% عن عام 1999، حيث حظيت الدول المتبقية على النصيب الاكبر من هذه الاستثمارات بينما كان نصيب الدول العربية حوالي 9.5 مليار دولار من اجمالي حركة نفقات الاستثمار الاجنبي المباشر 1.3 ترليون دولار، أي بلغت حصة الدول العربية من هذا التوقع اقل من 1% من اجمالي التوقعات الاستثمارية العالمية، والتي تركزت هذه الاستثمارات في السعودية ومصر والمغرب. بالمقابل تتباين التقديرات بشأن الاموال العربية المستثمرة في الخارج، اذ تقدرها المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ما بين 800 و 1000 مليار دولار، في حين يقدرها مجلس الوحدة

الاقتصادية العربية بحوالي 2400 مليار دولار، والسبب في هذا التباين هو السرية التي يحرص معظم المستثمرين احاطة انفسهم بها، ومن هنا يشير د. عبد الكريم الى الحاجة الشديدة للاقتصاد العربي لهذه الاموال المهاجرة، وانها يجب ان تكون المهمة الأولى والاساسية لبرنامج تشجيع الاستثمار في الدول العربية وهي اعادة توطين هذه الاستثمارات النازحة. وفي نفس الدراسة يشير د. عبد الكريم الى اهمية تفكيك الاقتصاد الفلسطيني عن الاقتصاد الاسرائيلي واعادة دمجها في الاقتصاديات العربية لتمكينه من تعويض للاضرار. وزيادة الاستثمار في فلسطين يعمل على استيعاب موظفين جدد ويقلص العمالة من الفلسطينيين في اسرائيل نتيجة لتوفير الوظائف والعمال في هذه المشاريع. كما وضع مقترحات خاصة لتحفيز الاستثمار في المناطق الفلسطينية ومن اهمها السماح بادراج أسهم الشركات الفلسطينية القوية العاملة او قيد التأسيس في الأسواق المالية العربية ليسهل ربط وتكامل سوق فلسطين للاوراق المالية مع باقي الأسواق العربية وحصول الشركات على رؤوس اموال ضرورية للتوسع والنمو.

### ثالثا: مخاطر المشتقات المالية

إن غالبية الشركات تعترف بصورة متزايدة بالحاجة لإدارة المخاطر المالية بصورة نشيطة لتجنب التعرض المتزايد للخسارة المتأتمية من تغيرات الأسعار (مثلا أسعار الفائدة) ويزور متغيرات اقتصادية ومالية عديدة أخرى فتحت أبواب العولمة المجال أمامها واسعا. إذ لا تتلاءم التكلفة التاريخية للموجودات والمطلوبات المالية مع القرارات الإدارية المتعلقة بإدارة المخاطرة، وتجادل ورقة لجنة المعايير المحاسبية الدولية بان الشركة ينبغي أن تقيس جميع الموجودات والمطلوبات المالية بالقيمة العادلة في كل مرحلة من مراحل التقييم الأولى، وما بعد يؤدي كل ذلك إلى أساليب قياس مستحدثة تكون قابلة للمقارنة بين الشركات وأنشطتها الداخلية وتكون منسجمة مع الطريقة التي تدار فيها المخاطرة المالية في الوقت الحاضر ومستقبلا.

ويستخدم الوفاء المحاسبي (Hedge Accounting) في تصحيح تأثيرات (عدم التطابق) بين الإيرادات والمصروفات (Mismatching) عند تحديد الدخل نتيجة حالات عدم الانسجام في الإثبات والقياس المحاسبي. ومن المعترف فيه أن هناك مشكلات عديدة تواجه موضوع الوفاء

المحاسبي. فقد ثبت انه من المستحيل صياغة معايير الوقاء المحاسبي التي لا تعاني من مرونة كبيرة في التفسير مما قد يؤدي إلى تطبيق غير متناسق . كما أن التوجيه قد يكون معقدا. لذا فان مقترحات الاعتراف والقياس تقلل من الحاجة إلى الوقاء المحاسبي من خلال تقليل حالات عدم التطابق . وتبقى بعض حالات عدم التطابق حيث تستخدم الشركة أداة مالية للتخفيف من المخاطر المالية المتوقعة والمصاحبة للعملية الاقتصادية.

وتقترح دراسة حول هذا الموضوع بان المنشأة قد تعرض الأرباح والخسائر الرأسمالية الناشئة عن الموجودات والمطلوبات المالية التي تنطبق عليها شروطا معينة للأهلية (وهذه يجب أن تسمى عمليات وقائية أما من المعاملات غير الملتزم فيها والتي لا تقاس بالقيمة العادلة، أو من الالتزامات غير المعترف فيها أو من الموجودات والمطلوبات المقومة بالتكلفة) وذلك في أي من الحالتين الآتيتين: أولا أن تعرض خارج قائمة الدخل في بيان أداء منفصل وفي هذه الحالة سوف تنقل الأرباح والخسائر إلى قائمة الدخل للمدة المستقبلية عندما تؤثر المعاملات الوقائية على الدخل مع الإفصاح عن الظروف والمبالغ وثانيا أن يتم عرضها كبنود محددة بصورة منفصلة في قائمة الدخل. وفي أي من الحالتين المذكورتين أنفا فانه لا بد من الإفصاح عن طبيعة معاملات الوقاء المعنية ومداهها. وتعد مسألة فهم أغراض إدارة المخاطرة المالية وسياساتها لأي منشأة أساسية لفهم كيفية استخدام الأدوات المالية وفي ضوء التطورات في توسيع التطبيق العملي والمعايير المقترحة تعتقد اللجنة التوجيهية للأدوات المالية بضرورة الإفصاح قدر المستطاع كما تقترح عددا من الطرق لتحسينه وبخاصة عمليات كشف المخاطرة المالية في ضوء التطورات الجديدة في مجال قياس حساسية المخاطرة ومقاييس القيمة المعرضة للمخاطرة. ومن خلال المستقبل المنظور فان الهيئات والمؤسسات المالية والمحاسبية الخليجية المسئولة عن تطوير التطبيقات العملية الخاصة بمحاسبة الأدوات المالية، وخاصة المشتقات المالية لا بد أن تسارع إلى وضع حول عملية للتعامل مع هذه الأدوات بضوء المصاعب التي تواجهها حاليا من جهة، والتغيرات المالية العالمية المتسارعة من جهة أخرى<sup>(1)</sup> .

(1) نقلا عن IFC 2005 Copyright http://www. ifc. org| حسن العالي IFC Usage Agreement|

## رابعاً: تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس

دراسة للدكتور طارق الحاج، غسان دعاس. جامعة النجاح الوطنية.

هدفت الدراسة إلى تحديد قدرة العوامل الكمية للتداول مجتمعة في التأثير في قيمة مؤشر القدس ومقدار هذا التأثير لكل عامل منفرداً، وتبين العوامل الكمية للتداول مجتمعة ذات اثر كبير على المؤشر، وبالنسبة للعوامل منفردة تبين أن تأثير قيمة الأسهم المتداولة، وعدد جلسات التداول، وعدد الصفقات، كان سلبياً بنسبة بسيطة، أما القيمة السوقية للأسهم فكانت ذات اثر ايجابي، وأما عدد الأسهم المتداولة فقد كانت ذات اثر ايجابي بسيط، وخلصت الدراسة إلى أن منهجية تفكير المستثمرين لم تتغير، وإنما تغير إجماع التداول بسبب قلة المدخرات نتيجة الظروف الحالية (خلال فترة التي شملتها الدراسة)<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> مجلة جامعة النجاح للأبحاث، (العلوم الإنسانية)، المجلد 19 (1)، نابلس، فلسطين، 2005. ملاحظة: يوجد بعض التقارير والتصريحات كذلك مقابلة مع سوق فلسطين المالي في نهاية هذه الرسالة تحت عنوان الملاحق، بحيث كل منها له صلة هامة تختص بجانب من موضوع الرسالة.

تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية  
من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية  
إعداد

زاهرة يونس محمد سودة

إشراف

د. غسان شريف خالد

د. حسن فلاح حسن

### الملخص

موضوع الدراسة: تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية، من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية.

محتوى الدراسة: بدأت الدراسة بمقدمة عامة تمهيداً لموضوع البحث تناولت أهمية الدراسة والهدف منها، كما تناولت منهج البحث في الدراسة وملخص الدراسة باللغتين العربية والإنجليزية بالإضافة إلى دراسات سابقة متعلقة بموضوع الدراسة.

وتحتوي هذه الدراسة على ستة فصول، كل فصل فيها يحتوي على مبحثين، في الفصل الأول تم دراسة الأسواق المالية من حيث أهميتها ووظائفها كذلك الأدوات المتداولة فيها في المبحث الأول، والثاني كان عن أقسام الأسواق المالية ومعايير التقسيم لها، وخرجت بتخطيط لهيكلية تقسيم للأسواق المالية بغالبية أنواعها، والتي كان الجزء الأكبر من تقسيمها راجع لاجتهادي الخاص وتم إرفاقها في نهاية الفصل الأول.

أما في الفصل الثاني فتم دراسة موضوع نشأة وتنظيم العقود المستقبلية وأسواقها، حيث بدأت أولاً بالمواضيع المتعلقة بالعقود المستقبلية عامة وأنواعها والتي تتضمن عقود الاختيار، عقود المبادلات، العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، بالإضافة إلى إجراء مقارنة بين كل عقد من هذه العقود وعقود الاختيار، وثانياً تنظيم أسواق العقود المستقبلية، من حيث أهمية هذه الأسواق وأعضاءها، وإجراءات التعامل بهذه الأسواق وأنواع الأوامر المستخدمة فيها، حيث إن أسواق الاختيار هي جزء من الأسواق المستقبلية.

وفي الفصل الثالث تم تناول موضوع التنظيم القانوني والإداري لعقود الاختيار في أسواق الاختيار وجاء المبحث الأول بالتعريف لعقود الاختيار أهميتها ومساوئها والنواحي القانونية للعقد مثل أركانه، إطفاه، أقسامه، كذلك أنواع عقود الاختيار وخصائصها، أما المبحث الثاني فقد تناولت التنظيم القانوني والإداري لأسواق الاختيار المنظمة، حيث تحدثت عن التنظيم القانوني لأسواق الاختيار وأنواع أسواق الاختيار وتحديد وظائفها ومسئوليات التعاقد فيها.

وفي الفصل الرابع درست التقييم الاقتصادي لعقود الاختيار من خلال العوامل المؤثرة على تسعير حقوق الاختيار وأساليب تحديد قيمتها والأساليب الإحصائية لقياس حساسية عقود الاختيار من المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون فيها، أما في المبحث الثاني فقد اشتمل على المواضيع المحاسبية الخاصة في عقود الاختيار كمحددات الاختيار كذلك هامش تأمين الاختيار وطرق احتسابه وتأثير سوق الاختيار على السوق الحاضرة.

أما الفصل الخامس فقد احتوى على النواحي الفنية لعقود الاختيار والتي تتمثل في استراتيجيات عقود الاختيار وكانت الدراسة في المبحث الأول منه مجموعة الاستراتيجيات التي تقوم على اختيار واحد، أما في المبحث الثاني فحوى مجموع الاستراتيجيات التي تتضمن تشكيلة من الاختيارات، ومع ذكر الأهداف من كل إستراتيجية ووضع الأمثلة عليها في كلا المبحثين.

وأخيراً في الفصل السادس درست المعالجة الضريبية لعقود الاختيار في المبحث الأول، وذلك بالحديث عن تكلفة المعاملات لهذه العقود وكيفية احتساب العمولة عليها، ومن ثم المعالجة الضريبية لأرباح عقود الاختيار، وفي الثاني درست التكييف الفقهي لعقود الاختيار، بدءاً بالتكييف الفقهي للأسواق المالية بشكل عام وعقود الاختيار والرأي الشرعي لهذه العمليات وحكمة مشروعيتها وعدمه وختمت برأيي في هذا المجال.

وأخيراً توصلت الى مجموعة من النتائج والتوصيات، حيث تمثل عقود الاختيار من بيع وشراء وكلاهما احدى المشتقات المالية واسعة الانتشار، والتي تمكن اطرافها في تحقيق عوائد ضمن مستوى مخاطر يتوقعها بصورة أكثر فاعلية، كما أوصيت انه بالرغم من دور الأسواق المالية الهام و الكبير لاقتصاد الدولة، إلا أن هناك بعض التحذيرات من الاستخدام الخاطئ لها، والذي قد يضر بالمصالح العامة للمستثمرين أكثر من نفعها.

الفصل الأول

الأسواق المالية

## الفصل الأول

### الأسواق المالية

لم يعد الحديث عن الأسواق المالية بالموضوع الجديد في وقتنا الحاضر، فلقد قطعت الأسواق المالية مرحلة كبيرة من التطور وحازت على نشاطات ووظائف لا غنى عنها في أي دولة مهما اختلف مستواها الاقتصادي أو تطور اقتصاد سوقها المالي، وما زال التطور قائماً لهذه الأسواق، وجميع المؤشرات توضح أنه سوف يتزايد باستمرار والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الخدمات التي يقدمها السوق المالي والوظائف التي يحوز عليها باختلاف أنواعه وأشكاله المتزايدة والتي تُظهر الحاجة المستمرة له في الهيكل الاقتصادي للدولة.

ففي دول العالم الثالث (النامية) تحشد طاقات أكبر لتطوير أسواقها المالية، كما في الدول العربية التي تتسابق في تأسيس وتطوير الأسواق المالية، كذلك الدول الإسلامية، حيث أصبحت تهتم بالأدوات والأساليب التي تستخدم وتتم في هذه الأسواق، وتعمل على تحرير القيود وتتيح الاستثمار للأجانب أيضاً في محاولة لتوحيد التعامل والمعالجات المحاسبية والضريبية، واندماج الأسواق العربية والإسلامية مع الأسواق العالمية، وهذا الاتصال أدى إلى زيادة في تدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول السائرة نحو النمو، والاستفادة من إيجابيات العولمة الاقتصادية.

حيث أن التوجه الواضح نحو تكامل الأسواق المالية في العالم وتطورها أدى إلى تزايد تدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول النامية (الدول العربية) وذلك على شكل شراء أدوات الملكية (الأسهم) ومبادلة أو تحويل المديونيات الثقيلة السابقة على حقوق الملكية، ودخول المستثمر الأجنبي في الاستثمار المباشر<sup>(1)</sup>.

---

(1) هندي، منير إبراهيم: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. المنامة. البحرين. المؤسسة العربية المصرفية. 1998. ص5.

كما تم إعادة صياغة المديونيات إلى أدوات جديدة قابلة للتداول و مشجعة للشراء من قبل المستثمرين، واحتلت الأسواق المالية مركزا حيويا في معظم دول العالم في ظل النظم الاقتصادية الجديدة، فهي تقوم بتعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم التنمية الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

## المبحث الأول: الأسواق المالية أهميتها ووظائفها وأدواتها

وفيه مطلبان، الأول عن الأسواق المالية وأهميتها ووظائفها، والثاني عن أدوات الاستثمار فيها.

### المطلب الأول: الأسواق المالية أهميتها ووظائفها

#### أولاً: تطور مفهوم السوق المالي

تطور مفهوم السوق المالي تبعا لوظائفه المتجددة، حيث مرت فكرة السوق المالي بعدد من المراحل:

المرحلة الأولى بدأت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وبتوفر المدخرات لدى الأفراد وتوجه بعضهم إلى استثمارها في مشروعات مختلفة، فانتسح حجم المشروعات وبالتالي أصبح هناك حاجة للاقتراض من هذه البنوك من جهة، وهناك بالمقابل من استثمر مدخراته مع هذه البنوك ومحلات الصرافة<sup>(2)</sup>.

وفي مرحلة ثانية ظهرت البنوك التجارية الخاصة، وألزم بنسب محددة من الفوائد على العروض والخصومات على الأوراق التجارية. ثم ظهرت فيما بعد بنوك عقارية وزراعية وتنموية، وأصدرت هذه البنوك السندات كي تسد حاجتها لتمويل المشاريع وكذلك أصدر البنك المركزي سندات الخزانة.

(1) خريوش، حسني علي- وآخرون: الأسواق المالية. الأردن. دار زهران للنشر. 1998. ص 6

(2) خريوش، وآخرون: الأسواق المالية. 1998. ص 14-15. مرجع سابق

وفي مرحلة ثالثة اندمج السوق النقدي مع السوق المالي بحيث ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، ومن ثم اندمجت الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية وظهرت البورصات المالية العالمية.

### ثانياً: تعريف السوق المالي

ويعرف سوق الأوراق المالية أنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين<sup>(1)</sup>.

وعرف السوق المالي "على أنه مجموع العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء أكان موضوع الصفقة حاضر – وجود عينة منه – أو غائباً عن مكان العقد أو حتى لا وجود له أثناء التعاقد (معدوم) لكن يمكن أن يوجد"<sup>(2)</sup>.

ويمكن تعريف السوق المالي اقتصادياً بأنه "ذلك المكان الذي يشكل حلقة اتصال بين قطاعات مختلفة من المجتمع من مدخرين ومنتجين، وحلقة أكبر بين جميع المجتمعات من خلال اتصال الأسواق المالية وانفتاحها على الأسواق العالمية، فيؤدي هذا السوق بأخذ الفائض من المدخرات سواء كانت نقداً أو سلعاً، وتشغيلها وبيعها في القطاعات المنتجة والمستهلكة".

### ثالثاً: البورصات

إن كلمة بورصة (Bourse) هي فرنسية الأصل وتعني كيس النقود، وهي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصراف، والنقل، والأسهم والسندات والأوراق التجارية وشهادات الودائع ونحوها، إضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار<sup>(3)</sup>.

(1) خنفي، عبد الغفار: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. طبعة معدلة. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 2001. ص 16

(2) هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية. ط1. عمان. الأردن. دار النفائس. 1999. ص 24.

(3) هارون: أحكام الأسواق المالية. ط1 1999. ص 24. مرجع سابق

وتعد بورصات الأوراق المالية من الأجهزة الادخارية والاستثمارية المهمة في دول الاقتصاد السوقي أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث أن البورصات تعد السوق المنتظم من الأسواق المالية، وتقسم البورصات حسب القيم والمثلثات وموضوع المعاملات التي تجري فيها إلى فئات<sup>(1)</sup>:

1- بورصة البضائع الحاضرة: ويتداول فيها كميات كبيرة من السلع المثلية كالقطن والقمح والحديد والنحاس، فيرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها ويدفع ثمن البضاعة عدى جزء قليل يؤجله حتى موعد التسليم أو حسب الاتفاق بين الطرفين.

2- بورصة العقود: تجري في هذه الأسواق المبادلات وفقا لنماذج معينة أو بناء على تسمية صنف متفق عليه مسبقا وتباع فيها عقود الصفقات التجارية للسلع غير الحاضرة بسعر بات أو معلق على سعر البورصة في تصفية محددة.

3- بورصة القطع: ويتم فيها تبادل العملات أي الصرف، وذلك إما بسعر قطع فوري يتم فيه التبادل حاضرا أو بسعر قطع أجل يتم فيه التبادل بالأجل.

4- بورصة المعادن النفيسة: وهي سوق المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين والألماس وتتبادل هذه السلع كما تتبادل العملات.

5- بورصة الأوراق المالية: وهي سوق الأوراق المالية تتداول فيها حصص رأس المال المعبر عنها بالأسهم والسندات، حيث يشترك مالك الأسهم بالربح والخسارة ولا ينطبق ذلك على مالك السندات، بل يخصص له فائدة سنوية أو شهرية.

#### رابعاً: أهمية السوق المالي

إن التطور العلمي والتكنولوجي تقدم بشكل كبير في ميادين المواصلات والاتصالات والمعلوماتية، وكانت العولمة هي حصاد هذا التطور المذهل والذي شكل تواصل دائم بين

---

(1) هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية. ط.1. 1999 ص 26-28. مرجع سابق

الأسواق المالية وعلاقات وثيقة أدت إلى عالمية الأسواق المالية، وكانت الحركة الدولية لرؤوس الأموال، وتخفيف القيود المفروضة على الصرف الأجنبي واستحداث قنوات جديدة مثل المقايضة النقدية والخيارات في سوق الأوراق المالية وأسواق المستقبل وتصكيك الالتزامات المالية وبروز المصارف المتعددة الوظائف، كلها عوامل ساهمت في تطور الأسواق وتواصلها بالإضافة إلى الثورة العلمية والتكنولوجية<sup>(1)</sup>، وتظهر أهمية السوق المالي من خلال المهام التي يقوم فيها والآثار الناتجة عن هذه المهام والوظائف وهي كالآتي:

1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، ولأن الدولة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لعمليات التنمية، فبدلاً من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي ومساوئه الجلية في تراكم المديونية وتزايدها، بالأخص بالنسبة للدول النامية التي تقوم بطرح مشاريعها التمويلية المالية المنظمة. فتشارك الدولة القطاع الخاص في تمويل القطاع العام من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب العام<sup>(2)</sup>.

2- تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك، أو القروض الخارجية، فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بإعمال التمويل متوسط الأجل لأسباب منها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة، خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي والتي منها تحديد سعر الفائدة.

3- تسمح الأسواق المالية وتتيح الفرصة بتحريك الأموال من مالكيها الذين ليس لديهم فرص استثمارية. ويشكل منهم الكثير من صغار المستثمرين، والتي تكون صغيرة بمفردها ولكن كبيرة بمجموعتها، إلى زيادة الإنتاج والكفاءة الاقتصادية وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع<sup>(3)</sup>.

---

(1) الهيتي، نورزاد: مقدمة في الأسواق المالية. طرابلس. الجماهيرية الليبية. أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية. 1998. ص 17

(2) الجمل، جمال جويدان: الأسواق المالية والنقدية. عمان. الأردن. دار الصفا للنشر. 2002. ص 20

(3) الزرري، عبد النافع عبد الله - وآخرون: الأسواق المالية - ط1. عمان. الأردن. دار وائل للنشر. 2001. ص 22

4- تعمل على زيادة إيرادات الحكومة من إيرادات تكلفة الصفقات التجارية سواءً من قبل المؤسسات أو الأشخاص.

5- يتم التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، ويترتب على ذلك تحويل الأسواق المحلية إلى أسواق دولية أو إقليمية بحيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات لشركات من مختلف الجنسيات.

6- سهولة تحويل الأوراق المالية المتداولة إلى سيولة نقدية بدون تحمل خسائر له دور واضح في التوجه إلى الاستثمار وتقليص عمليات الادخار والاكتناز والذي يشكل ضرا بعدم استغلال هذه الأموال المجمدة.

7- تحقق سوق الأوراق المالية التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد ويكون ذلك بالتوفيق بين الوحدات التي تحقق فائض (Surplus Units) والوحدات التي تعاني من العجز (Deficient Units)، فيتحقق التوازن بين الطلب والعرض المالي من خلال هذا السوق ويحقق كفاءة في إدارة الأموال<sup>(1)</sup>، والجدير بالذكر أن السوق المالي يمتلك وحدات خاصة للفائض وأخرى للعجز وهذه الوحدات تعد مسئولة عن استقرار النظام المالي برمته<sup>(2)</sup>.

8- لا يقتصر دور الأسواق المالية على حماية المستثمرين والمتعاملين فيها، وإنما لها دور أكبر في ضمان وحماية الاقتصاد الوطني والنظام المالي السائد، ويتباين ذلك الدور بمدى قدرة وكفاءة إدارة السوق المالي ونظامه، وتوفر البيئة المناسبة من خلال وجود سياسة اقتصادية رشيدة واستقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية والضريبية، كذلك وفرة المدخرات والثروات مع وجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية وتوفر الكوادر الفنية المتخصصة بعملها.

---

(1) الزبيدي، حمزة محمود: الاستثمار في الأوراق المالية. ط1. عمان. الأردن. الوراق للنشر والتوزيع. 2001. ص136

(2) الهيبي: مقدمة في الأسواق المالية. 1998. ص 22. مرجع سابق

9- تحقق الأسواق المالية والبورصات عدالة للأسعار من خلال التقاء وتجميع الطلب والعرض في مكان واحد وتحقق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة فيها (المسجلة) - طبقا للوائح بعض الأسواق - بإعطائها معلومات كافية وحقيقية عن وضعها المالي وبالتالي هي تقلل من تدهور الأسعار بامتصاص هذا الفائض من العرض وشراءه والعكس كذلك عند الارتفاع المفاجئ للأسعار.

10- أن تأسيس الأسواق المالية وتكاملها وارتباطها بالأسواق العالمية يؤدي إلى تزايد تدفق الأموال في الدول الصناعية إلى الدول في طور النمو<sup>(1)</sup>.

ولكن يجب الإشارة إلى أن جذب التدفقات النقدية في هذه الدول سواء كان باستثمارات أو مشروعات لشركات متعددة الجنسية أو قروض أو إعانات من خلال عقود الترخيص والتسويق والتصنيع واتفاقيات الوكالات وغيرها، يجب أن يكون ضمن محاذير وقيود، بحيث أن لا يكون جلب النقود رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول العربية هو هدف بحد ذاته، وإنما يجب أن يسبق ذلك نظرة مستقبلية لما وراء اندفاع الجهات الأجنبية للاستثمار في دولنا، فلا يكون الخارج من النقود الأجنبية أكبر من الوارد من خلال دراسة هذه العمليات والمشاريع، نظرا لأن بعض الدول تتنازل عن الكثير من القيود لجلب هذه الاستثمارات<sup>(2)</sup>، إن التمويل الخارجي للدول النامية لا يمثل بالضرورة صالحها، وإنما له الآثار السلبية والتي تبرز في عدة مواطن أهمها بروز تنامي رصيد الديون القائمة والالتزامات الرأسمالية إلى الدول الأجنبية بسبب حصول هذه الدول (النامية) على تدفقات رأسمالية ضخمة، ويسبب ذلك إشكالا لدى هذه الدول بما يسمى بالتحويل المعاكس (Reverse Transfer) ويقصد به إعادة تحويل رؤوس الأموال التي حصلت عليها الدول النامية للخارج لصالح الدول المتقدمة الدائنة وليس العكس.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. مرجع سابق

(2) للمزيد راجع - أبو قحف، عبد السلام: نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية. الإسكندرية. مصر. مؤسسة

شباب الجامعة. 1989

حتى أن البعض يقول أنه منذ عام 1984 أصبح صافي التحويل (Net Transfer) سالبا ويشمل ذلك مدفوعات خدمة الدين وتحويلات الاستثمار الأجنبي المباشرة وغيرها<sup>(1)</sup>.

### خامسا: الوظائف التي يقوم فيها السوق المالي

1- توفر هذه السوق تنوعا في المحافظ الاستثمارية للمستثمرين سواء من حيث نوعها أو أجلها.

2- توفير الاتصالات بين البائعين والمشتريين وكذلك نشر معلومات يومية عن موجز الأسهم المباعة والأسعار الحقيقية للتعامل.

3- تقديم المعلومات المالية للجمهور المتعلقة بالأصول المالية الموجودة والمتوفرة في السوق بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات والأسواق المالية تعد من أفضل الوسائل للحصول على المعلومات المالية والاقتصادية وتكاد هذه المهمة تفوق في أهميتها مهمات مراكز المعلومات الاقتصادية والمالية العريقة المتخصصة بمعلومات الصرف، كما إنها تقدم النصيحة والرشد لبيوت الاستثمار والمستثمرين الكبار والصغار والذي أدى إلى تقليص حالات الإفلاس أو إشهار الإفلاس في العقدين الأخيرين من القرن العشرين بنسبة 85%<sup>(2)</sup>.

4- تعمل على مساعدة المنشآت في تمويل طويل الأجل، وتقادي التقلبات العنيفة للأسعار<sup>(3)</sup> وهي ضمانه كبيرة ضد الإفلاس والهزات المالية المدمرة.

5- تهيئ عنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار والتي تزيد من نشاط وفاعلية هذا السوق، فهي تحمي المتعاملين في السوق من محاولات الغش والاحتيال من خلال وضع قواعد مترابطة صارمة لتداول الأوراق المالية فيها<sup>(3)</sup>.

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية- ط1. 2002. ص 53. مرجع سابق

(2) الهيتي: مقدمة في الأسواق المالية. 1998. ص 21. مرجع سابق

(3) قرياقص، رسمية: أسواق المال - أسواق، رأس المال، المؤسسات. الإسكندرية. مصر. الدار الجامعية. 1999.

ويجدر التنبيه إلى أن الادخارات التي تصب في الأسواق المالية لا تتحول جميعها بالضرورة إلى استثمارات حقيقية، وتكوين رأسمال حقيقي، وذلك لأن جزء من هذه الادخارات يستخدم لأغراض الاستثمار المالي الذي يهدف إلى تحقيق مكاسب من فروقات الأسعار والتي يعمل فيها المضاربون والتي لا تكون رأسمال حقيقي لأنها عمليات غير منتجة، وتسمى بالمراجحة (Arbitrage)<sup>(1)</sup>.

### سادسا: أركان السوق المالي الرئيسية

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسية<sup>(2)</sup>:

1- الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين: وهذه الفئة تتضمن الأفراد والمؤسسات المالية، حيث أن الأفراد الذين لديهم فائض نقدي عن حاجتهم الاستهلاكية يقصدون المؤسسات المالية من بنوك ومكاتب السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار هذه الأموال، ويعود عليهم بالنفع كعوائد عالية ومخاطر قليلة وهي بديل أفضل من الادخار دون جدوى متوقعة.

2- الركن الخاص بفئة المقرضين أو المصدرين: وهي الفئة التي تكون بحاجة للأموال بسبب نقص إيراداتهم النقدية، كالأفراد والمؤسسات، وتحصل على هذه الأموال بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وعند عملية بيع هذه الأوراق تملك الشركة السيولة المطلوبة وبالتالي تزيد من رأس المال للشركة.

3- الركن الخاص بفئة الوسطاء والوكلاء: وفئة الوسطاء والوكلاء يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين والمصدرين للأوراق المالية وقد يكون الوسيط إما شخصا طبيعيا أو معنويا، ويتوقع منه أن يقوم بالأعمال التالية: أعمال السمسرة، صناعة الأسواق (زيادة نشاط حركة التداول فيها)، التعهد بتغطية الإصدارات، العمل على تقليل المخاطر،

(1) السيد علي، عبد المنعم - وآخرون: النقود والمصاريف والأسواق المالية. ط1. عمان. الأردن. الحامد للنشر والتوزيع. 2004. ص 68

(2) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 24-26. مرجع سابق

والعمل على إطالة فترة استحقاق الدين، ففي البورصة الأمريكية يوجد صنفان للسماسرة: سمسار العمولة والسمسار الموكل من قبل الوكيل<sup>(1)</sup>.

أما أنواع المؤسسات المالية الوسيطة فهي: المؤسسات الأيداعية، سوق المؤسسات الاستثمارية، المؤسسات التعاقدية، ومؤسسات سوق الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

## المطلب الثاني: أدوات الاستثمار في الأسواق المالية

تقسم بداية الأصول المالية الاستثمارية إلى قسمين:

**الفرع الأول: أصول استثمارية مالية غير قابلة للتداول:** وهي تلك الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق الاستثمارية والتي لا تعطي للمستثمر حق التصرف فيها بالبيع لطرف ثالث، والطريق الوحيد لاسترجاع مبلغ الاستثمار هو استرداد قيمتها من الجهة التي أصدرتها.

**الفرع الثاني: أصول استثمارية قابلة للتداول:** وهي التي تعطي للمستثمر (حاملها) حق تداولها في السوق المالية من خلال إمكانية بيعها لطرف ثالث، وللقسمين المذكورين فعل اقتصادي واستثماري كبير.

### الفرع الأول: الأدوات الاستثمارية غير القابلة للتداول

بداية يجب الإشارة أنه لضمان فعل العملية الاستثمارية الاقتصادي فإنه لا بد من أن تتم في أصول مالية غير قابلة للتداول، فهي ذات أهمية لضمان التنمية الاقتصادية، والغرض منها الربط بين المدخرات المالية والاستثمار، وهو ما يعرف بالربط بين الدائرتين المالية والنقدية من أجل ضمان التوازن المالي<sup>(3)</sup>.

ويقصد بهذا النوع من الأدوات تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل من الأدوات أو الأوعية الاستثمارية والتي لا تعطي لحاملها حق التصرف فيها بالبيع إلى طرف

(1) هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية. ط1. 1999 ص 76. مرجع سابق

(2) الهيتي: مقدمة في الأسواق المالية. 1998. ص 36. مرجع سابق

(3) الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية. 2001. ص 32. مرجع سابق

ثالث، فالطريق الوحيد لاسترجاع مبلغ الاستثمار هو استرداد قيمتها من الجهة المصدرة لها، وتقسّم هذه الأدوات وفقا للعقود المبرمة مع المستثمرين على أساس أن العملية الاستثمارية هي تعاقد بين المؤسسة المالية (المصرف التجاري) وبين المستثمر (العميل) وأبرزها:

1- الودائع الادخارية **Saving Deposits** : وهي من أكثر أنواع الأوعية الاستثمارية التي

يقبلها الأفراد خصوصا من يفضلون تجنب المخاطر وتقسّم إلى:

أ- الودائع لأجل: وهي من أهم الأدوات الاستثمارية التي تعرضها المصارف التجارية، وتتميز هذه الودائع بأنها تحمل استحقاقا معيناً يتفق عليه مسبقاً للمصرف والمستثمر، فلا يجوز للمستثمر (المودع) أن يسحب المبلغ ولذلك يتميز هذا الاستثمار بسعر فائدة عالي، إلا أن غالبية المصارف لا تمنع من سحب المستثمر لوديعته أو جزء منها مقابل حرمانه من الفائدة المتفق عليها.

ب- ودائع التوفير: وهي أداة استثمارية مهمة تعرضها المصارف التجارية من أجل تشغيل الأموال الفائضة والتي تعود إلى ذوي الدخل الصغيرة والمتوسطة، ولا يلتزم المودع بفترة معينة لسحب المبلغ المودع كما في الودائع لأجل، وإنما تضع معظم التشريعات المصرفية حداً أقصى للمبلغ الذي يمكن أن يسحبه المستثمر وذلك لحماية المصرف من مخاطر العسر المالي.

## 2- شهادات الإيداع غير القابلة للتداول **Certificate of deposits**

وتختصر (CDs) وتقوم المصارف بإصدارها لتطور مفهوم الوديعة المصرفية بحيث يمكن التداول فيها بتحويلها من شخص لآخر، فهي أكثر مرونة من الوديعة المصرفية، وهي صنفان، شهادات إيداع ذات الأصناف الصغيرة أي قابله للتداول، وشهادات الإيداع ذات الأصناف الكبيرة أي غير قابله للتداول فلا يجوز لحامل هذه الشهادة التصرف فيها لطرف ثالث كالبيع دون موافقة البنك<sup>(1)</sup>.

(1) الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية. 2001. ط. 1. ص 36. مرجع سابق

## الفرع الثاني: أصول استثمارية قابلة للتداول

وتنقسم الأصول الاستثمارية القابلة للتداول إلى قسمين:<sup>(1)</sup>

أولاً: أصول استثمارية مالية قابلة للتداول في السوق النقدي Money Market

ثانياً: أصول استثمارية مالية قابلة للتداول في السوق الرأس المالي Capital Market

وتختلف الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدية كونها قصيرة الأجل لا تتجاوز فترة الاستثمار فيها عن السنة الواحدة. على عكس الأصول المالية طويلة الأجل والتي تتداول في سوق رأس المال، وتشكل الأسهم stock والسندات Bonds أهم أنواع الأصول المالية المتداولة حيث تكون النسبة العظمى من محفظة الأصول المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في العالم.

أولاً: الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في السوق النقدية

وهي الأدوات التي يمكن التداول فيها حيث يحق لحاملها بيعها لطرق ثالث، ويمكن تداولها -حصراً - إما في السوق النقدية أو في سوق رأس المال، وهي تختلف عن بعضها وفقاً لنوعها أو لمدة استثمارها أو للسوق الذي تتداول فيه، وتتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل في سوق النقد والتي تتم بسهولة عالية وعائد منخفض نظراً لأن المخاطرة منخفضة في هذا النوع من الاستثمار وتتضمن الآتية.

### 1- شهادات الإيداع القابلة للتداول: Negotiable Certificates of Deposit

وأصدر هذا النوع من الشهادات Citibank of New York عام 1961 والمعروفة باختصار (CDS) ويتم شرائها من المصارف التجارية بقيمة تحدد بمبلغ 100.000 دولار أو أكثر، وهي شهادات غير شخصية لا تعطي حاملها المستثمر فيها حقاً باسترداد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها المحدد، ويُمكن تداولها في الأسواق الثانوية بسهولة، لأن هذا

(1) الزبيدي، حمزة محمود: الاستثمار في الأوراق المالية. ط1. 2001. ص 27

النوع من الشهادات مدون عليها معدل الفائدة وتاريخ استحقاقها والذي غالبا ما يكون سنة أشهر أو أقل من سنة.

## 2- قرض الدولار الأوروبي: Eurodollar Loans

يتسم الدولار الأمريكي بحالة من الاستقرار والثبات والذي جعله عملة عالمية نتيجة لقوة الاقتصاد الأمريكي، مما جعل جميع البنوك المركزية في العالم تحتفظ بجزء من احتياجاتها على شكل دولار أمريكي، لدعم عملتها المحلية من جهة، وتسوية التزاماتها الخارجية من جهة أخرى، وتقوم المصارف التجارية بأخذ قروض تسمى قروض الدولار الأمريكي لخلق أصول استثمارية قابلة للتداول ولأغراض أخرى، وتتميز بضخامة مبلغها وقصر تاريخ الاستحقاق<sup>(1)</sup>.

## 3- اتفاقيات إعادة الشراء: Repurchase Agreements

وهي إحدى الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل ويتم تداولها في السوق النقدية حيث يلجأ إليها تجار الأوراق المالية للمساعدة في تمويل جزء من المخزون هذه الأوراق المالية ليوم واحد أو لأيام معدودة، ويكون ذلك بأن يقدم التاجر صفقة من الأوراق المالية ذات السيولة العالمية للمستثمر بصفة مؤقتة، ويقوم التاجر بعقد صفقة إعادة الشراء مع ذلك المستثمر للأوراق المالية المباعة له سابقا بسعر أعلى قليلا من سعر البيع. ويشكل إجمالي الفرق بين السعرين الربح الذي يستفيد منه المستثمر، وتستخدم هذه الحالة عند حاجة التاجر لسيولة نقدية لفترة قصيرة، ويستخدمها المستثمر في حالة وجود فائض مالي لديه<sup>(2)</sup>.

## 4- أمر السحب القابل للتداول: Negotiable Orders of Withed trowel (Now)

بسبب تطور الأدوات الاستثمارية التي تعرضها المصارف التجارية ولجذب المزيد من الودائع لديهم، أصدرت بعض المصارف وعاء ادخاري جديد يجمع بين صفات

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية - سنة 1999 - ص 93 - مرجع سابق

(2) صيام، احمد زكريا: مبادئ الاستثمار. عمان. الأردن. دار المناهج للنشر والتوزيع. 1997. ص 147

الودائع الجارية وودائع التوفير, ولهذا تضمن فيه للمستثمر الحصول على مزايا الإيداع في الودائع الجارية بحيث يملك المودع حق السحب عند الحاجة ويضمن الحصول على العائد الناتج عن فائدة محددة على رصيد تلك الوديعة.

## 5- الكمبيالات المصرفية: Banker Acceptances

"تصدر الكمبيالات المصرفية كأوراق استثمارية يكتب فيها عندما يضع المصرف التجاري نفسه وسيطا بين المقرض والمستثمر ويقبل مسؤولية دفع القرض وهذا يجنب المستثمر مخاطر العجز لأن المستثمر يستطيع استرداد قيمته من المقرض الأصلي, وإذا فشل في ذلك يمكنه الرجوع إلى المصرف التجاري الذي قبل أن يكون وسيطا متعهدا بين المستثمر والمقرض"<sup>(1)</sup>, كما تمثل الكمبيالات المصرفية تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما في أحد البنوك, ويحتفظ البنك بالتعهد الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق ويمكن بيع التعهد لشخص ثالث<sup>(2)</sup>, ونتيجة للتطور التجاري استخدمت هذه الأداة في تسديد ثمن البضائع التي تتم بواسطة الشراء على أساس الدفع المؤجل كالإعامادات المستندية, ويسمى الاعتماد المستندي في هذه الحالة بإعتماد القبول, حيث يسحب المصدر سندا فيقدمه للبنك المستورد فيصادق عليه<sup>(3)</sup>, وبالتالي هي عبارة عن حوالة مالية تمثل التزاما غير قابل للنقض على البنك الذي يقبل دفع المبالغ المتضمنة في الوثائق المقدمة له في نطاق اعتماد مستندي لمدة استحقاقها<sup>(4)</sup>.

## 6- الأوراق التجارية: Commercial Papers

تتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها بين خمسة أيام إلى تسعة شهور, يقتصر ميزة التداول على كمبيالات صادرة عن منشآت أعمال كبيرة وذات ثقة كبيرة تتميز بأنها يجب أن تكون مضمونة بأصل من أصول المنشأة وكذلك التزام من

(1) الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية. 2001. ص 40. مرجع سابق

(2) هندي, منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية. مصر. منشأة المصارف. 1997. ص 53

(3) صيام: مبادئ الاستثمار. 1997. ص 45. مرجع سابق

(4) أسعد, رياض: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. قبرص. عمان. الأردن. الأكاديمية

العربية للعلوم المالية والمصرفية. سنة 1997. ص 62

مصرف تجاري بسدادها، لذلك يجعل نسبة المخاطرة في استثمارها ضئيل وبالتالي العوائد عليها منخفضة<sup>(1)</sup>، وحرصا على حماية المستثمرين تنتشر بعض المؤسسات المتخصصة دليلا خاصا بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق، وبفضل ذلك أصبح لهذه الأوراق سوق ثانوي نشط. خلقت بعض بيوت السمسة والمصارف التجارية<sup>(2)</sup>.

## 7- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

وهذا القرض تقرضه البنوك التي لديها فائض احتياطي إلزامي إلى البنوك التي تعاني من عجز فيه وهي ليست أوراق مالية وإنما تعهد غير مكتوب يلزم البنك المقترض بسداد القرض وفوائده.

## 8- أدونات الخزنة: Treasury bills

هي سندات قصيرة الأجل (أوراق مالية حكومية) تصدرها الدولة أو من يمثلها لغرض تمويل العجز في الموازنة، وهي أهم وسيلة للقرض الداخلي القصير الأجل، تمثل سندات لحاملها لمدة تتراوح بين واحد وتسعين يوما إلى سنة كاملة، وأول من اقترح هذه السندات الاقتصادي الأمريكي باجيهوت Bagehot عام 1887 لتمويل الحكومة الأمريكية في ذلك الوقت، وتتصف أدونات الخزنة بسيولة عالية ومخاطرة قليلة تتبعها فوائد قليلة وتداول في السوق النقدي<sup>(3)</sup>.

## ثانيا: الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق رأس المال

يتميز الأدوات الاستثمارية في سوق رأس المال أو سوق الائتمان الطويل الأجل أنها تتمتع بحق ملكية إذا كان الاستثمار في أسهم المنشأة المصدرة لها أو بحق مديونية (سندات)، والأسهم

<sup>(1)</sup> وبذلك يتضح أن مصطلح الأوراق التجارية في هذا السياق يختلف عن الفهم القانوني لهذا المصطلح، إذ أن الأوراق التجارية تشتمل كما ورد بالمادة (123) من قانون التجارة الأردني رقم (12) لسنة 1966 إضافة إلى الكمبيالة على الشيك وسند السحب.

<sup>(2)</sup> الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية. 2001. ص145. مرجع سابق

<sup>(3)</sup> الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية. 2001. ص 41. مرجع سابق

والسندات هي أكثر الأدوات الاستثمارية شيوعاً في الأسواق المالية في اقتصاديات العالم رغم دخول أوعية استثمارية جديدة أخرى مثل التوريق والخيارات والتعهدات.

## 1- الأسهم: Stocks

وهي عبارة عن صك يمثل حصة في رأسمال المنشأة قابل للتداول في السوق الثانوية وله ثلاثة قيم، قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قيمة السهم، القيمة الدفترية والتي تعادل حقوق القيمة لدى المنشأة، والقيمة السوقية والتي يباع فيها أسهم في سوق رأس المال وقد تكون أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية<sup>(1)</sup>.

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث شكل الإصدار لها إلى ثلاثة أنواع<sup>(2)</sup>: سهم لحامله عندما لا يذكر اسم المساهم عليه، وسهم اسمي بحيث يحمل اسم مالكة وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة، والسهم الإذني الذي يصدر لإذن شخص معين أو لأمره ويتم تداوله بالتظهير وهو نادر الاستعمال.

## 2- السندات: Bonds

تعتبر السندات من أكثر الأدوات المالية الشائعة التداول في سوق الأوراق المالية، وتمثل السندات شهادات مديونية تصدرها جهات متعددة مثل الدولة أو بعض أجهزتها الحكومية وأيضاً منشآت الأعمال، وهي ذات عائد ثابت وتحدد مدة الاستثمار بزمان معين ويوجد اتجاهات جديدة في السندات<sup>(3)</sup>، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وهي التي تكون بعد مضي المدة التي تحددها الجهة المصدرة قابلة للتحويل لأسهم كما يرغب حاملها<sup>(4)</sup>، وسندات الاقتراض التي تعطي لحاملها حق الاكتتاب بالأسهم الجديدة، وسندات الاقتراض التي يحصل حاملها إضافة إلى الفائدة الثابتة على نسبة من الأرباح

(1) قرياقص: أسواق المال - أسواق، رأس المال، المؤسسات. 1999. ص 20. مرجع سابق

(2) الهيني: مقدمة في الأسواق المالية. 1998. ص 55. مرجع سابق

(3) قرياقص: أسواق المال - أسواق - رأس المال - المؤسسات. 1999. ص 29 مرجع سابق

(4) أخذ قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 لهذا النوع من السندات في المادة (117). للمزيد: انظر عزيز العكيلي: شرح القانون التجاري، ص 262. مرجع سابق.

السنوية التي تحققها الشركة، أو لا يحصل فيها أصلاً إلا على نسبة من حصته من أرباح الشركة يخصص لحملة سندات الاقتراض<sup>(1)</sup>.

والجدير بالذكر أن تطور الأسواق الدولية منذ الستينات من القرن السابق كان له الفضل في تطوير سوق السندات الدولية<sup>(2)</sup>.

### 3- الأسهم الممتازة: Preferred Stock

يشار لهذه الأسهم بأنها أسهم هجينه لأنها تحمل صفات الأسهم العادية وبعض صفات سندات الاقتراض، فهي تعتبر حق ملكية وأيضاً حق مديونية لكون السهم الممتاز يشترك في أرباح المنشأة المحققة كما السهم العادي، ويضاف إلى ذلك أنه يتفق على الحد الأدنى أو الأعلى للربح كما في السند، إلا أن هذا النوع من السهم يعتبر محدود التعامل بل منعدم تقريباً<sup>(3)</sup>، إذ أن بعض التشريعات العربية لم تأخذ فيه أصلاً<sup>(4)</sup>.

### 4- التوريق Securitization

التوريق هو عبارة عن عملية تحويل الأصول من المقرض الأصلي إلى الآخرين، وتتم في المنشآت المالية ذات الأغراض الخاصة، بحيث تحول القروض إلى أوراق مالية من حقوق ملكية ومديونية كالأسهم والسندات، والهدف منه هو قيام المصرف المعني بطرح أوراق مالية مقابل مديونية لديه مدرة للدخل كالديون بضمان رهن على اختلاف أنواعها، وعند قيام المدين بسداد الدين مع فوائده، يتمتع حامل الأوراق بالتدفق النقدي

(1) العكيلي: شرح القانون التجاري. ص 273. مرجع سابق.

(2) السند الدولي هو أداة دين مقومة بإحدى العملات الدولية، تطرح في أسواق رأس المال الدولية، وذلك خارج الدولة المقوم السند بعمليتها، وهو يختلف عن السندات الخارجية أو الأجنبية. وتحلل السندات الدولية المرتبة الثانية من حيث حجم استخدامها بعد سندات الخزنة. أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 69. مرجع سابق

(3) الزبيدي: الاستثمار بالأوراق المالية. 2001. ص 43. مرجع سابق

(4) لم يأخذ قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964 (المطبق في الضفة الغربية) وكذلك قانون الشركات الأردني الجديد رقم (22) لسنة 1997 بهذا النوع من الأسهم، إلا أن هناك تشريعات عربية أخرى أجازته ومنها قانون الشركات المصري في المادة (35)، ونظام الشركات السعودي في المادة (103).

الناتج عنه، وبذلك تتحول القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول واستخدمت هذه الأداة بالثمانيات من القرن السابق<sup>(1)</sup>.

## 5- الاختيارات Options

وهي نوع جديد من الاستثمارات نسبيا أول من تعامل به كانت في السوق الأمريكية عام 1971<sup>(2)</sup>، فحقوق الاختيار هي عمليات آجلة يمنح فيها المشتري حق الخيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل مبلغ (مكافأة) يدفعها للبائع في وقت محدد وسعر ثابت تم الاتفاق عليه مسبقا، وهي تعتبر بمثابة عقد مالي إلا أنها نوع استثنائي من العقود لأنها تعطي للمشتري الحق ولا تضمن الالتزام، ومن أشهر أنواع الاختيارات:

أ- خيار الشراء: Call Option حيث يملك المشتري حق بيع الكمية المتفق عليها بالسعر الذي يحدد في العقد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار إلا أن الشراء لا يكون ملزما.

ب- خيار البيع: Put Option ويملك المشتري حق بيع الكمية المتفق عليها بالسعر الذي يحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ الاستحقاق أو عدم بيعه إذا لم يرد تنفيذ العقد، وأكثر الأوراق المالية شيوعا في الاختيارات هي اختيارات على الأسهم<sup>(3)</sup>، والتي بدأ تداولها في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات من القرن السابق.

والهدف الأساسي من تداول هذه الأوراق المالية هو ليس تنفيذ عملية البيع أو الشراء الموجودة في العقد، إنما هي للمضاربة وتقليل المخاطر المتوقعة من خلال تكوين محفظة كفاء، وتصنف هذه الأدوات في أسواق العقود المستقبلية ويطلق على لفظ المشتقات (Derivatives) لأنها أوراق مالية مشتقة عن أوراق أصلية تتمثل في السهم والسند.

(1) الزبيدي: الاستثمار بالأوراق المالية. 2001. ص 44. مرجع سابق

(2) صيام: مبادئ الاستثمار. 1997. ص 148. مرجع سابق.

(3) الزبيدي: الاستثمار بالأوراق المالية. 2001. ص 44. مرجع سابق

## 6- أدوات استثمارية مالية غير مباشرة

تلجأ بعض المؤسسات الاستثمارية الكبيرة إلى صناديق الاستثمار (المحفظة الاستثمارية) باعتبارها شكل معاصر من الأدوات الاستثمارية بحيث تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في سوق الأوراق المالية من خلال اعتمادها على خبرة جهات متخصصة في إدارة محفظة الأوراق المالية (Societies Portfolios)، وتعد ذات تنوع جيد ومتكامل لصغار المستثمرين تؤدي إلى تقليل المخاطر وتضمن تحقيق مكاسب رأسمالية عالية.

### المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية ومعايير التقسيم

وفيه مبحثان، الأول تحدثت فيه عن أقسام الأسواق المالية، والثاني معايير التقسيم للأسواق المالية.

#### المطلب الأول: أقسام الأسواق المالية

تقسم الأسواق المالية إلى ما يلي:

#### الفرع الأول: أسواق رأس المال Capital Markets

#### الفرع الثاني: أسواق النقد Money Markets

#### الفرع الثالث: الأسواق المالية العالمية International Financial Markets

الفرع الأول: أسواق رأس المال Capital Markets: وتقسم إلى ما يلي:

#### أولاً: الأسواق الحاضرة أو الفورية Spotter Cash Markets

#### ثانياً: الأسواق المستقبلية Futures Markets

أولاً: الأسواق الحاضرة (الفورية): وهي التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة والسندات على مختلف أنواعها<sup>(1)</sup>.

تقسم الأسواق الحاضرة (الفورية) وتقسم إلى:

1- الأسواق المنظمة Organized Markets

2- الأسواق غير المنظمة Unorganized Capital Markets

3- الأسواق الاحتكارية Monopolistic Markets

1- الأسواق المنظمة: وهي البورصات، وتقسم إلى أسواق مركزية، أسواق المناطق، والأسواق المحلية<sup>(2)</sup>، وعادة يطلق على الأسواق المنظمة بالسوق الثاني Secondary Markets حيث تتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها من قبل حامل هذه الأوراق و مستثمر آخر سواء بالبيع والشراء، ويمكن التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة بأن الأولى لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بذلك السوق، وهذا المكان يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق على عكس الأسواق المالية غير المنظمة حيث لا يوجد مكان محدد للالتقاء، ويُتداول في سوق الأوراق المالية الثانوية المصدره سابقاً أي التي سبق وأن سجلت و بقيت في السوق الأولى.

وتقسم الأسواق المنظمة (الثانوية) إلى قطاعين وذلك وفقاً للأحكام والقواعد الواردة في قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997، والذي يُخضع تداول أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية للقواعد والشروط التي يضعها مجلس إدارة البورصة وفقاً للمادة 26 من قانون الأوراق المالية<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> الهيئتي: مقدمة في الأسواق المالية. 1998. ص 28. مرجع سابق

<sup>(2)</sup> هندي، منير إبراهيم: إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية، مصر، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999. ص 439

<sup>(3)</sup> كما هو وارد في العكيلي: شرح القانون التجاري في الشركات التجارية، الجزء الرابع. 1997، ص 240-248.

حيث قسم سوق الأوراق المالية (بورصة عمان) الأسواق إلى<sup>(1)</sup>:

أ - سوق نظامية ( السوق الأول): ويعرف السوق النظامي بأنه السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية للشركات المدرجة بالبورصة، ويمارس عمليات التبادل فيه مجموعة من الوسطاء من قبل الشركات التي تطرح أوراقها للتداول.

ب- وسوق موازية (السوق الثاني): أما السوق الموازي فهو الذي تتداول فيه الأوراق المالية للشركات التي لم تستكمل شروط إدراجها بالبورصة بعد، وذلك وفقاً للأسعار التي تظهر على لوحات العرض فيه، ويمتاز هذا السوق بالمرونة والسرعة بحيث لا يحتاج إلى لقاء مباشر بين الطرفين من أجل إجراءات العقد<sup>(2)</sup>.

وتضع البورصات عادة شروط تسجيل الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة لكي يسمح لها بالتداول، ويختلف من بورصة إلى أخرى من حيث العملة المتداولة والقوانين الخاصة بالبورصة، إلا أنها تتشابه بالمضمون، وعلى سبيل المثال: مبلغ رأس المال ونسبة صافي الربح ونسبة المستثمرين (الجمهور) المشاركين ونسبة مساهمتهم من الأسهم الكلية، حيث يتم تداول الأسهم في السوق الموازية والسوق النظامية كما هي الشروط والمتطلبات في بورصة عمان كالاتي، ونذكر بعض هذه الشروط لإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق الموازي:

1- أن تكون شركة مساهمة عامة.

2- أن يكون مطلوباً (من المساهمين المكتتبين) 50% على الأقل من رأس المال المكتتب، وأن يكون مدفوعاً 45% من رأس المال المكتتب له على الأقل.

---

<sup>(1)</sup> ملاحظة: تم تعديل قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 بقانون رقم 76 لسنة 2002، وكان هناك بعض التعديلات بالنسبة لإدراج أسهم الشركات بالأسواق المالية، ومن أهمها في المادة (7) ب أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%) من رأس مالها المدفوع بدلاً من (90%)، كما تم استخدام مصطلحي السوق الأول والسوق الثاني بدلاً من مصطلحي السوق الموازي والسوق النظامي على التوالي.

<sup>(2)</sup> هارون: أحكام الأسواق المالية- الأسهم والسندات. 1999. ص 45. مرجع سابق

3 - أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما هو في نهاية الشهر الذي يسبق طلب الإدراج عن 40% من رأس المال المدفوع.

4 - أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع بالعمل مدة سنة كاملة كحد أدنى.

ومن الشروط اللازمة للشركات المساهمة لإدراجها في السوق النظامي<sup>(1)</sup>:

1- أن يكون قد مضى عاما كاملا على إدراج أسهمها في السوق الموازي.

2- أن لا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم.

3- أن تكون الشركة مارست نشاطها الطبيعي وحققت أرباحاً صافية قبل الضريبة خلال السنة السابقة لطلب الإدراج.

4- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية السابقة لطلب الإدراج عن 100 % من رأس المال المدفوع وشروط أخرى وقد أطلق القانون نفسه المادة 3 و 87 من النظام الداخلي للسوق على الشركات غير المدرجة بالسوق المالي (موازي - نظامي) بالسوق الثالث ((الثانوي) كما ورد بقانون رقم 76 لسنة 2002)، بحيث يتم القبول بتداول أسهم الشركات الغير أعضاء في السوق ويكون ذلك بشروط حددها القانون أولها تقديم طلب للسوق لقبول التعامل بأسهم الشركة.

## 2- الأسواق الغير منظمة: Unorganized Capital Markets

سميت الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها معاملات المنضدة Over The Counter، والتي تتولاها بيوت السمسرة، المنتشرة

---

(1) العكيلي: شرح القانون التجاري في الشركات التجارية، الجزء الرابع. 1997، ص 240-248. مرجع سابق

في جميع أنحاء العالم، وتتم من خلال شبكة اتصالات قوية في خطوط هاتفية أو أطراف الحاسوب كما في شبكة ناسداك (NASDAQ)<sup>(1)</sup> والتي أسست في عام 1971<sup>(2)</sup>.

والجدير بالذكر أن شبكة (NASDAQ) هي توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل فيها، ولا يتم التعاقد من خلال الشبكة نفسها، إنما هي فقط تعرض الأسعار بشكل متواصل للمؤسسات التي هي أصلاً عضواً فيها، ولكي تنتشر أسعار ورقة مالية متعامل معها في السوق غير النظامية لا بد من توفر شروط لهذه العضوية. فصانعو السوق (البنكيير) يستخدمون الطرف ذا المستوى الثالث بشبكة ناسداك<sup>(3)</sup>.

ويتم تبادل الأسعار من خلال شبكة كمبيوتر مركزية<sup>(4)</sup>، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض بين السماسرة والتجار حيث يعتبر التاجر هو صانع سوق الأوراق المالية، فتكون عملية الشراء أو البيع باختيار أفضل الأسعار التي تناسب التاجر ومن ثم تعقد الصفقة الأنسب للتاجر سواءً كان سمساراً أم وكيلاً أم مالكاً للورقة المالية، وهناك شروط في بيوت السمسرة لمن يرغب في التعامل مع السوق غير المنتظمة، ففي الولايات المتحدة يشترط بالعميل أن يكون عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات ومن أهمها<sup>(5)</sup>:

1- أن تكون أسهم المنشأة مملوكة لعدد لا يقل عن 1500 مستثمر.

2- أن لا يقل عدد بيوت السمسرة المتعاملة في الورقة عن ثلاث بيوت.

(1) National Association of Security Dealers - (NASDQ)

(2) الحناوي، محمد صالح- وآخرون: أسواق المال والأوراق المالية. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 2004. ص 44

(3) أن (NASDAQ) ناسداك وهي شبكة اتصالات منتشرة عبر الولايات المتحدة توفر لأعضائها معرفة آخر سعر تم التعامل فيه والتي تتكون من ثلاث مستويات، حيث يتم تشغيل هذه الشبكة من خلال ثلاثة منافذ أو مداخل للمعلومات وهي: المستوى الأول: (الطرف الأول للشبكة) وهو مخصص للتعرف على المسجلين بالشبكة وتاريخ التسجيل والأسعار الفعلية للعملاء لكل ورقة. المستوى الثاني: (الطرف الثاني للشبكة) ويربط بين صناع السوق والسماسرة والتجار، ويسمح هذا المنفذ بالإطلاع عن الأسعار أي الدخول إلى أعلى سعر للورقة وأدناه كذلك سعر بيع كل ورقة مسجلة داخل الشبكة. المستوى الثالث: (الطرف الثالث للشبكة) ويستخدمه صانعي السوق فقط، وللتعامل مع هذه الشبكة لابد من توفر حد أدنى من الشروط في المتعاملين معها سواء في صانعي السوق أو الشركات المسجلة فيها.

(4) حنفي، عبد الغفار: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. طبعة جديدة ومعدلة. 2001. ص 47

(5) هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. 1997. ص 108. مرجع سابق

3- أن تتوفر معلومات مستمرة عن وضع الورقة واهتمامات المستثمرين وتقاس بحجم تداول الورقة خلال 6 أشهر.

ويعاب على هذه السوق أنها لا توجد آليات للحد من تدهور أو الارتفاع الحاد لسعر الأوراق المالية على عكس ما هو في السوق المنتظمة، والذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، فقد يحدث أن الطلب على ورقة مالية يكون بشكل كبير مما يحدث ارتفاعاً حاداً لسعر هذه الورقة، بينما تعالج هذه الحالة في الأسواق المنتظمة بأن يتم إصدار أمر من إدارة البورصة بإيقاف التعامل مع هذه الورقة المالية (Limit up/ Limit down)، مما يؤدي إلى إعادة التوازن بين العرض والطلب وهذا ما لا يحدث في الأسواق غير المنتظمة.

#### وتقسم السوق غير المنتظم إلى:

أ- السوق الثالث **The Third Market**: ويتكون من بيوت سمسة من غير الأعضاء في الأسواق المنتظمة حيث أن أعضاء الأسواق المنتظمة ليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على أسهم مسجلة، إلا أن ذلك لا يمنع الأعضاء من التعامل مع أسواق غير منتظمة بغير أوراقهم المالية المسجلة في السوق المنتظمة<sup>(1)</sup>، ويشكل أعضاء بيوت السمسة في هذا السوق عنصراً منافساً للأعضاء داخل السوق المنظم خاصة وأن العملاء في السوق غير المنظم يتكونون عادة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة<sup>(2)</sup>.

والسبب في انتشار هذه الأسواق (الثالثة والرابعة) أن التعامل في هذه الأوراق لا يقتصر على ساعات محددة خلال اليوم، بالإضافة إلى أنه يمكن التعامل في هذه الأوراق حتى بعد التوقف فيها داخل السوق المنتظمة<sup>(3)</sup>.

---

(1) هندي: إدارة الأسواق المالية والمنشآت. 1999. ص 508. مرجع سابق

(2) حنفي، عبد الغفار - قرياقص، رسمية: الأسواق والمؤسسات المالية. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 2004. ص 287

(3) الحناوي، محمد صالح: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط2. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 1997. ص75

ونخص بالذكر أن سبب نشوء السوق الثالث هو عدم تمتع المؤسسات الكبيرة بخصم مناسب عند تعاملها مع الأسواق المنظمة من جهة، بينما تحصل على ذلك من خلال السوق الثالثة التي تسمح بالتفاوض على مقدار العمولة والحصول على تخفيض أكبر، ومن جهة أخرى عدم قدرة هذه المؤسسات على الحصول على العضوية المباشرة بتلك الأسواق بسبب عدم كفاية رأس المال المتوفر لديهم وغير ذلك من الشروط المطلوبة للعضوية.

**ب- السوق الرابع The Fourth Markets:** وهو يشبه لحد كبير السوق الثالث من حيث أنه يمكنه التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنتظمة وكذلك الأسواق غير المنتظمة، وبالرغم من إمكانية التعامل بأوراق مالية متداولة في السوق المنتظمة في هذين السوقين إلا أنهما يعتبران أسواقاً غير منتظمة<sup>(1)</sup>، ويقصد بالسوق الرابع التعامل الذي يحدث بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء بشراء وبيع الطليبات الكبيرة من الأوراق المالية، وذلك للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة (نقل مسؤولية الوسيط بين البائع والمشتري عن السمسار في السوق الرابع بحيث لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها ولا يُسأل النصح من أحد الطرفين بشأن الأوراق المالية كذلك لا يتعرض للمخاطر، فمسؤوليته نقل عن مسؤولية السمسار أو الوكيل وبالتالي تقل أتعابه أو نسبة العمولة الخاصة فيه)، فيتم اللقاء بين البائع والمشتري من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، ويساعده في ذلك شبكة قوية من الاتصالات وأطراف الحاسوب، والجدير بالذكر أن نظام ناسداك لا يغطي جميع الأسواق غير المنتظمة ولهذا إذا رغب السماسرة في بيع أو شراء أسهم أخرى غير منتظمة فإنهم يعتمدون في ذلك على الأسعار التي تظهر في النشرة التي تصدرها ناسداك تحت اسم القوائم المعروفة<sup>(2)</sup> (NASDAQs OTC Bulletin).

Board)

ويتميز السوق الرابع بان الصفقات تبرم فيه بسرعة أكبر، ويكون الاتصال المباشر بين الطرفين وبأسعار مرضية لهما وبتكلفة أقل، نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات، وعدم وجود

(1) هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. 1997. ص 111. مرجع سابق

(2) الحناوي، وآخرون: أسواق المال والأوراق المالية. 2004. ص 45

أتعاب سنوية للوسيط سوى العمولة، فالوسيط في هذه السوق لا يقوم بدور السمسار أو التاجر ويترتب على ذلك انخفاض في المبلغ المدفوع له مقابل أتعابه مقارنة بالعمولة التي يتقاضاها الآخرون وذلك في حال تم استخدام الوسيط، فقد تتم الصفقة بين البائع والمشتري دون الحاجة للوسيط، كما لا يوجد رسوم تسجيل واشتراك في البورصة.

وبسبب المزايا التي يتمتع فيها هذا السوق يعتبر منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، والذي بدوره يجبر السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض أتعابهم ليوافوا بذلك السوق الرابع مما يؤدي إلى رفع كفاءة أسواق المال<sup>(1)</sup>.

ويجب الإشارة أنه لا يمكن فصل هذه الأسواق عن بعضها بشكل قطعي، حيث أن السوق الرابع يشكل جزءاً من السوق الثالث باعتبارهما غير منظمين وهما بدورهما يشكلان حلقة وصل بين الأسواق المنظمة (البورصات والسوق غير المنتظمة). كما ويمكن التعامل بالأوراق المالية المتداولة في أسواق منتظمة وغير منتظمة، إلا أن المتعاملين في الأسواق غير المنتظمة ليسوا من أعضاء الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

### 3- الأسواق الاحتكارية Monopolistic Markets

وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية حيث يحتكر التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة<sup>(3)</sup>.

### ثانياً: الأسواق المستقبلية Future Markets

وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الاختيار، العقود المستقبلية، العقود الأمامية، وعقود المبادلات، وسميت بالأسواق المستقبلية لأن العقود المتداولة فيها تُعقد في وقت ومن ثم تنفذ في

(1) هندي، منير: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. 1997. ص 111. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 510. مرجع سابق

(3) الهبتي: مقدمة في الأسواق المالية. سنة 1998. ص 29. مرجع سابق

وقت لاحق، كما ويطلق على الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المستقبلية مصطلح الأدوات المالية المشتقة، وفي هذا البحث تم اختيار عقود الاختيار كموضوع رئيسي للدراسة.

وكانت بدايات حقوق الاختيار عقوداً مباشرة بين طرفي التعاقد، أما الآن فقد أصبحت عقود الاختيار أكثر تنظيماً حيث يتم معظمها من خلال مؤسسات التقاص، أما بالنسبة للعقود المستقبلية فهي موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق فيتم تداولها بوحدة نقدية أو بمضاعفاتها<sup>(1)</sup>، ويستخدم المستثمرون هذه العقود للحماية من مخاطر تغيير أسعار الأوراق المالية كما ويستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية، ومن بين عقود الاختيار:

### 1- اختيار البيع Put Option

### 2- اختيار الشراء Call Option

### 3- اختيار البيع والشراء Double Option

1- **اختيار البيع:** هو يتيح للمستثمر فرصة لحماية نفسه من انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها، ويتم ذلك بالتعاقد مع شخص آخر أو طرف آخر يسمى بمحرر حق الاختيار، والذي لديه استعداداً لشراء الأوراق المالية التي بحوزته وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام العقد، ولكن التنفيذ يتم بعد فترة زمنية يتم التعاقد عليها مسبقاً ويكون ذلك وفقاً لنصوص الاتفاق، حيث يدفع المستثمر مكافأة للطرف الآخر غير قابلة للاسترداد وتكون هذه المكافأة لإعطاء المستثمر فرصة اختيار تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه ولذلك سميت عقود الاختيار بهذا الاسم.

2- **اختيار الشراء:** ويتم تعاقد المستثمر على شراء بعض الأوراق المالية حال توقعه ارتفاع سعر هذه الأوراق أو البضائع أو حال توقعه بوجود انتعاش في الأسواق المالية، أو من أجل استفادة المستثمر من ارتفاع الأسعار فيقوم باغتنام الفرصة ويتعاقد مع طرف آخر

(1) خريوش، وآخرون: الأسواق المالية. 1998. ص 35. مرجع سابق

(محرر عقد الاختيار) بشراء أوراق مالية على أن يتم تحديد السعر مسبقاً (وهو السعر السائد في السوق وقت إبرام العقد)، ويتم التنفيذ بعد فترة متفق عليها بين الطرفين.

**3- اختيار البيع والشراء معاً:** فيكون هذا العقد بمثابة عقد مستقبلي يجمع بين عقد اختيار البيع وعقد اختيار الشراء ويتم فيه تنفيذ آلية كلا العقدين معاً.

### الفرع الثاني: أسواق النقد: Money Markets

وهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل مع الأوراق قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات ادخار وصكوك مديونية، مدون عليها ما يؤيد حق حاملها باستيراد مبلغ من المال سبق أن اقضه لأحد، وتتصف الأدوات المتداولة في سوق النقد بسيولة عالية بحيث يمكن التخلص منها بأدنى حد من الخسائر أو حتى الربح، ونسبة المخاطرة فيها قليلة وبالتالي العائد منها قليل، كما يمكن التصرف بهذه الأوراق قبل موعد استحقاقها، والأدوات المستخدمة في سوق النقد تتمثل بشهادات الإيداع القابلة للتداول، الأوراق التجارية وغيرها<sup>(1)</sup>.

كما يتم خلال أسواق النقد عمليات الاقتراض والإقراض بين البنوك المحلية والأجنبية، وبين البنوك والمؤسسات المحلية الأخرى، وتتأثر السوق النقدية بنوعية السياسة النقدية المطبقة بالدولة، والتي تعتمد على سعر الفائدة، والتي تتجدد بالعرض والطلب، وكذلك من معرفة المؤشرات الاقتصادية ودورها في حركة اتجاه الأسعار هبوطاً وصعوداً<sup>(2)</sup>، كما أن الشركات تقوم عادة بتوظيف جزء من سيولتها في أوراق مالية قصيرة الأجل من أجل استعادتها بسرعة وقت الحاجة لها، وتقسم أسواق النقد إلى ثلاثة أسواق:

أولاً: سوق الخصم: Discount Market

ثانياً: سوق ودائع تحت الطلب: Call Deposit Market

ثالثاً: السوق المفتوحة: Open Market

(1) الزرري، عبد النافع- وآخرون: الأسواق المالية. ط1. 2001. ص 36

(2) خريوش، وآخرون: الأوراق المالية. 1998. ص 36. مرجع سابق

أولاً: سوق الخصم: يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل بهذه الأوراق، حيث تعتبر هذه الورقة صك مديونية تعطي لحاملها حقاً في استرداد مبلغ من المال سبق أن اقرضه لطرف آخر، ويمكن التخلص من هذه الأوراق بحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق عن طريق خصمها في سوق الخصم<sup>(1)</sup>، وتعتمد أساساً على الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات، الكفالات، وشهادات الإيداع.

ثانياً: سوق الودائع تحت الطلب: وهي الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة التي يستخدمها المستثمرون في البنوك التجارية، بدون تحديد أجل لاستردادها، على عكس الودائع بالأجل، وتتميز بسرعة تداولها، واستردادها وتدني فوائدها بالمقابل<sup>(2)</sup>.

ثالثاً: السوق المفتوحة: ويتم في هذه السوق التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية وبيع وشراء السندات الحكومية مثل سندات الخزنة التي تستخدمها الدولة كأداة لتخفيض أو زيادة عرض النقود في السوق النقدي كأداة لمحاربة التضخم أو الكساد فيها، وكذلك تطرح هذه السندات للبيع لحاجة الدولة للنقود<sup>(3)</sup>.

### الفرع الثالث: الأسواق المالية العالمية

ومن أهم الأسواق العالمية:

أولاً: سوق العملات الأجنبية: Foreign Currencies Market

ثانياً: الأسواق النقدية العالمية: International Money Markets

ثالثاً: أسواق الأوراق المالية العالمية: International Financial Security Markets

رابعاً: سوق توظيف الأموال الدولي: International Monetary Market

(1) حنفي - قرياقص: أسواق المال - بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار. 2000. ص 238

(2) صيام، أحمد زكريا: مبادئ الاستثمار. 1997. ص 37. مرجع سابق

(3) Gordon, Robert, **Macroeconomics**, Seventh edition. Addison, Wesley co., 1998, P(415)

أولاً: سوق العملات الأجنبية: يتميز سوق العملات عن غيره من الأسواق بأنه أكبر الأسواق وأكثرها ربحية، فأخذت الدول تتصارع عليها قبل عام 1930، وهي أسواق تنفذ خلالها عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق وتعمل على مدار أربع وعشرون ساعة، فهي سلسلة من عمليات التسعير والبيع والشراء، التي تتم بين البنوك والسماسة والمتاجرون والشركات الكبرى المنفذون عبر رسائل للاتصال الالكتروني لذلك لا حاجة لمواعيد محددة للفتح والإغلاق فيها على عكس سوق العملات المستقبلية والعطاءات التي تعمل من خلال مبادلات خاصة، وتقوم البنوك المركزية بمراقبة حركة الأسواق عامة وسوق عملتها خاصة لضمان استقرار الأسعار والتدخل فيها بالبيع والشراء عند الضرورة لتغيير اتجاه الأسعار في حالة وجود ما يضر اقتصاد الدولة<sup>(1)</sup>.

وتسمى هذه الأسواق سوق ما بين البنوك INTERBANK MARKET لأن معظم العمليات تتم بواسطة الاتصال بين البنوك وبدون استعمال الأسواق المالية<sup>(2)</sup>.

ويقسم سوق العملات الأجنبية إلى:

1- سوق العملات الأجنبية الآنية: FOREIGN EXCHANGE SPOT MARKET

2- سوق العملات الأجنبية الآجلة: FO FORWARD MARKET

3- سوق اليورو دولار: EURODOLLAR MARKET

1- سوق العملات الأجنبية الآني: وتتم غالب عمليات الشراء وبيع العملات الأجنبية في

غرفة التداول في البنوك حسب الأسعار الآنية فهي تشكل ما يزيد عن 40% من حجم

العمليات الإجمالية، وتعني الأسعار الآنية الأسعار الحالية للعملات، ولكن يتم تسليم

---

(1) محمود، مصطفى عيسى: دليل المستثمر العربي إلى البورصات العالمية. ج1. 2000. ARAB INVESTOR

– GUIDE TO WORLD WIDE EXCHANGES CURRENCIES SPOT MARKETS هونج كونج.

باريس. لندن

(2) حبش، محمد محمود: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. عمان. الأردن. طباعة بنك الأردن المحدود.

حقوق الطبع والنشر للمؤلف. 1998. ص 10

واستلام العملات المشتراه والمباعة بعد يومين من تاريخ إجراء عملية الشراء والبيع، وتتم شراء وبيع والعملات الأجنبية من قبل غرفة التداول Dealing Room الموجودة في كل بنك والمزودة بأحدث الوسائل للتنفيذ هذه العمليات وأهمها هي Dealing System والذي بواسطته يتم الاتصال بين البنوك بسهولة لإجراء محادثات عمليات الشراء والبيع وكذلك يوجد شاشات تعرض أسعار العملات الأجنبية وتعتبر هذه الأسعار دليل رئيسي للأسعار الحقيقية التي تتم فيها العمليات.

**2 - سوق العملات الأجنبية للأجل:** تخضع عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية للأسعار الآجلة إذا تم الاتفاق على تسديد الأموال بعد أكثر من يومي عمل، ويعرف العقد الآجل بأنه اتفاق بين طرفي بنك وآخر أو بنك وعميل، لتبادل عملة بأخرى في المستقبل ويتم تحديد سعر التبادل (Forward Rate) وتاريخ التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد، والفرق بين سوق العملات الآجل وسوق العملات الآني هو أن عملية التسديد في السوق الآني تتم خلال يومين وليس أكثر كما هو في السوق الآجل، ويتشابهان بحيث يتم العمليات فيها من خلال أجهزة الاتصالات، وليس هناك مكان محدد للسوق، ويتم التداول بنفس العملات التي يتداول فيها في السوق الآني وأهمها الدولار الإسترليني المارك، الفرنك السويسري، الين، ولا تزيد عادة مدة العقد عن سنة، ولا يستطيع المتعامل إلغاء الاتفاق الآجل ولكن يستطيع إعلان المركز المفتوح بهذا السوق بواسطة تنفيذ عمليات معاكسة<sup>(1)</sup>.

**3 - سوق اليورو دولار:** تعني كلمة (Euro Dollar) أنها الوديعة بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية، لذا فيمكن تسمية يورمارك بأنه الودائع الموجودة خارج ألمانيا، والسبب الرئيسي لنمو وداائع هذا السوق هو أن هذه الودائع غير خاضعة للاحتياطي القانوني للبنك الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) كما أن للأحداث السياسية وزيادة أسعار البترول اثر كبير في نمو هذا السوق<sup>(2)</sup>.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. 1998. ص 46. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. 1998. ص 90-94. مرجع سابق

وفي دراسة عن حجم ودائع اليورودولار حسب إحصائية Bank For International لسنة 1991 تشكل ودائعه أكبر حجم ودائع في العالم وبلغ مجموعها 59.8 بليون دولار في ذلك العام وتشكل عملة الدولار منها نسبة 50.90%<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: الأسواق النقدية العالمية

تعتبر أسواق نيويورك ولندن وطوكيو من أكبر الأسواق العالمية للعمليات الأجنبية في العالم وذلك قياساً على حجم العمليات اليومية المتداولة، وتستخدم اتفاقيات إعادة الشراء بشكل واسع في سوق نيويورك، وتستخدم هذه الأداة للتمويل وتوفير سيولة نقدية، حيث يتفق أحد المتعاملين مع أحد المستثمرين الذي يملك الأموال ويرغب في استثمارها، فيبيع سنداً بمبلغ معين مع الاتفاق في نفس الوقت أن يشتري المتعامل هذه السندات مستقبلاً وغالباً تكون لفترة ليلة واحدة أو يوم وهي تشبه عملية الإقراض والاقتراض ولكن خلال هذه السوق تتم بضمانة السندات، وفي سوق إنجلترا النقدي يلعب الدور الرئيسي فيه سوق الخصم وهو يتألف من مجموعة من بيوت الخصم، وسبب أهمية دور هذا السوق هو احتكاره لشراء سندات الخزينة التي يصدرها بنك إنجلترا - البنك المركزي البريطاني - وتتعهد هذه المجموعة بشراء جميع إصدارات الخزينة والتي بدورها تتبعها للمؤسسات.

### ثالثاً: أسواق الأوراق المالية الدولية

يقصد بمصطلح الأسواق المالية الدولية أو البورصات الدولية، بورصات الدول الصناعية المتقدمة الجديدة Emerging Markets، ويتم التعامل بالسندات الحكومية في السوق غير المنتظمة بشكل أكبر من الأسهم، بينما في السوق المنتظمة يتم التعامل بشكل كبير بالأسهم، وتقسّم حسب المعيار الجغرافي إلى:

أ - البورصات الأمريكية، ب- البورصات الأوروبية، ج- البورصات الآسيوية<sup>(2)</sup>.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. 1998. ص83. مرجع سابق

(2) الزرري، فرح: الأسواق المالية. 2001. ص 123. مرجع سابق

وأهم أسواق الأوراق المالية الدولية:

1- سوق السندات الدولية: International Bonds Market: إن تطور الأسواق الدولية منذ فترة الستينات من القرن السابق كان له الفضل العظيم في تطوير سوق استثماري هام جدا إلا وهو سوق السندات الدولية، ويميز السند الدولي عن السند العادي بأن الأول (Foreign Bond) يجري تنظيمه لمقترض خارجي ويجري تسويقه في سوق رأس المال المحلي لدولة معينة ويكون مقوما بعملة تلك الدولة، أما السند المحلي يتعامل فيه فقط في السوق المحلية بالعملة المحلية، " ولقد نجحت سوق السندات الدولية نجاحا استثنائيا في ربط المقترضين بالمستثمرين الدوليين داخل حلقة بالغة التنظيم إداريا وإجرائيا، حيث يتم تنظيم إجراءات الإصدار والتسويات بصورة ممتازة<sup>(1)</sup>، إضافة إلى إنشاء رابطة للمتعاملين في هذه السندات وتعرف اختصارا (AIBD)<sup>(2)</sup> ومهمتها متابعة أوضاع هذه السوق وأصبحت هذه السندات جزءا لا غنى عنه تستخدم في المحافظ الاستثمارية، كما أن عملية المتاجرة في السندات تكون ضمن عملية غير واضحة ودقيقة بسبب صعوبة التنبؤ بتحركات الأسعار في أي مركز يتخذه المتعامل (شراء وبيع) يحمل احتمالات الربح أو الخسارة بسبب المؤثرات والمتغيرات التي تحدث نتيجة الأحداث الاقتصادية والسياسية وينجم عنها تغيير في أسعار العملات والفوائد<sup>(3)</sup>.

2- سوق الأسهم الدولية: International Stocks Market: تعتبر أسواق الأسهم الأمريكية من أهم الأسواق العالمية للأسهم، بالإضافة إلى سوق إنجلترا وسويسرا واليابان، وأسواق الأسهم في الولايات المتحدة هي مؤسسات رسمية منظمة من قبل هيئة الأوراق والعملات (SEC) Security And Exchange Commission ويتم تداول الأسهم بعد تسجيلها والذي يتطلب شروطا خاصة تتشابه إلى حد ما في جميع الأسواق العالمية، وقد تم السماح للمستثمر في التسجيل بأكثر من سوق مالي وذلك في عام 1976 في الولايات المتحدة، ولقد تكونت جمعية الأوراق المالية والعملات الأجنبية (SEC) عام 1933 وعهد

(1) أسعد، رياض: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية للعلوم المالية والمصرفية. 1997. ص 69. مرجع سابق

(2) (AIBD) Association of International Bond Dealers

(3) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. 1998. ص148. مرجع سابق

إليها وظيفة تنظيم عمل تجارة الأوراق المالية، فنقوم بإصدار التعليمات والمنشورات المتعلقة بإصدارات الأسهم، ويكون لها أن تقبل أو ترفض أية مستندات بخصوص تسجيل الأسهم.

ومن أهم مؤشرات أسواق الأسهم العالمية<sup>(1)</sup>.

مؤشر داو جونز TNDICES و يقيس معدل أسعار اكبر 30 مؤسسة مسجلة في سوق NXSE في أمريكا.

مؤشر ستاندارد آند بور (500) يقيس معدل أسعار اكبر 500 مؤسسة مسجلة في السوقين الرئيسيين AMEX , Nyssa في أمريكا.

مؤشر Financial Times Stock Exchange في انجلترا.

مؤشر The Financial Times في انجلترا.

وفي اليابان مؤشر نيكاي Nikkei 225 Stock Average.

ومؤشر Tokyo Stock price Index (Topix) يقيس معدل أسعار أسهم السوق في طوكيو.

وفي فلسطين مؤشر القدس في سوق فلسطين المالي الذي أُعتمد عام 1997 في مدينة نابلس.

#### رابعاً: سوق توظيف الأموال الدولي: INTRNATIONAL MARETARY MARKET

وهو سوق العملات المستقبلية والعطاءات الرئيسي لسوق العملات المستقبلية بالعالم, وهو قسم من سوق شيكاغو التجاري للتبادل بشيكاغو<sup>(2)</sup>، والهدف من عقود المستقبلية والمقايضات والعطاءات دون تحفظ هو الوقاية الفعالة فقط فيكون الدخول تحت ظرف عملة فعالة معاكسة فعلا، وقد ينفذ هذا النوع من الوقاية من خلال قرارات وقف الخسائر في كل من الأسواق الفورية والأجلة والعطاءات.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. 1998. ص 166-170. مرجع سابق

(2) عيسى، محمود مصطفى: دليل المستثمر العربي إلى البورصات العالمية. 2000. ج1. ص 98. مرجع سابق

## المطلب الثاني: معايير التقسيم للأسواق المالية

### الفرع الأول: من حيث الإجراءات (المراحل) التي تمر فيها الأوراق المالية في الأسواق

تقسم أسواق رأس المال الفورية (الحاضرة) إلى أربعة أقسام من حيث طرق الإصدار والتداول التي ترافق الأداة المالية في السوق المالي، وهو التقسيم الأكثر استخداماً في دراسات الباحثين للتمييز بين هذه الأسواق:

أولاً: السوق الأولي (الأول): **Primary Market**: ويسمى بسوق الإصدار، حيث تخلفه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك استثمار **Investment Banker or Bank** أو المتعهد ومن الأمثلة على هذه المؤسسات مؤسسة مارلنش **Merrill Lynch** ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة **First Boston**<sup>(1)</sup>.

ويتم تداول الأوراق المالية في هذا السوق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة، وهي جميعها جهات تختص بإصدار الأوراق المالية وطرحها لأول عملية البيع مرة، وتعتبر هذه المؤسسات المالية وسيط بين جمهور المستثمرين للأوراق المالية وبين الجهة المقررة لإصدار الورقة المالية، فتقدم المساعدة للجهة المصدرة في بيع أوراقها المالية المصدرة وترويجها ويقوم بعض هذه المؤسسات بتمويل شراء الإصدارات بغية إعادة بيعها لجمهور المستثمرين<sup>(2)</sup>، وتتصف عملية الإصدار كونها عملية غير دورية، فهي ليست عملية متكررة، فإذا قام حامل الورقة المالية (المستثمر) الذي اكتتب في أسهم المنشأة المصرفية ببيع ما يملكه من أسهم فإن تتم من قبله مباشرة، أي يصبح البائع الجديد للأسهم هو المستثمر وليس المنشأة المصدرة لتلك الأسهم أول مرة وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية<sup>(3)</sup>.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 8

(2) خريوش - وآخرون: الأسواق المالية. ص 34. 1998. مرجع سابق

(3) الزبيدي، حمزة محمود: الاستثمار في الأوراق المالية. 2001. ص 114. مرجع سابق

ثانياً: السوق الثانوي **Secondary Markets** : وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة سبق تكوينها أو إصدارها في السوق الأولي، وأهم ما يميز هذه السوق أنه يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية عنصر السيولة، فيستمد السوق الأولية فاعليته وكفائته من السوق الثانوية<sup>(1)</sup>، وتقسم السوق الثانوية إلى قسمين سوق نظامي، وسوق موازي، حيث سبق وأن تحدثنا عنه.

ثالثاً: السوق الثالث: **The Third Market** وهو قطاع من السوق غير المنظم، ويتم فيه صفقات بيع وشراء الأوراق المالية خارج البورصة (حيث أن مصطلح البورصة يطلق على السوق المنظمة)، ويتميز هذا السوق بسرعة تنفيذ العمليات وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة مع العملاء والتعامل مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية في هذا المجال.

رابعاً: السوق الرابع: **The Fourth Market** وهو أيضاً قطاع من السوق غير المنظم، وهو لا يحتاج إلى السماسرة والوسطاء لإجراء صفقاتهم التجارية وإنما تتم الاتصالات مباشرة بين الأطراف من خلال التلفون أو الحاسب الآلي ويسهل ذلك شبكة الاتصالات التتموية المخصصة لذلك<sup>(2)</sup>، مثل شبك ناسداك NASDAQ.

خامساً: أسواق أخرى: وهي تخلق عن طريق السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم على تقديم خصم العمولة، وتتشابه بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ويمارس هذا النشاط في هذه الأسواق:

1- سماسرة الخصم **Discount Brokers** : والذي يقدم حداً أدنى من الخدمة لعملائه وتكون عادة في الأعمال الكتابية، وستناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسر مع حجم الخدمة المقدمة، وتقدم هذه الخدمة للمستثمر ذوي الخبرة الذي يقرر بنفسه نوعية الاستثمار، أما الخدمة الكاملة التي تقدمها بيوت السماسرة تتمثل في حفظ محفظة العميل

(1) هارون: أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات. 1998. ص 45. مرجع سابق

(2) قرياقص: أسواق المال وأسواق رأس المال المؤسسات. 1999. ص 55. مرجع سابق. و حنفي، وآخرون، الأسواق

المؤسسات المالية. 2004. ص 287. مرجع سابق

وحمايتها ضمن نظام معين، توفير المعلومات، تقديم خدمة الاتجار، تقديم التسهيلات الائتمانية، تقديم النصح والمشورة إلى جانب خدمات إضافية مثل عرض سلع على العملاء بأسعار رمزية وغيرها، وتحصل بيوت السمسرة على عمولة كاملة من العميل<sup>(1)</sup>.

2- تجار الطلبات الكبيرة Block Trade : ويقصد بالطلبات الكبيرة بيع الأوراق المالية (الأسمم خاصة)، بحيث لا يقل حجم الطلبية عن 10000 سهم ولا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر، وتكون نسبة العمولة ضئيلة جدا في هذه السوق بسبب ضخامة الصفقة الواحدة، ويمكن التفاوض بشأن نسبة العمولة، وأدى وجود هذا النوع من التجار إلى تقليل أهمية المتخصصين في مجال الاستثمار هذا، ويذكر أن حوالي 50% من قيمة الصفقات تبرم عن طريق تجار الطلبات الكبيرة.

3- منشآت البحث المستقلة Third-Party Research Firms: والتي هي عبارة عن منشآت أو أجهزة معاونة للسماسرة والتجار، حيث توفر لهم المعلومات الخاصة بشركات أو مؤسسات لا يملك السمسار أو الوكيل معلومات كافية عنها، فتوكل إليها مهمة إيجاد المعلومات لمنشأة البحث المتخصصة في ذلك، مقابل عمولة ومن ثم يقوم الوكيل أو السمسار بأخذ العملة المدفوعة من العميل الذي كلفه بالعمل وتسمى عمولة الدولارات السهلة، أي يحمل العميل الجزء الذي دفعه لشركة البحث المستقلة، كما يأخذ منه العملة الخاصة مقابل الخدمة التي قدمها ويسمى عمولة الدولارات الصعبة أو النقدية<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثاني: معايير أخرى لتقسيم الأسواق المالية

يجب الإشارة من خلال بحثنا في أقسام الأسواق المالية إن هذه الأسواق بجميع أشكالها واختصاصاتها لا يمكن أن تعتبر كيانات منفصلة عن بعضها البعض، وإنما هي عبارة عن شبكة من العلاقات المتداخلة والمتراصة بحكم العلاقات التبادلية بين الأدوات المالية، لذلك فإن التمييز

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 46. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 514. مرجع سابق

أو الفصل بين الأسواق المالية يعد فصلا نظريا لتوضيح تسميات مستخدمة في عالم المال والاقتصاد أكثر ما هو فصل واقعي.

### أولاً: من حيث القوانين التي تخضع لها السوق

1- السوق محلية: Domestic National يقتصر التعامل فيها من قبل المواطنين والمقيمين بهذه الدولة أو المنطقة ويطبق فيها قوانينها الخاصة التي تختلف عن الأسواق المحلية الأخرى.

2- السوق الأجنبية Foreign Markets: وهي السوق الملحقه بالسوق المحلية وتطبق عليها تعليمات وقوانين خاصة بالأجانب تختلف عن القوانين المطبقة على المقيمين والمواطنين فيها.

3- السوق الخارجية External Markets: وهي تنطبق على أي سوق للتعامل المالي خارج حدود السلطة السياسية للبلد ولا يربطها بالسوق المحلي سوى العملة المستخدمة كوحدة لقياس قيمة الحقوق المالية.

### ثانياً: من حيث طبيعة التمويل

1- سوق التمويل المباشر Market for Direct Finance

2- سوق التمويل غير المباشر Market for Indirect Finance

على اعتبار أن التمويل المباشر يمثل التعامل مع الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة، وينطبق ذلك على الأسواق الأولية دون استخدام وسطاء أو خبراء تسويق، فإن التمويل غير المباشر ينطبق على الأسواق الثانوية والتي لا يتم فيها بيع أو شراء الأدوات إلا من خلال وسيط، ولذلك يتم التمويل الغير مباشر في كلا السوقين الأولية والثانوية في حال بيع أوراقه في السوق الأولية، فيطلق عليه تمويل غير مباشر<sup>(1)</sup>.

(1) العيسى، السيد علي: النقود والمصارف والأسواق المالية. 2004. ص 117-120. مرجع سابق

### ثالثا: من حيث مدة الاستحقاق

تقسم الأسواق المالية من حيث مدد الاستحقاق للأدوات المالية إلى أسواق رأسمالية وأسواق نقدية، حيث تتميز الأسواق الرأسمالية بمدة استحقاق طويلة ومتوسطة أما أسواق النقد فتكون مدة الاستحقاق قصيرة لا تزيد عن سنة والمخاطرة فيها اقل.

### رابعا: من حيث توقيت التنفيذ

تقسم الأسواق المالية من حيث الوقت المحدد لتنفيذ العمليات المتعاقد عليها إلى:

1- أسواق فردية Spot Markets: في الأسواق الفردية تكون شروط الاستلام والتسليم للأدوات المالية فورية وتنتقل حقوق الملكية عند عملية البيع والشراء بعد دفع قيمتها واستلامها من قبل البائع.

2- أسواق مستقبلية Future Markets: في الأسواق المستقبلية يتم الاتفاق على شراء أسهم أو سندات أو عملات أجنبية وتسليمها في موعد يتفق عليه في المستقبل وبسعر متفق عليه وقت توقيع عقد الشراء.

3- أسواق الخيارات Options Markets في أسواق الخيارات يتم الاتفاق بين البائع والمشتري بموجب عقد نظامي على عملية بيع أو شراء أصل ما في موعد لاحق بسعر متفق عليه عند التعاقد، ولكن لا يوجد إلزامية في الاستلام أو التسليم على مشتري حق الاختيار، وإنما يتم غالبا دفع الفرق بين السعر المتفق عليه بالعقد وسعر السوق الفعلي في وقت التنفيذ، وهذا ما يختلف فيه عقد الخيار عن العقود المستقبلية<sup>(1)</sup>.

### خامسا: من حيث أغراض أدوات التنمية

تقسم الأسواق المالية طبقا لإغراض أدوات التنمية وذلك لتسهيل الانتقال من سوق إلى آخر إلى ثلاثة أقسام<sup>(2)</sup>.

(1) العيسى، السيد علي: النقود والمصارف والأسواق المالية. 2004. ص 120. مرجع سابق

(2) الجمل، جمال جويدان: الأسواق المالية والنقدية 2002. ص 34-35. مرجع سابق

1- السوق النقدي: وهو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، مثل أدونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، والقبولات المصرفية، الأوراق التجارية، الأدونات المالية واهم ما يميزه انخفاض درجة المخاطرة وكذلك انخفاض العائد وسرعة التداول.

2- سوق المال: وهو السوق الذي يتداول فيه أدوات الاستثمار قصيرة الأجل مثل الأسهم والكفالات والتعهدات والخيارات، وكذلك أدوات الاستثمار والمساهمات طويلة ومتوسطة الأجل الذي قد يمتد اجلها إلى عشرين عاما، ويكسب أهميته من خلال الأدوات المالية طويلة الأجل خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة ولمدة طويلة. ويتميز هذا السوق عن السوق النقدي بأنه أكثر مخاطرة وقل سيولة في الاستثمار.

3- سوق العملات: وهو السوق الذي يتم تداول العملات فيه، فإذا كانت عملة أجنبية مقابل عملة محلية سمي بسوق العملات الأجنبية، (ويعرف سوق العملات بأنه موجودات هذه الدولة من العملات الأخرى) والتي تشمل الودائع لأجل بالإضافة إلى السندات الحكومية - حكومة الدولة الأجنبية - والذهب وحقوق السحب الخاصة، وتشمل ومجوداته من الدول الأخرى، وأهم ما يتم التعامل به في أسواق العملات الأجنبية أو الحرة التعامل بالحوالات الخارجية، شيكات المسافرين، النقد الأجنبي، الودائع تحت الطلب وغيرها، ويتميز سوق العملات عن غيره من الأسواق أنه أكبرها وأكثرها ربحية. وكذلك بعدم وجود مكان محدد للقاء بين الأطراف بل يتم الاتصال غالبا عن طريق الفاكس أو الانترنت أو الهاتف.

ويؤثر عدم الاستقرار السياسي كثيرا في سوق العملات ويعتمد هذا السوق على التطورات الاقتصادية والنقدية وأسعار الفائدة، لذلك هو سوق سريع التقلب ويحتاج التعامل فيه إلى عناية فائقة لاتخاذ القرار وخبرة واتصال دائم في السوق<sup>(1)</sup>، لهذا نجده محل اهتمام الدول الكبرى.

---

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002 ص 36. مرجع سابق

## سادسا: من حيث الأصول المالية المتداولة

تقسم أسواق الأوراق المالية في الأسواق الثانوية من حيث الأصول المالية المتداولة فيها إلى قسمين: سوق الاستدعائي Call Market، وسوق مستمر Continuous Market، ففي سوق الاستدعاء يتم السماح بالتبادل في أوقات محددة فقط، وعند استدعاء ورقة مالية معينة فإنه يتم الجمع بين الأفراد الراغبين في البيع والراغبين في الشراء ويكون ذلك لمدة ساعة واحدة أو أكثر، ثم يقوموا بإعلان مزادا علنيا جديدا يتم فيه إعلان الأسعار حتى يصلوا إلى اقرب نقطة تساوي بين الكمية المطلوبة والمعروضة.

أما الأسواق المستمرة فيتم فيها التداول طوال الوقت، وبالرغم من وجود المستثمرين في هذه الأسواق، إلا أن الوسطاء الماليون يزدوا من فعالية هذه الأسواق، فالمستثمر الذي لا يملك الخبرة الكافية والمعلومات المطلوبة لاتخاذ قرار استثماري مناسب، يتطلب منه في حال قرر شراء أسهم بمفرده سوف يحتاج إلى إنفاق مبالغ كبيرة للحصول على صفقة مناسبة، وإلا تعرض لمخاطر قبول استثمارات سيئة، ومن هذا المنطلق يكون دور الوسطاء الماليين في مساندة المستثمر وإرشاده إلى الاستثمار الأنسب، وأما الدور الثاني للوسطاء الماليين (Dealers) و صناع السوق (Market Markers) والمتخصصين (Specialists) فيكون في تحقيق الأرباح فهم يقومون بتخفيض حدة التقلبات في أسعار الأسهم الناجمة عن التغيرات في قيمتها كما يوفران السيولة للمستثمرين، ويكون ذلك نتيجة لتكرار عمليات البيع والشراء للأسهم التي يتوقع تغير في أسعارها، وبالتالي يؤدي ذلك إلى اعتدال أو تناسب نوعا ما بين سعر السوق والقيمة الحقيقية للسهم<sup>(1)</sup>.

## سابعا: من حيث الناحية الاقتصادية

تقسم الأسواق المالية إلى ثلاث أقسام رئيسية تبعا للتقسيم الاقتصادي وهي أسواق الموارد، أسواق السلع، و الأسواق المالية<sup>(2)</sup>.

(1) حناوي، وآخرون: أسواق المال والمؤسسات المالية. 2004. ص 29. مرجع سابق

(2) السيد علي، العيسى: النقود والمصاريف والأسواق المالية. ط1. 2004. ص 66-67. مرجع سابق

1- أسواق الموارد: والتي يتم فيها التبادل لعناصر الإنتاج وتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة.

2- أسواق السلع والخدمات المنتجة، ويتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية من خلال إنفاق ما تحصل عليه عناصر الإنتاج من عوائد (دخل) على السلع الاستهلاكية وما تتفقه الوحدات الإنتاجية على السلع الإنتاجية في عملية الاستثمار في القسم الثالث من الأسواق المالية والتي تقوم بوظيفتها الأساسية في توجيه الإدخارات إلى الأشخاص أو المؤسسات المستثمرة، وبنفس الوقت تقوم بتقدير أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية وغيرها من الوظائف.



## الفصل الثاني

نشأة وتنظيم العقود المستقبلية وأسواقها

## الفصل الثاني

### نشأة وتنظيم العقود المستقبلية وأسواقها

يقسم هذا الفصل إلى مبحثين، الأول تحدثت فيه عن العقود المستقبلية وأنواعها، والثاني عن تنظيم أسواق العقود المستقبلية.

### المبحث الأول: العقود المستقبلية وأنواعها

وفيه مطلبان، الأول عن ماهية العقود المستقبلية، تطورها، سماتها، وأركانها، والثاني عن العقود المتداولة في السوق المستقبلي ومقارنتها مع عقود الاختيار.

#### المطلب الأول: ماهية العقود المستقبلية، تطورها، سماتها، وعناصرها

#### أولاً: نشأة أسواق العقود المستقبلية

تعد العقود الآجلة Forward Contracts هي الصورة الأولى للعقود المستقبلية<sup>(1)</sup>، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل السلع الزراعية ومن ثم البترول والنحاس وغيرها<sup>(2)</sup>.

وبدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة أي أسواق نقدية، حيث يتم استلام السلعة ودفع قيمتها فور التعاقد، ثم تحول السوق الحاضر إلى سوق العقود المستقبلية في منتصف القرن الثامن عشر، ويعد سوق شيكاغو هو السوق الرائد في هذا المجال<sup>(3)</sup>، ففي تاريخ 13 أكتوبر عام

---

(1) إن الحديث عن نشأة وتطور وسمات الأسواق المستقبلية ومن ثم الحديث عن أنواعها لا يقل أهمية عن الحديث عن عقود الاختيار باعتبارها إحدى أشكال العقود المستقبلية وجميعها تتلاقى الصفات العامة وتختلف كل منها بصفات تميزها عن الأخرى. لقد أطلقنا في هذه الدراسة تسمية العقود المستقبلية على مجموعة العقود التي تعقد في حين وتنفذ في حين آخر (مستقبلاً) والتي يمكن تداولها في الأسواق المستقبلية، وهي العقود الأمامية (الآجلة)، عقود الاختيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات، أي أن العقود المستقبلية (Futures) هي أحد أنواع العقود المستقبلية، فيجمع بينها وبين العقود المستقبلية سمات متشابهة وتتميز بسمات أخرى خاصة فيها، وذلك للتمييز بين العقود المستقبلية عموماً وفرع العقود المستقبلية كجزء منها.

(2) الحناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة. الأوراق المالية. ط2. 1997. ص 402 مرجع سابق

(3) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 632. مرجع سابق

1865 كان ميلاد أول سوق آجلة للبضائع والذي تم فيه تداول أول عقد رقمي بمجلس شيكاغو للتجارة<sup>(1)</sup>.

والسبب في نشأة هذه الأسواق الحاجة لسلعة ما في المستقبل وليس الآن، ففي حالة أن التاجر قام بشرائها وتخزينها حتى لحظة الحاجة لها تحمل مخاطر تلف السلعة المخزونة، وفي حالة لم يشتريها وانتظر حتى تاريخ الحاجة لها ليشتريها عندئذ من السوق الحاضر فعليه تحمل مخاطر فقدان السلعة أو ارتفاع سعرها، أما الحالة الأخيرة فهي التعامل في سوق العقود المستقبلية وذلك بشراء السلعة بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق يناسب حاجة التاجر للسلعة.

"وتطورت الأسواق المستقبلية المالية بعد انهيار نظام بريتون وودز عام 1973 حيث بدأ نظام تعويم أسعار العملات وأصبحت تتحرك العملات هبوطا وصعودا بحرية كاملة حسب العرض والطلب"<sup>(2)</sup>.

وقد عانت المؤسسات العالمية المالية من تقلبات أسعار العملات والفوائد مما جعلها تتعرض لمخاطر كبيرة نتيجة هذه التقلبات والتي تسببت بأزمة يوم الاثنين الأسود، وقد كانت بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية، وبدأت التعامل فيها في عام 1972 من قبل السوق النقدي العالمي (IMM) وهو فرع من فروع بورصة شيكاغو، وتوسع التعامل فيها في الثمانينات حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى مثل بورصة لندن العالمية للعقود والخيارات المستقبلية.

والسبب الرئيسي لظهور هذه العقود هو تخفيض أو تجنب المخاطرة من تغير السعر، وللتغلب على عدم التأكد من المستقبل سواء بالنسبة للسعر أو كمية المحصول المطلوبة بغرض التحوط أو التحصن، ويرى البعض أن سوق العقود المستقبلية ما كان لها أن ترى النور أو

(1) قريباقتص: أسواق المال. أسواق - رأس المال - المؤسسات. 1999. ص 68. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. مرجع سابق.

تتطور على هذا النمو الكبير الذي نراه اليوم لو أن هذا العالم كان أكثر استقراراً من الوجهة المالية والاستثمارية مما هو عليه الآن<sup>(1)</sup>.

وأؤيد هذا الرأي في أن التوجه والإقبال على الأسواق المالية يرجع في الغالب إلى عدم التأكد من الأحداث المستقبلية، مما يجعل المستثمر أو صاحب حاجة معينة أن يتوقع حدث ما يبني عليه عقد كي يتجنب خطر أو يضمن أمراً، فإذا افترضنا أنه يوجد استقرار في أسعار الأوراق المالية وأن ارتفاع أو انخفاض أسعارها ينتج فقط عن زيادة أو نقصان حقيقي لقيمة هذه الأوراق في المنشآت المصدرة لها، لما كان هناك تقلبات حادة في الأسعار، لذا سوف يتبع ذلك توازناً نسبياً في الطلب على الاستثمار فلا حاجة للعقود المستقبلية ضمن بيئة مستقرة اقتصادياً من جهة، و مستقرة سياسياً من جهة أخرى، فهناك تلازم دائم بين الاستقرار الاقتصادي والسياسي، حيث لا نتوقع وجود استقرار اقتصادي دون الاستقرار السياسي، وبما أن الوضع الغالب في العالم هو عدم الاستقرار من الناحية المالية والاستثمارية التابع لعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي.

"وأصبح حجم التعامل اليومي في العقود المستقبلية كبير حيث بلغ معدل عدد العقود اليومية خلال عام 1993 في بورصة شيكاغو 300.000 عقد يومي وبحجم بليون دولار"<sup>(2)</sup>.

### ثانياً: تعريف العقود المستقبلية

تعرف العقود المستقبلية أنها عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم أو التسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما على صورة نقدية أو بصورة أوراق مالية، من أجل حماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء بالتزاماتهم<sup>(3)</sup>.

(1) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 2. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 293. مرجع سابق

(3) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 631. مرجع سابق

كما ويطلق عليها مصطلح المشتقات المالية: Financial Derivatives وسميت المشتقات المالية بالمشتقات لأنها عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (أسهم، سندات، كذلك سلع وعمليات أجنبية... الخ)، وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد<sup>(1)</sup>، وهذه العقود وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الاختيار، كما تحوي العقود المستقبلية (المشتقات المالية) على عقود المبادلات.

ويتم التعامل بهذه الأسواق بالسلع الحقيقية كالبن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة والأصول المالية، وتنقسم العقود المستقبلية إلى ثلاث مجموعات<sup>(2)</sup>:

- عقود مستقبلية لأسعار الفوائد.

- عقود مستقبلية لمؤسسات البورصات.

- عقود مستقبلية للعمليات.

### ثالثاً: أسواق العقود المستقبلية

توسع التعامل بالأسواق المستقبلية في بداية السبعينات من القرن الماضي، والأسواق المستقبلية مسئولة عن تنظيم قواعد المتاجرة إضافة إلى تنظيم العضوية، وأهدافها العامة هي إيجاد أسواق تتمتع بالسيولة والنظام والمنافسة الحرة وهي عادة تخضع إلى إشراف حكومي<sup>(3)</sup>، كما تبرم فيها عقود تنفذ في المستقبل لسلعة أو ورقة مالية معينة، أو تشكيلة من الأوراق، وفي تاريخ التنفيذ غالباً لا يتم تسليم فعلي للشيء محل التعاقد وإنما يحدث مقاصة بين المتعاقدين.

ويتم التعامل بهذه الأسواق من قبل الأعضاء ولا يحق لأي متعامل غير عضو في السوق الدخول أو التعامل، وذلك لعلاج حالة تخلف عضو عن تنفيذ شروط العقد، فعندئذ يأتي دور مؤسسة التقاص (بيت التسوية) في ضمان وإتمام العقد، فمؤسسة التقاص تقوم بدور الوسيط بين

(1) الداغر، محمود محمد: الأسواق المالية. رام الله. غزة. فلسطين. دار الشروق. 2005. ص 124-125.

(2) قرياقص: أسواق رأس المال. 1999. ص 67. مرجع سابق

(3) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 187. مرجع سابق

المشتري والبائع وتضمن لكل منهم حقه، ففي حالة أخلف أحدهم الشروط تتدخل لتنفيذ العقد المبرم للطرف الثاني لضمان حقوقه، فهي تتدخل لتمثل دور المشتري لكل عملية بيع ودور البائع لكل عملية شراء، ومن أجل ذلك تطلب من المشتري إيداع مبلغ معين كهامش ابتدائي Margin Initial لضمان تنفيذ شروط العقد<sup>(1)</sup>.

وأسواق العقود المستقبلية Futures Markets هي أسواق تتعامل أيضا بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وتعد أسواق الاختيار Option Markets بمثابة قسم من أقسام أسواق العقود المستقبلية<sup>(2)</sup>.

#### رابعاً: سمات العقود المستقبلية

تنتم العقود المستقبلية بالأمور التالية:

1- لا تتم المتاجرة في هذه العمليات بين البنوك وإنما تتم في الأسواق المستقبلية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة فيها ومواعيد الاستلام والتسليم.

2- الصفة الأساسية لهذه العقود هي الالتزام بالتنفيذ مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر فمثلاً أراد شخص شراء سندات خزينة بمبلغ 1000 دولار في شهر آذار، ويرغب باستلامها في شهر حزيران القادم، فيذهب للسوق ويشتري عقد مستقبلي من خلال الوسيط ويتحدد سعر هذه العقود حالياً ولكن تتم التسوية - استلام العقود ودفع النقود - مستقبلاً في حزيران القادم<sup>(3)</sup>.

3- العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة والتعامل فيها يتم بسلع نمطية مما يسهل فهمها والتعامل فيها، ويلاحظ الإقبال عليها بشكل كبير، وينطبق ذلك بشكل أكبر على العقود

---

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 185. مرجع سابق

(2) الزرري- فرح: الأسواق المالية. 2001. ص 49. مرجع سابق

(3) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. ط1. 2002. ص 188. مرجع سابق.

المستقبلية وعقود الاختيار أكثر منها على العقود الأمامية والتي غالبا ما تميل أكثر إلى التفصيل في شروط العقد ولا تكون السلع محل التعاقد فيها نمطية.

**خامسا: الشروط الواجب توافرها في السلع التي يتم التعاقد عليها في العقود المستقبلية.**

يمكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة، إلا أن هناك شروطا يجب توافرها في السلعة المتعاقد عليها حتى تتناسب مع الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية وأهم هذه الشروط<sup>(1)</sup>:

1- أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة وما شابه ذلك بما يحقق سيوله كافية للعقد.

2- أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

3- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين، بما يتيح توفيرها في تاريخ المحدد للعقد.

4- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.

وفي ظل هذه الشروط يصعب وجود سوق منظمة للعقود المستقبلية للكثير من السلع، مثل السيارات والسلع غير القابلة للتخزين كالطماطم والخس، بينما تتناسب مع سلع أخرى مثل القمح والذرة والبطاطس والعملات والأوراق المالية.

**سادسا: عناصر العقود المستقبلية**

1- محل السعر في المستقبل: وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام تبادل الصفقة العقد في المستقبل.

2- تاريخ التسليم أو التسوية: وهو تاريخ اتفاق طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

3- محل العقد: وهو الشيء المتفق على بيعه أو شرائه بين طرفي العقد.

---

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 634. مرجع سابق

4- مشتري العقد: وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

5- بائع العقد: وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل<sup>(1)</sup>.

## المطلب الثاني: أنواع العقود المستقبلية ومقارنتها مع عقود الاختيار

### الفرع الأول: أنواع العقود المستقبلية

هناك أنواع من العقود التي يتم التعامل فيها في شراء وبيع الأصول وهي: العقود الأمامية أو الآجلة، عقود الاختيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات<sup>(2)</sup>.

ويجمع العقود المذكورة سابقا بأن العقد يعقد بوقت ويترك التنفيذ لتاريخ مستقبلي يتم تحديده عند التعاقد وذلك خلافا للعقود الحاضرة التي تنفذ بالوقت الحاضر للعقد<sup>(3)</sup>.

وتتفق العقود المستقبلية وعقود الاختيار في أن كليهما يعتبران نوعا من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرفع المالي تتيح له استخدامها بشكل واسع في

---

(1) الحناوي، محمد صالح: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 1997. ص 407. ط2. مرجع سابق  
(2) ملاحظة: أطلقنا تسمية العقود المستقبلية على مجموعة العقود التي تعقد في حين وتنفذ في حين آخر (مستقبلا) والتي يمكن تداولها في الأسواق المستقبلية، وهي العقود الأمامية (الآجلة)، عقود الاختيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات، أي أن العقود المستقبلية (Futures) هي احد أنواع العقود المستقبلية، فيجمع بينها وبين العقود المستقبلية سمات متشابهة وتتميز بسمات أخرى خاصة فيها، وذلك للتمييز بين العقود المستقبلية عموما وفرع العقود المستقبلية كجزء منها، وذلك نتيجة الخلط في التسمية بين المؤلفين، فمنهم من أطلق مصطلح العقود المستقبلية على عامة العقود المستقبلية وعلى الفرع منها مثل (هندي) وفئة كبيرة أطلقت مصطلح المستقبلية على كلا النوعين دون تفریق مثل (حناوي، حنفي، حبش، الجمل....). ويرأيي يرجع ذلك الاختلاف بسبب الترجمة، لذا أردنا بهذا التفریق توضيح مسالة العموم والخصوص لهذا الموضوع راجين التوفيق بذلك من الله تعالى؟

(3) في العقود الحاضرة Spot Contract يتم التعاقد فيها بين المشتري والبائع كما ويتم التسليم عند التعاقد أما القيمة فقد تدفع فوراً. أو في تاريخ لاحق يتم الاتفاق عليه مسبقا عند التعاقد، ويجب الإشارة أن في المملكة المتحدة يستخدم اصطلاح عقود حاضرة وعقود نقدية Cash Contracts ليعنيان شيئاً واحداً، أما في الولايات المتحدة فيقصد بالعقود الحاضرة العقود المستقبلية التي لم يتبقى على تنفيذها سوى بضعة أيام". هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 374. مرجع سابق

أعراض التحوط والمضاربة، وتختلف هذه العقود عن بعضها من حيث طبيعة الالتزامات الناشئة عن كل منها<sup>(1)</sup>.

### أولاً: العقود المستقبلية Futures Contract or Futures

"هي عقود متشابهة لشراء أو بيع سلع أو أصول مالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل، ويحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منتظم لهذه الغاية"<sup>(2)</sup>.

كما عرفت على أنها عبارة عن اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفاً، والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو مضاعفاتها وتختلف هذه الاتفاقية عن الأخرى من حيث إمكانية تحويلها، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد<sup>(3)</sup>.

وبالنسبة للعناصر التي يجب توافرها في العقود المستقبلية:

1- وحدة التعامل: ويقصد فيها الكمية و الوحدة التي تقاس فيها مكونات العقد. وهي كمية غير كسرية وتختلف الوحدة تبعاً للأصل محل التعاقد، فمثلاً يتضمن العقد الواحد 5000 بوشل من القمح في مجلس شيكاغو للتجارة<sup>(4)</sup>، والسبب في انعدام التعامل بالعقود الكسرية في السوق المستقبلية لأن هذه السوق تنطوي على قدر كبير من الرفع، وما يدفعه المستثمر عند التعاقد مبلغ صغير مقارنة مع قيمة العقد<sup>(5)</sup>.

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 193. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 290. مرجع سابق

(3) خريوش، وآخرون: الأسواق المالية. 1998. ص 175

(4) (البوشل مكيال إنجليزي للحبوب قدره 8 جالونات).

(5) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 362. مرجع سابق

2- شروط التسليم: وتتضمن محل التتميط، الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد، الفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم، درجة الجودة ووسيلة التسليم الفعلية للأصل محل البيع.

3- حدود تقلب الأسعار: تفرض أسواق العقود المستقبلية حداً أدنى للتغيرات السعرية، ويتفاوت هذا الحد حسب الأصل محل التعاقد، كما وتفرض حداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث في يوم واحد فلا يتخطى السعر تلك الحدود الدنيا والقصى وهذا لا يحدث في السوق الحاضر.

4- حدود المعاملات أو المراكز: يحدد لكل متعامل حد أقصى لعدد عقود المضاربة التي بحوزته في محاولة للحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعمدوا إليها بعض المتعاملين.

5- الهامش المبدئي: يفرض الهامش المبدئي على طرفي العقد لتجنب الضرر لأحد الأطراف في حال تخلف الثاني عن تنفيذ التزامه، والذي يحكم قيمة الهامش المبدئي هما حجم العقد ودرجة التقلب في قيمته السوقية.

### ثانياً: العقود الأمامية (الآجلة) Forward Contract

وهي عقود يلتزم بموجبها البائع أن يسلم السلعة محل التعاقد للمشتري في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ Exercise Price، كما ينص في هذا العقد على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق وقد ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم.

والعقود الأمامية هي في حقيقتها عقود شخصية، يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفها الشخصية والتي لا تلاءم غيرها بالضرورة، حيث تكون الشروط مفصلة لحد لا يتناسب أو يتوقع تداول هذه العقد في سوق ثانوي Secondary، فبمجرد إبرام العقد لا يمكن إلغائه من أحد الطرفين، وحتى لو انطوى على مخاطر عدم القدرة على التسليم خطر حدوث

تغيير كبير في سعر السلعة بالمستقبل، ولذلك تجد أنه لا سبيل للمضاربين بتداول هذه العقود كونها لا تلبى أغراضهم في السلعة محل التعاقد<sup>(1)</sup>.

ومن الأمثلة على العقود الآجلة والأمامية، عقود الاقتراض لشراء العقارات وعقود التصدير والاستيراد ففيها يحدد الطرفان النوعية من تاريخ استحقاق ومعدل فائدة (في حالة القروض) والجودة أو الرتبة (في حالة السلع) ويحدد أيضا الكمية وطريقة ومكان التسليم وكيفية تسوية العقد.

وتختلف العقود الآجلة عن المستقبلية بأن الثانية تكون العلاقة بين الطرفين فيها غير مباشرة، وإنما يتوسطها بيت التسوية الذي يضمن حقوق الطرفين، والعقود الأمامية هي عقود غير نمطية على عكس العقود المستقبلية التي لا تعتبر عقود شخصية، ومن عيوب العقود الآجلة أنها لا تتداول في سوق ثانوي، لا يمكن إقفال أي من الطرفين مركزة متى شاء إلا بعد انتهاء العقود التسليم ولا يجد المضاربون فرص لتحقيق الربح على عكس العقود المستقبلية.

### ثالثا: عقود الاختيار Option

وهي عقود مستقبلية ويعرف عقد الاختيار بأنه عقد يعطي لحامله حق (وليس التزام) لشراء ويسمى (Call option)، أو حق بيع ويسمى (Put Option) أوراق مالية معينة بسعر معين و حقيقي يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ (Exercise Price)، ولفظ الاختيار يعني إن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، وهذا الحق يحصل عليه الفرد في مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض (علاوة) Premium للطرف الآخر<sup>(2)</sup>، والذي يطلق عليه محرر حق الاختيار (أي الطرف الآخر).

وعقد الاختيار هو أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغيير أسعار الأوراق المالية ويستخدمها المستثمرون المضاربون بهدف تحقيق الأرباح.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 370. مرجع سابق

(2) قرياقص: أسواق المال - رأس مال - مؤسسات 1999. ص 60. مرجع سابق

ويمكن التمييز بين أسلوبين من أساليب الاختيار<sup>(1)</sup>:

1- الأسلوب الأمريكي: American Option بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري الحق في شراء أو بيع الأوراق المالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لإنهائه.

2- الأسلوب الأوروبي: European Option بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الاختيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن التنفيذ لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

#### رابعاً: عقود المبادلات Swaps Contracts

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية....) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار Option، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كذلك لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ (الأجلة)، ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ<sup>(2)</sup>، لقد أثبتت عمليات التبادل بأنها عمليات فعالة وكانت السبب في توحيد أسواق المال التي تصدر سندات بفائدة ثابتة وأخرى بفائدة متغيرة، بالإضافة إلى أنها أصبحت أدوات تحوط ناجحة و تحقق الوفرة في التكاليف<sup>(3)</sup>. أما بالنسبة لأنواع أسعار عقود المبادلة:

1- عقود مبادلات الفائدة: Interest Rate Swaps واستعملت هذه العمليات في أوائل الثمانينات كوسيلة لتحقيق وفر في تكاليف إصدار الدين أو المضاربة لتحقيق أرباح نتيجة

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 183. مرجع سابق

(2) الحناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الإبراهيمية - مصر، الدار الجامعية، 2005، ص 385

(3) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 276. مرجع سابق

الفرق في التعامل بين مختلف الأسواق، وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر)، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد.

وأشواوع عقود مبادلات أسعار الفائدة تكون إما عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة، أو عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغيرة وغير المتغيرة، وكذلك عقود المبادلة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغيرة والمقيدة وعقود المبادلة المختلفة.

2- عقود مبادلة البضائع Commodity Swap وهي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة ولتوضيح ذلك نأخذ مثال شركات البترول ترغب في دفع سعر محدد (ثابت) للبترول خلال فترة زمنية، فتتخذ موقف مبادلة طويل الأجل للحصول على الفرق بين السعر الحاضر للبترول والسعر المحدد مسبقاً، فإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سابقاً تقوم الشركة المصنعة للبترول بدفع الفرق للشركة المستخرجة للبترول.

3- عقود مبادلة العملات Currency Swaps تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات، ففي السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها، ويتوقف سعر الفائدة على ظروف الطلب والعرض للعملات وكذلك على ضوء المخاطر المحتملة لتقلب أسعار الصرف في المستقبل<sup>(1)</sup>.

## الفرع الثاني: مقارنة بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية الأخرى

### أولاً: عقود الاختيار والعقود المستقبلية

تتمثل العقود المستقبلية مع عقود الاختيار فيما يلي:

1- أن كلا منهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرفع المالي.

2- كلاهما يقضي فترة مستقبلية.

(1) الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الإبراهيمية، مصر. الدار الجامعية. 2005. ص 408. مرجع سابق

3- قيمة العقد ذاته لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ أي أن العقد لا يخول لحامله أي حق على الأصل محل التعاقد في أي لحظة قبل حلول ذلك التاريخ.

4- أن كلا هذه العقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد<sup>(1)</sup>.

إلا أنه يمكن حصر أوجه الاختلاف الأساسية بينهما في التالي:

1- العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد.

2- العقد المستقبلي يترتب على الشاري صفة الشراء والبائع صفة البيع (بصفة مؤجله) وتقوم هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد، بينما عقد الاختيار لا يترتب عليه غالبا عمليات بيع أو شراء يقوم العقد على حق بيع أو حق شراء أصل معين بشرط معين.

3- يدفع كل في طرفي العقد المستقبلي للوسيط (بيت التسوية) هامشا معيناً بنسبة معينة في القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر وتسترد عند إنجاز التسوية أي عند انتهاء أجل العقد، أما عقد الاختيار فمشتري الاختيار هو من يدفع العلاوة أو المكافأة Premium وتعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن عقد الخيار لذا لا يتم استردادها، وأحيانا يقوم محرر الاختيار بدفع هامش جزئي يسلم للوسيط كضمانه لتنفيذ التزاماته تجاه مشتري الاختيار كما هو في العقود المستقبلية وهو الحال الغالب (الأكثر شيوعاً).

4- يتعرض المستثمر المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية جدا من المخاطرة مقارنة مع المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في عقود الاختيار، حيث لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها الأخير قيمة العلاوة أو المكافأة المدفوعة لمحرر الاختيار، بينما في العقد المستقبلي قد تشمل الخسارة القيمة الإجمالية للعقد<sup>(2)</sup>.

(1) قرياقص: أسواق المال - رأس مال - مؤسسات. 1999. ص 71. مرجع سابق

(2) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 194. مرجع سابق

5- لا يحق لمشتري الاختيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد، أما الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر للخسارة<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: عقود الاختيار والعقود الأمامية (الأجلة)

هناك نقاط النقاء تجمع بين العقود الأمامية وعقود الاختيار وكذلك نقاط اختلاف تميز كل منهما عن الآخر، فتنشابه عقود الاختيار مع العقود الأمامية بأنها جميعها عقود مستقبلية يتعاقد فيها بوقت التعاقد والتنفيذ مستقبلي، وتختلف عن عقود الاختيار من عدة نواحي:

1- يجب على البائع تسليم السلعة محل التعاقد للمشتري في تاريخ العقد المتفق عليه لاحقاً على خلاف عقود الاختيار التي غالباً ما يتم فيها تسوية الربح أو الخسارة دون تنفيذ لعملية الشراء أو البيع.

2- في العقود الأمامية ينص العقد على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق أو على دفع جزء من القيمة على أن تؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم<sup>(2)</sup>، أما عقد الاختيار فمشتري الاختيار هو من يدفع المكافأة وهي غير مستردة، ولا تمثل المكافأة قيمة الأصل المباع بكامله وإنما تمثل عمولة يتفق عليها الطرفان وتتحدد من قبل مشتري الحق بناء على توقعاته بارتفاع أو انخفاض سعر الأصل محل التعاقد، وعلى سعر القيمة السوقية لعقد الاختيار في السوق، وتعرض عادة أسعار عقود الاختيار المنعقدة مؤخرًا في السوق.

3- تعتبر العقود الأمامية عقود شخصية يتفاوض الطرفان على السعر والجودة والصنف وغيره من الشروط المفصلة لكي تلاءم الطرفان، فهي مفصلة أكثر منها نمطية، فلا تتداول بالأسواق المنظمة نظراً لخصوصيتها ولا يستطيع احد الأطراف إلغاء العقد أو بيعه متى شاء.

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 669. مرجع سابق

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 370. مرجع سابق

4- في العقد الآجل يقوم الطرفان بدفع مبلغ مقدم لإثبات حسن النية (الهامش التأميني) وبما أن الخيارات تمثل حقوقاً للشراء أو البيع فقد تطور الأمر في البورصات إلى اعتبار العقود الأمامية ذاتها سلعة كأبي سلعة أخرى وبالتالي تطبيق الأسس التي تقوم عليها الخيارات على هذه العقود الأمامية.

5- وظهرت أسواق الخيارات على العقود الآجلة وتطورت لتشتمل على العقود السلعية الأمامية الزراعية والنفط والماشية والمعادن... كذلك الأدوات والسندات وودائع اليورو دولار والعملات ومؤشرات الأسهم المختلفة<sup>(1)</sup>.

### ثالثاً: عقود الاختيار والعقود الحاضرة

العقود الحاضرة Spot Contracts هي ليست احد أنواع العقود المستقبلية حيث يتم فيها التعاقد وتحديد السعر والسلعة والجودة وطريقة تكاليف التسليم عند التعاقد<sup>(2)</sup>، وتدفع القيمة فوراً أو في وقت لاحق كما اتفق عند التعاقد ولذلك يستخدم اصطلاح العقود النقدية على العقود الحاضرة لأن الدفع يكون غالباً نقداً، ولا تجد هناك تشابهاً بين العقود الحاضرة وعقود الاختيار بل نجد أن العقود الحاضرة هي الوجه الآخر للعقود الأمامية وبصورة عكسية حيث أنه في العقود الحاضرة يتم استلام السلعة أولاً وطريقة الدفع أما مؤجلة أو جزئية وتؤجل الباقي أو دفع نقدي وقت التعاقد، أما العقود الأمامية يكون أما الدفع كامل وقت التعاقد والتسليم مؤجل كما هو محدد بالعقد أو دفع جزء والباقي عند تسلم البضاعة أو الدفع عند استلام البضاعة، وفي جميع الحالات يكون تسلم البضاعة هو الأخير والدفع يكون مسبقاً على عكس العقود الحاضرة.

### رابعاً: عقود الاختيار والصكوك اللاحقة لشراء الأسهم

من أهم ميزات عقود الاختيار أن الأرباح غير محددة أما الخسارة فهي محدودة بقيمة المكافأة المدفوعة، وإن مشتري هذا الحق غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يُمكنه من تحقيق الربح، والصكوك اللاحقة لشراء الأسهم تعطي

(1) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 54. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 67. مرجع سابق

لحاملها الحق في شراء عدد من أسهم المنشأة مستقبلاً بسعر يعلن مسبقاً يسمى سعر التنفيذ، وهو سعر ثابت إلا أنه يكون للمنشأة تغييره لأن فترة التنفيذ قد تمتد لعدة سنوات ويكون هذا الصك صادر عن المنشأة، لذا قد يتبادر للذهن أن عقود الاختيار تتماثل مع الصكوك اللاحقة لشراء الأسهم<sup>(1)</sup>.

إلا أنه يوجد عدة اختلافات بينهما ومن أهمها<sup>(2)</sup>:

- 1- يسري مفعول الصك إلى عدة سنوات بينما مدة سريان حق الاختيار تحدده بفترة التعاقد.
- 2- تقوم الشركة نفسها بإصدار هذه الصكوك أما بالنسبة لحق الاختيار فالشركة ليس لها أي علاقة فيه.
- 3- شروط عقد الاختيار تكون ثابتة خلال فترة سريان العقد في حين الصكوك تكون متغيرة لأن الهدف منها دفع المستثمر لشراء أسهم الشركة.
- 4- يمارس حق الاختيار في كافة أنواع الأوراق المالية (وغيرها) بينما الصكوك قاصرة على شراء وبيع الأسهم العادية فقط.
- 5- المكافأة الممنوحة في حالة حق الشراء يحصل عليها محرر الاختيار مباشرة بينما تكون غير مباشرة في استخدام الصكوك.

### الفرع الثالث: عقود أخرى متداولة في السوق المستقبلي

هناك صور ونماذج عديدة للعقود المستقبلية، منها العقود على سلع زراعية أو ثروات معينة، والعقود على أسعار الفائدة أي الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل أذونات وسندات الخزانة إضافة إلى العقود على مؤشرات السوق والعملات، والاختيار على العقود المستقبلية ثم

---

(1) هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. 1997. ص 68. مرجع سابق  
(2) قرياقص: أسواق المال - رأس مال - مؤسسات. 1999. ص 67. مرجع سابق

العقود المستقبلية المصنفة، وفي كافة الأحوال تستخدم تلك العقود لتنفيذ إستراتيجيات التغطية أو المضاربة ومن أجل التحوط<sup>(1)</sup>.

ومن هذه العقود ما يلي:

#### أولاً: العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات الحاصلة لأسعار الفائدة على الأوراق المالية ومنها عقود فائدة مستقبلية قصيرة الأجل مثل العقود على أدونات الخزانة والعقود على شهادات الإيداع (الاستثمار)، وهي بدورها تقسم إلى:

1- عقود الفائدة قصيرة الأجل Short Term Interest Reiter Contract ويتم المتاجرة بالعقود قصيرة الأجل في معظم الأسواق وبنفس المواصفات مثل سوق لندن، شيكاغو، سنغافورة، وتمكن هذه العقود البنوك في تثبيت أسعار استثماراتها بالإضافة إلى أنها تستطيع تقديمها لعملائها كوسائل تحوط ضد ارتفاع سعر الفائدة للمقترضين وضد انخفاض الفائدة للمستثمرين<sup>(2)</sup>.

2 - أدونات الخزينة المستقبلية - Treasury Bill Futures وهي عقود لشراء أو بيع أدونات الخزينة ويتم تداولها بشكل رئيسي في سوق النقد العالمي (IMM) واهم مواصفاتها أن قيمة العقد عادة تساوي مليون دولار، ولمدة 13 أسبوع، وشهور التسليم هي آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول، ويحدث التسليم أيام الخميس من الأشهر المذكورة.

3- سندات الخزانة المستقبلية (CBOT) Treasury Bond Futures يتم المتاجرة فيها في بورصة (CBOT) والسندات المتداولة هي التي تستحق خلال 20 سنة، وقيمة السند مائة ألف دولار وتحدد الفائدة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند.

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 741. مرجع سابق.

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة 1998. ص 292. مرجع سابق

## ثانياً: عقود العملات الأجنبية المستقبلية:

بسبب وجود تغير دائم لأسعار تبادل العملات ما لم تكن تلك الأسعار متوازنة فسوف يفتح المجال للمراجحين لتحقيق الأرباح دون أن يتعرضوا للمخاطر، مثل مبادلة الدولار الأمريكي مع الدولار الكندي ثم مبادلة الدولار الكندي مع الفرنك الفرنسي وهكذا حتى يحقق المستثمر الربح، وبما أن عملية مبادلة العملات ناتجة عن التغير الحاصل في أسعار التبادل للعملات هيوطاً وصعوداً والتي تساهم في تحقيق الأرباح للمراجحين (المستثمرين) من خلال عمليات المراجعة، إلا أن الاستمرار بهذه العمليات يعيد التوازن لأسعار العملات ومن ثم تنهي فرصة تحقيق الأرباح لدى المراجحين عند وصول مرحلة التوازن<sup>(1)</sup>.

ولتبادل العملات سوق حاضر يجري فيه تبادل فوري للعملات، أما سوق تبادل العملات المستقبلية فيتمثل في بنوك وسماسرة مختصين تربطهم شبكة اتصالات قوية في جميع أنحاء العالم، ولا تجري تسوية سعرية يومية ولا يوجد سوق ثانوي منظم لها والعقود ليست نمطية، ويطلق عليها عادة أسواق التبادل الآجل<sup>(2)</sup>.

وفي الولايات المتحدة يوجد سوق عقود مستقبلية نمطية واحد وهو السوق النقدي العالمي التابع لبورصة شيكاغو التجارية. حيث أن شروط العقد المتداول فيه نمطية عدا سعر التبادل يخضع للتفاوض بين الطرفين.

## ثالثاً: عقود مؤشرات السوق:

يوجد في بورصة شيكاغو قسم خاص يطلق عليه سوق الاختيار والمؤشرات، وكان هناك نمواً متصاعداً في استخدام هذا النوع من العقود في الثمانينات من القرن الماضي ففي عام 1982

---

(1) نقطة التوازن Le point de equilibrium اثنين الأسود تكون نقطة التوازن نتيجة تلاقي العرض والطلب عند نقطة معينة ويحتل هذا الوضع في حال قصور العرض عن مجارة الطلب عندما لا يمكن تلبية طلبات المشترين والعكس في حال عدم مجارة الطلب للعرض حيث لا تتم أيضاً تلبية طلبات البائعين. للمزيد ارجع إلى محمد يوسف، ياسين: البورصة - عمليات البورصة تنازع القوانين - اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، 2004، بيروت، لبنان.

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 732. مرجع سابق.

حصلت إدارة السوق على تصريح يفيد التعامل في العقود المستقبلية على مؤشر ستاندرد آند بور 500.S&P والعقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم تنطوي على التزام بتسليم المشتري مبلغ من النقود يساوي قيمة ثابتة (500) لمعظم المؤشرات يطلق عليها المضاعف مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد (يوم التسليم) وسعر شراء العقد، ولقد سعت البورصات إلى تنميط عقود المؤشرات من نواحي عديدة مثل تحديد شهور التسليم وقيمة المؤشر تساوي 500 عموماً، ونضيف إلى أنه ليس هناك تسلم فعلي لأي عقد وإنما التسوية نقدية من خلال بيت التسوية).

ولأن أسواق المؤشرات عالية السيولة والكفاءة، وبما أن العقود المستقبلية لا تتطلب تكلفة عالية للمناجزة فيها من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية، فقد حققت تقدماً مستمراً وانتشر استخدامها بين المتعاملين لغايات المضاربة والاستثمار والتحوط<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: اختيار العقود المستقبلية:

اختيار العقود المستقبلية هو عقد مستقبلي بتاريخ تنفيذ مماثل لتاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد المستقبلي، ففي اختيار الأسهم يحق لمشتري الاختيار عدم تنفيذ العقد المستقبلي مقابل مكافأة التي يدفعها المحرر.

وتنقسم هذه العقود المستقبلية كالاتي:

1- اختيار الشراء على العقود المستقبلية: إذا ما تم تنفيذ الاختيار يجب على محرر الاختيار تسليم عقد شراء إلى مشتري الاختيار ويمثل عملية شراء بضاعة معينة بسعر معين خلال اجل معين وليست عملية شراء فعلية، وان ما يدفع ثمناً لشراء الخيارات يكون ثمن لحق الشراء، ولا يلزم الأمر دائماً حدوث تسوية في نهاية اجل الخيارات، فحين يفشل المشتري بحق الشراء ويصل لسعر البضاعة قيد الالتزام إلى المستوى الذي تصير فيه

(1) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 51. مرجع سابق.

قيم الخيار صفراً وينتهي الأمر بخسارة العلاوة التي دفعت في ذلك العقد لأنه لن يقوم بتنفيذه.

2- خيار البيع: يتيح خيار البيع للمستثمر (مشتري حق الاختيار) بيع عدد من العقود على نوع من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ محدد معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار<sup>(1)</sup>، فإذا انخفضت أسعار الأوراق المالية (محل العقد خلال فترة العقد) من سعر التنفيذ، يضمن المستثمر (مشتري الحق) بيع الأوراق المالية للمحرر بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له أسعار الأوراق المالية، وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق البيع في الاختيار إلى محرر الحق وهذه المكافأة غير قابلة للرد بأي ظرف من الظروف.

3- العقود المستقبلية المصنوعة Synthetic Futures Contract: يقصد باختيار مصنوع Synthetic Option أن ينشأ المستثمر الاختيار بنفسه فيمكن أن يبنى عقود مستقبلية صناعية من خلال قيامه بشراء عقد مستقبلي صناعي بتاريخ وسعر تنفيذ معين، وتكون الفكرة في أن شراء اختيار الشراء ينطوي على دفع مكافأة بينما ينطوي تحرير اختيار بيع على الحصول على المكافأة، وبما أن مكافأة اختيار الشراء التي دفعها المستثمر (التي اقترضاها) أو مكافأة البيع التي حصل عليها بائع الخيار هي مبلغ قليل نسبياً، فتكاد تكون التكلفة المبدئية للعقود المستقبلية مساوية للصفر، ويكون صانع العقد المستقبلي قد ضمن الحصول على سعر لأسهم فردية هو بحاجة لها مقابل أما خسارة (بقيمة المكافأة) أو ربح أيضاً بقيمة المكافأة على عقد مستقبلي مصنوع يناسب حاجته، فهو بالحالتين يضمن الأسهم محل البيع أو الشراء ولا ينطوي ذلك على تكلفة مبدئية، ونسبى هذا العقد بالعقد المستقبلي المصنوع لأن هذا المستثمر قام بصناعة هذا العقد بنفسه، والعقد الصناعي يعقد

(1) الحناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة. الأوراق المالية. ط2. 1997. ص 321. مرجع سابق

على أسهم فردية، ويتطلب اختيار أوروبي إذ لا يصلح الاختيار الأمريكي لتنفيذ هذه الإستراتيجية، إضافة إلى أن العقد الصناعي لا ينطوي على تسوية يومية<sup>(1)</sup>.

وهناك استخدامات كثيرة للعقود المستقبلية نذكر منها العقود المستقبلية على الذهب وظهر سوقها عام 1975 والذي حقق نموا سريعا من قبل المتعاملين بالأسواق<sup>(2)</sup>.

## المبحث الثاني: تنظيم أسواق العقود المستقبلية

وفيه مطلبان، الأول عن أهمية سوق العقود المستقبلية وأعضاء السوق، والثاني عن إجراءات التعامل بالأسواق المستقبلية.

### المطلب الأول: أهمية سوق العقود المستقبلية وأعضاء السوق

#### أولا: أهمية سوق العقود المستقبلية

إن من أهم وظائف سوق العقود المستقبلية أنها توفر تداول العقود المستقبلية في تحول المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف وقد ترغب في تحمل هذه المخاطرة لتحقيق الأرباح العالية فيما لو سارت الأمور على ما يرام واتجهت الأسعار بشكل مواتي، وأحيانا يقوم المستثمر بشراء عقود مستقبلية بهدف تقليل المخاطر المترتبة عنذبذبة الأسعار في المستقبل وليس لاحتماب الربح أو الخسارة فيقوم هذا المستثمر بتحميل المخاطر لمن هو مستعد لتحملها مثل المضاربون والذين لهم دور كبير في هذا السوق، فلهم دور مميز في زيارة سيولة السوق بالإضافة إلى دورهم في تحمل المخاطرة في هذا المجال<sup>(3)</sup>.

ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المستقبلية من خلال استخدامات هذه العقود:

1- يقوم المضارب بتحقيق الأتعاب وتطوير للسوق من خلال:

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 741. مرجع سابق

(2) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 52-10 مرجع سابق

(3) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. ط1. 2002 ص 187. مرجع سابق

- قبوله لخطر معين من خلال تعاقدته مع طرف آخر وبذلك يوفر استمرارية الأعمال بالسوق.

- تواجد المضاربون يوفر زيادة سيولة السوق (حجم أعماله) فتسهل عمليات التغطية.

- تطور السوق يصل لمرحلة الكفاية (efficiency) ويتمثل ذلك من خلال عمليات التسعير في السوق والتي تؤدي إلى اتفاق الرأي على مستوى الأسعار وتطورها.

- يؤثر المضاربون في عمليات الإنتاج بحيث تنبؤهم بحدوث عجز في إنتاج منتج معين، يجعل المضاربين يشترون آجلا هذا المنتج فيؤدي ذلك إلى ارتفاع في أسعارها وتحسين الإنتاج مما يتم تجنب العجز المتوقع.

2- التحوط ويهدف إلى حماية محفظة الأوراق المالية، هذا التقلب الغير مواتي في أسعار الأصول المتكونة بالمحفظة، وتتم عملية التغطية بأخذ مركز عكسي في السوق المستقبلي للمركز الحاضر أو الفوري.

3- المراجعة محاولة لتحقيق أرباح من خلال الخلل الموجود بالسوق وبدورها تساعد على إعادة التوازن بالسوق، وبالتالي وجود هذه الأدوات تساعد على تخفيض المخاطر من تغيرات الأسعار التي يتعرض لها البائعين والمشتريين<sup>(1)</sup>.

#### ثانيا: أعضاء أسواق العقود المستقبلية

في أسواق العقود المستقبلية لا يوجد متخصصين أو صناع سوق كما في السوق الحاضر، إنما يوجد سماسرة الصالة وتجار الصالة ويوجد فريق ثاني يسمى المستقلون، ويتم التعامل بهذه الأسواق من قبل الأعضاء فقط ولا يحق لأي متعامل غير عضو في السوق الدخول أو التعامل<sup>(2)</sup>.

(1) قرياقص: أسواق المال. 1999. ص 69-70. مرجع سابق.

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 291. مرجع سابق.

ويقسم أنواع المتعاملين في السوق على أساس أعضاء البورصة كما يلي<sup>(1)</sup>:

1- السماسرة الوكلاء Commission Brokers

2- المحليون (تجار الصالة) Locals

3- المستقلون Independents

1- السماسرة الوكلاء: يقوم السماسرة بتنفيذ الأوامر التي يتلقونها من عملائهم من بيوت السمسرة، ويتلقون الأوامر بأنفسهم أو بواسطة كتبة التليفون الذين يعملون معهم، فإذا كان الأمر الصادر لهم محدد أو أمر إيقاف فيتم تسجيله في دفاترهم حتى تحين لحظة تنفيذها، أما إذا كان الأمر الصادر هو أمر سوق فيتوجه سمسار الصالة فوراً إلى الحلبة لتنفيذه بأفضل سعر ممكن<sup>(2)</sup>، وقد يكون السماسرة الوكلاء مستقلون أي يتعاملون مباشرة مع العملاء.

ويطلق على بيوت السمسرة في أسواق العقود المستقبلية تجار عمولة العقود المستقبلية، وتمثل العمولة العائد الذي يحصل عليه تجار عمولة العقود المستقبلية.

2- المحليون (تجار الصالة): ويطلق أيضاً عليهم المضاربون، ويقوموا بتنفيذ الأوامر لحسابهم فهم يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى، ويتحقق العائد نتيجة فروق أسعار البيع والشراء، كما يقومون بإبرام صفقات عكسية بعد ذلك عندما ترتفع أو تنخفض الأسعار حسب الحالة يجنون الأرباح بهذه الطريقة، حيث تتراوح الفترة الزمنية للمضاربين بين بضع ساعات إلى عدة شهور ويمكن تقسيم المحليون (المضاربون) وفقاً لفترة احتفاظهم بمراكزهم على العقد إلى<sup>(3)</sup>:

أ - الشواي: Scalper وهو الشخص الذي يحاول اغتنام الفرصة وتصفيه مركزه في ساعات أو بضع لحظات ويندر أن يبقى على مركزه لليوم التالي.

(1) الحناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 1997. ص 408. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 639. مرجع سابق

(3) هندي سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 334. مرجع سابق

ب - تاجر اليوم: Day Trader والذي عادة ما يصفي مركزه بنهاية اليوم فيكون فترة تعاقدته أطول نسبيا في الشواهي.

ج- تاجر المركز: Position Trader وهو المضارب الذي يبقى على مركزه - دون تصفية - لفترة تمتد لبضع شهور.

د - متحوطون: Hedgers " وتمثل هذه الفئة كبار المستثمرين الذين يلجأون إلى السوق لإجراء عمليات شراء أو بيع تحوطا لمراكز مالية متخذة سابقا "(1)، فما يهمهم بالدرجة الأولى استثماراتهم أو حيازتهم من مختلف الأصول، أو احتياجاتهم عامة من النتائج السلبية التي قد ترافق تقلبات السوق خاصة المفاجئة منها، لذا هذه الطائفة من المتعاملين في العقود المستقبلية تتميز بالشمول والتنوع، فقد يكون المتحوط مستثمرا كبيرا أو صغيرا عاملا في جعل الاستيراد والتصدير، أو مؤسسة حكومية، فجميع هذه الفئات تجد العقود المستقبلية وسيلة توفر لها بوليصة تأمين مناسبة تساعد في استقرار النشاطات التي تمارسها، وغاية هذه الفئات تلافي تحمل خسائر استثنائية أكثر منها هدف تحقيق الربح في استخدام هذه العقود(2)، ويترتب على وجود المحليون بأنواعهم توفير السيولة للسوق نظرا لاستعدادهم لشراء العقود.

3- المستقلون: وتقوم تلك الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة من بيوت السمسرة كما أن لهم الحق في الاتجار لحسابهم الخاص فهم يجمعون بين وظائف السمسار الوكيل (المحليون) وهذا الوضع يؤدي إلى وجود تعارض بين المهام التي يقوم فيها المستقلون(3)، ومثال على ذلك إذا توافر لدى المستقل معلومات عن توقع ارتفاع أسعار وقد تلقى أمر من بيت السمسرة يفيد بتنفيذ أمر شراء لهذه العقود المتوقع ارتفاع سعرها فسوف يشتري لحسابه الخاص هذه العقود ثم يبيعها للعميل بسعر أعلى منفا طلبه أو أن تعطى أولوية لنفسه بان يشتري له ثم يشتري لحساب العميل وهذا التأخير يؤثر في زيادة التكلفة على العميل بسبب تنالي ارتفاع السعر.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة 1998. ص 292. مرجع سابق

(2) أسعد. رياض: العقود الآجلة. ج1. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. الأردن عمان. 1997. ص 9

(3) الحناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة. الأوراق المالية. 1997. ص 409. مرجع سابق.

### ثالثاً: بيت التسوية (غرفة التفاضل) clearing House

في كل سوق من أسواق العقود المستقبلية بيت تسوية يتألف من أعضاء السوق<sup>(1)</sup>، فهو جزء أساسي في السوق بالرغم من كونه مكان منفصل عنه، يُعين كل سوق بيت تسوية أو غرفة تفاض يتم من خلاله تسجيل وتسوية جميع العقود، فتقع عليه مسؤولية ضمان تنفيذ الصفقة، إذا ما تعثر احد أطرافها في تنفيذ ما عليه من التزامات، فيقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري، دور المشتري بالنسبة للبائع، لذا فأطراف التعامل تكون التزاماتهم تجاه بيوت التسوية. "ويكون بيت التسوية إما مؤسسة مستقلة أو مؤسسة حكومية، أو شركة مساهمة، والعضوية في بيت التسوية مستقلة عن عضوية السوق، ويحتاج عضو السوق إلى تقديم طلب للحصول على عضويته"<sup>(2)</sup>.

ويختلف بيت التسوية في السوق المستقبلية عن مؤسسة التسوية في الأسواق الحاضرة لأسهم حيث أن الثانية لا تقف بين الطرفين المتعاقدين، فهي ليست بائع بالنسبة للمشتري ولا مشتري بالنسبة للبائع، فوظيفة البيع والشراء يباشرها المتخصصون والتجار.

أما بالنسبة لمصادر تمويل بيت التسوية المالية فيتم تحصيلها مما يأتي:

1- الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد: فعندما يتعثر احد الطرفين يقوم البيت باستخدام جزء من موارد ذلك الصندوق لتغطية التكاليف اللازمة لتنفيذ العقد<sup>(3)</sup>، وسبب هذا الضمان الذي يوفره بيت التسوية عدم معرفة كل منها الآخر أو التحقق من قوة المركز المالي للطرف الثاني مما يسهل تداول العقود ويوفر لها سيولة كبيرة.

2- الهامش المبدئي: حيث يُلزم المستثمر قبل إجراء أي تعامل في العقود المستقبلية بمجرد فتحه حساب لدى بيت السمسرة بإيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة بهدف ضمان المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم، وتراعي بيوت السمسرة عدم المغالاة في الأسعار لتحذ

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 647. مرجع سابق.

(2) الجميل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 192. مرجع سابق.

(3) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 647. مرجع سابق

من القيد على نشاط المستثمرين، ويختلف قيمة الهامش المبدئي من عقد لآخر وفقا لطبيعة السلعة محل التعاقد وكميتها وسعرها، فقيمة الهامش المبدئي لعقود أذونات الخزائنة لا تزيد عن 5% من قيمة العقد<sup>(1)</sup>، ويجب التنبيه إلى أن التزام بيت التسوية في تسوية العقود يؤدي إلى الربح أو الخسارة حسب الحالة الموجودة وتغاير الأسعار ولهذا السبب أوجدوا الهامش المبدئي.

3- هامش الصيانة: وعادة يحدد بيت التسوية هامش صيانة تتراوح قيمته 75 % إلى 80 % من قيمة الهامش المبدئي وهذا يعني أن رصيد حساب السلعة لا ينبغي أن ينخفض عن هذه النسبة، أما إذا انخفض، طالبا السمسار بإيداع المزيد في الرصيد، ففقد حالة ارتفاع السعر بالنسبة للمشتريين في العقد فلا حاجة لأن يطلب منه بإيداع هامش صيانة، أما في حالة انخفاض السعر ويمثل ذلك خسارة المشتري لأنه سوف يدفع أكبر من سعر السوق عند تنفيذ العقد، فيُطالب بدفع هامش الصيانة لكي يرتفع رصيده حسابه إلى مستوى هامش الصيانة ويكون المبلغ على صورة نقدية<sup>(2)</sup>.

4- ويُمول بيت التسوية ماليته من خلال تنفيذ عمليات البيع والشراء والتي ينتج عنها الربح والخسارة، والفرق بين الربح والخسارة هو مصدر تمويل له، كذلك من خلال الصفقات العكسية بحيث إذا توقع المستثمر أن ارتفاع سعر عقده هو الحد الأعلى ولا يمكن ارتفاع السعر أكثر، يقوم بشراء عقد مماثل له بصفقة مع بيت التسوية، فما على بيت التسوية إلا شطب العقدين المتقابلين ويكون من حق المستثمر سحب قيمة هامش المبدئي الذي سبق إيداعه لدى بيت التسوية.

#### رابعاً: بيوت السمسرة

لا يستطيع المستثمر الذي يتعامل في أسواق العقود المستقبلية إلا من خلال بيت السمسرة، وفي الولايات المتحدة اتجهت بعض بيوت السمسرة مثل مؤسسة ميرل لنش وبيرس إلى تقديم

(1) الحناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 1997. ص 412. مرجع سابق.

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية 1998. ص 351. مرجع سابق.

خدمة كاملة لعملائها من خلال أقسام متخصصة أو فروعاً للتعامل في العقود المستقبلية، ويتم التعامل تلك البيوت مع بورصة العقود المستقبلية، إما بشراء العضوية أو باستئجارها<sup>(1)</sup>، وهناك بيوت سمسرة تقصر نشاطها على كبار العملاء وقد يكون لهذه البيوت عضوية في بورصة العقود، وتنفذ أوامر العملاء في مقابل عمولة، وهناك سمسار الخصم المتخصص في التعامل في سوق العقود المستقبلية وهو يقدم فقط خدمة محدودة للعميل، ويتقاضى ما يقرب 25% من قيمة العمولة التي يحصل عليها بيت السمسرة والذي يقدم خدمة كاملة (وعلى عكس السوق الحاضرة للأسهم والتي يدفع فيها المستثمر عمولة عند شراء الورقة المالية، كما يدفع عمولة في تاريخ لاحق عند البيع)، ففي سوق العقود المستقبلية تدفع العمولة على العقد كاملاً، أي بشقيه الشراء والبيع وذلك عند إبرام عقد شراء أو بيع، والسبب هو أن عقد الشراء (البيع) لا بد أن يتبعه تاريخ التنفيذ على الأكثر عقد بيع (شراء)، وهذا لا ينطبق على التعامل في السوق الحاضر للأسهم، وعادة ما تكون العمولة ضئيلة مقارنة مع عمولة السوق الحاضر أو مقارنة مع قيمة العقد محل العمولة<sup>(2)</sup>.

#### خامساً: الأسواق المستقبلية وأزمة يوم الاثنين الأسود

لقد سادت الأسواق في الولايات المتحدة أزمة كبيرة في الأسواق المالية في 19 من شهر أكتوبر عام 1987 وانتقلت العدوى إلى أسواق أخرى، حيث اندفع المستثمرون في بورصة نيويورك مرة واحدة إلى بيع أسهم متسببين في هبوط مؤشر داو جونز بمقدار 58%، وسرعان ما انتشر هذا الذعر في بورصة وول ستريت إلى باقي بورصات العالم وسادت الفوضى في أسواق المال العالمية حيث بلغت الخسائر في بورصة نيويورك 800 مليون دولار والتي شكلت نسبة 26% من مجموع الخسائر الكلية العالمية<sup>(3)</sup>.

وبسبب أزمة الاثنين الأسود نتيجة انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية والتي نتجت عن الحجم الكبير من أوامر البيع المعروضة ليله الاثنين أي قبل وقوع الأزمة والتي أدت إلى

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 654. مرجع سابق.

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 655. مرجع سابق.

(3) مجيد، ضياء: البورصات أسواق المال وأدواتها، الإسكندرية، مصر - مؤسسة شباب الجامعة، 2005 ص 71

انخفاض حاد بالأسعار وبالتالي حدوث هذه الأزمة، أما بالنسبة للأسباب التي أدت إلى جعل المتعاملين يتخلصون من أوراقهم فلم تكن محددة وواضحة، وإنما عزيت إلى عدة أسباب تم التوصل إليها من قبل المحللين الماليين وكل من له علاقة بالاستثمارات والسوق المالي، وهذه التفسيرات كانت محاولات للتفسير أكثر من كونها تأكيدات، فهناك تفسيرات تتعلق بكفاءة الأسواق المالية<sup>(1)</sup>، فكان التفسير الأول أن الأزمة لا تخرج عن كونها ردود أفعال من قبل المتعاملين، والتفسير الثاني يرى بان الأزمة هي بمثابة تصحيح أوضاع سادت قبل حدوث الأزمة، فقد ارتفعت الأسعار إلى مستوى غير مبرر لتوقعات بشأن الربحية والمخاطر للمنشآت.

والتفسير الثالث هو أن الأزمة هي تأكيد لكفاءة السوق بحيث أن انخفاض أسعار الأوراق المالية هو استجابة لمعلومات غير متفائلة عن ظروف اقتصادية مستقبلية.

إلا أنه وجدت تفسيرات أخرى متعلقة بمتغيرات تنظيمية والتي من ضمنها أساليب التعامل التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وما تعلق بأسواق العقود المستقبلية، حيث ساد اعتقاد عقب أزمة الاثنين الأسود أن سوق العقود المستقبلية الذي بدأ عام 1972<sup>(2)</sup>، تسببت في أحداث هذه الأزمة في العالم بأسره، وكان ذلك الاعتقاد بسبب الميزات التي يحظى فيها المستثمر بالسوق المستقبلية عن السوق الحاضرة وعلى سبيل المثال:

1- إن هامش الشراء النقدي الجزئي للعقود المستقبلية يغطي بسندات ونسبته تتراوح بين 2% و 10% من قيمة العقد وهي نسبة صغيرة مقارنة مع ما يمثّلها في السوق الحاضرة والذي يتم تحديده فيه من قبل البنك المركزي.

2- في العقود المستقبلية يكون الارتفاع (الانخفاض) في قيمة الأوراق التي يتضمنها العقد أرباحاً حقيقية (خسائر حقيقية) بسبب التسويات اليومية وهذا لا يحدث في السوق الحاضرة وإنما ينظر لهذه الأرباح (الخسائر) على أنها وهمية إلا في حالة تم بيع فعلي للأوراق المالية محل التعامل.

(1) هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. 1997. ص 614-617. مرجع سابق

(2) هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. 1997. ص 614-617. مرجع سابق

3- يتميز سوق العقود المستقبلية بانخفاض العمولة وكذلك تكلفة المعاملات وغير ذلك من الميزات التي توضح قلة المخاطرة ضمن هذه السوق، والذي جعل المستثمرين يتحولون للتعامل في هذا السوق بشكل كبير.

4- وفي هذه العقود عادة لا يتم تسليم الأوراق المالية محل العقد إنما تتم التسوية وتصفية العقد نقداً في تاريخ التنفيذ، كل ذلك اثر سلباً على الأسواق المالية الحاضرة ولذلك عزي نشوء وتطور الأسواق المستقبلية كأنه سببا لحدوث أزمة يوم الاثنين الأسود.

ورأي الباحثة بالنسبة لعدم وجود أدلة تدين الأسواق المستقبلية بان لها علاقة في أزمة يوم الاثنين الأسود برأي (منير إبراهيم هندي) سابقاً، قد يكون بسبب عدم إثبات أدلة مادية كفاية في ذلك الوقت (1995-1997) لكن وبالرجوع إلى الدراسات السابقة من هذه الدراسة فقد كان هناك تباين في الآراء بين انتقادات موجهة للأسواق المستقبلية بشكل عام وأسواق عقود الاختيار بشكل خاص وأثرها السيئ على الأسواق المالية ومؤشرات الأسواق، وآراء أخرى تطالب باستخدامها لأهميتها ومنافعها الاقتصادية.

### المطلب الثاني: إجراءات التعامل بالأسواق المستقبلية

يتكون السوق المالي المستقبلي من الأعضاء سواء كانوا سماسرة وكلاء أو محليون أو مستقلون والذين يشكلون الجزء الأهم في السوق بحيث لا وجود لأي سوق دون وجود المتعاملين فيه، أما غرفة التعامل فهي موجودة في كل بورصة عقود " حيث يوجد عدد من غرف التعامل Trading Rooms يخصص كل منها للتعامل في العقود على سلع معينة، وفي وسط الغرفة يوجد ملتقى للمتعاملين من أعضاء السوق يطلق عليه الحلبة وهي مساحة على شكل دائرة تحاط بدرج (سلم) متصل بوسط الحلبة، بحيث يكون المتعاملون الذين يقفون على سلم ما في مواجهة المتعاملين الذين يقفون على سلم آخر أو وسط الحلبة"<sup>(1)</sup>.

ويوجد لوحة السلعة وهي لوحة تتضمن بيانات ملخصة عن العقود التي أبرمت في لحظة ما خلال اليوم مصنفة حسب التاريخ المحدد للتسليم وتوضح أعلى وأدنى سعر للعقد منذ إيرامه

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 331. مرجع سابق

لأول مرة، علما أن هناك لوحة أخرى تسمى بلوحة الإعلانات وهي توضح آخر صفقة أبرمت فقط. ويوجد في سوق العقود المستقبلية -كما أسلفنا- بيوت التسوية وبيوت السمسرة.

### أولا: إجراءات التعامل بالأسواق المستقبلية

1- تقدم طلبات الشراء والبيع من قبل العملاء إلى مكاتب الوسطاء الموجودة خارج الأسواق ويحدد الوسطاء عادة حجم عمل لكل عميل حسب معايير معينة<sup>(1)</sup>، وقد يكون ذلك بواسطة اتصال العميل بالوسيط.

2- يبدأ التعامل في مكتب الوسيط بتعبئة العملاء طلبات الشراء أو البيع ويسجل الوسيط في هذه الطلبات ويختتمها بختم يدل على وقت استلامها، تتضمن هذه الطلبات الكمية والسعر الذي تتفد فيه والمدة التي يسري فيها الطلب علما بأنه يمكن تحديد السعر أو تخويل الوسيط بالبيع أو الشراء بالسعر الأفضل<sup>(2)</sup>.

3- يُحول الوسيط الطلب خلال ساعات إلى قائمة العملاء في السوق حيث يسجل ويختتم بخاتم الوقت مرة ثانية، والجدير بالذكر أن الوسطاء يميزون بين الطلبات الصغيرة والطلبات ذات الحجم الكبير إذ يجري استخدام الآلة المبرمة للإبلاغ عن الأولى إلى كاتب العقد في السوق أما الثانية فيجري الإبلاغ عنها بواسطة الهاتف مباشرة.

4- تُحول الطلبات إلى ركن التداول الذي يلتقي فيه وتسمى مراكز المتاجرة المخصصة للتعامل بين الوسطاء أو ممثليهم، فلا يُسمح بدخول ركن التداول لغير الأعضاء المسجلين في القاعة والذين يكونون في هذه الحالة أما التجار أو السماسرة<sup>(3)</sup>.

ويخصص كل مركز لنوع معين من المتاجرة مثل السلع المعادن السندات، الأسهم، ويتم التحويل إما بواسطة إشارات يدوية أو بواسطة موظف يدعى Runner، وتتم عملية البيع

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 202. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة 1998. ص 294. مرجع سابق

(3) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 12. مرجع سابق

والشراء بهذه الأسواق عن طريق المزاد العلني أي أن على الوسيط إعلان الأسعار بحيث يسمعه الجمع وتكون الفرصة متساوية بين المتعاملين والوسطاء الآخرين بالشراء والبيع<sup>(1)</sup>.

5- تتم عملية تنفيذ الطلبات إذا تمت الموافقة عليها من قبل احد المتعاملين المتواجدين وذلك حالة سماعه المناداة، فإذا لم يوافق احد تستمر المناداة على الطلبات الأخرى، أما إذا تم موافقة احد المتعاملين على طلب معين فيعيب الوسيط نموذج لهذه العملية مبينا تفاصيلها بخصوص السعر، الكمية، موعد العملية، التسليم اسما المشتري والبائع وأرقام وكلاء المشتري والبائع في بيت التسوية (غرفة التفاضل)<sup>(2)</sup>.

6- تُحول النماذج إلى بيت التسوية للتسجيل والتنفيذ وفي نفس الوقت تسجل في سجلات كل وسيط لإبلاغ عملائهم بالعملية، ويصبح الوسيط ملتزما أمام العملية بموجب هذا التبليغ<sup>(3)</sup>.

7- ويصدر بيت التسوية تعزيزات لوكلاء المشتري والبائع تؤكد تنفيذ كل عملية ويستعمل الوكلاء هذه التعزيزات لمطابقتها مع تسجيلاتهم ومع العمليات المقابلة التي تمت مع عملائهم.

أن تنفيذ الطلب في ركن التداول لها أهمية في سوق العقود المستقبلية، فالمتواجدين في هذا الركن هم إما سماسرة ينفذون طلبات نيابة عن عملائهم مقابل عمولة معينة، ويكونوا اقل عددا من غيرهم وينتهي دورهم عند ذلك، أو أنهم تجار محترفون يدخلون الركن للتداول لحسابهم الخاص ويصفون مراكزهم أولا بأول فهم لا يحتفظون بأي مركز مفتوحة، والذين أطلقنا عليهم تاجر الشواي وتاجر اليوم فهذه الفئة من التجار تعتبر الدورة الدموية لركن التداول وهي المسئولة عن الصخب والضجيج الذي يلفت الانتباه وهي عمليا تكون صانعة سوق، فهم يتلقفون الطلبات التي ترد إلى الركن، ويلبون احتياجات العملاء الموجودين خارج القاعة والواردة من خلال السماسرة، ولأن عددهم كبير نسبيا فإنهم يساهموا بصورة فعالة في ضمان كفاءة تسعير

(1) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 203. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة 1998. ص 295. مرجع سابق

(3) الجمل: الأسواق المالية والنقدية. 2002. ص 203. مرجع سابق

العقود المستقبلية عن غيرها، وبالنسبة للتسويات المترتبة على نشاط أسواق العقود المستقبلية فهي تجري في بيت التسوية والذي سبق وأن أوضحنا وظائفه وأهميته في هذه السوق.

وفي نهاية كل يوم عمل يلزم البائعين بالتسليم والمشتريين بالاستلام ويسمى ذلك صافي المراكز المفتوحة، ويتغير رقم صافي المراكز المفتوحة يوميا تبعا لظروف كل عقد آجل ودرجة اهتمام المتعاملين فيه، وانه بالنسبة لعقد معين لا بد أن يتناقص الاهتمام فيه كلما اقترب يوم التسليم إلى أن يتلاشى تقريبا، ويلاحظ أن هناك صفة موسمية تلازم العقود ذات الارتباط السلعي خاصة الزراعة منها "يستفيد المحللون والمراقبون من متابعة المراكز المفتوحة لأي عقد في محاولة الربط بين تطور أسعار العقود من جهة والعوامل والمؤثرات التي قد تكون مسئولة عن ذلك"<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: أوامر السوق في سوق فلسطين المالي

وفي ظل تناولنا إجراءات التعامل في الأسواق المستقبلية، يصبح من الضرورة توضيح الأوامر والمصطلحات التي يتعامل فيها في هذه السوق، علما إلى أن هذه الأوامر لا ينحصر تطبيقها على أسواق العقود المستقبلية وإنما هي تستخدم في جميع أنواع الأسواق المالية فلكل أمر منها دلالة محددة.:

لا تخرج حجم الأوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء، وتأخذ إحدى الصورتين، أوامر بكميات غير كسرية ويقصد فيها أن تشمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتها والصورة الثانية أوامر كسرية وهي التي تشمل أقل من 100 سهم أو عدد ليس من مضاعفات 100 مثل 245<sup>(2)</sup>.

(1) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 14. مرجع سابق

(2) وعادة تكون الأوامر الكسرية ذات تكلفة أكبر من الأوامر غير الكسرية بسبب العمولة التي تكون أعلى في الحالة الأولى، (والتعامل بالأوامر الكسرية غير مسموح فيه في صالة بورصة نيويورك).

وعرف سوق فلسطين للأوراق المالية أمر البيع أو الشراء بأنه (يعني الطلب الذي يدخله العضو إلى السوق لبيع أو لشراء أوراق مالية) وحدد أنواع الأوامر بالسوق كالتالي<sup>(1)</sup>:

1- الأمر: ويُدْرَج في السوق من خلال نظام التداول الإلكتروني أما لحسابه أو لحساب احد عملائه أو الذي يتسلمه العضو من أي من عملائه سواء خطياً أو تلفونياً أو بأية وسيلة أخرى مقبولة لدى السوق.

2- الأمر المتقابل: هو الأمر الذي يتضمن مجموعة أمر شراء وأمر بيع لدى وسيط واحد لعملاء مختلفين ولورقة مالية واحدة، وبحيث يكون سعر أمر شراء مساو لسعر أمر البيع.

3- عروض البيع والشراء أو عروض الأوراق المالية: وتعني أوامر البيع والشراء المدخلة في نظام التداول الإلكتروني.

4- الأمر التنفيذي: ويعني الأمر الذي يدخله الوسيط المعتمد إلى نظام التداول الإلكتروني لبيع أو شراء عروض الأوراق المالية ويؤدي مباشرة إلى تنفيذ عملية تداول لأوراق مالية.

5- الأوامر المتطابقة: وتعني أوامر البيع والشراء المدخلة في نظام التداول لنفس الورقة المالية وعلى نفس السعر، وتؤدي الأوامر المتطابقة عادة إلى تنفيذ تلقائي لعملية أو عمليات تداول على السعر المحدد لها وذلك خلال جلسة التداول المستمرة فقط.

### ثالثاً: أوامر السوق في الأسواق المستقبلية

هناك مجموعة من الأوامر يجري التعامل على أساسها في العقود المستقبلية ذات دلالات محددة وهي:

1- أمر سوقي: وبموجبه يقوم الوسيط بتنفيذ أمر الشراء أو البيع بأفضل سعر ممكن ومتاح في ركن التبادل Pit كما هو مستخدم ضمن الأوامر الأسواق المالية.

<sup>(1)</sup> سوق فلسطين للأوراق المالية دورة الوسيط المعتمد "نظام واتفاقية العضوية". دائرة العمليات والرقابة.

2- أمر محدد: ويكون الوسيط في هذه الحالة مقيداً بتنفيذ أمر الشراء أو البيع وفق السعر المحدد أو بأفضل منه إذا كان ممكناً ويتطلب من السمسار تنفيذ الأمر عند الوصول إلى السعر المحدد<sup>(1)</sup>.

3- أمر تفويض: وهو كما الحال في الأوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال المذكورة في أوامر السوق المالي، وفيه يحاول الوكيل أن يتقيد بسعر معين ولكنه مع ذلك يمتلك صلاحية تنفيذ الأمر بسعر مختلف نسبياً.

4- أمر إيقاف خسارة: Stop Loss Order وهو قبول العميل بسعر فيه بعض الخسائر فقط، وبالنسبة للمشتري المالك لمركز معين (Long) فإنه يستخدم هذا النوع ليضمن عدم زيادة خسارته عن مبلغ معين في حال توقع حدوث تراجع كبير لأسعار السلعة خاصته، فيحدد سعر البيع بسعر أقل من سعر السوق الحالي حتى يتلافى التناقص المستثمر في هبوط السعر مثلاً.

5- أمر تنفيذ بمجرد اللمس: Market if Touched Order وهو من أصعب الأوامر التي تواجه السمسار الوكيل حيث يتضمن الأمر تعليمات من العميل إلى السمسار بشراء أو بيع بأفضل سعر ممكن في السوق شريطة أن يكون العقد المعين قد وصل سعراً محددًا ولو مرة واحدة أثناء التعامل ونلاحظ أن سعر التنفيذ قد يختلف عن السعر المحدد المطلوب مراقبته من قبل الوكيل، ويلجأ المستثمر لهذه الحالة عندما يعتقد أن عليه انتهاز فرصة معينة<sup>(2)</sup>.

6- أمراً يلغي أمراً آخر: One cancel the Other Order (OCO) للاستفادة من حركة السوق خلال فترة بسيطة، يستخدم هذا النوع من الأوامر المزدوجة في ساعات العمل ومضمونه أنه إذا تم تنفيذ أحد الأمرين يصبح الآخر ملغياً.

7- أمر بالتنفيذ لدى الافتتاح أو على الإغلاق: Marker on Open (or close) Order ويعني ذلك أن ينفذ الوسيط العملية لدى الافتتاح أو سعر الإغلاق.

(1) خريوش وآخرون: الأسواق المالية. 1998. ص 30. مرجع سابق

(2) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 15. مرجع سابق

### الفصل الثالث

عقود الاختيار والتنظيم القانوني والإداري لها في أسواق الاختيار

## الفصل الثالث

### عقود الاختيار والتنظيم القانوني والإداري لها في أسواق الاختيار

سبق وأشرنا أن عقود الاختيار ليست أمراً طارئاً في عالم المال والاستثمار إنما استخدمت منذ عقود طويلة، وتطور التعامل فيها بشكل رسمي في البورصات بحيث انتقل التعامل فيها إلى كافة المتعاملين وتمكنهم من الاستفادة منها ولم تعد محصورة على المحترفين فقط.

"وينفق الباحثون في قضايا المال والاستثمار، أن الاختيارات أو الحقوق Options، تعد من أفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازَه حتى الآن، وقد باتت بما تنطوي عليه من تنوع وآليات، قادرة على التعامل مع أي تصور أو سيناريو تكون عليه أسواق المال والاستثمار، أو يريد المتعاملون مواجهته، لكن بشرط أن يكون المتعامل مدركاً ما هو بصده" (1).

وتظهر عقود الاختيار من الوهلة الأولى، أنها معقدة والحقيقة أنها معقدة في بعض جوانبها، ولكن من الممكن التعامل معها ببساطة تماماً كما يتم التعامل بالشراء والبيع في الأسواق الآتية، حيث تتحقق الأرباح أو الخسائر حسب المراكز المتخذة (قصيرة أو طويلة) واتجاه الأسعار صعوداً أم هبوطاً، إذ يمكن التعامل مع عقود الاختيار باستعمال المعلومات والإستراتيجيات كالتالي يتخذها المتعامل في العقود الأساسية، وعلى المتعامل في سوق الاختيارات أن يكون مدركاً للكيفية التي يستطيع فيها تحقيق أهدافه، ومعرفته للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، لذا نجد أن القوانين النافذة في شأن التعامل بالاختيارات تلزم الوسطاء والسامسة بشرح وتوضيح ما تضمنه هذه السوق من فرص ومخاطر لكل من يتقدم بطلب للتعامل فيها، "إذ لا يعد مؤهلاً للتعامل في هذه السوق كل من أراد ذلك فالأمر لا يتعلق ببناء أرسنقراطي وإنما يتعلق بالمقدرة الفنية والمالية والعصبية للمشارك" (2).

ومع ذلك فإن الاختيارات، تبقى بالنسبة للكثير من المستثمرين أكثر الأدوات الاستثمارية غير المفهومة، كما يراها الكثيرون شيئاً غامضاً يهربون من التفكير فيه أو التعامل فيه، وبالتالي

(1) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة الأدوات الاستثمارية: 1997. ص 64 مرجع سابق

(2) أسعد: الخيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). 1997. ص 1 مرجع سابق

ينأون بأنفسهم عن معاشتها، لذا يعتقد المحللون أن أسواق الاختيار لا تصلح لجميع المستثمرين، نتيجة تقصير المستثمرين عن التعرف إلى الأسس التي تقوم عليها هذه العقود تقصيراً لا مبرر له، وينطبق ذلك على أساتذة العلوم المالية والمصرفية والطلبة ورجال الأعمال المستثمرين أفراداً كانوا أو مؤسسات ممن يحتاجون إلى تطوير فهم عملي لهذه الأداة.

وأرى أن صعوبة الاختيارات ما هي إلا مسألة ظاهرية بسبب عدم الخوض بتفاصيلها، وما أن تدرس وتستوعب ماهية الاختيارات والفلسفة القائمة عليها، حتى تغدو أمراً مثيراً للاهتمام والمتابعة، وبالتالي يسهل فهمها ومن ثم تطبيقها.

### **المبحث الأول: التنظيم القانوني لعقود الاختيار وأنواعها**

احتوى على مبحثين، الأول عن التنظيم القانوني لعقود الاختيار، والثاني المطلب الثاني: أنواع عقود الاختيار وخصائصها.

#### **المطلب الأول: التنظيم القانوني لعقود الاختيار**

##### **أولاً: فلسفة حقوق الاختيار**

بما أن المستقبل مجهول وغامض، وبسبب عدم التأكد مما سوف يحدث من جهة وتتنوع السلوك البشري والتباين الكبير بين اعتقادات وتوجهات كل منهم، والتباين في تنبؤاتهم المستقبلية، نشأت وتطورت أسواق الاختيار، وعقود الاختيار هي جزء من العقود المستقبلية وبالتالي فإن الفلسفة التي تقوم عليها، الحاجة ذاتها لنشوء الأسواق المستقبلية، وكما ذكرنا في الفصل السابق أنها الحاجة لسلعة ما في المستقبل وليس الآن وبسعر محدد الآن.

ولتوضيح ذلك إذا افترضنا أن أحد المستثمرين يتوقع ارتفاع في سعر سهم معين يباع حالياً بسعر ستة دولارات وسوف يرتفع بعد خمسة شهور ليصل إلى عشرة دولارات؟ فماذا يفعل<sup>(1)</sup>؟

---

(1) لاحظ أن كل ما ينطبق على مثال السهم ينطبق على أنشطة الاستثمار الأخرى كمؤشرات الأسهم والعملات والذهب وغيره من النشاطات الاستثمارية.

وللإجابة عن هذا السؤال بالنسبة إلى توقع ارتفاع سعر السهم:

- إما أن نشترى هذا السهم بأموالنا.

- أو نقترض سواء كلياً أو جزئياً ونشترى السهم من السوق.

- أو أن ندفع هامشاً تأمينياً ونشترى عقداً أجلاً مرتبطاً به.

- أو أن نعمل شيئاً آخر بحيث لا نخسر هذه الفرصة المتوقعة ويكون ذلك باستخدام حقوق الاختيار.

والحالة الأخيرة توضح جوهر الفلسفة التي تقوم عليها حقوق الاختيار بأن ندفع مبلغاً بدلاً، أو مقابل توقعنا بارتفاع هذا السهم باستخدام شراء حق اختيار لشراء مجموعة من أسهم هذه الشركة، ولكي تتم هذه العملية لا بد أن يكون الطرف الثاني لديه وجهة نظر أخرى مخالفة للمتعامل الأول بالنسبة لتوقعات سعر السهم حتى يقبل الاشتراك في هذا العقد، أيضاً قد يحدث العكس بأن يتوقع المستثمر انخفاض سعر السهم، فيكون لديه عدة اختيارات منها بيع هذا السهم بأسرع وقت، أو أن يدفع هامشاً تأمينياً وبيع عقداً أجلاً، أو أن يستخدم الاختيارات بأن يعقد عقداً مع جهة أخرى لها وجهة نظر مخالفة له بالرأي. ويعتبر البعض أن عقود الاختيار ما هي إلا رهانات على توقعات مستقبلية وان المكافأة المدفوعة في عقد الاختيار (أي هي عبارة عن بدل أو مقابل رهان لا أكثر) سوف نفصل ذلك أكثر في الفصل الخامس من هذه الدراسة والذي يختص بالتكليف الفقهي لعقود الاختيار.

ويحتاج الأمر إلى بدهة وقدرة على التنبؤ كما ويحتاج المتعامل إلى الخبرة والممارسة قبل

اختياره هذا النوع من الاستثمار.

وعلى هذه الآلية تقوم عقود الاختيار فيكون هدفها أن تضع بيد المستثمرين والمتعاملين أداة تمكنهم من تطبيق تصوراتهم وتوقعاتهم بصورة عملية من خلال استخدام ممارسة حقوق البيع والشراء بين الطرفين، يقوم أحدهما ببيع أو شراء حق يلزم الطرف الثاني فيه ويسمى حق بيع

أو حق شراء مقابل ثمن يستلمه الطرف الآخر لإنشاء التزام بالتنفيذ العملي لحق الشراء أو البيع ويكون ذلك على النحو التالي: — حق اختيار يقابله التزاما — والتزاما بالتنفيذ يقابله ثمن.

### ثانياً: ماهية عقد الاختيار OPTION CONTRACT

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها وخاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي ينوي شراءها أو بيعها في المستقبل<sup>(1)</sup>. وتسمى عقود الاختيار بحقوق الاختيار بسبب أنها تعطي مشتري العقد الحق (وليس التزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

ويعرف عقد الاختيار بأنه اتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه الحق لأحد الطرفين في شراء أو بيع أصلاً معيناً أو أداة مالية بسعر محدد وخلال فترة معينة من الطرف الثاني، وقد تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو مؤشر أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية، ويوضح التعريف السابق أن هناك طرفان للعقد، الطرف الأول مشتري حق الاختيار، والطرف الثاني هو بائع حق الاختيار، ويكون لمشتري حق الاختيار الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته.

وبالطبع هناك بالمقابل على مشتري الاختيار بان يدفع ثمن لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع فيها من جراء هذا الحق، ويسمى بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه، وبالنسبة للبائع فهو ملزم بالتنفيذ في حال طلب منه ذلك مشتري الحق على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزماً بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك (أي إذا كان التنفيذ لصالحه)، أما بالنسبة للفترة الزمنية فتكون ضمن اتفاق الطرفين بتاريخ أو فترة مستقبلية، لذا يدرج عقد الاختيار ضمن العقود المستقبلية.

### ثالثاً: أهمية عقود الاختيار

لقد حققت أسواق الاختيار نجاحاً عظيماً في العقدين الأخيرين من القرن الماضي وما زالت تزداد بنجاحها وانتشارها بسبب العولمة الاقتصادية وانفتاح أسواق الاستثمار في السنوات

(1) الحناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الدار الجامعية. الإسكندرية. مصر. 1999. ص 331

الأخيرة على هذا النحو الذي جعلها أقرب من أن تكون سوقاً واحدة، إضافة إلى التوجه العالمي نحو التسهيل المالي والإجرائي بقصد حفز تدفق الاستثمارات الدولية عبر القارات المختلفة<sup>(1)</sup>، حيث يعقد أكثر من مليون عقد اختيارات يومياً في البورصات الكبيرة بمختلف أنحاء العالم<sup>(2)</sup>.

وذلك يعطي أسواق الاختيار الأهمية الخاصة التي تزداد يوماً بعد يوم، وأصبحت الحاجة أكثر إلحاحاً ووضوحاً في منطقتنا العربية إذا أدركنا الأبعاد الحقيقية للأنشطة الاستثمارية العربية في مختلف الأسواق بالكم والكيفية، وكانت الحاجة إلى عقود الاختيار للأسباب التالية:

1- أصبحت عقود الاختيار ضرورية للمتعاملين في أسواق المال وأسواق العملات لأنها تتناسب مع مختلف احتياجاتهم وسياساتهم سواء كان المتعاملين فيها مستثمرين أم متحوظين.

2- إن شراء حقوق الاختيار بالنسبة للمستثمر أو المتحوظ يمنحه الفرصة في الاستفادة من ارتفاع الأسعار ويحميه من مخاطر انخفاض الأسعار.

3- يستطيع المستثمر عمل تأمين على استثماراته وذلك بشراء اختيار هبوط على الأسهم التي يمتلكها، بحيث لو انخفض سعر السهم الذي يملكه، يبيع اختيار الهبوط وبذلك يعوض عليه الخسارة التي حظي فيها من أسهمه التي يملكها أو حتى جزء من تلك الخسارة، وتتضح الحاجة إلى عقود الاختيار من خلال دراسة الفلسفة القائمة عليها حقوق الاختيار

4- بالنسبة لأصحاب القرارات المالية في الشركات العالمية والمؤسسات المالية أصبحوا قلقين من تحركات أسعار العملات وأسعار الفائدة وأسعار المنتجات الاستهلاكية، لذا ومن أجل حماية المستثمر من هبوط الأسعار أصبح استعمال حقوق الاختيار من أهم منتجات الأسواق الحديثة التي تحمي المستثمر<sup>(3)</sup>.

(1) أسعد: استثمار الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. ج2. 1965. ص 65. مرجع سابق

(2) حنفي، عبد الغفار: البورصات. الإسكندرية. مصر. المكتب العربي الحديث. بدون سنة.

(3) حبش: الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشنقة. 1998. ص 174. مرجع سابق

5- إن حقوق الاختيار تقدم للمضارب قوة رافعة كبيرة<sup>(1)</sup> بحيث يستطيع الحصول على حق شراء موجودات مالية كبيرة وتحقيق أرباح كبيرة بمبالغ صغيرة والتي تمثل حق الاختيار<sup>(2)</sup>.

6- لقد قدمت حقوق الاختيار بعداً جديداً للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال.

### مساوئ عقود الاختيار

من الطبيعي أن يكون للاختيارات مساوئ مقابل حسناتها ومنها:

1- مدة الصلاحية محددة، وهذا يعني أنه بانتهاء مدة الصلاحية لاختيار الصعود<sup>(3)</sup>، دون أن يتجاوز سعر المضاربة فتصبح قيمته صفراً.

2- سرعة تدهور السعر للاختيارات، ففي حالة شراء اختيار صعود، وانخفاض في قيمة السهم، يتسارع انخفاض قيمة الاختيار أكثر بكثير من التسارع الحاصل لانخفاض قيمة السهم.

3- مخاطرة عالية، حيث أن مردود الاختيارات قد يصل أحياناً إلى 50% وربما أكثر، إلا أن نسبة المخاطرة هي 100% وهذه سيئة الاختيارات، حيث أن السهم قد يستعيد سعره الأول أما الاختيارات فتكون النتيجة صفر مع خسارة المستثمر، حتى أن بعض العلماء يرى أنه من الأفضل استخدام الاختيارات كأدوات مساعدة في رسم خطة استثمارية

---

(1) من أهم الأهداف الأساسية للمستثمر في سوق الاختيارات هو تعظيم الربح لديه والحصول على أكبر قدر منه، والتعامل بالاختيارات قد يحقق أرباح خيالية في بعض الأحيان فمثلاً بدل شراء 1000 سهم بسعر 20.000 دولار تستطيع شراء اختيار بمبلغ 2000 دولار وتحصل على ربح قد يفوق 2000 دولار، كما قد يخسر المستثمر هذا المبلغ بسبب المخاطرة والتي تسبب من عدم التأكد أيضاً.

(2) الصعيدي، عبد العزيز حمود: كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية. الرياض. السعودية. ط1. مكتبة العبيكان. 2001. ص 25

(3) يقصد باختيار الصعود أي الاختيار الذي يشتريه المستثمر متوقفاً ارتفاع سعره.

محكمة، فهي من أنجح الأدوات في ذلك المجال، إلا أنه ضد استخدامها كوسيلة للاستثمار<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: عناصر عقد الاختيار

يتكون عقد حق الاختيار من سبعة أركان أساسية وهي كالتالي<sup>(2)</sup>:

1- مشتري الحق Buyer: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق الاختيار هو حق اختيار بيع أو شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الاختيار.

2- محرر الحق Writer: وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (بائع الحق) مقابل مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق، ويقصد بتحرير الحق أي إعطاء الحق.

3- سعر التنفيذ Exercise or Striking Price: وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو سعر السوق الجاري لهذه الورقة المالية.

4- السعر السوقي Market Price: هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

5- تاريخ التعاقد أو Exercise Date وهو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.

6- تاريخ الانتهاء Expiration Date: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الاختيار الأوروبي، أو أي

---

(1) الصعيدي، عبد العزيز حمود: كيف تتجاوز المخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية. ط1. 2001. ص 27

(2) الحناوي، محمد صالح: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط2. 1997. ص 322. مرجع سابق

يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد يقرر فيه مشتري الحق طلب تنفيذ العقد وذلك وفقاً للاختيار الأمريكي.

7- المكافأة Premium: ويطلق عليها اسم العلاوة، وهي مبلغ متفق عليه بين طرفي العقد بحيث يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه إلى محرر الحق مقابل أن يكون لمشتري الاختيار الحق في الاختيار ما بين تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

#### خامساً: الآثار المترتبة على أطراف عقد الاختيار

بما أن عقد الاختيار يمثل اتفاقاً بين طرفين فلا بد أن يكون لكل منهما التزامات وحقوق تجاه الآخر، فبخصوص حقوق مشتري الاختيار يمكن إجمالها بالتالي:

- 1- شراء أو بيع كمية محددة من سلعة ما ويحدد ذلك حجم العقد.
- 2- يقوم بتحديد سعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ.
- 3- يقوم بتحديد تاريخ معين لتنفيذ الاختيار يسمى التاريخ النهائي أو نهاية فترة التنفيذ للاختيار.
- 4- اختيارات الشراء تعطي للمشتري حق الشراء واختيارات البيع تعطيه حق البيع.

وبالنسبة لواجبات الطرف الأول (مشتري الحق): أن يقوم بدفع مكافأة لمحرر الاختيار.

#### الطرف الثاني بائع حق الاختيار: The Seller

حقوق بائع الاختيار أو محرره ينحصر في اخذ المكافأة أو العلاوة مقابل تحريره لحق الاختيار، ويجب التنبيه إلى أن ذلك لا يعني أن محرر الاختيار دوماً يربح المكافأة بل على العكس لأن خسائره غير محدودة، فقد يخسر المكافأة ومبلغاً إضافياً آخر.

وبالنسبة لواجبات بائع الاختيار فهو ملزم ببيع أو شراء السلعة موضوع التعاقد وبسعر التنفيذ المتفق عليه، فإذا ما مارس المشتري هذا الحق داخل النطاق الزمني على محرر الاختيار

تنفيذ عملية البيع أو الشراء وغالباً يكون من خلال تسويات لفروق الأسعار بين سعر التنفيذ وسعر السوق<sup>(1)</sup>.

سادساً: معايير تقسيم عقود الاختيار

تقسم عقود الاختيار بناء على الأسس التالية<sup>(2)</sup>:

### 1- التقسيم على أساس تاريخ التنفيذ للاتفاق ويقسم كالتالي:

أ- الاختيار الأوروبي European Option وهو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معاً) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد فقط.

ب- الاختيار الأمريكي American Option وهو أيضاً حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معاً) غير أن هذا الحق تتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنتضي بين إبرام العقد وتاريخ إنجاءه.

### 2- التقسيم على أساس نوع الصفقة:

أ- حق اختيار الشراء: يتيح للمستثمر (مشتري الحق) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار.

ب- حق اختيار البيع يتيح للمستثمر (مشتري حق الاختيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار.

ج- حق الاختيار المزدوج أو المختلط وهو عبارة عن دمج بين الحالة الأولى والثانية، بحيث يقوم المستثمر بشراء عقد اختيار لورقة مالية على سبيل المثال وشراء عقد اختيار بيع لنفس الورقة المالية ويكون تاريخ التنفيذ للعقدين واحداً، وتستخدم هذه الطريقة عندما لا يستطيع المستثمر التأكد من تحديد اتجاهات التغيير في الأسعار.

(1) حنفي عبد الغفار: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. طبعة جديدة ومعدلة. الدار الجامعية.

الإسكندرية. مصر. 2001. ص 408

(2) الحناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الدار الجامعية. الإسكندرية. مصر. 2005. ص 331

### 3- التقسيم على أساس ملكية الأوراق المالية:

أ- الاختيار المغطى هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معاً يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب- الاختيار غير المغطى هو حق الاختيار الذي لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي تم التعاقد بشأنها.

### المطلب الثاني: أنواع عقود الاختيار وخصائصها

يوجد عدة أنواع لعقود الاختيار في أسواق الاختيار، ونستطيع أن نقول أن من أهم هذه العقود عقود اختيار الشراء، عقود اختيار البيع، ومن ثم يليها الاختيار على أسعار الفائدة، واختيارات مؤشرات السوق، وغيرها من العقود المستجدة والمشتقة عن عقود الاختيار.

#### أولاً: عقود اختيار الشراء

في عقود شراء الاختيار يوجد طرفين، مشتري حق الاختيار Buyer or Holder، ويملك الحق في أن يشتري من الطرف الثاني أصلاً معنياً بسعر محدد (سعر التنفيذ) وخلال فترة محددة، وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، ويلتزم المحرر بالتنفيذ إذا طلب منه ذلك، وثمان هذا الحق الذي يحدده سعر السوق يسمى العلاوة أو المكافأة التي يدفعها المشتري إلى الطرف الثاني ويطلق عليه محرر الاختيار Option Writer والذي يبيع للأول حق الاختيار، ولا يقرر اختيار الشراء أي شيء ملموس لحامله، طالما لم يتم تنفيذه فليس لحامله أي حق مباشر في أرباح المنشأة أو الاختيار لشراء سهم من هذه المنشأة<sup>(1)</sup>.

ولاختلاف حقوق والتزامات كلا طرفي العقد نستطيع أن نجزأ عقد اختيار الشراء نسبةً إلى

موقعه في العقد.

---

(1) يتم التركيز على الاختيار الأمريكي في هذه الدراسة لما حققه من نجاح كبير في أسواق الاختيار بالولايات المتحدة مقارنة مع الاختيار الأوروبي

**1- عقود شراء حق الشراء:** ينسب هذا العقد لمشتري حق الشراء والذي يتوقع عادة ارتفاعاً للأسعار، لذا يقوم بشراء حق اختيار بعد أن يحدد الشروط التي يراها مناسبة لتوقعاته- ولا يفوتنا إن هذا المستثمر يستطيع شراء هذا السهم من السوق الحاضر، إلا أن الدراسة تركز على سوق الاختيار في المقام الأول - وتتمثل الشروط في سعر التنفيذ للسهم أو أي أصل يريده كذلك مدة العقد وقيمه وأسلوب العقد أوروبي كان أم أمريكي<sup>(1)</sup>، وبالنسبة لسعر التنفيذ يبرم العقد بسعر تنفيذ يعادل القيمة السوقية الجارية للسهم محل الاختيار، ويقصد بالقيمة السوقية Market Price أي السعر الذي تباع فيه هذه الورقة المالية في السوق، فسعر التنفيذ ومدة العقد هما العوامل الرئيسية في العقد لأنهما يعينان بالنسبة لمشتري حق الشراء بأن سعر السوق سوف يرتفع أكثر من سعر التنفيذ خلال مدة العقد وذلك كي تتحقق الأرباح المتوقعة.

ويجب ملاحظة أنه تؤخذ أسعار السوق وتقرّب إلى اقرب صفر أو خمسة وتصبح سعر التنفيذ، فمثلاً إذا كان سعر السوق اقل من مئة دولار تقرب قيمة رقم الأحاد إلى صفر أو خمسة مثلاً إذا كان سعر السهم 47 للسهم فيكون سعر التنفيذ 40 أو 45 أو 50 وهكذا، أما إذا كانت القيمة السوقية لسهم أكثر من 100 دولار، فيقرب قيمة رقم الأحاد إلى صفر فلو كانت 117 القيمة السوقية تقرب إلى 100 أو 110 أو 120 وهكذا... ، كذلك لا يمكن أن يبرم اختيار لأقل من عقد واحد بحيث يتضمن العقد 100 سهم<sup>(2)</sup>.

مثال (1) على عقد شراء حق الشراء

إذا افترضنا إن سعر السهم العادي في رأسمال شركة ما يباع بالسوق بسعر 48 دولار، وان مستثمراً أو مضارباً ما يتوقع أن يرتفع سعره بالمستقبل، وقرر شراءه بشهر أيلول بسعر 5 دولار وتاريخ التنفيذ 10 تشرين أول، مقابل مكافأة عن السهم الواحد تساوي 1.5 دولار.

الحالة الأولى إذا افترضنا إن توقعات المستثمر صائبة وارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ لتصل إلى 55 دولار، في حال استخدم الأسلوب الأوروبي في هذا العقد، لا يحق

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 557. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 558. مرجع سابق

لمشتري الحق التنفيذ إلا في آخر يوم، أما إذا استخدم الأسلوب الأمريكي فإنه في حال أراد المشتري تنفيذ العقد قام بذلك وله الحرية الكاملة، وفي هذه السوق يندر تسليم الأسهم محل الاختيار وإنما تكون التسوية نقدية، وتكون كما يلي:

إن لمشتري الاختيار الحق في الحصول على الأسهم التي يتضمنها العقد (100 سهم) من المحرر بسعر 50 دولار للسهم بسعر التنفيذ في حين السعر السوقي للسهم وقت التنفيذ هو 55 دولار أي حقق المشتري ربح قدره 5 دولارات عن السهم، وبدلاً من أن يسلم محرر الحق الأسهم محل التعاقد لمشتري الحق يقوم بإعطائه 500 دولار (5 ربح السهم × 100 عددها) وهكذا تنتهي عملية الاختيار، وتكون صافي أرباح مشتري الاختيار كالتالي:

تكاليف كل سهم 1.5 دولار وهي عبارة عن المكافأة التي دفعها مسبقاً وهي غير مسترده.

$$5 - 1.5 = 3.5 \text{ دولار ربح بالسهم الواحد.}$$

$100 \times 3.5 = 350$  سهم للعقد الواحد = 350 صافي ربحه وبما أن أرباح الطرف الأول سوف

تكون هي الخسارة للطرف الثاني فإن خسارة محرر الاختيار تكون 350 دولار.

وتحصل هذه التسوية في حال ارتفع سعر ذلك السهم في اليوم الأخير لتنفيذ العقد، أما لو أن الارتفاع السعر حدث في تاريخ قبل تاريخ التنفيذ، فلا يتوقع من مشتري العقد تنفيذه الفوري بل ينتظر حتى آخر يوم من صلاحية الاختيار على اعتبار توقع المشتري حدوث التالي في ارتفاع سعر ذلك السهم والذي يؤدي إلى زيادة متتالية للأرباح المتحققة نتيجة الارتفاع، أي أن هناك فرصة سانحة لربح أكبر، "وبسبب ذلك عادة يطلق على قيمة الاختيار الأمريكي بأنه اختيار حي أي قيمته السوقية أكبر من قيمته ميثاً (أي قيمته الذاتية إذا ما تم تنفيذه)"<sup>(1)</sup>.

والقصد من ذلك أنه من الأفضل للمشتري أن يبيع الاختيار في السوق بدلاً من تنفيذه قبل

انتهاء صلاحيته والنتيجة واضحة أنها لصالح المستثمر، ففي مثالنا يفضل بيع عقد الاختيار قبل

انتهاء مدة صلاحيته بسعر 55 وهو سعر السوق الحالي.

---

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 560. مرجع سابق..

الحالة الثانية هي عدم تحقق توقعات المستثمر مشتري الاختيار، بحيث أن القيمة السوقية للسهم لم ترتفع وبقيت كما هي، فإن مشتري الاختيار لا يقوم بتنفيذ العقد بل يخسر المكافأة التي دفعها لمحرر الاختيار وهي 1.5 لسهم الواحد، وبذلك تبلغ مجمل خسارته.

$$1.5 \times 100 = 150 \text{ دولار.}$$

وينطبق هنا أيضا في حال انخفاض سعر السهم إلى أقل من 48 دولار للسهم فلا يقوم مشتري الحق بتنفيذ الاختيار، وهناك أيضا حالة أخرى لا يستفيد منها مشتري الحق وهي في حال ارتفاع سعر السهم بعد انتهاء مدة عقد الاختيار، فالحالات الثلاث الأخيرة تكون خسارة مشتري الاختيار بقدر المكافأة المدفوعة، وكانت 150 دولار كما في مثال (1)، والنتيجة هي أن أقصى ما يخسره مشتري الحق هو قيمة المكافأة Premium وهذا يعني أن خسائر ومخاطر مشتري الحق هي محدودة ولا تتجاوز قيمة المكافأة في أي حال من الأحوال. وبما أن محرر الاختيار هو الطرف المعاكس لمشتري الاختيار فيكون أقصى ما يربحه محرر الاختيار هو قيمة المكافأة، "وبسبب حصر مخاطر شراء الحقوق في العلاوة فإنه ينصح عادة أن يبدأ المتعاملون الجدد بالتعامل بأدوات الاختيار في عمليات الشراء وليست عمليات البيع"<sup>(1)</sup>.

كما ويستخدم هذه النوع من العقود لأغراض المضاربة وأغراض التحوط وكذلك لأغراض استثمارية، تم الشرح عنها مع الأمثلة في الفصل التالي مع بقية أنواع عقود الاختيار.

## 2- عقود بيع حق الشراء:

وعقود بيع حق الشراء تكون بالنسبة للطرف الثاني من عقد اختيار الشراء، وهو محرر الاختيار الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق أي بشراء الأصل عندما يطلب منه مشتري حق الاختيار ذلك خلال فترة سريان الاختيار وتكون المكافأة هي المقابل التي يحصل عليها الطرف الثاني<sup>(2)</sup>، لاحظ إن عقد بيع حق الشراء هو ذاته عقد شراء حق الاختيار إلا أن المسمى الأول يكون من وجهة نظر الطرف المشتري والمسمى الثاني نسبة لوجهة نظر الطرف المحرر.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشنقة. 1998. ص 181. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 564. مرجع سابق..

## مثال (2) على عقد بيع حق الشراء

إذا افترضنا أن سهماً يباع بالسوق بسعر 50 دولار، وأن أحد المضاربين يتوقع أن ينخفض سعره في الشهر القادم إلى 45 دولار، فقام المضارب على التعاقد على (100 سهم) أي عقد اختيار بيع واحد<sup>(1)</sup> بسعر تنفيذ 52 دولار بتاريخ نهاية الشهر القادم في مقابل مكافأة قدرها 2 دولار يحصل عليها محرر الاختيار.

في الحالة الأولى إن تحققت توقعات مشتري اختيار البيع وانخفض سعر السهم الواحد إلى 45 دولار، حينئذ تتم تصفية العقد نقدياً، وذلك بحصول مشتري حق اختيار البيع على 7 دولارات لكل سهم،  $7 \times 100 = 700$  دولار، و 7 دولار تمثل الفرق بين سعر التعاقد 52 وسعر السوق وهو 45 دولار.

ولأن مشتري حق البيع سبق وأن دفع 2 دولار للسهم الواحد أي  $(2 \times 100)$  سهم) 200 دولار فتكون أرباحه الصافية  $700 - 200 = 500$  دولار، أما التسوية غير النقدية - وهي مسألة بعيدة الاحتمال - يقوم فيها مشتري الاختيار بشراء الأسهم من السوق بسعر 45 دولار في حال عدم امتلاكه للأسهم ليعيد بيعها للمحرر بسعر 52 دولار (سعر التنفيذ).

الحالة الثانية: في حال أن القيمة السوقية للسهم لم تنخفض بل ارتفعت إلى 53 دولار مثلاً أو أكثر من ذلك، فلا يقوم مشتري الحق بتنفيذ العقد وذلك لأنه ليس من صالحه بيع السهم بسعر 52 لمحرر الاختيار بينما يكون بإمكانه بيع نفس السهم بسعر 53 أو أكثر، وتكون خسارة مشتري الحق مقدار المكافأة المعطاة لمحرر الاختيار ولا تتجاوز خسارته حد المكافأة والتي هي سوف تكون بالمقابل الربح لمحرر الاختيار، ونلاحظ إذن أن مشتري حق البيع تكون أعلى خسارة له هي قيمة المكافأة وليس هناك حداً للربح، أما محرر الاختيار فيكون أقصى ربح له هو قيمة المكافأة ولا يوجد حداً للخسارة المتوقعة له.

(1) هندي: في العقد الأمريكي للاختيارات يحتوي العقد الواحد على 100 سهم أما العقد الأوروبي فيحوي على 1000 سهم.

لذا أؤيد الرأي أو الحقيقة التي تقول أن المستثمر الذي يمتلك أسهما ثم يقرر شراء اختيار بيع أو تحرير اختيار شراء هو مستثمر محافظ، فهو يهدف في الأساس إلى الحد من الخسائر التي يمكن التعرض لها في حال حدث تغيير في أسعار الأسهم<sup>(1)</sup>.

وبالنسبة لأشكال بيع حق الشراء:

أ - البيع المغطى Covered Sale: يعتبر البيع مغطى في حالة امتلاك البائع للسلعة المالية التي باع حق شراءها، وهو يستطيع تسليمها إلى المشتري في حالة طلبه للتنفيذ.

ب- البيع الغير مغطى (مكشوفاً) يكون ذلك في حالة عدم امتلاك البائع للأصل الذي باع حق شرائه، وهو كذلك سوف يشتري هذا الأصل في السوق في حالة ممارسة المشتري حقه في الشراء وطالب بتنفيذ العملية أي إذا لم يتم بتسوية نقدية<sup>(2)</sup>.

ويتضح لنا أن الخطر الحقيقي يكمن في البيع المكشوف والذي من المحتمل أن يؤدي إلى خسائر جسيمة لا تتناسب مع العلاوة التي تم استلامها مقابل هذا الخطر، لأنه قد يحقق المشتري فرصة ربح كبيرة على حساب البائع من خلال هذه العملية.

### ثانياً: عقود اختيار البيع

تقسم عقود اختيار البيع إلى: عقود شراء حق البيع من وجهة نظر مشتري الحق و عقود بيع حق البيع من وجهة نظر محرر الاختيار.

1- عقود شراء حق البيع: يخشى المستثمر مشتري حق البيع انخفاض الأسعار الأسهم في السوق، حيث يتوقع انخفاض للأسعار على عكس مشتري حق الشراء، ويقوم مشتري حق البيع بالشراء لهذا الحق نظراً لخوفه من انخفاض السعر لأسهم يمتلكها، (وليس لأنه يتوقع انخفاض السعر لأسهم لا يمتلكها بالأصل مثل مشتري حق الشراء، والذي يهدف المضاربة والاستفادة من فرق سعر التنفيذ مع سعر السوق إذا ما تحققت توقعاته). ويتشابه شراء حق البيع ببوليصة

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 565. مرجع سابق..

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 194. مرجع سابق

تأمين يضمن بموجبها المشتري بأنه سوف يبيع موجودات له من الأصول المالية<sup>(1)</sup> بسعر معين (سعر التنفيذ) وليس بسعر السوق المتوقع انخفاضه<sup>(2)</sup>، ويستخدم عقد شراء حق البيع عادة لأغراض المضاربة وأغراض التحوط.

2- عقود بيع حق البيع: إن بائع حق البيع هو الطرف المناقض لمشتري حق البيع، فمشتري حق البيع يتوقع انخفاضا لسعر الأصل وبهذا يضمن البيع بسعر محدد، أما بائع حق البيع فيتوقع ارتفاع الأسعار، وإذا صدق توقعه لن يتم تنفيذ العقد ويربح العلاوة (المكافأة).

ونستنتج أن بائع حق البيع يتطابق تفكيره ومشتري حق الشراء "بائع حق البيع ومشتري حق الشراء يتوقعوا ارتفاع أسعار (كلاهما مشتري محتمل) بائع حق الشراء ومشتري حق البيع يتوقعوا انخفاض الأسعار (كلاهما بائع محتمل)"<sup>(3)</sup>.

### ثالثا: اختيارات مؤشرات السوق Option on Market Indexes

لا تنحصر عقود الاختيار على الأسهم الفردية التي تصدرها المنشأة، وإنما هناك عقود اختيار تبرم على مؤشرات السوق، "ويقصد بمؤشرات السوق تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت يعتقد في أنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضر. ومن ثم تأخذ حركة أسعارها على أنها انعكاس للاتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك السوق"<sup>(4)</sup>.

والتعامل في سوق اختيار المؤشرات لا يختلف عن سوق اختيار الأسهم الفردية، لأن بنود العقد وإجراءات التنفيذ واحدة، أما الاختلاف فيكون في أن المؤشر ينطوي على تشكيلة من الأسهم تختلف عن التشكيلة التي تكون مؤشرا آخر، لذا يطلب من طرفي العقد تحديد المؤشر المتعاقد عليه، وكذلك تحديد إذا كان التعاقد على عقد واحد أو على مضاعف عقد المؤشر<sup>(5)</sup>، وسبق وان ذكرنا إن عقد الاختيار على الأسهم الفردية يتضمن العقد 100 سهم أو مضاعفاته

(1) يقصد بكلمة الأصول أعلاه أية أداة مالية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والسلع.

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 187. مرجع سابق

(3) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 197. مرجع سابق

(4) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 566. مرجع سابق.

(5) يقصد بمضاعف العقد بعدد المرات التي يضرب فيها المؤشر لتحصل على العدد الكلي للمؤشر في عقد الاختيار.

200 - 300 وهكذا، وعقد المؤشر يتضمن 100 وحدة مؤشر أو مضاعفاته كما في عقود الأسهم الفردية، ويعتبر مؤشر ستاندر آند بور S & P 100 والذي يشتمل على 100 منشأة من المنشآت الصناعية المكونة له في مقدمة المؤشرات التي تحظى بمستوى عالي من التعامل في أسواق الاختيار<sup>(1)</sup>، والفرق الجوهرى بين عقود اختيار الأسهم الفردية واختيار المؤشرات، أنه لا يجوز التسليم للأسهم محل البيع أو الشراء إذا ما طلب المشتري تنفيذ عقد الاختيار، فتسوية عقود المؤشرات هي فقط تسوية نقدية، وذلك وفقا لسعر المؤشر في السوق الحاضر.

#### رابعاً: حقوق اختيار أسعار الفائدة

إن شراء حق اختيار لسعر الفائدة يعطي للمشتري الحق وليس الالتزام باستلام أداة مالية بسعر فائدة متفق عليه في وقت محدد مستقبلاً.

حيث يدفع المشتري مقابل هذا الحق علاوة للبائع والتي تعتمد على هذه العوامل:

- 1- مدة العقد: كلما زادت المدة بين انعقاد العقد وموعد التنفيذ زادت قيمة العلاوة.
  - 2- قرب سعر الفائدة للعقد عن سعر السوق وقت إبرام العقد: فإذا اقترب سعر فائدة العقد من سعر السوق زادت العلاوة بالمقابل.
  - 3- درجة تقلب أسعار الفائدة: يوجد دور لدرجة تقلب الأسعار على قيمة المكافأة ولكن ليس بدرجة كبيرة كما في الدور الذي تلعبه في مجال اختيار العملات<sup>(2)</sup>.
- وتطبق اختيارات أسعار الفائدة على جميع الأوراق المالية سواء التي تحمل فائدة ثابتة أو فائدة متغيرة، وعلى جميع عمليات الإقراض والاقتراض التي تتم بين البنوك بين بعضها البعض أو بين البنوك وعملائها، كما ويوجد لها أسعار تأشيريه تحدد تكلفة هذه العمليات.

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 567. مرجع سابق.

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 251. مرجع سابق

وأنواع عقود اختيارات الفائدة كالاتي:

1- حق اختيار كاب التغطية (CAP Option) الفائدة المعمومة أو ضمان الفائدة الزائدة: هو عبارة عن عقد يتعهد بموجبه احد الأطراف للفريق الثاني مقابل عوض بضمان تغطية (رفع) أي نسبته زيادة قد تطراً على معدل محدد للفائدة، يتفق عليه بين الأطراف يكون الفريق الثاني ملزماً بدفعه لفريق ثالث كان هو قد اقترض منه قرضاً بفائدة متغيره<sup>(1)</sup>.

يتم اللجوء إلى هذا النوع من العقود لكي تحمي المشروعات نفسها من مواجهة الخطر، مع تمتعها بإمكانية الاستفادة من التطور الايجابي لمعدلات الفائدة، ويكون ذلك مقابل ثمن يتمثل بالعلوة التي يقوم المشروع بدفعها<sup>(2)</sup>، فهذا العقد يوفر احتمال ضمان مواجهة التغير غير المؤاتي لمعدلات الفائدة، أي ارتفاع في أسعار الفائدة.

إن عقد اختيار الفائدة CAP يسمح للمشتري تثبيت تكاليف اقتراضه، أي بتحديد أقصى سعر فائدة سوف يدفعه مع الاحتفاظ بحقه بالاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة ويدفع للمشتري فارق الفائدة في السوق<sup>(3)</sup>، ويتلقى البائع علاوة ويدفع للمشتري فارق الفائدة بين المعدل المرجح والمعدل المضمون، وقد تصل مدة العقد لحق الاختيار لمدة أربعة سنوات ولكن على أساس عقد لكل ثلاثة شهور، حيث سوف ينظر لهذا العقد على أنه (12) عقد اختيار باستحقاقات مختلفة ويسمى عقد CAP، أما العقود على الفائدة التي نقل عن السنة فتسمى CALL، وهي تشبه تماماً CAP ولكن بأجل اقل من سنة.

2- اختيار فلور Floor Option أو عقد التعهد بضمان تغطية انخفاض نسبة الفائدة

هو عقد يتعهد بموجبه فريق لفريق ثاني مقابل عوض بأن يقوم بتغطية (وفاء أو دفع) أي نسبة انخفاض قد تطراً على معدل الفائدة الناشئ عن عقد قرض بينه وبين فريق ثالث اتفق فيه

<sup>(1)</sup> من محاضرات للدكتور غسان عمر خالد. جامعة النجاح الوطنية.

<sup>(2)</sup> ملاًك، وسام: البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، ط1، لبنان، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، 2003، ص 326

<sup>(3)</sup> حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص202. مرجع سابق

على أن تكن الفائدة متغيرة أو (معمومة)، وهذا الاختيار يسمح لمشتريه بان يحتزز في مواجهة انخفاض المعدلات النقدية دون "مستوى عتبه" مقابل دفعة العلاوة<sup>(1)</sup>، فهي اختيارات معاكسة لحقوق اختيارات كاب، حيث مشتري حق اختيار فلور هو مستثمر بشرائه هذا الحق يضمن أدنى سعر فائدة لاستثماراته، ولهذا سمي Floor والتي تعني انخفاض الأسعار، فهو يهدف إلى أن يضمن أن يقبض سعر فائدة لا يقل عن السعر المتفق عليه، وتسمى هذه الاختيارات (PUT) إذا كانت لأجال قصيرة<sup>(2)</sup>، وتتفق عقود كاب وفلور على البنود التالية:

- مؤشر الأسعار: يتم المتاجرة بهذه الحقوق على أساس أسعار الفائدة في الأسواق المالية ويمكن ربطها بأسعار أدونات الخزينة.

- الاستحقاق: يتم المتاجرة فيها عادة من ثلاثة شهور حتى (12) سنة، ويتم تكرار العقد كل ثلاثة شهور، إذ يتجدد العقد في السنة أربع مرات، وقد يكون سعر الفائدة ثابتاً أو متغيراً لكل عقد، حسب الاتفاق، وتُحتسب قيمة العقد من الفرق في الفائدة بين سعر التنفيذ وسعر السوق.

## 2- اختيارات الطوق: Collar Option

يتكون اختيار الطوق من عقدي اختيار كاب وفلور يتم إنشاءها في نفس الوقت ولكن كل منهما مستقل عن الآخر، فمثلا يشتري أحد المقترضين كاب وفي نفس الوقت يبيع فلور، وبذلك يحمي المقترض نفسه من أخطار ارتفاع أسعار الفائدة بواسطة حق الاختيار كاب إلا أنه لا يستفيد من انخفاض سعر الفائدة لأنه قام ببيع قيمة العلاوة التي يدفعها ثمن اختيار كاب، أما المستثمر فهو يريد حماية نفسه ضد انخفاض أسعار الفائدة لذا يقوم بشراء اختيار فلور وسوف يبيع كاب لتخفيض تكلفة فلور، ولكن بيع اختيار كاب يمنعه من الاستفادة من ارتفاع الأسعار ونستنتج أن وجهة نظر المقترض هي عكس وجهة نظر المستثمر (المقرض).

(1) ملاك، وسام: البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، ط1، 2003، ص 329.

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 252. مرجع سابق

## خامسا: اختيار السوفكس Soffex

السوفكس هو نوع من عقود الاختيار والذي يعني الاختيارات المالية المستقبلية السويسرية The Swiss Option and Financial Futures Exchange (Soffex) ويتم هذا النوع من العقود وفقا لنمط معين فالنسبة لحجم العقد يتضمن كل عقد 5 أسهم أو سندات أو هذا يعني أن ثمن الاختيار يساوي ثمن كل اختيار مضروباً بالعدد 5، أي كل مكافأة عن سهم تضرب بالعدد 5 للعقد الواحد، أما بالنسبة لممارسة العقد أو تنفيذه فيكون عبارة عن القيمة التي يدفعها المشتري لشراء أو بيع الأسهم محل العقد.

"في عقد اختيار السوفكس لا يفتح<sup>(1)</sup> إلا إذا وجد على الأقل ثلاث اختيارات للشراء والبيع متتابعة للسهم، فسلسلة الاختيار قد تكون اختيار الشراء أو البيع بنفس القيمة تساوي سعر التنفيذ أو الممارسة"<sup>(2)</sup>.

## سادسا: خصائص عقود الاختيار

من خلال دراسة عقود الاختيار يمكننا استنتاج الخصائص التي يتميز فيها عقد الاختيار وهي كالتالي:

1- إن عقد الاختيار هو غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها أو نظير هذا الحق، فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الاختيار يدفع نظير ممارسته أو المكافأة أي ثمن الاختيار.

2- إن ثمن الاختيار يدفع للجهة التي حررت عقد الاختيار والتزمت بتنفيذه إذا رغب صاحب الاختيار في ممارسة حقه بالتنفيذ لها الحق، لذا تعتبر العالوة أو المكافأة هي ثمن مقابل المخاطرة التي تحملها الطرف الآخر (محرر الاختيار) بصرف النظر عن الظروف

---

<sup>(1)</sup> ويقصد بكلمة (لا يفتح) أي أنه يبدأ البيع والشراء بعقود السوفكس عندما يكون هناك طلب على 3 عقود اختيار أو أكثر وقل من ذلك، لا يتم التداول في السوق.

<sup>(2)</sup> حنفي، عبد الغفار: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003. ص 563. مرجع سابق

السائدة في السوق سواء كانت مناسبة أو غير مناسبة لمحرر الاختيار، ومن الطبيعي أن يكون طلب التنفيذ للحق في الوضع غير المناسب لمحرر الاختيار.

3- إن ثمن الاختيار قابل للزيادة أو النقصان، ويتوقف ذلك على مدة العقد (تاريخ التنفيذ) ونوع الأصل محل العقد وكذلك ظروف السوق المالية<sup>(1)</sup>، كذلك لا ننسى القيمة السوقية للسهم، وسعر التنفيذ، أما بالنسبة لظروف السوق المالية فهي تقاس بدرجة تقلب سعر السهم محل الاختيار ومستوى أسعار الفائدة في السوق والتوزيعات النقدية التي تجنيها المنشأة المصدرة للسهم في الولايات المتحدة الأمريكية تنشر يومياً قيمة المكافأة أي سعر التعامل على الاختيار في بعض صحف المال والأعمال<sup>(2)</sup>.

حيث يزداد ثمن الاختيار خلال مدة العقد وتصبح قيمته تساوي صفر في نهاية العقد، ويدفع هذا الثمن عند الشراء والبيع للعقد وليس له علاقة بثمن السلعة أو الأصل، لذا نستطيع استنتاج التالي:

أ- عند ممارسة الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الاختيار.

ب- في حالة لم تتم ممارسة الحق فإن مشتري الحق يخسر ثمن الاختيار فقط، لذا يمتاز عقد الاختيار بأنه محدد الخسارة أو أن أقصى خسارة له معروفة لدى المشتري، وتكون بعدم تنفيذه للعقد.

ج- عقد الاختيار يحدد بفترة زمنية محدد - عادة ثلاثة أشهر - ففي حالة ثبات سعر الأصل فإن قيمة الاختيار تتناقص بمرور الزمن وتصبح صفراً في نهاية المدة.

د- يحق لصاحب عقد الاختيار بيعه للغير بثمن يتناسب مع العرض والطلب عليه في الأسواق المالية للأصل محل العقد، حيث أن عقود الاختيار قابلة للتداول ويوجد علاقة فردية بين سعر الأصل في السوق و ثمن عقد الاختيار.

(1) حنفي عبد الغفار: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003-2004. ص 561. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 226. مرجع سابق

هـ- لا يدفع صاحب عقد الاختيار إلا ثمن العقد فقط أي ثمن الاختيار ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها، وبذلك يُمكن لصاحب العقد بعقد صفقات كبيرة في المستقبل بحيث لا يدفع عند العقد سوى قيمة حق الاختيار والذي هو جزء صغير من قيمة الصفقة.

و- الحالات التي يكسب فيها صاحب حق الاختيار في حال ارتفاع سعر الأصل بالمقارنة بسعر التنفيذ وكان الفرق يفوق ثمن الاختيار في العقد، والحالة الثانية إذا ارتفع قيمة عقد الاختيار في السوق وبالتالي يمكن بيعه والاستفادة من الربح الناتج عن الفرق بين سعر الحصول على العقد وبين سعر البيع<sup>(1)</sup>.

### سابعاً: المراجعة في الاختيار

يمكن تصنيف مراجعة الاختيار إلى مجموعتين، مراجعة توزيعات ومراجعة تنفيذ وكتاهما تتضمن التعامل في السوق الحاضر إلى جانب التعامل في سوق الاختيار<sup>(2)</sup>.

وتحدث مراجعة التوزيعات Dividend Arbitrage عندما يكون سعر الاختيار في السوق اقل من قيمة توزيعات الربح السنوية التي تجري على السهم محل الاختيار، ويعمد المراجحون في هذه الحالة إلى شراء اختيار شراء ثم يقومون بتنفيذه بغرض امتلاك الأسهم والحصول على التوزيعات، حيث تمثل الفرق قيمة التوزيعات وسعر الاختيار الأرباح التي يحققها المراجح<sup>(3)</sup>، وتجذب هذه الأرباح المستثمرين الجدد والذين يعمدون إلى زيادة الطلب على الاختيار وارتفاع قيمته من خلال شراء الاختيار وتنفيذه، ويستمر ارتفاع قيمة الاختيار إلى أن تتساوى مع قيمة التوزيعات ربع السنوية وعندها تتوقف عملية المراجعة.

أما مراجعة التنفيذ Exercise Arbitrage فتحدث في الأسبوع الأخير من انتهاء صلاحية التنفيذ للاختيار، وتتم في لحظات حيث يقوم المراجحون بالبحث عن اختيار تكون فيه القيمة

(1) حنفي: بورصة الأوراق المالية. 2003-2004. ص 563 مرجع سابق

(2) أبو موسى، رسمية احمد: الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ط.1. 2005. ص165

(3) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 569. مرجع سابق.

السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ بمقدار القيمة الاسمية للاختيار أي بمقدار المكافأة، فالمراجع يكون قد حقق ربحاً مقداره الفرق بين القيمة الاسمية للاختيار وبين السعر المنخفض الذي اشترى فيه الاختيار، وتستمر عمليات الشراء والتنفيذ للاختيار (عملية المراجعة) إلى أن ترتفع قيمة الاختيار السوقية لتتساوى مع القيمة الاسمية له، وبذلك تنتهي الفرصة أمام المراجحين في تحقيق الأرباح وتوقف عملية المراجعة إلى أن تتباين الأسعار مرة أخرى.

### ثامناً: الرفع في سوق الاختيار

تعريف الرفع المالي: يقصد بالرفع المالي مقدار العائد على الأصول الناتج عن استخدامها، حيث يكون الرفع المالي ملائم إذا كان العائد الناتج عن الأصول أكبر من حقوق الملكية وبذلك يعد استخدام الأصول - قد يكون قرضاً - مناسباً ومعقولاً، وفي حالة أن العائد كان أقل أو مساوياً لحقوق الملكية المستخدمة أو القرض المستثمر فتكون النتيجة هي إن الرفع المالي غير مجدي<sup>(1)</sup>.

وتتم الاستفادة من فكرة الرفع في سوق الاختيار، وهي فكرة لها مزاياها كما أن لها عيوبها التي تتمثل في إحداث تذبذب كبير في العائد المتولد عن الاستثمار<sup>(2)</sup>، فإذا أراد المستثمر أن يفاضل بين امتلاك السهم بشرائه مباشرة من السوق الحاضر، وبين شرائه بمقتضى اختيار شراء، فانفترض إن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت في تاريخ التنفيذ إلى ما دون سعر التنفيذ، إذن لن يقوم المشتري للاختيار بتنفيذ العقد وفي هذه الحالة يكون قد خسر 100% من المبلغ المستثمر والذي يتمثل في قيمته المكافأة المدفوعة للمحرر، بينما لو أن المستثمر اشترى الأسهم نفسها محل الاختيار مباشرة في السوق الحاضر لما خسر هذا المبلغ وإنما يخسر الفرق بين سعر شرائها وسعر السوق. ومن ناحية أخرى لو أن قيمة السهم السوقية ارتفعت في تاريخ التنفيذ أعلى من سعر التنفيذ، فسوف يكون الاستثمار في الاختيار أكثر ربحية من الاستثمار في السهم ويكون ذلك بأن مشتري الاختيار قد ربح نفس المبلغ الذي ربحه مشتري السهم ولكن الفرق أن

(1) حنفي، عبد الغفار: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003 - 2004 ص 267. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 571. مرجع سابق.

مشتري الاختيار قد استثمر مبلغا قليلا مقابل استثمار مشتري السهم، فتكون نسبة الربح مع المبلغ المستثمر لدى مشتري الاختيار اكبر من نسبتها لدى مشتري السهم ويطلق على ذلك في الإدارة المالية بأن الرفع المالي لمشتري الاختيار أعلى من الرفع المالي لمشتري السهم، ويفضل الاقتصاديون عادة الرفع المالي العالي القيمة، لذا أُويد دائما إن الاستثمار في الاختيار ينطوي على درجة عالية من الرفع Highly Leveraged. والنتيجة إن " أرباح حامل الاختيار إذا تحققت تكون نسبتها كبيرة، والخسائر إذا تحققت نسبتها كبيرة، ذلك مقارنة بالأرباح والخسائر التي يمكن أن يحققها حامل السهم ذاته"<sup>(1)</sup>.

### المبحث الثاني: التنظيم القانوني والإداري لأسواق الاختيار المنظمة

وفيه مطلبان، الأول عن التنظيم القانوني في أسواق الاختيار المنظمة، والثاني عن التنظيم الإداري والإجراءات المتبعة في أسواق الاختيار المنظمة.

#### المطلب الأول: التنظيم القانوني في أسواق الاختيار المنظمة

##### أولا: نشوء وتطور أسواق الاختيار

كان التعامل في عمليات حقوق الاختيار يتم في عدد من البنوك الأمريكية، وبين البنك وعميله وسمي السوق الذي تضمن تعامل البنوك مع بعضها البعض مباشرة Over The Counter (OTC)، وفي نهاية شهر كانون أول عام 1982، نظمت بورصة فيلادلفيا التعامل بحقوق الاختيار في أمريكا بأشكال موحدة، وقد تبع هذا السوق الأسواق الأمريكية الأخرى<sup>(2)</sup>.

وكان تطور التعامل في حقوق الاختيار من خلال هذه الأسواق الخاصة وذلك من خلال المضاربين والمتعاملين في هذه السوق بسبب الصلات التي تربطهم مع البنوك التي تتعامل بهذه الأدوات، إلا أن التعامل بحقوق الاختيار لم يكن بدايته في عام 1982 في بورصة فيلادلفيا،

<sup>(2)</sup> هندي: سلسلة الأسواق المالية 2 الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 207. مرجع سابق

<sup>(2)</sup> حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 202. مرجع سابق

وإنما سبق ذلك في عام 1973 حيث أنشئت بورصة شيكاغو لاختيار Chicago Bound Option Exchange، والتي كانت سوق منظمة للتعامل في عقود الاختيار<sup>(1)</sup>.

أما بالنسبة للأسواق غير المنظمة لحقوق الاختيار (البيع والشراء) والتي يطلق على أسواقها بالسوق الموازي، فقد كان التعامل فيها منذ مئات السنين قبل إنشاء السوق المنظمة، كان السوق يشتمل على عدد محدود من التجار والسماسرة، يتبعون إتحاد تجار اختيار البيع والشراء Put and Call Dealers Association حيث يلعب التاجر أو السمسار بدور الوسيط بين مشتري الاختيار ومحرره، ونادراً ما يبدي استعداداً لأن يلعب بنفسه دور المشتري أو المحرر، وتكون الوساطة من خلال إعلان التاجر أو السمسار في الصحف المتخصصة والوصول إلى اتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، وسعر التنفيذ ومقدار المكافأة، والنتيجة تتوقف على المفاوضات بين الطرفين<sup>(2)</sup>.

وبما أن هذه السوق التي يطلق عليها (OTC) لم تكن تسمح بتحقيق درجة مناسبة من الكفاءة والعدالة والانتشار، خلال عقود طويلة من التعامل فيها، وعلى الرغم من الدور الجيد الذي يؤدي في تلبية الاحتياجات الخاصة لطائفة متنوعة من العملاء، إلا أن ذلك بقي محصوراً على فئات محترمة والتي تكون اقدر من عموم المستثمرين على إدراك الوضع الخاص لاحتياجاتها سواء كان ذلك لغايات الاستثمار المضاربة أو التحوط<sup>(3)</sup>.

## ثانياً: أنواع أسواق الاختيار

لذا يمكن تقسيم أسواق الاختيار إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

### 1- الأسواق غير المنظمة: كما أشرت في نشأة وتطور أسواق الاختيار أنها بدأت بأسواق

غير منظمة، ويقصد بكلمة غير منظمة أي أن التعامل فيها يتم بصورة غير رسمية وغير

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية..1999. ص 629. مرجع سابق

(2) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 630. مرجع سابق نقلا عن هوانج ورنال (Hiang And Randal, 1987, P3-461)

(3) أسعد: الاختيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). الحمامات. تونس. 1997. الجمعية العربية للعلوم المالية والمصرفية. 1997. ص 17

مركزية، حيث يلجأ العملاء إلى وسطائهم للبحث بين بقية الوسطاء والعملاء عن جهة تبدي استعداداً لتنفيذ حق الشراء أو حق البيع بالشروط المطلوب التفاوض فيها السالفة الذكر.

واستطيع القول أن في هذه السوق تبرم عقود الاختيار بالتفاوض، حيث يصعب تنميط بنود العقد، فعقود الاختيار على سهم منشأة معينة قد تختلف وذلك لمجرد اختلاف طرفي التعاقد، وبما أن بنود العقد تم تحديدها على المشتري في ظل ذلك إعادة بيعها، دون التنازل عن جزء - قد يكون كبيراً - من القيمة التي سبق أن اشترى فيها بل وفي أحيان كثيرة قد يستحيل التخلص من الاختيار قبل تاريخ انتهاء صلاحيته، لذا نجد أن المستثمر قد يدفع الثمن بتعامله في السوق غير المنظم، والذي يكون في ضعف السبولة لعقد الاختيار فيه، أما السوق نفسه فقد تكون الخسارة لديه نتيجة انصراف المستثمرين عنه لما يتسبب ذلك بخسارة لهم وبالتالي يتم توجيههم إلى الأسواق الاختيار المنظمة، وهذا ما حدث فعلاً، فكانت تعاملات سوق الاختيار غير المنظمة لا تتجاوز نسبتها 10% من إجمالي حجم التعامل في عقود الاختيار في الولايات المتحدة.

ولقد تابع المشرعون الذين يتابعون أوضاع أسواق الاستثمار في البدء في تنظيم التعامل باختيارات منظمة بحيث يمكن لعموم المستثمرين أو المتعاملين الاستفادة منها في ضبط عملياتها وأنشطتهم، فتم إنشاء قسم خاص للتعامل بالاختيارات الاسهمية في بورصة شيكاغو واقتصر التعامل فيه بداية على اختيارات (25) سهماً كما كان الأمر محصوراً عندها في اختيارات الشراء فقط ومن ثم تطور ليشمل اختيارات البيع، وأمتد فيما بعد إلى بورصة نيويورك وبورصة أمريكا وبورصة فيلادلفيا وبورصة حوض الباسفيك، ومن ثم إلى البورصات العالمية وخاصة في لندن، كما تطور ليقضي بقية مجالات الاستثمار الرئيسية التي يتم فيها تداول الأصول السلعية والمالية الأخرى، وأصبح هناك اختيارات الأسهم ومؤشرات الأسهم والمعادن الثمينة والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى، وعدد من العملات الأجنبية<sup>(1)</sup>.

(1) أسعد: الاختيارات. حقوق الشراء وحقوق البيع. 1997. ص 78. مرجع سابق

**2- الأسواق المنظمة:** تم إنشاء أول سوق منظم للتعامل في الاختيار في مدينة شيكاغو في ابريل عام 1973 والذي أطلق عليه سوق بورصة شيكاغو للاختيار<sup>(1)</sup>، ولقد عملت تلك السوق منذ نشأتها على إدخال تعديلات جوهرية على الأساس التي يقوم عليها التعامل في السوق المنظمة بشكل جعل التعامل على عقود الاختيار سهل ويسير، بالإضافة إلى قصر نشاطها على اختيار أسهم الشركات المعروفة، فقد أدخلت إدارة البورصة تعديلات شملت مجالين، المجال الأول يتعلق بشروط التعاقد، أما المجال الثاني فيتعلق بتحديد المسؤولية عن الصفقات، ولقد استهدفت تلك التعديلات في المقام الأول تحسين سيولة الاختيار، مما يمكن حامله من سرعة التصرف فيه بأقل تأثير ممكن على قيمته السوقية.

### ثالثا: تنظيم الإجراءات في أسواق الاختيار المنظمة

يكون التعامل في أسواق الاختيار غير المنظمة بشكل رئيسي بين البنوك، حيث يتم عقد صفقات بين البنوك مع بعضها البعض أو بين البنوك وعملائها، ويكون ذلك بعد إجراء مفاوضات بخصوص بنود عقود الاختيار المعروفة<sup>(2)</sup>.

وكان لتطور الاتصالات بين البنوك بشكل خاص ولتطورها بشكل عام الأثر الأكبر في تسهيل سرعة إجراءات العقود فيما بينها وأدت إلى وجود حجم كبير في هذه العمليات من خلال السوق المسمى (Over the Counter)، إلا أن لهذا السوق مخاطر تواجه مشتري حق الاختيار من احتمال أن الطرف البائع للحق لا يستطيع أو لا يريد تنفيذ التزاماته لذا أوجدت السوق المنظمة للاختيار.

لا بد من الإشارة بالبداية إلى أن النقد الموجه لأسواق الاختيار غير المنظمة، حيث أن العقود التي تعقد فيه لا تكون نمطية، وإنما تتم بناء على مواصفات العقود التي بحاجة لها البنك، فالبنك يحدد حاجاته لبنود عقد الاختيار وهي سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ وسعر العالوة، وهذا

<sup>(1)</sup> ملاحظة: إن التركيز الأكثر يتم على الأسواق الأمريكية ذلك نظرا لأنها أكثر أسواق الاختيار نشاطا وأكثرها عراقا، لذا كانت الأمثلة والتحليل تكاد تكون محصورة على هذه الأسواق.

<sup>(2)</sup> حبش: الأسواق المالية والعالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 202. مرجع سابق

النقد نعتبره ميزة أساسية لهذه السوق، لأن البنك قد لا يستفيد من تعامله مع أسواق الاختيار المنظمة والتي قد لا تلبى مستلزمات البنك الخاصة فيه.

وبالرغم من التطور الذي حققه أدراج الاختيارات إلا أن أسواق الاختيار غير المنظمة لم تتراجع أو تضمحل خلال السنوات التالية لإدراج الاختيارات، فهي تستقطب المتعاملين الذين لا يستطيعون تنفيذ عملياتهم في البورصات لسبب من الأسباب، وقد يكون لعدم توفر أصل معين أو سعر معين أو تاريخ معين يناسب هؤلاء المتعاملين.

ويجب ذكر أن هذه السوق تعطي مجالاً للمؤسسات في ترويج الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية وخاصة إذا كان المقترضون بموجب هذه الإصدارات غير معروفين بصورة جيدة لجمهور المستثمرين والممولين، أو أن شروط وظروف الإصدار غير مقنعة أو مغرية<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: التنظيم القانوني لشروط تعاقد حقوق الاختيار

من أكبر العوامل المؤثرة على سيولة الاختيار هي السمة السوقية للعقود المبرمة منه، لذا عمدت بورصة شيكاغو إلى ترميط شرطين أساسيين للتغلب على هذه المشكلة وهما تاريخ التنفيذ، وسعر التنفيذ:

##### 1- التعديلات في شروط التعاقد

أ- تاريخ التنفيذ Expiration Date: ويتحدد هذا التاريخ الذي يبلوغه تنتهي صلاحية الاختيار على أساس دورة أو سلسلة مدتها ثلاثة شهور، فمثلاً يكون تاريخ تنفيذ عقد الاختيار في نهاية كانون ثاني، نيسان، تموز، تشرين أول، ويكون تنفيذ العقد في تاريخه فإذا كان يوم عطلة فيصبح في اليوم التالي له، وبانتهاء صلاحية سلسلة الثلاثة شهور التي بدأت في كانون ثاني، نيسان، تموز، تشرين أول، وبصرف النظر عن تاريخ تحرير الاختيار فإن التعامل فيه يمتد لتسعة شهور منذ إصداره<sup>(2)</sup>.

(1) أسعد، رياض: الاختيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). 1997 ص 19 مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 594. مرجع سابق.

ب- تتميز سعر التنفيذ Striking Price: سعر التنفيذ ويقصد فيه سعر السهم الذي تنفذ على أساسه الصفقة، وقد يكون سعر التنفيذ هو سعر السهم في السوق مقرباً بمضاعف قدره خمسة للسهم الذي تقل قيمته عن 100 دولار ومقرباً بمضاعف قدره 10 للسهم الذي تزيد قيمته عن 100 دولار، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم 31 دولاراً فإن سعر التنفيذ قد يكون 25 أو 30 أو 35 دولاراً، أي أنه مقرب بقدر خمسة دولارات أو مضاعفاتها، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم 117 دولار فيكون سعر التنفيذ أما 100 أو 110 أو 120 أو 130 دولار، وكلما كان هناك تأرجح كبير لأسعار الأسهم وعدم ثبات الأسعار في فترة قصيرة، كلما أوجدت أسعار تنفيذ أكثر وزادت بالتالي المضاربة على هذا النوع من الأسهم.

2- التعديلات على سعر التنفيذ: وطالما أن البورصة فتحت التعامل على اختيار بسعر تنفيذ معين، فإن السوق يظل يتعامل على أساس هذا السعر حتى لو طرأ تغيير كبير على القيمة السوقية للسهم ولا ينتهي التعامل عليه بانتهاء صلاحيته أي تاريخ التنفيذ في السوق المنتظمة وعلى عكس السوق غير المنتظمة، لا تجري أي تعديل على سعر التنفيذ إذا ما أعلن عن توزيعات نقدية دورية، أما في حال أجريت توزيعات على شكل أسهم أو حدث اشتقاق في قيمة السهم، وهذان الإجراءان يحدثان التعديل على عقد الاختيار:

أ- التعديل في حالة تقسيم السهم إذا قررت الشركة تقسيم السهم المصدر بنسبة 1:2 فمن المتوقع أن يصبح سعر السهم مساوياً لنصف قيمته، وعلى سبيل المثال إذا تضمن عقد الاختيار (100 سهم) بسعر تنفيذ 60 دولار للسهم وحدث اشتقاق للسهم نجم عنه تضاعف عدد الأسهم المصدرة، فإن ذلك يقتضي تعديلاً في عقد الاختيار ليصبح عدد الأسهم 200 سهم وسعر التنفيذ 30 دولار للسهم.

ب- في حال حدث توزيعات على صورة أسهم ويتم التعامل في هذه الحالة كما في حالة تقسيم السهم، ويكون التعديل بالحالتين السابقتين ضرورياً لحماية المستثمرين، بحيث عدم التعديل يؤدي بهذه الحالة إلى استحالة أن تتاح الفرصة أمام مشتري الاختيار الشراء بتنفيذه، وبالتالي يربح المحرر قيمة المكافأة على وجه اليقين ويحدث العكس في

اختيار البيع، حيث يقوم المشتري بشرائه بالسعر المنخفض (30 دولار) ويبيعه للمحرر بسعر التنفيذ (60 دولار) وبالتالي يحقق مشتري الاختيار ربحاً مؤكداً على حساب المحرر.

وهذه الحالة عندما يكون نسبة التعديل 1:2، " أما إذا كانت على سبيل المثال 2:3 ولم يكن العقد على مضاعفات المائة فيمكن إجراء تعديل استثنائي في عدد الأسهم التي يحتويها العقد وكذلك إجراء تعديل مماثل في سعر التنفيذ، المهم دائماً الحفاظ على قيمة التنفيذ الكلي بافتراض أنها ستتم"<sup>(1)</sup>.

ج- عند إجراء تدوير داخلي لأسهم تابعة: ففي حال تملك شركة كامل أسهم شركة أخرى وتقرر لأسباب ضريبية أو غيرها أن توزع الأسهم المملوكة على حملة أسهم وفي هذه الحالة فإن حملة أسهم الشركة سوف يتلقون أسهم جديدة بنسب ملكيتهم، وقد يحصل حامل عقد الاختيار الحامل لمائة سهم على 50 سهم جديد وبعكس هذا التوزيع تراجع لقيمة سهم الشركة الأم بقيمة السهم الجديد كما يجري تعديل أوضاع الاختيارات المطروحة للحفاظ على القيمة الكلية للتنفيذ الواردة في الاختيار بشكل مواز لما يحدث من تعديل في قيمة سهم الشركة الأم<sup>(2)</sup>.

د- في حال إصدار أسهم جديدة بحق اكتتاب تفضيلي للمساهمين حيث يكون الأفضلية في شراء الأسهم للمالكين المساهمين وليس لحملة عقود الاختيارات، وتعالج هذه الحالة كما في الحالة السابقة عند إجراء تدوير داخلي للأسهم التابعة، ويتم إجراء تعديل موازي في أسعار التنفيذ المدرجة للاختيارات، لأن عملية الاكتتاب التفضيلي هي عملياً عملية إنقاص لقيمة السهم تعكسه الأسواق مباشرة، وإذا لم يتم تعديل أسعار التنفيذ بشكل مناسب سوف يخسر حامل الاختيار تبعاً لانخفاض أسعار الأسهم، وبتمتيط تواريخ وأسعار التنفيذ يقلل التباين في بنود الاختيار للسهم المعين وهذا يؤدي إلى زيادة عدد

(1) أسعد: الخيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). 1997. ص 106. مرجع سابق

(2) أسعد: استخدام الأوراق المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 141. مرجع سابق

عقود الاختيار لكل مجموعة في مجموعات ذوات السعر والتاريخ الموحد، ويصبح هناك عدد كبير من المجموعات المتباينة، وعدد صغير من الاختيارات لكل مجموعة، وينتج عن ذلك تحسين في سيولة السوق للمجموعة الواحدة<sup>(1)</sup>.

#### خامساً: تحديد المسؤولية عن الصفقات

سبق وذكرنا في فصل سابق أهمية غرفة التفاضل أو بيت التسوية التابع لكل سوق مالي، حيث يتولى هذا البيت عملية التسوية بين المتعاملين في هذه السوق، ويقوم بيت التسوية بتسجيل العمليات الحاصلة في السوق المالي كوسيط بينهم، فيسجل على حساب الوسيط (السماسرة) ولحساباتهم قيمة عمليات الشراء والبيع، ويتم التعامل في أسواق الاختيار ضمن معايير محددة، وتحدد إدارة كل سوق الأنماط التشريعية والأجهزة الإدارية، وكذلك إجراءات التعامل ونظام تسويات الأموال المسلمة والمستلمة، وتبادل الأصول المالية في حالة ممارسة حقوق الاختيار<sup>(2)</sup>.

ويكون التعامل في المؤسسات المالية محصوراً على الأعضاء والوسطاء الذين يتعاملون مع هذه السوق، فالوسيط يجب أن يكون عضواً في السوق المالي، وتستطيع المؤسسات المالية غير الأعضاء بالتعامل بالسوق المنتظمة من خلال أعضاء السوق<sup>(3)</sup>.

وبمناسبة الحديث عن السماسرة فلا بد من توضيح فكرة وهي أن الأصل في السماسر ليس وكيلاً عن أي طرف من أطراف العقد، بل يقتصر عمله على التوفيق والتقريب بين المتعاقدين، فلا يعتبر طرفاً في العقد الذي يُبرم بوساطته، ويظل بعيداً عن الالتزامات والحقوق الناشئة عنه، ويجوز أن يجمع الوسيط صفتي الوساطة (السمسرة) والوكالة (وكيل) ويعامل العميل على هذا

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشأة المالية. 1999. ص 596. مرجع سابق.

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 203. مرجع سابق

(3) والوسطاء في السوق المالي هم وسطاء رسميون يتمتعون وحدهم بحق إجراء العمليات المتعلقة بالصكوك والأوراق المالية داخل البورصة، وهؤلاء الوسطاء لا يعتبرون موظفين عاملين، ويلتزمون بحيادهم التام في عقد الصفقات، ويمتنع على الوسطاء التعامل بأسمائهم ولحسابهم وفقاً للقوانين العامة للبورصات، وهم مسؤولون وفقاً للشروط الملقاة عليهم كما هي في اللوائح والقوانين الخاصة بالأسواق المالية، كما يخضع الوسيط لامتحان بالمعلومات المهنية تقوم لجنة البورصة بتحديد لها كما في القانون البورصة اللبنانية، ياسين، محمد يوسف: البورصة - عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم. 2004، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1. 2004، بيروت، لبنان، ص 72

الأساس، أما العضو في الأسواق المالية، والذي قد يكون فرداً أو مؤسسة فهو الشخص الذي يقوم بحكم مهنته العادية، سواء لحسابه أو لحساب زبائنه بعمليات مالية تتناول مختلف الأدوات المالية وغير ذلك من العمليات وفقاً للأنظمة والقوانين.

ويعرف الوكيل في البورصة المالية على أنه شخص مختص في الشؤون المالية، فهو يتصف بالدراية والكفاءة في شؤون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية، وذلك لحساب الزبائن ومقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري ويعتبر مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية، ويمنع على الوسطاء التعامل بأسمائهم ولحسابهم وفقاً للقوانين العامة للبورصات، كما أنهم مسئولون عن أعمالهم حيث لهم الحقوق وعليهم واجبات ملتزمون بأدائها وهناك محظورات للوساطة المالية<sup>(1)</sup>.

وتم إنشاء مؤسسة تتولى علمية إصدار الاختيار Primary Issuer في بورصة شيكاغو بهدف تسوية أو تصفية الاختيار والتي يمول نشاطها كافة الأسواق المنظمة للاختيار، ويطلق هذا التنظيم غرفة التقاص أو مؤسسة التسوية، وهي جزء موجود في كل بورصة، وأهم وظائفها أنه بوجودها لم يعد حاجة لمشتري الاختيار التعرف على شخص الطرف الآخر (محرر الاختيار) طالما أن المسؤولية الكاملة عن الاختيار المصدر تقع على عاتق تلك المؤسسة<sup>(2)</sup>.

أما الوظيفة الأولى لمؤسسة التسوية هي العمل كحلقة وصل بين مشتري الاختيار ومحرره، وتقوم فكرة المؤسسة على أساس أن الاختيار هو عقد بين المشتري والمحرر، فلو اشترط في كل عقد ضرورة الاتفاق المباشر بين الطرفين وتوقيعها على بنود العقد لتأثرت سيولة سوق الاختيار أو الذي يحدث فعلاً في السوق غير المنظم، ولتجنب هذه المشكلة كانت الفائدة من

---

(1) وتناولت المادة 7 من المرسوم الاشتراعي اللبناني رقم 83/120 الوسيط: فنصت على أنه (يحصّر حق القيام داخل البورصة بالعمليات المتعلقة بالصكوك المالية بالعملاء، ويطلق على هؤلاء الأشخاص بصورة عامة اسم الوسيط) ويمكن فقط للأعضاء من المؤسسات المالية والوسطاء بالتعامل في أسواق الاختيار، أما بالنسبة للمؤسسات المالية غير الأعضاء، فيمكن لها التعامل بهذه الأسواق من خلال أعضاء السوق. للمزيد: ياسين، محمد يوسف: البورصة - عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم. 2004. ص 73 و 69-87 مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وإدارتها المشتقة. 1998. ص 202. مرجع سابق

وجود مؤسسة التسوية وتحديد مسؤوليتها في التعامل مع الطرفين، وأصبحت تضمن القيام بكل حيزها بالوفاء بما عليه من التزامات للطرف الآخر، أي أصبحت تمثل المشتري بالنسبة لمحرر الاختيار وتمثل المحرر بالنسبة لمشتري الاختيار<sup>(1)</sup>، أما الوظيفة الثانية لمؤسسة التسوية فهي التوفيق بين المحررين الذين يرغبون في بيع الاختيار والمشتريين الذين يرغبون بشرائه، إضافة إلى تعيين المحرر الذي يعهد إليه بتنفيذ الاختيار، إذا ما طلب المشتري بتنفيذه.

## المطلب الثاني: التنظيم الإداري والإجراءات المتبعة في أسواق الاختيار المنظمة

### الفرع الأول: التنظيم والتسجيل والعضوية في أسواق الاختيار

لتسجيل اختيار ما في البورصة شروط يتفق بعضها مع شروط تسجيل الأسهم في الأسواق الحاضرة، كما وتتباين الوظائف لأعضاء السوق من سوق اختيار إلى آخر، ولكن هذا الاختلاف لا يعدو أن يكون اختلافاً جزئياً لا يترك أثراً عملياً على نشاط سوق الاختيارات..

### أولاً: التسجيل في سوق الاختيار

إن الجانب الأكبر من عقود الاختيار المسجلة في الأسواق المنظمة للاختيار هي أسهم متداولة في بورصة نيويورك، وإن جزءاً صغيراً تعقد على أسهم متداولة في السوق الأمريكية للمساهم ويجوز التسجيل على سهم معين في أكثر من بورصة، كما تم السماح في أوائل التسعينات بتداول عقود اختيار في بورصة غير البورصة المسجلة فيها<sup>(2)</sup>.

والشروط الضمنية لتسجيل السهم في أسواق الاختيار هي أن تكون المنشأة المصدرة للسهم محل الاختيار معروفة، وإن يتميز التعامل على السهم في السوق الحاضر بقدر ملموس من النشاط بمستوى يعكس درجة عالية من السيولة لسوق السهم، وهو أمر من شأنه أن يحقق قدرأ من الاستقرار في قيمته السوقية، وهذين الأمرين من شأنهما تحقيق انتظام لسوق الاختيار بحيث لا تحدث تغييرات كبيرة في سعر الاختيار من صفقة إلى أخرى، ففي حال كان سعر السهم في السوق الحاضر يتعرض لتقلب كبير، فسوف يتأثر بذلك سعر الاختيار.

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 634. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 599. مرجع سابق

## ثانياً: أعضاء السوق المنظمة للاختيار

في الأسواق الحاضرة يكون للمتخصص مركزاً احتكاريّاً من خلال الوظيفتين التي يقوم فيهما، فهو الشخص الوحيد الذي تتوافر لديه معلومات عن حجم الأوامر المحددة على السهم التي يتعامل فيها، كما أنه الشخص الوحيد الذي يبيع له ويشترى منه تلك الأسهم على أرض البورصة، وبذلك يحقق المتخصص أرباحاً متميزة. فهو يقوم بوظيفة إمساك دفتر الأوامر المحددة لكل سهم متعامل فيه في السوق، ويتطلب ذلك منه ضرورة متابعة الأسعار في السوق حتى يمكنه من مطابقة أو مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع التي تحمل ذات السعر لذات السهم.

وتكون هذه الوظيفة للمتخصص بمثابة سمسار يقدم خدمة مقابل عمولة والوظيفة الثانية له أنه صانع سوق، حيث يكون المتخصص على استعداد دائم لتنفيذ أوامر الشراء وأوامر البيع لحسابه بالأسعار المعلنة للسهم محل التعامل، لذا يتوجب عليه الاحتفاظ بمخزون كاف من الأسهم التي يتعامل فيها حتى يتمكن من تلبية أوامر الشراء<sup>(1)</sup>.

وقد عمدت بورصة شيكاغو للتغلب على هذه المشكلة - المركز الاحتكاري للمتخصص - بأنها عهدت بتغيير الأوامر المحددة للاختيار لأعضاء والذين يطلق عليهم سماسرة المجلس (Board Brokers)، والذين أطلق عليهم فيما بعد مسئولولي دفتر الأوامر الصادرة عن المستثمرين، وهم غير مسئولين عن عمليات الشراء والبيع بالأسعار المعلنة، لأنهم لا يعتبروا صانعو سوق الاختيار، بل يقتصر دورهم على مقابلة الأوامر المحددة للبيع بالأوامر المحددة للشراء، وهذه الفئة من السماسرة في مقدمة أعضاء البورصة، وبذلك فصلت بورصة شيكاغو الوظيفتين التي يؤديهما المتخصص في السوق الحاضر المنظم، وأصبح دفتر الأوامر متاحاً للجميع للإطلاع عليه، حيث يوجد في مقر التعامل شاشة تليفزيونية تعطي معلومات عن آخر صفقة وآخر سعر شراء وسعر بيع للاختيار والأوامر المحددة المدونة في الدفتر والتي لم يتم تنفيذها بعد<sup>(2)</sup>.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. سنة 1998. ص 237. مرجع سابق

(2) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 637. مرجع سابق

وتكون مسئولية مقابلة أوامر البيع مع أوامر الشراء الموكلة إلى مسئول الدفتر، حيث تكون طبيعة عمله بعقد مزاد في مقر عمله للاختيارات التي يتعامل فيها، ويجري المزاد بالمناداة على كل اختيار على أن يكون الاتصال بين المتعاملين إما مشافهة أو بإشارات تعمل بنظام المتخصصين كما هو في الأسواق الحاضرة وبعض أسواق الأخرى للاختيار.

والوظيفة الثانية والتي هي مسئولية عضو آخر في سوق الاختيار تكون وظيفة صانع السوق Market Maker للاختيار، والذي يقوم بالبيع والشراء لحسابه الخاص، بينما لا يسمح له بتنفيذ أوامر الجمهور، كما لا يسمح له بإدارة الوظيفة الأولى للمتخصص في السوق الحاضر أي لا يسمح له بسمك الدفاتر المحددة للأوامر ومقابلتها مع أوامر البيع وأوامر الشراء، كما أنه لا يوجد احتكار في أداء وظيفة صانع السوق بان يحتكر صانع واحد لمجموعة معينة من الأسهم، إنما يكون للاختيار على سهم معين يخصص له أكثر من صانع سوق، يتولى جميعهم تصريف الإصدارات الجديدة لأسهم شركة معينة، ويكون للعضو صانع السوق بالإضافة إلى وظيفته في تعريف الإصدارات الجديدة لأسهم مصدرة لعقود اختيار تصدر لأول مرة لثلاثة أو أربعة أسهم يكون مسئولاً عن ثلاثة إلى أربعة عقود اختيار أخرى متداولة بالفعل في السوق<sup>(1)</sup>.

ولا يجوز لصانع السوق التعامل مباشرة مع جمهور المستثمرين وإنما يكون تعامله أساساً مع سماسرة الصالة، ولكن يحق له التعامل مع الجمهور مباشرة في حال تعامل باختيارات غير مخصصة له، أي مخصصة لصناع سوق آخرين، وبذلك يكون هناك أكثر من صانع سوق لكل اختيار يقف على استعداد دائم للشراء والبيع والذي يتيح حجماً أكبر من الموارد المالية لمواجهة أوامر البيع، ويؤدي ذلك أيضاً إلى رفع مستوى المنافسة بشكل يسهم في تخفيض الهامش الذي يحققه صانع السوق، كما يرفع مستوى سيولة السوق ذاتها، فتصبح هناك سرعة التصرف في الاختيار وسهولة اقتنائه، دون تأثير كبير على سعر الاختيار محل التعامل.

ولقد ذكرنا أن مسئول دفتر الأوامر وصناع السوق هم أعضاء سوق الاختيار، ويوجد أيضاً في بورصة شيكاغو للاختيار أعضاء تطلق عليهم سماسرة الصالة Floor Brokers

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 602. مرجع سابق

والذين ينفذون الأوامر لصالح بيوت السمسرة، ويوجد أيضا تجار الصالة Floor Traders والذين يتعاملون لحسابهم الخاص فقط كمضاربين فهم يحاولون اغتنام الفرصة بإيجاد اختيار يباع بقيمة اكبر من مما ينبغي أو يشتري بقيمة اقل مما ينبغي، وبهذا يظهر إن وظيفة سمسرة الصالة وتاجر الصالة شبيهة بالوظيفة التي يمارسها سمسرة الصالة وتجار الصالة في السوق الحاضر.

ولا بد من الإشارة عن أعضاء البورصة من سمسرة أو صناع سوق ليسوا بالضرورة أفراداً، بل غالباً ما يكونوا منشآت لها شخصية اعتيادية ويخضع هؤلاء الأعضاء للتوجيه والإشراف من قبل إدارة البورصة، فهي التي تضع الحد الأدنى لرأسمال كل عضو وتتأكد من التزامه بالقواعد والإجراءات التي تنص عليها لوائح البورصة، أما البورصة ذاتها فتخضع للإشراف والتوجيه من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصة التي تشرف أيضاً على الأسواق الحاضرة<sup>(1)</sup>.

### ثالثاً: دور مؤسسة التسوية في أسواق الاختيار

تلعب مؤسسة التسوية كعضو خارجي في أسواق الاختيار دوراً فعالاً في تسوية الصفقات، والنشاطات التي تقوم فيها هذه المؤسسة، مسئوليتها عن إصدار الاختيار، ومسئوليتها عن تنفيذ وتسوية الأوامر الصادرة عن المستثمرين.

1- إصدار الاختيار: يصدر الاختيار لكافة البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق مؤسسة تسوية أو تصفية الاختيار (OCC) Option Clearing Corporation وان كان هذا لا يعني أنها المحرر الفعلي لعقود الاختيار، حيث إن دورها لا يخرج عن كونه وساطة بين المشترين والمحررين فهي تمثل المحرر بالنسبة للمشتري، وتمثل المشتري بالنسبة للمحرر كما سبق وذكرنا، ولا يعني إصدار الاختيار أنه توجد شهادة في يد مشتري الاختيار، لأن التعامل بالاختيار على عكس التعامل على الأسهم والسندات

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 639. مرجع سابق. نقلا عن Fischer, And) Jordan.

السوق الحاضر - يتم دون شهادات للملكية- فمن الناحية العملية تقوم المؤسسة التسوية للاختيار (OCC) بتسجيل كل عملية والمبالغ المالية التي تضمنتها في حساب أعضائها من السماسرة، بالمقابل يسجل كل سمسار حملة حساب عملائه إضافة أو خصماً، ويعتبر تأكيد تنفيذ الصفقة الذي يحصل عليه العميل هو الدليل للملكية، إضافة إلى إشعارات وكشوف الحسابات الدورية التي يتسلمها من السمسار المتعامل معه، وبسبب غياب شهادات الملكية يسهل تنفيذ أوامر الشراء والبيع بسرعة ملحوظة ويزيد ذلك من سيولة أسواق الاختيار.

"ويعزى نجاح التعامل في الاختيار دون شهادة ملكية، إلى حقيقة كون مؤسسة التسوية طرفاً - وان لم يكن أصلاً - في كل اختيار يصدر في السوق، فهي الوحيدة التي من حقها إصدار الاختيار، وهي التي لديها مستند الملكية الأصلي المتمثل في تسجيل الاختيار في حسابات أعضائها الذين أبرموا الصفقة في البورصة، هذا فضلاً عن كونها ضامنة لكل بنود العقد، بل وأنها ملتزمة بتنفيذه"<sup>(1)</sup>.

ويقع على بورصات الاختيار مسؤولية تسجيل حركة عقود الاختيار المتداولة فيها في ذاكرة الحاسوب لديها مع بيان اسم وسيط محرر مشتري ووسيط محرر الاختيار، وفي حالة بيع الاختيار لشخص آخر يشطب اسم وسيط البائع (الذي سبق أن اشترى الاختيار) ويسجل اسم وسيط المشتري الجديد.

2- أوامر الاختيار: فيكون عادة إصدار الأوامر بالشراء أو البيع بعد قيام المستثمر أو المضارب بالإطلاع على أسعار الأسهم وأسعار الاختيارات المقابلة لها، وعادة ما تنتشر في صحف المال والأعمال، كما هو في السوق الحاضر، وهناك عدة أنواع من أوامر السوق سبق وان اشرنا لها في الفصل الثاني، ومن الضروري أن يحدد المستثمر أو المضارب للسمسار نوع الأمر، ما إذا كان لاختيار شراء أو لاختيار بيع وكذلك السهم محل الأمر، وسعر وتاريخ التنفيذ، وعدد العقود التي سوف يشتريها أو يبيعهها، ومهم

---

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 604. مرجع سابق

أيضاً تحديد ما إذا كانت المعاملة هي معاملة افتتاح أو معاملة إقفال<sup>(1)</sup>، كما لا بد أن يوضح المستثمر أو المضارب إذا كانت معاملة الإقفال أو الافتتاح هي بيع أم شراء وبالتالي يجب التمييز بين أربعة أنواع من المعاملات التي تتضمنها أوامر العملاء<sup>(2)</sup>:

أ- معاملة شراء افتتاحية Opening Purchase Transaction وهي معاملة تتضمن قرار ينشئ أو يضيف مركزاً طويلاً ويقصد فيه هنا شراء اختيار على سهم ما.

ب- معاملة بيع افتتاحية Opening Sale Transaction: وهي معاملة تتضمن قرار ينشئ أو يضيف مركزاً قصيراً ويقصد فيه هنا تحرير (بيع) اختيار على سهم ما.

ج- معاملة بيع بقصد الإقفال Closing Sale Transaction: هي معاملة تتضمن قرار إلغاء مركز طويل (إلغاء معاملة شراء افتتاحية) وذلك بقيام المستثمر بتحرير اختيار مماثل تماماً للاختيار الذي سبق له شراءه.

د- معاملة شراء بقصد الإقفال Closing Purchase Transaction: هي معاملة تتضمن قرار شراء يستهدف إلغاء مركز قصير (إلغاء معاملة بيع افتتاحية) وذلك بقيام المستثمر بشراء اختيار مماثل تماماً للاختيار الذي سبق أن حرره.

### الفرع الثاني: الإجراءات المتبعة في أسواق الاختيار

يكون التعامل في أسواق الاختيار المنظمة بطريقة مختلفة عن التعامل ما بين البنوك في الأسواق غير المنظمة (OTC)<sup>(3)</sup> حيث يوجد في أسواق الاختيار المنظمة في السوق المالي أماكن محددة للاختيارات المختلفة يلتقي فيها البائعون والمشترون أو من يناوب عنهم للتفاوض والاتفاق وعقد الصفقات ضمن الأنماط التشريعية المحددة في كل إدارة سوق مالي، والإجراءات الإدارية والتنظيمية واللوائح الموضوعية فيه. وتطرح الاختيارات المدرجة بالبورصات بشكل دوري وبآجال مختلفة.

<sup>(1)</sup> ويقصد بمعاملة الافتتاح المعاملة التي تفسر عن خلق مركز جديد، أو معاملة إقفال والتي تستهدف إقفال مركز سابق.

<sup>(2)</sup> هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 244. مرجع سابق

<sup>(3)</sup> OTC: Over The Counter

## أولاً: الخطوات العملية في بيع وشراء الاختيارات

يمكن توضيح عملية شراء وبيع الاختيارات باختصار بالخطوات التالية:

1- يتصل المشتري (غير العضو) بالوسيط الذي يتعامل معه ويحدد أمر الشراء ومحدد التفاصيل لاختيار معين سعر معين (سعر التنفيذ والأجل وعدد الاختيارات ونوع الأمر).

2- ينقل الوسيط الأمر إلى قاعة تداول الاختيارات، ليقوم بتنفيذه وسيط آخر.

3- يتم تسجيل هذه العمليات من خلال مؤسسة التسوية بذكر أسماء الوسطاء ولا يتم ذكر أسماء المشتريين الأصليين، ولكن الوسطاء هم الذين يسجلون أسماء المشتريين والبايعين الأصليين<sup>(1)</sup>.

4- تقوم مؤسسة التسوية بانتقاص عدد الاختيارات المسيلة المسجلة في دفاترها باسم الوسيط البائع بعدد الاختيارات المباعة وإضافة العدد نفسه إلى رصيد الوسيط المشتري في دفاترها، كما يتم تعديل الأرصدة النقدية بإضافة قيمة العلاوة المنفق عليها ثمناً للصفقة إلى حساب الوسيط البائع وذلك خصماً من أمر الرصيد النقدي للوسيط المشتري، ولا تكون هناك أي إشارة في دفاتر المؤسسة المذكورة لأسماء المشتريين أو البائعين الفعليين الذين يقوم الوسيطان بإتمام الصفقة في قاعة التداول لحسابهم، ذلك أن هذه التفاصيل تكون موثقة في دفاتر الوسيطين أنفسهما فقط، وكما هو في لوائح بنك الاحتياط الأمريكي، على البورصات الأمريكية أن يتم دفع المبالغ المستحقة عن التعامل بالاختيارات خلال سبعة أيام عمل<sup>(2)</sup>، إلا أن العرف من معظم أنظمة الأسواق المالية يتم دفع المبالغ المستحقة وإجراء التسويات في اليوم التالي لتنفيذ هذه العمليات بين وسيط المشتري والمشتري نفسه.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 203. مرجع سابق

(2) أسعد، رياض: الاختيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). 1997. ص 23. مرجع سابق

## ثانياً: كيفية إجراء العمليات والتسويات بين مؤسسة التسوية وكل من الوسطاء والعملاء

تتولى مؤسسة التسوية التابعة لكل سوق مالي عملية التسويات للأموال المسلمة والمستلمة، على حساب أو لحساب عضو من أعضاء المؤسسة، ويتضح الدور الهام لمؤسسة التسوية عندما يطلب احد العملاء إجراء تنفيذ فعلي لحق لديه بالشراء على أصل معين والاستلام الفعلي لذلك الأصل مقابل دفع المبالغ المحددة في حق الشراء ثمناً لذلك، ويكون ذلك كالتالي:

1- يطلب الوسيط بدوره بموجب إعلان تنفيذ من مؤسسة التسوية تنفيذ حق الشراء فعلياً، ويحدد التفاصيل الخاصة بالاختيار محل العقد.

2- تراجع مؤسسة التسوية البيانات المتوفرة لديها من أوراق وكما هي مسجلة بالحاسوب التي تخص أولئك الذين قد باعوا مثل هذا الحق، فقد يكون هناك وسطاء كثيرون قد قاموا ببيع عقد مماثل عدا البائع المشار إليه سابقاً.

3- تختار المؤسسة من بين البائعين لحق الشراء جهة كي تطالبها بالتنفيذ وليس من الضروري أن تكون تلك الجهة وسيط البائع الأصلي.

أن عملية الاختيار تتم بطريقة عشوائية محضة حيث تتساوى فرص جميع الوسطاء البائعين في عملية التنفيذ، ويكون على الجهة المختارة لهذه الغاية إتمام التسليم للأصل المطلوب خلال خمسة أيام بالنسبة للبورصات الأمريكية باعتبار أن هذه المدة متعارف عليها عادة لتسليم الأوراق المالية المتداولة، وأمر التنفيذ الصادرة للجهة المختارة عشوائياً لا بد من أن يتضمن إعلامها بالوسيط المشتري الذي سيتم تنفيذ الحق لحسابه مباشرة<sup>(1)</sup>.

4- ويأتي دور الجهة التي تم اختيارها لتنفيذ الأمر (التي تم اختيارها عشوائياً)، تقوم بمراجعة بيانات العملاء لديها للتعرف على العملاء الذين باعوا حق الشراء من خلالها، و تختار منهم عميلاً تطلب إليه التنفيذ، ويكون التنفيذ بان يسلم الأسهم المعنية أو الأصل المعني إلى وسيط المشتري مباشرة وتتم عملية الاختيار بشكل عشوائي، كما هي لدى

(1) أسعد: الاختيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). 1997. ص 25. مرجع سابق

مؤسسة التسوية أو قد تتبع عملية الاختيار الأسلوب المحاسبي المتعارف عليه باصطلاح (FIFO) أي الداخل أولاً خارج أولاً، فتقوم بمراجعة تواريخ البيع لديها للعقد محل الاختيار، وتأخذ البائع لهذا العقد صاحب أقدم تاريخ من بين العمليات.

5- ثم يأتي دور العميل المختار فإنه يطلب من وسيطه أياً كان تسليم الأسهم أو الأصل المعني لوسيط المشتري وذلك في حال كان مالكا لهذه الأسهم فعلاً، ويكون قد قام بعملية بيع مغطى<sup>(1)</sup>، أو أن يطلب من وسيطه الذي يتعامل معه مباشرة شراء الأسهم أو الأصل المتفق عليه من السوق وتسليمه لوسيط المشتري، إلا أن الغالبية العظمى من المتعاملين في أسواق الاختيارات يقومون بإغلاق مراكزهم قبل موعد انتهاء أجل الاختيار وذلك تفادياً للدخول في إجراءات التسليم المشار إليها<sup>(2)</sup>.

ومع ذلك فإن حامل حق الاختيار الأمريكي يبقى قادراً على طلب تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال حياة الحق، كما تطبق مؤسسة التسوية مبدأ التنفيذ التلقائي لأي اختيار أسهمي يكون داخل في إمكانية تحقيق الربح بمعدل 75% نقطة أو أكثر لدى انقضاء الأجل ما لم يكن العميل قد أغلق مركزه لذلك الاختيار، لذا تقوم هذه المؤسسة بلفت انتباه المتعاملين بالاختيارات لهذا العرف أو النظام.

### ثالثاً: كيفية نشر أسعار الاختيار في الصحف

يتم نشر أسعار الاختيار في كل سوق مالي من خلال شاشات تلفاز، كذلك تنشر الأسعار في شبكات الانترنت بشكل عام وبشبكات خاصة بالأسواق المالية كما في شبكة ناسداك، أما عن كيفية النشر في الصحف حيث يعلن فيها عن أسعار الاختيار في صحيفة وول ستريت Well Street Journal في بورصة شيكاغو تحت عنوان عريض ( OPTIONS QUOTATIONS LISTED )، والتي تظهر فيها اسم الشركة التي يبرم على أسهمها عقد الاختيار وسعر الإقفال

(1) يقصد بالبيع المغطى أن البائع يكون مالكا للأسهم محل العقد وهو عكس البيع غير المغطى والذي لا يكون مالكا لهذه الأسهم ففي حال طلب من هذه البائع للحق تنفيذه قام بشراء الأسهم من السوق ومن ثم ينفذ عملية البيع المطلوبة.

(2) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. ج2. 1997. ص85. مرجع سابق

وسعر التنفيذ للسهم محل الاختيار، كما تعلن عن مقدار المكافأة التي حصل عليها محرر اختيار الشراء في آخر صفقة أبرمت في ثلاث تواريخ تنفيذ متعاقبة، وكذلك تظهر مقدار المكافأة لاختيار البيع لآخر صفقة، وتقوم صحيفة (ول ستريت) بنشر معلومات إضافية بصفة يومية عن أكثر الاختيارات نشاطاً في عدد في البورصات<sup>(1)</sup>.

---

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 587. مرجع سابق

## الفصل الرابع

التقييم الاقتصادي والتنظيم المحاسبي لعقود الاختيار

## الفصل الرابع

### التقييم الاقتصادي والتنظيم المحاسبي لعقود الاختيار

وفيه مبحثان تناولت الحديث في الأول عن أساليب تقييم قيمة الاختيار اقتصادياً ومقاييس حساسية مخاطرها، والثاني عن التنظيم المحاسبي لعقود الاختيار واحتساب هامش التأمين لها.

#### المبحث الأول: أساليب تقييم قيمة الاختيار اقتصادياً ومقاييس حساسية مخاطرها

واحتوى على موضوعي أساليب تحديد قيمة حق الاختيار، ومقاييس حساسية مخاطر عقود الاختيار.

#### الفرع الأول: أساليب تحديد قيمة حق الاختيار

تصدر الأسواق المالية أسعار الاختيارات بشكل يومي حيث يظهر مقابل كل سعر Strike Price سعرين أحدهما سعر حق الشراء والآخر سعر حق البيع<sup>(1)</sup>.

العوامل المؤثرة على تسعير حقوق الاختيار

تعد عملية تحديد قيمة الاختيار نوعاً ما صعبة، وتعتمد هذه العملية في احتساب أسعار حقوق الاختيار على العوامل التالية:

- 1- السعر الحالي في السوق للأداة المالية أو الأصل.
- 2- سعر التنفيذ (السعر الضارب).
- 3- مدة حق الاختيار (طول الفترة الزمنية بين تاريخ إبرام الاتفاق وتاريخ الانتهاء في الاختيار الأمريكي).
- 4- الفرق بين سعر فائدة العملتين (في حالة الاختيار على العملات الأجنبية).

<sup>(1)</sup> حبش: الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 204. مرجع سابق

5- معدل العائد الخالي من الخطر خلال الفترة التي يعطيها الحق.

6- التوزيعات المرتبطة بالأسهم العادية.

7- درجة اكتمال السوق (كفاءته).

8- التذبذب في الأسعار Volatility المتوقع للأداة المالية خلال حياة عقد الاختيار.

نلاحظ بالنسبة للعوامل الثلاثة الأولى يمكن تحديدها بسهولة وهي رئيسية بجميع عمليات تحديد قيمة الاختيار، والعوامل الثلاثة التالية فهي عبارة عن متغيرات يمكن أن يكون لها تأثير في بعض الحالات وليس جميعها<sup>(1)</sup>، أما بالنسبة للعاملين الأخيرين والمتعلقين بكفاءة السوق والتذبذب بالأسعار فلا يمكن تحديد قيمتهما بسهولة، بسبب صعوبة احتساب سعر حق الاختيار، لذا يعتبر سعر حق الاختيار هو العامل الرئيسي للتسعير.

ويتضمن سعر حق الاختيار قيمتين، وهما:

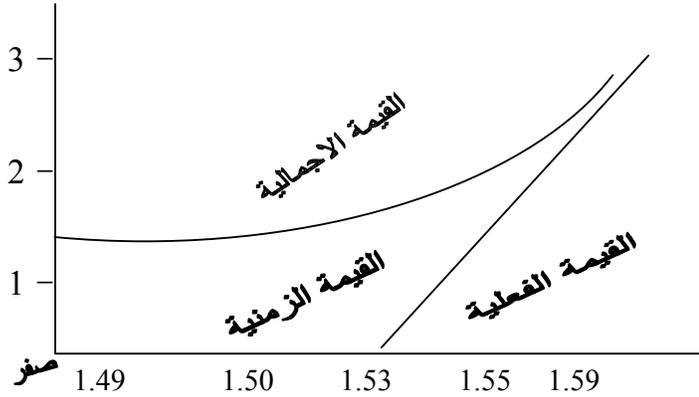
1- **القيمة الفعلية Intrinsic Value** : يتم احتسابها بشكل بسيط ونستطيع تعريفها بأنها قيمة الربح المكتسب إذا تمت ممارسة الحق مباشرة لدى عقد الاتفاق، وتكون لها قيمة فقط إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ- حالة شراء عقد اختيار- وتكون قيمتها صفرًا إذا كان السعر اقل أو يعادل سعر السوق (سعر التنفيذ).

2- **القيمة الزمنية Time Value** : تكمن هذه القيمة في احتمالية تحرك الأسعار بين الوقت الحاضر ووقت انتهاء الحق، فهي ترتبط أساساً بالفترة الزمنية المتبقية على صلاحية الاختيار، لأن الاختيار عادة لا ينفذ إلا في آخر يوم لصلاحيته، حيث يدفع المستثمر مشتري الحق عادة قيمة العلاوة أعلى بازدياد الفترة الزمنية لصلاحية العقد، وإذا كانت القيمة السوقية للسهم اقل من سعر التنفيذ -حالة شراء عقد اختيار- في هذه الحالة تساوي القيمة الفعلية صفرًا إلا أن قيمته الذاتية لا تساوي صفر، وذلك أملاً في تحرك الأسعار

(1) حبش: الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 205. مرجع سابق

حسب توقعاته ويرتفع السعر داخل السوق، والعلاقة في هذه الحالة تتضمن فقط القيمة الزمنية<sup>(1)</sup>.

ويمثل الرسم البياني رقم (4-1) القيمة الزمنية والقيمة الفعلية للسعر مع افتراض إن سعر السوق حين عقد الاتفاق 1.53 دولار والعقد هو شراء حق الشراء<sup>(2)</sup>.



الرسم البياني رقم (4-1) القيمة الزمنية والقيمة الفعلية للسعر

#### الفرع الثاني: أساليب تسعير حقوق الاختيار

يوجد عدة أساليب أو نماذج مستخدمة لتسعير حقوق الاختيار وهي كالتالي:

#### أولاً: الأسلوب البياني لتحديد قيمة حق الاختيار

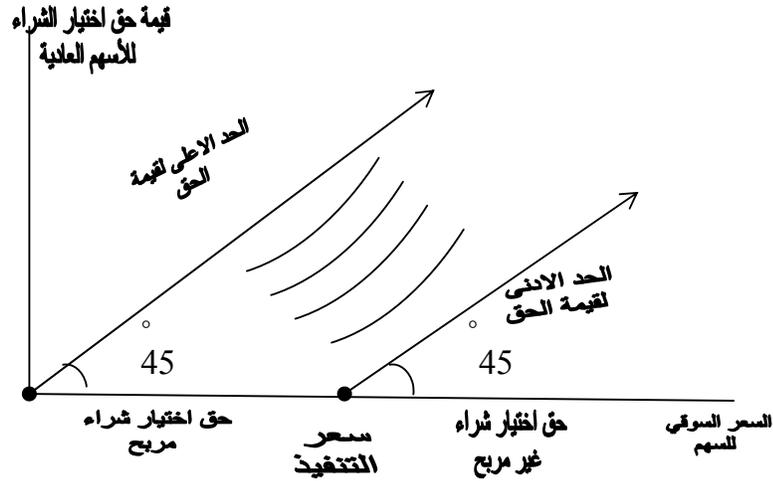
ويمكن من خلاله تحديد القيمة النظرية القصوى والدنيا لحق الاختيار، حيث يكون التساؤل دوماً عن أقصى قيمة لحق الاختيار وأقل قيمة يمكن أن يصل لها هذا الحق، وفي هذه الحالة لا بد من دراسة متغير مهم بالنسبة لحق الاختيار وهو الوقت المنقضي بين تاريخ إبرام الحق وتاريخ انتهائه.

(1) هندي، منير إبراهيم: سلسلة الفكر الحديث في مجال الدارة المالية (1) الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية.

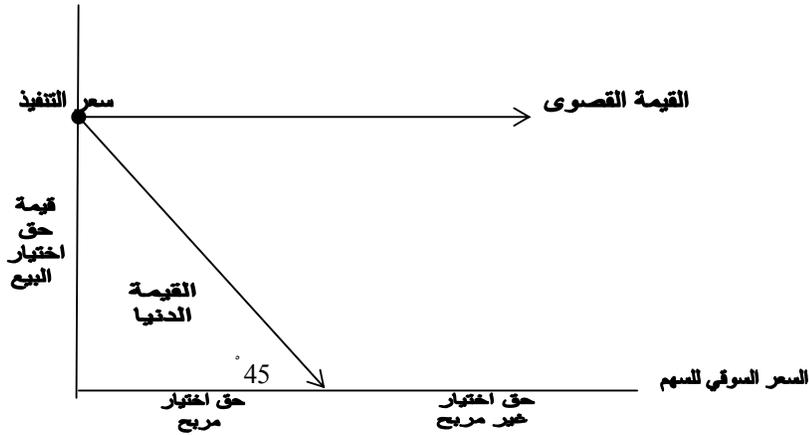
مصر. منشأة المعارف. 1996. ص 604

(2) حبش: الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 207 رجع سابق

فإذا كان هذا الوقت طويل فإننا نتوقع أن يقل قيمة حق الاختيار إلى أقصاها، والسبب في ذلك أن القيمة الحالية لسعر التنفيذ للسهم في المستقبل في ظل هذا الافتراض سوف تصبح صفر، ونتيجة لذلك فإن قيمة حق الاختيار سوف تصل إلى أقصى حد لها، ففي حالة اختيار الشراء، والذي تحدد قيمته بالفرق بين السعر السوق وسعر التنفيذ، فإن قيمة الحق ستصل إلى أقصاها كلما زادت أو طالت الفترة الزمنية والشكل التالي رقم (2-4) يوضح الفكرة بيانياً<sup>(1)</sup>.



الرسم البياني رقم (2-4) قيمة حق اختيار الشراء لأسهم عادية



الرسم البياني رقم (3-4) قيمة حق اختيار البيع لأسهم عادية

(1) هذا الشكل مأخوذ عن: الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005. ص 354

أما فيما يتعلق بحق اختيار البيع كما في الشكل (4-3) إن المنحنى الممثل للقيمة القصوى لحق اختيار البيع يكون أفقياً ويمثل في نفس الوقت سعر التنفيذ للحق، كما نلاحظ إن القيمة الدنيا لحق اختيار البيع يتم تمثيلها بخط مستقيم يبدأ في سعر التنفيذ على المحور الأفقي ويلتقي بالمحور الرأسي عند نقطة تعادل سعر التنفيذ أيضاً.

مثال (1) على حق اختيار بيع:

إذا افترضنا أن سعر أحد الأسهم هو صفر، وإن سعر التنفيذ يبلغ (10) دولار وإن قيمة حق البيع تعادل القيمة الحقيقية أو سعر التنفيذ وهي (10) دولار على المحور الرأسي، فإذا ارتفع سعر السهم إلى (5) دولار، فإن قيمة حق اختيار البيع يعادل (5) دولار أي (10-5) دولار، وذلك يعني إن الارتفاع أو الزيادة في سعر السهم سوف يترتب عليه انخفاض قيمة حق اختيار البيع، وعندما يتعادل السعر السوقي للسهم مع سعر التنفيذ فإن قيمة حق اختيار البيع في هذه الحالة تعادل صفر، ولا يمكن أن تقل قيمة حق اختيار البيع عن ذلك لأن قيمة حق الاختيار عموماً إما قيمة موجبة أو صفر، ومن ناحية أخرى فإن قيمة حق الاختيار لا يمكن أن تكون أعلى من سعر التنفيذ لأن سعر السهم لا يمكن أن يكون سالباً بأي حال من الأحوال<sup>(1)</sup>، وعلى ذلك فإن الخط الممثل لأقصى قيمة لحق الاختيار البيع يرسم في صورة خط مستقيم موازي للمحور الأفقي من النقطة التي تعادل سعر التنفيذ على المحور الرأسي.

ثانياً: نموذج "بلاك وشولز" لتقييم حق اختيار الشراء **Black – Scholes Option**

### Pricing Model

لقد قدم كل من بلاك وشولز عام 1973 نموذجاً لتقييم حق اختيار الشراء (الأوروبي)، والذي يعتبر من أكثر النماذج الرياضية استخداماً من جانب الممارسين والأكاديميين عند تقييم حق اختيار الشراء، ولتقييم اختيار الشراء كما في هذا النموذج يجب الأخذ بعين الاعتبار الافتراضات التالية:

أ- لا توجد تكلفة للمعاملات، كما لا توجد ضرائب.

(1) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005. ص 355. مرجع سابق

ب- معدل الفائدة الخالي من الخطر ثابت (لا يتغير).

ج- تعمل أسواق رأس المال بشكل مستمر.

د- أسعار الأسهم يمكن تمثيلها في دالة متصلة، بمعنى آخر لا يوجد قفزات مفاجئة في أسعار الأسهم.

هـ- لا توجد توزيعات لمالكي الأسهم.

و- الاختيار يجب أن يكون من النوع الأوروبي وليس الأمريكي لأن الاختيار الأوروبي ينفذ بتاريخ معين وليس طول مدة العقد كما في الاختيار الأمريكي<sup>(1)</sup>.

وفي ظل هذه الافتراضات وضع " بلاك وشولز " نموذجها لتقييم حق اختيار الشراء كما في المعادلة التالية:

$$ق = س [ ن (د1) ] - [ (س و) - خ ت [ ن (د2) ] ] \dots 1$$

حيث تعني كل من  $ق$ : إلى قيمة حق اختيار الشراء (الأوروبي).

س: السعر الحالي للسهم (سعر التنفيذ).

ن (د1)، ن (د2): القيم التراكمية للتوزيع الطبيعي عند النقاط د1، د2.

س: سعر السهم عند تاريخ الانتهاء.

و: أساس اللوغاريتم الطبيعي = 2.7128.

خ: معدل الفائدة الخالي من الخطر.

ت: الفترة المنقضية بين تاريخ التعاقد وتاريخ الانتهاء في صورة نسبة من السنة.

(1) الراوي، خالد وهيب: الاستثمار (مفاهيم - تحليل - إستراتيجية) ط1. عمان، الأردن. دار المسيرة. 1999. ص 315

ويتم حساب كل من  $d_1$ ،  $d_2$  بناءً على النموذج السابق كما يلي:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{S_0}\right) + \left(\frac{r}{\sigma}\right) + \frac{1}{2}\sigma^2 t}{\sigma \sqrt{t}} \quad 2 \dots \dots \dots$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{S_0}\right) - \frac{1}{2}\sigma^2 t}{\sigma \sqrt{t}} \quad 3 \dots \dots \dots$$

حيث تشير  $\sigma$  إلى الانحراف المعياري لمعدل العائد السنوي التراكمي والذي يمثل التغير في سعر السهم، أما  $\ln$  فتشير إلى اللوغاريتم الطبيعي ولاحظ أن  $d_1$  يطلق عليها نسبة التغطية Hedge Ratio.

ويلاحظ أنه بتحليل نموذج "بلاك وشولر" يتضح أن المتغيرات  $\sigma$ ،  $t$ ،  $x$ ،  $s$ ، لها دور رئيسي في تحديد حق اختيار الشراء، ويشير هذا النموذج (المعادلة) إلى الحقائق التالية:

- 1- يؤدي ارتفاع سعر السهم الحالي (سعر التنفيذ)، وانخفاض السعر في تاريخ الانتهاء إلى ارتفاع قيمة حق اختيار الشراء.
- 2- يترتب على زيادة الفترة الزمنية  $t$  زيادة فرصة المستثمر في تحقيق أرباح وهو ما يترتب عليه زيادة قيمة حق اختيار الشراء<sup>(1)</sup>.

3- لا تعكس هذه المعادلة، بوضوح تأثير كل من معدل العائد الخالي من الخطر  $x$ ، وتباين العائد  $\sigma$ ، غير أنه يمكن القول بان ارتفاع كل من  $x$ ،  $\sigma^2$  يؤدي إلى زيادة في قيمة حق اختيار الشراء، يرجع السبب إلى أنه سوف يترتب على زيادة معدل العائد الخالي من الخطر انخفاض القيمة الحالية Present Value للسعر الحالي وبالتالي ترتفع قيمة الحق، ويمكن تلخيص اثر المتغيرات السابقة على قيمة حق اختيار الشراء كما توضح الدالة الآتية،  $q = d(s, s_0, \sigma^2, t, x) \dots \dots \dots 4$

(1) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005. ص 358، 356. مرجع سابق

أي تمثل قيمة حق اختيار شراء أوروبي دالة المتغيرات التالية: سعر التنفيذ، السعر في تاريخ الانتهاء، تباين إيرادات السهم، طول الفترة الزمنية التي تنقضي بين تاريخ التعاقد وتاريخ الانتهاء، ومعدل العائد الخالي من الخطر، حيث تزداد قيمة حق اختيار الشراء نتيجة لزيادة أي من المتغيرات السابقة عدا سعر التنفيذ فإن انخفاضه يؤدي إلى زيادة قيمة حق اختيار الشراء<sup>(1)</sup>.

لتوضيح ذلك نضع مثال (2) التالي:

إذا افترضنا أن مستثمراً لديه حق شراء ينتهي بعد مرور (120) يوم من الآن. وكانت قيمة الأسهم الحالية (سعر التنفيذ) (80) دولار، ويتوقع أن يكون سعر السوق (85) دولار وكان تباين عائد السهم يبلغ (30)، فما هي قيمة حق اختيار الشراء إذا افترضنا أن معدل العائد الخالي من الخطر يعادل 6% ؟

الحل: لمعرفة قيمة حق اختيار الشراء نقوم بداية بتحويل الفترة الزمنية ت إلى جزء من السنة أي ت =  $120 \div 365 = 0.329$ . كذلك معدل العائد الخالي من الخطر 6% ينبغي تحويله إلى المكافئ المركب له وذلك بإيجاد اللوغاريتم له: [ لو (1+0.06) ] وهو يعادل (0.0583)، ثم توجد بعد ذلك كل من ن<sub>(1)</sub>، ن<sub>(2)</sub> كما يلي:

$$د_1 = [لو (85 \div 80) + (0.3 \times 0.5 + 0.0583) \times 0.329] / 0.329 = 0.155$$

$$د_2 = [لو (85 \div 80) + (0.3 \times 0.5 - 0.0583) \times 0.329] / 0.329 = 0.327$$

أما الخطوة التالية تتمثل في تحديد القيم المناظرة لكل من د<sub>1</sub>، د<sub>2</sub> في الجدول الخاص بذلك وبالبحث عن قيمة ن<sub>(1)</sub> تحت المنحنى الطبيعي (بالرجوع إلى جدول القيمة الحالية) أي:

$$ن = (0.155 -) فهي تعادل 0.438 وكذلك ن<sub>(2)</sub> = ن<sub>(1)</sub> = (0.372 -) = 0.372$$

وعلى هذا الأساس تصبح معادلة بلاك وشولز على الصورة الآتية:

$$ق = 0.438 \times 80 - [0.372 \times (0.328 \times 0.0583) + 85] = 4.3 \text{ دولار}$$

(1) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005. ص359 مرجع سابق

ويتأثر قيمة اختيار الشراء بسعر السهم وسعر التنفيذ، فكلما زاد سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ كلما زادت قيمة حق اختيار الشراء والعكس صحيح، فبنقصان سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ تنقص قيمة حق الاختيار، أما بالنسبة لمعدل العائد الخالي من الخطر وتباين عائد السهم فبوجه عام أن زيادة تباين عائد السهم عن معدل العائد الخالي من الخطر سوف تؤدي إلى زيادة قيمة اختيار الشراء، ولا شك أن ارتفاع معدل العائد الخالي من الخطر في حد ذاته سيرتب عليه ارتفاع قيمة حق اختيار الشراء.

قدم نموذج "بلاك وشولز" إثر نتائج العديد من الدراسات التي اختبرته أنه يقدم تقديراً دقيقاً لقيمة حق اختيار الشراء، إلا أنه واجه مشاكل تتعلق بوجود توزيعات للأسهم أو تتسم الأسهم بميلها المرتفع أو المنخفض للخطر، أي أن تباين عائد السهم يكون مرتفعاً أو منخفضاً بشكل ملفت للنظر<sup>(1)</sup>.

وأخيراً يمكن استخدام هذا النموذج في تحديد قيمة حق اختيار البيع، وذلك على أساس مبدأ التماثل بين حقوق الشراء والبيع، فإذا افترضنا أن المستثمر أراد أن يؤمن محفظته الاستثمارية وذلك عن طريق تحرير حق اختيار شراء، وشراء حق اختيار بيع بنفس سعر التنفيذ ونفس تاريخ الانتهاء لحق اختيار الشراء، ثم شراء حصة من الأسهم وعلى ذلك فإن تغيرات سعر الأسهم سوف تعوض التغيرات في قيمة حقوق الاختيار ومن ثم تكون هذه المحفظة خالية من المخاطر.

### ثالثاً: نموذج تكافؤ البيع والشراء Put – call Parity Model

يعتمد هذا النموذج أساساً على تاريخ الانتهاء لتقييم الاستثمار المصاحبة لأربع أوراق مالية مختلفة: اختيار شراء، اختيار البيع بفترات مطابقة، الورقة المالية الخاصة بالاختيارات المكتوبة (المحررة) لأسهم محل الاختيار، والورقة المالية بدون مخاطر والتي لها استحقاق مطابق لتاريخ الاختيار ودفعة مستحقة مساوية لسعر يوم انتهاء الاختيار.

(1) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005. ص 361. مرجع سابق

يستخدم نموذج تكافؤ البيع والشراء لغرضين هما:

1- تقييم (تقدير) اختيار الشراء الملائم لاختيار البيع لنفس الفترات.

2- إظهار كيف أن مدفوعات تاريخ الانتهاء لأي ورقة من الأوراق المالية الأربعة يمكن تكراره من خلال اتخاذ المراكز الملائمة في الأوراق المالية الثلاث الأخرى<sup>(1)</sup>.

$$\text{نموذج تكافؤ الشراء/ البيع} \quad [S_0 + P_0 - C_0] (1 + (RF)) = X$$

الاستثمار  $t = 0$  قيمة الاستثمار عند تاريخ الانتهاء

T تاريخ انتهاء الاختيارات RF معدل فائدة الخلو من المخاطر

P<sub>0</sub> سعر الشراء C<sub>0</sub> سعر البيع Zero

X القيمة الاسمية

ويمكن تعريف حق اختيار الشراء اقتصادياً من خلال المعادلة التالية:

$$+C_0 = S_0 - [X \div (1 + RF)^T] + P_0$$

حيث نستطيع في هذه المعادلة تقييم اختيار الشراء من خلال نموذج تكافؤ البيع / الشراء.

S<sub>+</sub> = القيمة السوقية للسلعة الآنية المأخوذة بعين الاعتبار في الوقت (t).

تاريخ الصنفه يمثل (t=0) أما وقت الانتهاء فيتمثل (t = T)

X = سعر ممارسة الاختيار P<sub>1</sub> = قيمة البيع في التاريخ (T)

C<sub>+</sub> = قيمة الشراء في التاريخ (T)

"حيث المركز الطويل في الأصل الفوري المعني<sup>(1)</sup> (+S<sub>0</sub>) يطرح منه القيمة الحالية لورقة

مالية ذات دين خال من المخاطر تباع للتمويل الجزئي لشراء الأصل [-X ÷ ((1+RF)<sup>T</sup>)]

(1) الراوي: الاستثمار (مفاهيم - تحليل - إستراتيجية). ط1. 1999. ص 315. مرجع سابق

يضاف تكلفة اختيار البيع الذي يعتبر بمثابة تأمين لدفع الدين في حالة كون قيمة الأصل الفوري الضمني اقل من القيمة الاسمية للدين عند استحقاق الدين  $(+P_0)^{(2)}$ .

فمن الناحية الاقتصادية إن اختيار الشراء هو مركز رافعة للملكية في الأصل الحالي المعطى، والسبب الرئيسي لوجود التداول باختيارات البيع والشراء وهو ذاته لعقود المستقبلات، فهي طريقة تكلفة فعلية لإدارة خطر المحفظة، ولتتم السيطرة على الخطر فإن المتاجرة بالاختيارات يجب أن تتم بقيم صحيحة من الناحية النظرية، ومثل التمويل المستقبلي فإن هذا النموذج يجعل من أسعار السوق قريبة إلى أو مطابقة لقيمتها العادلة.

"والفرق الرئيسي بين نموذج **Black - Scholes** ونموذج تكافؤ البيع والشراء، إن الأول يمكنه ومباشرة تقييم أي اختيار وبدون معرفة القيمة السوقية للاختيار الآخر، فقيمة اختيار الشراء يمكن أن توضح بلغة الأصل الفوري المعني أو الورقة المالية خالية المخاطر حيث لا حاجة لمعرفة قيمة اختيار البيع وبصورة مماثلة فإن قيمة اختيار البيع يمكن تحديدها دون معرفة قيمة اختيار الشراء، بالمقابل فإن نموذج تكافؤ البيع/ الشراء يمكنه فقط من تقييم الفروقات السعرية ذات الصلة للأوراق المالية، ولا يمكن تحديد أي مستوى صحيح لأسعار لكل اختيار"<sup>(3)</sup>.

### الفرع الثالث: مقاييس حساسية مخاطر عقود الاختيار

يهتم المتعاملون بعدة مقاييس لمتابعة تطورات أسعار حقوق الاختيار واتخاذ التحولات اللازمة في الوقت المناسب، وقد تبين لنا فيما سبق أن سعر التنفيذ لعقد الاختيار، والقيمة الزمنية له يتداخلان عمليا مع درجة التقلب أو الحساسية التي يكون عليها سعر السهم (الأصل) لتحديد السعر العادل أو المناسب لحق الشراء أو حق البيع، وقد اجتهد المختصون في محاولات لحل

---

(1) يقصد بالمركز في سوق العقود المستقبلية أنه المركز الذي ينتج عن التزام متعامل بشراء مجموعة من الأصول الاستثمارية أو البضائع المختلفة، أما المركز القصير في سوق العقود المستقبلية فهو الذي ينتج عن التزام متعامل ببيع مجموعة محددة من الأصول الاستثمارية أو البضائع المختلفة.

(2) الراوي: الاستثمار - (مفاهيم، تحليل - إستراتيجية-)، ط1. 1999. ص 323. مرجع سابق

(3) الراوي: الاستثمار - (مفاهيم، تحليل - إستراتيجية-)، ط1. 1999. ص 327. مرجع سابق

هذا الأشكال (كيفية تحديد السعر العادل للاختيار) وقد استخدموا عدد من المقاييس لتحديد وقياس مخاطر عقود الاختيار وأبرزها:

### أولاً: مقياس دلتا Delta

وهي نسبة التغيير في سعر حق الاختيار (المكافأة) الذي ينتج عن تغير كل دولار (أو أي عملة أخرى) في سعر العملة الأساسية وهي تتغير من صفر إلى واحد.

مثال (3) على مقياس دلتا

إذا افترضنا أن سعر الدولار بالنسبة للمارك في السوق 1.500 وان سعر التنفيذ لحق الشراء هو 1.53 وان سعر الدولار ارتفع بنسبة 1% ونسبة الدلتا أصبحت 40%، فإن قيمة سعر حق الاختيار سوف يرتفع بنسبة 40% لكل ارتفاع في سعر السهم أو الأصل المالي (الدولار) ويتم احتساب قيمة الزيادة في سعر حق الاختيار كما يلي:

$$1\% \times 1.5 = 0.015 \text{ و } 0.015 \text{ هي عبارة عن الزيادة في سعر الدولار}$$

$$0.015 \times 40\% = 0.006 \text{ الزيادة في سعر الاختيار}$$

لهذا فإن دلتا تقيس حساسية سعر الاختيار نسبة إلى تغير أسعار الأداة المالية الأساسية، فكلما كان سعر تنفيذ الحق اقرب إلى سعر السوق يزداد تحرك سعر الاختيار نسبة إلى سعر الأصل<sup>(1)</sup>، فإذا كان سعر التنفيذ هو سعر السوق فإن دلتا تصبح 1 أو (100%) حيث يزداد سعر الاختيار بنفس زيادة سعر السهم، وبالعكس ذلك كلما كان سعر التنفيذ بعيداً عن سعر السوق فإن نسبة دلتا تكون ضئيلة، ويتأثر سعر الاختيار بتحركات الأصل بنسب ضئيلة. وتقيس دلتا أيضاً احتمال ممارسة عقد الاختيار أولاً، فإذا كان سعر التنفيذ بعيداً عن سعر السوق تكون احتمالية ممارسة هذا الحق ضعيفة ويمكن أن تكون صفراً، (إذا كان السعر بعيد جداً) أما في حالة كان سعر التنفيذ داخل سعر السوق أي سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، في حالة بيع حق الاختيار،

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 215. مرجع سابق

وسعر التنفيذ اقل من سعر السوق في حالة شراء حق الاختيار، فإن احتمال ممارسة الحق هي مؤكدة نسبة دلتا 1 (100%)، والحالة الأخيرة هي وجود سعر التنفيذ مساوياً لسعر السوق فإن احتمال ممارسة الحق هو 50% حيث من الممكن في أن يتحرك سعر التنفيذ داخل السوق أو خارجه، ونسبة دلتا في هذه الحالة 50%.

### ثانياً: مقياس جاما Gamma

مقياس جاما هو أداة مهمة لقياس سعر الاختيار، ويعد المقياس الأهم بعد مقياس دلتا، فهو يقيس حساسية تقلبات دلتا نسبة إلى تقلبات أسعار الأداة المالية الأساسية، ويعتبر جاما مقياس لثبات دلتا، فكلما كانت نسبة جاما مرتفعة كانت نسبة تقلبات دلتا عالية نسبة لتغيير أسعار الأداة الأساسية، سبق وذكرنا أن نسبة تقلبات دلتا تكون بطيئة عندما تكون سعر التنفيذ بعيداً عن سعر السوق، وتكون نسبة دلتا عالية في حالة وجود دلتا متغيرة بنسبة عالية عندما يكون سعر التنفيذ في السوق يساويه "ونستطيع القول أن دلتا هي سرعة تغيرات أسعار الأداة المالية وان جاما هي تسارع هذه السرعة"<sup>(1)</sup>، فإذا كانت نسبة جاما هي 10% فهذا يعني أن نسبة دلتا سوف تتغير بنسبة 10% في حال تغير سعر الأداة المالية نقطة كاملة، ويطلق البعض على هذا المعامل Delta of Delta باعتباره يقيس التغير الذي يصيب معامل الدلتا عند حدوث تغير بسيط في سعر السهم (الأصل).

### ثالثاً: مقياس فيجا Vega

يقيس هذا العامل نسبة التأثير على سعر الاختيار في حالة تغير نسبة 1%.

مثال (4) على مقياس فيجا

فإذا افترضنا أن نسبة فيجا هي 5% (0.5) وان درجة التقلب تغيرت بنسبة 1% (من 35% إلى 36%) فإن قيمة المكافأة (العلاوة) ستتغير بنسبة 0.5 وتصبح العلاوة (5.05) دولار بدلاً من (5) دولار، ويطلق عليها أيضاً مصطلحي kappa, Zeta.

<sup>(1)</sup>حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 216. مرجع سابق

## رابعاً: مقياس ثيتا Theta

يقيس هذا العامل نسبة تأثير مرور الوقت على قيمة سعر الاختيار (العلوة) أي يقيس مدى تراجع قيمة المكافأة نتيجة لمرور الوقت أو تآكل القيمة الزمنية والتي تتراجع حتى تصبح صفر مع انقضاء اجل الاختيار، ويتم ابتداء هذا المعامل من اجل التعرف على التراجع اليومي في قيمة الحق نتيجة لذلك<sup>(1)</sup>.

فإذا كانت قيمة حق شراء مثلاً 4 دولارات وكان مقياس ثيتا يبلغ 0.05 فذلك يعني أن قيمة حق الاختيار في الأيام التالية ستكون 3.95، 3.90، 3.85 على التوالي مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

ولا بد من الإشارة أن استخدام هذه المعاملات الإحصائية (دلتا، جاما، ثيتا، فيجا) لقياس درجة التقلب ومدى تراجع القيمة الزمنية والتأثيرات المتبادلة بين تغير الأصول وأسعار الحقوق يقتصر في الواقع على الجهات المتخصصة والمحترفين من المتعاملين أولاً يكون ذلك مطلوباً أو ممكناً للقيام فيه بواسطة بقية طوائف المستثمرين، والمؤسسات المتخصصة تكون ملزمة بمتابعة مثل هذه المعاملات الإحصائية لتتمكن بدورها من اقتراح الأسعار التي تراها عادلة أو مربحة لمن يتعامل معها من المستثمرين.

ومن سيئات متابعة هذه المعاملات أنها دائمة التغير، إضافة إلى أنها تختلف اختلافاً بيناً داخل الفئة الواحدة من الاختيارات، نظراً إلى اختلاف أسعار التنفيذ وأجال الحقوق.

### المبحث الثاني: التنظيم المحاسبي لعقود الاختيار

يحتوي على موضوعي محددات سعر عقود الاختيار، وهامش التامين لها.

#### الفرع الأول: محددات سعر الاختيار

لا بد من شرح مصطلح القيمة الضمنية قبل الحديث عن محددات سعر الاختيار بالنسبة لاختيار الشراء واختيار البيع، لاختيار الشراء قيمة ضمنية أو حقيقية إذا كان سعر السهم أعلى

(1) أسعد: الاختيارات حقوق الشراء وحقوق البيع. 1997. ص 100. مرجع سابق

من سعر التنفيذ أو الممارسة لذلك يقال أن للاختيار قيمة نقدية أما إذا كان سعر السهم اقل من سعر التنفيذ فإن الاختيار لا قيمة له، وينطبق على ذلك أيضا إذا كان سعر السهم يساوي سعر التنفيذ وبالتالي فإن القيمة الحقيقية أو الضمنية تساوي صفر.

مثال (5) على القيمة الحقيقية أو الضمنية.

إذا كان سعر السهم السوقي (11) دولار وفي حالة شراء اختيار سعر التنفيذ (10) دولار فهذا يعني أن القيمة الحقيقية للاختيار الشراء سعر السهم السوقي سعر التنفيذ (11-10) واحد دولار قيمة الاختيار الحقيقية.

القيمة الحقيقية للاختيار الشراء = سعر السهم السوقي - سعر التنفيذ

أما بالنسبة للاختيار البيع فتكون له قيمة ضمنية أو حقيقية عندما يكون سعر السهم السوقي اقل من سعر التنفيذ أو التنفيذ، وهذا يعني أن قيمة الاختيار = صفر.

فالقيمة الحقيقية للاختيار البيع = سعر التنفيذ - سعر السهم السوقي

كذلك لمضي الوقت تأثير على قيمة الاختيار وهي تعبر عن المكاسب المتوقعة للاختيار عن المدة المتبقية من حياته، وهذا يعني أن القيمة الزمنية للاختيار عن المدة المتبقية أي في نهاية مدته = صفر، وهذا يعني أن القيمة الزمنية للاختيار الشراء: = (سعر تداول الاختيار - القيمة الحقيقية للاختيار الشراء)<sup>(1)</sup>.

مثال (6) على القيمة الزمنية لسعر الاختيار

إذا افترضنا أن سعر السهم السوقي (5.70) دولار فإن اختيار الشراء ذو سعر التنفيذ (5.50) دولار يتم تداوله بسوق رأس المال بمبلغ (4.50) دولار بينما القيمة الضمنية أو الحقيقية لهذا الاختيار = (2) دولار.

(1) حنفي، عبد الغفار: بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، مصر. الجامعة الجديدة للنشر، 2003. ص 442

القيمة الزمنية لاختيار الشراء = سعر التداول - القيمة الحقيقية لاختيار الشراء.

2-4.50 = 2.50 دولار وتضاف إلى القيمة الحقيقية للاختيار لكي تصل إلى سعر تداوله في السوق.

ونعود إلى محددات سعر (مكافأة) الاختيار، القاعدة العامة لسعر الاختيار هي قيمة المكافأة التي يحصل عليها محرر الاختيار أو سعر إعادة البيع في البورصة ويتحدد ذلك بقوى العرض والطلب، توازن العرض والطلب يتأثر بعدد من المتغيرات أهمها: القيمة السوقية للسهم، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، التقلب في سعر السهم، مستوى أسعار الفائدة، والتوزيعات النقدية لحملة الأسهم محل الاختيار<sup>(1)</sup>.

#### أولاً: القيمة السوقية للسهم

إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم في السوق الحاضر، فإن سعر اختيار الشراء سوف يميل إلى الارتفاع، بينما يميل سعر اختيار البيع إلى الانخفاض<sup>(2)</sup>، فكما نعلم أنه إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم يحقق مشتري الاختيار الأرباح، بينما تتخفف الأرباح بالنسبة لبائع الاختيار، ويحققها الأخير في حال انخفضت القيمة السوقية للسهم محل الاختيار، "أن القيمة السوقية للورقة المالية محل الاختيار (The Price of The Optioned Security) ذاتها تؤثر على مقدار المكافأة التي يحصل عليها المحرر، فالمخاطر (الخسائر المحتملة) المصاحبة لتحرير اختيار على سهم قيمته في السوق الحاضر مرتفعة تفوق المخاطر المصاحبة لتحرير اختيار على سهم قيمته في السوق الحاضر المنخفضة، وتبدو أهمية ذلك إذا ما أدرك القارئ أن عقد الاختيار الواحد يشمل على (100) سهم"<sup>(1)</sup>.

(1) أبو موسى، رسمية احمد: الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ط1، دار المعزز للنشر والتوزيع، 2005. ص 166

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 573. مرجع سابق

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية. مصر. منشأة المعارف بالإسكندرية. 1999. ص 616. نقلاً عن Francis, 1986, P. 606.

مثال (7) على القيمة السوقية للسهم وعلاقته مع سعر الاختيار

إذا افترضنا أن هناك عقدين لاختيار شراء قد حرر على سهمين تصدرهما المنشأتين س و ص، وبلغت القيمة السوقية لسهم المنشأة س (30) دولار، أما القيمة السوقية لسهم المنشأة ص (120) دولار، وعلى فرض أنه تم تحرير العقد بسعر تنفيذ (30) دولار للسهم المنشأة س بقيمة كلية (3000) دولار<sup>(1)</sup>، وتم تحرير عقد اختيار الشراء للشركة ص بسعر تنفيذ (120) دولار للسهم بقيمة كلية قدرها (12000) دولار، وفي تاريخ التنفيذ ارتفعت القيمة السوقية للسهمين بنسبة 10% من قيمة كل منهما، وقرر مشتري الاختيار التنفيذ.

وبذلك تصبح خسائر المحرر في العقد الأول قبل اخذ قيمة المكافأة بالحسبان = 300 دولار (3000×10%) يقابلها خسائر العقد الثاني قدرها (1200) دولار (12000×10%)، وهذا يعني أن قيمة المكافأة التي يطلبها المحرر لا بد أن تكون اكبر في حالة الأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

وما ينطبق على اختيار الشراء ينطبق على اختيار البيع، فإذا افترضنا وفقاً للمثال السابق أن القيمة السوقية انخفضت لسعر السهم بقدر (5%) يترتب عليه خسارة لمحرر اختيار البيع قدرها 150 دولار (300×5%) بالنسبة لعقد المنشأة س و 600 دولار (12000×5%) بالنسبة لعقد المنشأة ص، وذلك قبل أن نأخذ بقيمة المكافأة بالحسبان.

وبما أن الخسائر المرافقة لتحرير الاختيار تتوقف على قيمته السوقية، فمن المنطقي أن تكون المكافأة التي يطلبها محرر الاختيار على عقد أسهم المنشأة الثانية (ص) اكبر من المكافأة المأخوذة على عقد أسهم المنشأة الأولى (س) وذلك لتعويضه عن حجم الخسائر التي قد يتعرض لها.

ومن الجدير بالذكر أن انخفاض القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ في حال اختيار الشراء، أو ارتفاع القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ في حالة اختيار البيع، لن يجني المحرر

<sup>(1)</sup> كل عقد اختيار يحوي 100 سهم فتكون قيمة العقد في هذا المثال  $30 \times 100 = 3000$  دولار وهكذا

بذلك سوى قيمة المكافأة مهما بلغ الانخفاض (حالة اختيار الشراء) أو الارتفاع (حالة اختيار البيع) في القيمة السوقية، والنتيجة أن الزيادة في سعر السهم السوقي لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لاختيار البيع، والعكس فإن انخفاض سعر السهم السوقي تؤدي إلى انخفاض في سعر اختيار الشراء وتؤدي أيضاً إلى زيادة قيمة اختيار البيع.

فإذا زادت القيمة النقدية للاختيار زاد تأثير سعر السهم على سعر الاختيار إذا كان سعر السهم أعلى من سعر التنفيذ لاختيار الشراء، أو أقل من سعر التنفيذ لاختيار البيع، بالتالي من الضروري أن يكون سعر الاختيار مناظر للقيمة الحقيقية، وتكون العوامل الأخرى أقل تأثيراً، أما في حال كان قيمة الاختيار = صفر، فإن سعر الاختيار يتضمن القيمة الزمنية فقط، والقيمة الحقيقية = صفر، ويكون تأثير سعر السهم أقل في اتخاذ القرار، أي تكون العوامل الأخرى هي الأكثر تأثيراً على تحديد قيمة الاختيار<sup>(1)</sup>.

#### ثانياً: سعر التنفيذ للاختيار

لسعر الممارسة أو التنفيذ للاختيار علاقة مع قيمة الاختيار، فكل من القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ اثر على قيمة المكافأة الخاصة للاختيار، فاختيار الشراء ذو سعر التنفيذ المنخفض أكثر تكلفة من اختيار الشراء ذو سعر التنفيذ المرتفع، ويختلف اختيار البيع بحيث اختيار البيع ذو سعر التنفيذ الأعلى أكثر تكلفة بالنسبة للمستثمر<sup>(2)</sup>.

مثال (8) على علاقة سعر التنفيذ وسعر الاختيار

إذا كانت القيمة السوقية للسهم (50) دولار، فإن اختيار الشراء بسعر تنفيذ (40) دولار تكون له قيمة سوقية أكبر مقارنة مع اختيار شراء على نفس السهم بسعر تنفيذ (60) دولار، فالاختيار ذو سعر التنفيذ (40) دولار يجب أن يكون سعر الاختيار له عشرة دولارات أو أكثر، وإلا قام المشتري بتنفيذ الاختيار فور شرائه، أي يقوم بشراء السهم بسعر التنفيذ (40) دولار وبيعه بالسعر الجاري (50) دولار ويحقق الربح، أما عند سعر تنفيذ (60) دولار، قد يتوقع قيام

(1) حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الإبراهيمية. مصر. دار الجامعية 2003-2004. ص 589.

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 575. مرجع سابق

المشتري بالتنفيذ للاختيار حتى لو كانت المكافأة بضع سنتات، وذلك لأن سعر السوق سيكون (50) دولار، ويكلفه عقد الاختيار (60) دولار، أي أن الخسارة شبه أكيدة.

فكلما ارتفع سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للسهم تتخفض قيمة المكافأة (سعر اختيار الشراء) والعكس صحيح، أما في اختيار البيع تكون الصورة عكسية فكلما ارتفع سعر التنفيذ ارتفعت قيمة الاختيار والعكس صحيح.

فإذا كان كما في المثال السابق اختيار ولكن بيع بدلاً من الشراء، وكانت القيمة السوقية للسهم (50) دولار، وسعر تنفيذ العقد (60) دولار، وعقد آخر للسهم نفسه بسعر تنفيذ (40) دولار، يكون من المجدي للمستثمر شراء العقد ذا سعر التنفيذ (60) دولار، لأنه يعطيه الفرصة لتنفيذ العقد في حال كانت المكافأة أقل من عشرة دولارات فوراً (حيث سعر السهم السوقى 50)، أما سعر تنفيذ (40) دولار لن يحقق صاحبه الأرباح مهما كانت المكافأة قليلة.

ومن هنا يبدو واضحاً أن ارتفاع سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للسهم يحمل في طياته مطالبة المحرر بمكافأة أكبر والعكس صحيح.

أن قيمة المكافأة تميل إلى التغير تدريجياً مع التغير الحاصل لسعر السهم، حيث عندما يكون الاختيار عند المستوى المعادل At Parity (أي عندما يكون سعر التنفيذ إضافة إلى قيمة المكافأة يعادل تماماً القيمة السوقية للسهم، وذلك بالنسبة لاختيار الشراء)، أما قبل بلوغ المستوى المعادل فإن المكافأة تزداد بمعدل أقل من الزيادة في القيمة السوقية للسهم ويرجع سبب ذلك إلى:

1- أنه لو زادت قيمة المكافأة بمعدل يساوي معدل الزيادة في القيمة السوقية للسهم فسوف يترتب على ذلك انخفاض حاد في الرفع الذي يتمتع فيه مشتري الاختيار<sup>(1)</sup>، ويترتب على زيادة قيمة المكافأة على النحو المشار إليه، زيادة في نسبة المبلغ الذي يدفعه مشتري الاختيار من أمواله الخاصة، وهو ما يعني انخفاض الرفع أي انخفاض الائتمان الذي يقدمه محرر الاختيار، وطالما أن الاختيار لم يصل إلى المستوى المعادل فإن انخفاض حجم

(1) يقصد بالرفع Leverage في هذا الصدد نسبة المكافأة إلى القيمة السوقية للسهم.

الائتمان الذي يقدمه المحرر يحمل في طياته انخفاض في الطلب على الاختيار، مما يضطر المحررين بتخفيض قيمة المكافأة.

2- كما أن زيادة قيمة المكافأة يعني من وجهة نظر مشتري الاختيار زيادة في رأس مال المستثمر، وبالتالي زيادة المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، خاصة وان الاختيار عند مستوى اقل من المستوى المعادل.

كما أن انخفاض القيمة السوقية للسهم خلال فترة معينة، قد لا يترتب عليه انخفاض مساوٍ في قيمة مكافأة اختيار الشراء، بل وحتى الانخفاض الحاد في القيمة السوقية للسهم خلال أيام قليلة، لا يتوقع أن يسفر عن انخفاض بنفس النسبة في قيمة المكافأة التي يطلبها محرر الاختيار<sup>(1)</sup>.

أما السبب فهو أن الانخفاض في سعر السهم لفترة معينة تتخلل فترة صلاحية الاختيار، لن يكون له تأثير كبير على واحد من أهم محددات سعر الاختيار وهو القيمة الزمنية للاختيار، والتي ترتبط أساساً بالفترة المتبقية على صلاحية الاختيار، والذي لا ينفذ عادة إلا في آخر يوم في صلاحيته وطالما لا يزال في فترة صلاحية الاختيار بقية فإن سعر السهم في السوق قد يرتفع بعد هذا الانخفاض إلى مستوى يفوق سعر التنفيذ (حالة اختيار الشراء)<sup>(2)</sup>.

### ثالثاً: تاريخ التنفيذ

يقصد بتاريخ التنفيذ المدة المتبقية في حياة الاختيار، فعند بلوغ اليوم الأخير لصلاحية الاختيار تكون قيمته الضمنية أو الذاتية أي الحد الأدنى لقيمه Floor or Minimum Value مساوية لقيمه السوقية Market Value، وبذلك يكون للمدة المتبقية من حياة الاختيار تأثير على القيمة الزمنية للاختيار، وهي (القيمة الزمنية) عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للاختيار وقيمه الذاتية والتي سوف تساوي صفر عند بلوغ تاريخ انتهاء صلاحية الاختيار، أي أنه ليس

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، 1999. ص 619. مرجع سابق. نقلا عن Fischer & (Jordan,1987, P. 458).

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 577. مرجع سابق

للاختيار قيمة زمنية في نهاية تاريخ التنفيذ له، وكلما امتدت تلك الفترة الزمنية ارتفعت القيمة الزمنية للاختيار.

مثال (9) على العلاقة بين تاريخ التنفيذ وسعر الاختيار

إذا افترضنا أن اختيار شراء بسعر تنفيذ (60) دولار بينما القيمة السوقية للسهم (55) دولار، وان التاريخ التنفيذ بعد ثلاثة شهور، وقيمة السوقية للاختيار = (3) دولار (المكافأة)، ولكي يكون لهذا الاختيار قيمة حقيقية أو ذاتية، لا بد أن ترتفع القيمة السوقية للسهم خلال الشهور الثلاثة التالية إلى أكثر من (60) دولار، حتى يصبح الاختيار قابل للتنفيذ، وهنا تظهر أهمية الفترة الزمنية المتبقية للتنفيذ، ففي هذه الحالة يكون هناك زمن متبقي بقدر ثلاثة شهور واحتمال ارتفاع سعر السهم إلى أكثر من (60) دولار واردة جداً بنسبة كبيرة، مما يشجع المستثمر على الإقبال على هذا العقد اعتماداً على أنه سوف ينفذ هذا العقد بناءً على اعتقاده أو توقعه لارتفاع الأسعار.

أما المثال السابق في حال لو كان الوقت المتبقي لتنفيذ الاختيار هو خمسة أيام بدلاً من ثلاثة شهور، وبنفس الأسعار المذكورة فلا يتوقع المستثمر أن القيمة السوقية لهذا العقد قد ترتفع خلال هذه الأيام الخمسة إلى سعر أعلى من سعره في السوق وبالتالي لن يقوم بشرائه، لذا في الحالة الأولى كانت القيمة السوقية للاختيار (3) دولار مع العلم أن القيمة الذاتية له = صفر (لان القيمة السوقية للسهم اقل من سعر التنفيذ)، ومع ذلك قيم الاختيار بسعر (3) دولار، وذلك بالاعتماد على الفترة المتبقية لحياة الاختيار، أما الحالة الثانية فكانت القيمة الحقيقية للاختيار تساوي صفر لأنه لا يوجد فترة زمنية كافية يعتمد عليها المستثمر تحسن سعر السهم.

لذا نجد بالنسبة لمشتري الاختيار أنه مستعد لدفع مبلغ اكبر للحصول على الاختيار كلما طالّت المدة المتبقية في حياة الاختيار، ومن ناحية أخرى كلما زادت الفترة الزمنية للاختيار زادت المخاطر بالنسبة للبائع لذلك هو يطلب ثمن أو مكافأة أعلى.

أن مرور الوقت بالنسبة لمشتري الاختيار هي ليست من صالح المشتري في النهاية لأنها تصبح القيمة الزمنية = صفر، وعلى العكس بالنسبة للبائع الذي يستفيد من مرور الزمن<sup>(1)</sup>، ونؤكد ذلك ففي حالة المثال السابق عندما كان سعر التنفيذ (60) دولار وسعر السوق (55) دولار وكانت المدة المتبقية (3) ثلاثة شهور فلو مر شهرين ولم يطرأ ارتفاع لسعر السهم محل هذا العقد لأصبح مشتري الاختيار متخوف وغير واثق من أن هناك احتمال في ارتفاع سعر السهم في الشهر الأخير المتبقي ما لم تكن هناك مؤشرات اقتصادية تشير إلى عكس ذلك، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للاختيار - تبعاً للقيمة الزمنية - إلى أقل من (3) دولار كما في مثالنا، وتبقى تزداد انخفاضاً كلما اقتربنا من تاريخ التنفيذ، حتى تصبح صفراً في تاريخ التنفيذ وحينئذ يطلقون على الاختيار اسم الأصل العادم Wasting Asset<sup>(2)</sup>.

ويلاحظ عادة في أسواق الاختيار ظاهرة أو حقيقة أن الاختيار الأمريكي لا ينفذ عادة قبل التاريخ المحدد لانتهاء صلاحيته، والسبب في ذلك أنه طالما لا يزال هناك فترة زمنية قبل انتهاء صلاحية الاختيار، فإن قيمته السوقية تفوق قيمته الذاتية التي هي الفرق بين سعر التنفيذ أو صفر أيهما أكبر<sup>(3)</sup>، ولذلك من غير المتوقع أن يعتمد المستثمر تنفيذ الاختيار وتحقيق عائد يعادل القيمة الضمنية طالما أنه يمكنه بيع الاختيار في السوق بقيمة أكبر.

وذلك تأكيد على الحقيقة التي تشير إلى أن الاختيار الأمريكي عادة لا ينفذ قبل التاريخ المحدد لانتهائه بل يظل يتداول في السوق حتى بلوغ لحظة التنفيذ، والتي تكون فيها القيمة السوقية مساوية لقيمه الضمنية وهنا فقط ينفذ الاختيار، إلا أن هناك حالة استثنائية يكون فيها التنفيذ المبكر للاختيار إستراتيجية مربحة، حيث أن تنفيذ الاختيار وامتلاك الأسهم قبل إجراء توزيعات تفوق قيمتها الزمنية للاختيار فيكون هنا التنفيذ المبكر بهذه الحالة أكثر جدوى

(1) حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003 - 2004. ص 590. مرجع سابق

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية 2 الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 214. مرجع سابق

(3) لا يمكن أن تكون القيمة الذاتية أو الضمنية للاختيار سالبة، وذلك كون أن القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ في حالة اختيار الشراء، أو أن القيمة السوقية للسهم أكبر من سعر التنفيذ في حالة البيع، يعني أن مشتري الاختيار سيكتفي بعدم تنفيذ الاختيار، أي سيعتبر عقد الاختيار كأنه لا قيمة له. هندي إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 579. مرجع سابق.

للمستثمر، حيث يستفيد في تلك التوزيعات، خاصة وأن القيمة السوقية للسهم عادة ما تنخفض بعد إجراء توزيع الأرباح<sup>(1)</sup>.

"وتجدر الإشارة إلى أن 2% فقط من الاختيارات يتم تنفيذها، ولضالة تلك النسبة ثلاثة أسباب، السبب الأول أن القيمة الذاتية للاختيار قد تكون مساوية للصفر بمعنى أن سعر السهم في السوق لم يرتفع عن سعر التنفيذ في حالة اختيار الشراء أو لم ينخفض عن سعر التنفيذ في حالة اختيار البيع، السبب الثاني أن السواد الأعظم من المتعاملين في الاختيار هم مضاربون لا يستهدفون من تعاملهم شراء أو بيع أسهم *Having a Position in the Stook* ومن ثم فإنهم يعمدون إلى بيع الاختيار الذي يملكونه بدلاً من تنفيذه، السبب الثالث أن الاختيارات على مؤشرات الأسهم *Indexes* ليست بطبيعتها قابلة للتنفيذ فالتسوية فيها نقدية<sup>(2)</sup>.

وفي رأينا نستطيع إضافة السبب الرابع لعدم الإقبال على التنفيذ من قبل المستثمر المضارب لعقد الاختيار لأنه يحتاج إلى الوقت في متابعة عمليات وإجراءات التنفيذ مقارنة مع الوقت والجهد المبذول للتخلص من العقد إلى مستثمر آخر.

#### رابعاً: درجة التقلب في أسعار الأسهم

يشار إلى درجة التقلب أو التغير في أسعار السهم بالحساسية مع بقاء الظروف كما هي فكلما زادت درجة حساسية سعر السهم للتغير كلما ارتفعت أسعار الأسهم<sup>(3)</sup>، ومن الممكن تعريف درجة تقلب الأسعار بأنها سرعة تذبذب سعر العملة وهي الأرقام الإحصائية لتذبذب سعر عملة صعوداً أو هبوطاً خلال فترة معينة، لذا فإن الارتفاع بأسعار عقود الاختيار يتناسب مع سرعة هذه التقلبات.

فإذا كانت نسبة تذبذب الأسعار عالية وبتجاه الصعود على سبيل المثال، فإن أسعار شراء عقود الشراء ترتفع، ويتبع ذلك أسعار حقوق البيع التي تنخفض تبعاً لارتفاع أسعار عقود

(1) هندي: سلسلة الأوراق المالية 2 الأسواق الحاضرة والمستقبلية 1998. ص 215. مرجع سابق

(2) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 621. مرجع سابق

(3) حنفي: بورصة الأوراق المالية. دار الجامعة الجديدة للنشر. الإسكندرية. مصر. 2003. ص 445. مرجع سابق

الشراء<sup>(1)</sup>، ولا بد من ملاحظة نوعية الأصل المالي محل العقد، فإذا كان الأصل المالي يتسم بالاستقرار ونسبة تذبذب سعره ضئيلة فإن سعر عقد الاختيار عليه يكون مستقر وغير معرض لتقلبات كبيرة، وان أي تغيير مفاجئ لنمط أصل معين، فإن هذا سوف يؤثر مباشرة في تقلبات أسعار عقود اختيار هذا الأصل.

ويعتبر تقلب سعر السهم محل الاختيار متغيراً أساسياً يحدد سعر الاختيار، فالتقلبات الكبيرة في السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الاختيار وتحقيق أرباح على حساب المحرر، ويعني ذلك ضمناً مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على الاختيار على مثال هذه الأسهم، حتى يكون في ذلك عوضاً له عن المخاطر (الخسارة) التي يتعرض لها في حال وجدت فرصة سانحة لتنفيذ الاختيار، وينطبق ذلك أيضاً على اختيار البيع، فلو كانت القيمة السوقية للسهم الآن أقل من سعر التنفيذ (حالة الاختيار الشراء) أو أن القيمة السوقية أكبر من سعر التنفيذ (حالة اختيار البيع) فإن هذا ينطوي على مخاطر بالنسبة للمستثمر الذي حرر اختيار على سهم يتعرض لتقلبات شديدة في قيمته السوقية، والاحتمال كبير لأن تطراً تغير على قيمة السهم السوقية وتحقق توقعات مشتري الاختيار بان ترتفع القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ في حالة اختيار الشراء أو تنخفض القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ في حالة اختيار البيع، لذا نستطيع أن نقول أن شراء عقود الاختيار في أوقات التقلب الكبير لأسعار الأصل تتم بأسعار عالية نسبياً.

ويمكن تقسيم أنواع تقلبات الأسعار إلى ثلاثة أنواع<sup>(2)</sup>:

- 1- تقلبات تاريخية: وتقيس سرعة حركة العملة في فترة معينة سابقة.
- 2- تقلبات ضمنية: وهي النسبة المتوقعة لتقلبات سعر العملة نسبة إلى عملة أخرى في الفترة القادمة، وبموجب هذه النسبة يتم احتساب سعر عقود الاختيار.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 211. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 212. مرجع سابق

3- تقلبات حقيقية: وهي نسبة حركة التذبذب الحقيقية التي تحدث خلال فترة سريان حق الاختيار.

أن الفرق بين نسبة التذبذب الحقيقية والتي يبني على أساسها نسبة التحوط من الموجودات السائلة وبين نسبة التذبذب الضمنية المذكورة أعلاه، وهو الذي يحدد ربح أو خسارة عقد الاختيار، فسعر الاختيار سوف يزداد إذا زادت سرعة الذبذبة الحقيقية عن السرعة الضمنية، هذا إذا كان اتجاه تذبذب الأسعار لصالح المتعامل، والعلاقة بين سرعة حركة تقلبات الأسعار مع مدة عقد الاختيار، كلما كانت مدة عقد الاختيار طويلة كما كانت حركة ذبذبة الأسعار أكثر تأثيراً<sup>(1)</sup>.

#### خامساً: أسعار الفائدة

عندما ترتفع أسعار الفائدة لا بد أن تكون قيمة المكافأة كبيرة بالقدر الذي يشجع المستثمر على تحرير الاختيار، والسبب في ذلك حتى يعطي المستثمر الحافز كي يختار تحرير الاختيار بدلاً من استثمار أمواله في بدائل أخرى تتطوي على قدر اقل من المخاطر، أو لا تتطوي حتى على أي مخاطر، فإذا لم تكن المكافأة المالية كافية لإقناع المستثمر باختيارها كبديل للاستثمار سوف يستثمر أمواله في الأوراق المالية ذات المخاطر الضئيلة كالسندات والودائع المصرفية<sup>(2)</sup>.

نستخلص من ذلك أنه لا بد من أن تكون مكافأة الاختيار الشراء كبيرة، ومكافأة اختيار البيع صغيرة في حال كانت مستويات مرتفعة، لأنه مع ارتفاع أسعار الفائدة، يرغب المستثمرون في الاستفادة من السعر الذي يقوم عليه التعامل في الاختيار، أي التعاقد على شراء الأسهم في مقابل دفع مبلغ ضئيل من القيمة السوقية للسهم، وذلك بدلاً من شراء السهم ذاته من السوق الحاضر ودفع قيمته نقداً.

وذلك لا يمنع من استثمار المبالغ المتوفرة من الفائدة في السوق وحصول المستثمر على عائد مرتفع، إلا أن التعامل في سوق الاختيار - على عكس التعامل في السوق الحاضر - لا

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 212. مرجع سابق

(2) أبو موسى: الأسواق المالية والنقدية. ط 1. 2005. ص 168. مرجع سابق

ينطوي على دفع فوائد على الرصيد المتبقي من قيمة الصفقة<sup>(1)</sup>، وعليه يتوقع أن يزداد الطلب على اختيار الشراء وزيادة سعره بالتبعية<sup>(2)</sup>، وبرأينا أن السبب في التوجه إلى الاختيارات في حالة ارتفاع أسعار الفوائد أن المستثمر يشتري كم كبير من الأسهم ويستثمر مبلغ صغير من المال، مقارنة مع شراء الأسهم والتي سوف يقوم بدفع كامل قيمتها، مما يجعله يدفع الفوائد بكم أكبر على المبلغ المستثمر مقارنة مع الفوائد المدفوعة على المبلغ المستثمر في الاختيارات فيكون العائد أكبر في استثمار الاختيارات عن الأسهم في حال أصاب المستثمر في الاختيار (أي تحققت توقعاته).

ويكون انخفاض المكافأة في اختيار البيع عندما ترتفع معدلات الفوائد، كي لا يكون في مقدور المحرر الحصول على معدل عائد مرتفع على استثمار قيمة المكافأة، بما يشجعه على تحرير الاختيار بسعر منخفض، خاصة وأنه في ظل ارتفاع أسعار الفائدة قد لا يحقق مشتري اختيار البيع ميزة إضافية، مقارنة بمشتري اختيار الشراء الذي يحقق ميزة انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ، وتفسير ذلك أنه إذا كان معدل الفائدة في السوق مرتفعاً فسوق يعني انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي يدفعه المشتري، بما يترتب عليه زيادة الطلب على اختيار الشراء وزيادة سعره في السوق بالتبعية، أما ارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة لاختيار البيع ففيه تكون القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي سيدفعه المحرر منخفضة، مما يزيد من عرض اختيار البيع وانخفاض سعره في السوق بالتبعية<sup>(1)</sup>.

#### سادساً: إجراء التوزيعات النقدية

في حال قرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات نقدية في تاريخ معين، فإنه يطلق على هذا التاريخ بتاريخ السجل، وإذا اشترى المستثمر السهم في اليوم التالي لذلك التاريخ فلن يكون له

---

(1) ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى أن يصبح أسعار الشراء للسهم أكثر تكلفة ورخص أسعار خيارات البيع ويرجع ذلك إلى تكلفة التمويل للسهم المستثمر محل التداول أكثر تكلفة فتصبح أسعار خيارات الشراء أقل تكلفة بينما تزيد تكلفة خيارات البيع، ويرجع ذلك إلى مدة الاختيار (سنة أشهر على الأكثر) نظراً لانخفاض أسعار الفائدة على الاستثمارات القصيرة الأجل لذلك نجد إن تأثير أسعار الفائدة على أسعار الاختيارات محدودة، حنفي: بورصة الأوراق المالية. 2003 ص 447. مرجع سابق

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 581. مرجع سابق

(1) هندي: سلسلة الأوراق المالية 2 الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 217. مرجع سابق

الحق في المطالبة بتلك التوزيعات، إلا أنه سيدفع في شرائه مبلغاً أقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم، وعادة يصاحب الانخفاض في القيمة السوقية للسهم انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حال اختيار الشراء، لأنه بانخفاض القيمة السوقية للسهم ينخفض احتمال تنفيذ الاختيار، ويعني ذلك انخفاض المخاطر التي قد يتعرض لها المحرر.

ويحدث العكس في حالة اختيار البيع، لأن انخفاض القيمة السوقية للسهم يتيح فرصة أكبر لوصول سعر السهم في السوق لمستوى أقل من سعر التنفيذ، مما يحقق لمشتري اختيار البيع بعض الأرباح، حيث يستطيع شراء السهم في السوق بالسعر المنخفض وبيعه للمحرر بسعر التنفيذ الذي عادة ما يكون مساوية للقيمة السوقية للسهم مثل إجراء التوزيعات وزيادة المخاطر التي يتعرض لها المحرر للاختيار البيع يتوقع أن تكون المكافأة المطلوبة أكبر<sup>(1)</sup>، والنتيجة أن التوزيعات المرتفعة تؤدي إلى تخفيض أسعار اختيارات الشراء بينما تؤدي إلى ارتفاع أسعار اختيارات البيع.

ويجب الإشارة إلى أنه إذا ما استحققت توزيعات متبقية لسهم ما خلال الفترة المتبقية من حياة الاختيار فلا تعدل عقود الاختيار تبعاً لذلك وإنما تنعكس بذلك على اختيارات الشراء واختيارات البيع هذه التوزيعات عند حدوثها<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثاني: هامش تأمين الاختيار

في عقود الاختيار لا يحتاج محرر الاختيار سواء كان اختيار شراء أو اختيار بيع لأي ضمان من قبل مشتري الاختيار، وذلك لأن المشتري يقوم بتغطية التزام للعقد بالكامل، والذي يتمثل في قيمة المكافأة دون أن يقدم المحرر شيئاً حتى تاريخ التنفيذ، بينما يكون مشتري الاختيار بحاجة إلى ضمان للتأكد من قدرة المحرر على التنفيذ، أي تسليم الأسهم محل الاختيار في حالة اختيار الشراء، أو دفع قيمة الأسهم في حالة اختيار البيع<sup>(1)</sup>، وإذا ما كانت التسوية نقدية يحتاج المشتري إلى ضمان وفاء من محرر الاختيار بما عليه من التزامات مالية عند التنفيذ.

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 62. مرجع سابق

(2) حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003-2004. ص 591. مرجع سابق

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 646. مرجع سابق

وبوجود مؤسسة التسوية (OCC)<sup>(1)</sup> أو مؤسسة تصفية الاختيار، والتي تضمن تنفيذ عقود الاختيار والذي يريح بال المستثمر، على عكس مؤسسة التسوية التي تخشى من فشل المحررين في تنفيذ ما عليهم من التزامات، ولتلافي ذلك ألزمت بورصات الاختيار المحررين بإيداع هامش Margin Requirement عن الصفقات التي تبرم لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، حتى يسمح لهم بتحرير الاختيار، كما فرضت بيوت السمسرة متطلبات أكثر شدة من هذا الصدد على اعتبار أنها مسئولة عن عملاتها في مواجهة مؤسسة التسوية، "وتعتبر التعليمات الخاصة بهامش التأمين إحدى أهم الوسائل التي تهدف السلطات المختصة منها الحفاظ على انضباط سلوك الوسطاء وعملاتهم وضمان سلامة العلاقة التي تنشأ بين حقوق و التزامات أطراف التعامل من مشتريين وبائعين"<sup>(2)</sup>.

وتزداد أهمية هامش الاختيار بسبب واقع التقلبات الشديدة التي باتت تشهدها مختلف أسواق الاستثمار في العقود الأخيرة والتي هي أكثر تأثيراً على نشاطات الأسواق الأسهم وأسواق العقود المستقبلية، منها أسواق الاختيار، لذا يعطي المشرعين لأعمال البورصات عناية خاصة لأوضاع هامش التأمين في هذه السوق<sup>(3)</sup>، ويحدد هامش تأمين الاختيار عن طريق تقدير المخاطر التي تتوقع المؤسسة بتحملها و تقدر بمقدار المسؤولية الملقاة عليها: ففي حالة اختيار الشراء تكون مسؤولية المحرر في تسليم السهم للمشتري مقابل دفع سعر التنفيذ المتفق عليه، أما حالة اختيار البيع فتكون مسؤولية المحرر تتمثل في دفع سعر التنفيذ المتفق عليه، مقابل حصوله على السهم محل الاختيار، فإذا أقدم المشتري على تنفيذ الاختيار يصبح هناك التزام على المحرر بان التنفيذ حقيقة واقعة، وتكون هنا مقدار المسؤولية هي التكاليف التي قد لا يلتزم فيها المحرر وهي فرق

<sup>(1)</sup> OCC (Option Clearing Corporation)

<sup>(2)</sup> أسعد: الاختيارات حقوق الشراء وحقوق البيع. 1997. ص 51. مرجع سابق

<sup>(3)</sup> هناك شروط للانتساب كعضو في الأسواق المالية سواء كان العضو شركة أو عميل، ومن ضمن هذه الشروط الخاصة في سوق فلسطين للأوراق المالية وهي: أن يقوم العضو بتسديد كافة الرسوم والعمولات والاشتراكات والفروقات التي تقررها السوق، ومن بينها البنود: بند أ- رسم الانتساب لعضوية السوق، بند ج- رسوم عضوية سنوية، د- عمولات التداول (وهذه العمولات هي التداول في بيع وشراء الأوراق المالية، ومن ضمنها الاختيارات والتي عرفها السوق المالي الفلسطيني على أنها نوع من أنواع الأوراق المالية، هـ - رسوم وعمولات مركز الإيداع والتحويل، - دوره الوسيط المعتمد - سوق فلسطين من الأوراق المالية.

السعرين سعر السوق الحالي وسعر التنفيذ أو تسليم الأسهم محل العقد للمشتري أو استلامها في حال كان العقد تحرير شراء والفكرة التي نود إيصالها أن هامش التأمين الذي يجب دفعه سيكون بحدود حجم تلك المخاطر، أي يتناسب معها.

ولا بد من التذكير أن هناك فرق بين اختيار المغطى والاختيار غير المغطى، ففي اختيار الشراء المغطى Covered Call Writing يمتلك المحرر بالفعل الأسهم التي حرر عليها اختيار الشراء، وبهذه الحالة لا ضرورة لمطالبة المحرر بهامش نقدي، لأنه في حال حصل المحرر على المكافأة من مشتري الاختيار أصبح لزاماً عليه أن يودع الأسهم محل الاختيار لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه، فإذا ما قرر المشتري تنفيذ الاختيار لن تظهر مشكلة عدم التزام من قبل المحرر، أما إذا انتهت صلاحية الاختيار أو أن المحرر اشترى اختياراً مماثلاً تماماً للاختيار الذي حرره Closing Purchase، أي قام بإقفال مركزه وهنا تعود الأسهم إلى يد المحرر<sup>(1)</sup>.

ويتم احتساب هامش تأمين الاختيار بالطرق التالية:

**أولاً: حساب هامش التأمين لاختيار شراء مكشوف**

بالنسبة لاختيار الشراء المكشوف Naked Call Writing بما أنه اختيار لا يملك فيه المحرر الأسهم محل العقد، فيلزم بتقديم هامش مقابل تحريره للاختيار، ووفقاً للقواعد المتبعة فإن الهامش المطلوب يحسب بأسلوبين يختار أكبرهما قيمة.

الأسلوب الأول يتحدد الهامش بمقدار المكافأة، مضافاً إليها 15% من قيمة الأسهم التي يتضمنها العقد ومطروحاً منه مقدار الفرق بين قيمة سعر التنفيذ والقيمة السوقية للسهم.

مثال (10) على هامش التأمين لاختيار شراء مكشوف

إذا كان عقد اختيار يتضمن 100 سهم بسعر تنفيذ للسهم 50 دولار وقيمه السوقية 48 دولار، وقيمة المكافأة 3 دولارات، ما هي قيمة الهامش؟

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 648. مرجع سابق

في ظل الأسلوب الأول = قيمة المكافأة + 15% من قيمة الأسهم السوقية = الفرق بين سعري التنفيذ والسوق.

$$\text{هامش التأمين} = 3 \text{ دولار} \times 100 \text{ سهم} + (15\% \times 4800) - (50 - 48) \times 100$$

$$= 300 + 720 - 200 = 820 \text{ دولار}$$

الأسلوب الثاني يتحدد الهامش بالقيمة الكلية للمكافأة مضافاً إليه 5% من القيمة السوقية للسهم محل الاختيار وهي كالتالي:

$$\text{هامش التأمين} = \text{قيمة المكافأة} + 5\% \text{ من قيمة الأسهم السوقية}$$

$$= (3 \times 100) + 5\% \times 4800$$

$$= 300 + 240 = 450 \text{ قيمة هامش التأمين لعقد اختيار الشراء.}$$

وبما أن قيمة الهامش تتحدد بأكبر القيمتين، (من بين الأسلوب الأول والأسلوب الثاني)، فيكون الهامش في هذا المثال يساوي 820 دولار فعلى المحرر إيداع مبلغ 520 دولار لأنه سبق أن اخذ مبلغ 300 دولار مكافأة يمكنه إيداعها لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه ويضيف له مبلغ 520 دولار تنمة الهامش المفروض عليه<sup>(1)</sup>، ولو أن سعر التنفيذ لهذه الصفقة كان 55 دولار لأصبحت الهامش في ظل الأسلوب هو أكبر من الهامش في الأسلوب الأول ويؤخذ في هذه الحالة بالأسلوب الثاني.

### ثانياً: بالنسبة لاختيار البيع

إذا كان رصيد حساب المحرر لدى بيت السمسرة دائماً بمبلغ يعادل قيمة التنفيذ للصفقة كلها (عدد الأسهم × سعر التنفيذ للسهم) أي أن المحرر يملك مبلغ مودع في بيت السمسرة أو أوراق مالية مودعة لدى البيت بقيمة مساوية لقيمة الأسهم أو حتى أكثر، حينئذ لا داعي لوجود

<sup>(1)</sup> يستطيع المحرر إيداع ادونات خزائه لدى بيت السمسرة بدلاً من إيداع مبالغ نقدية، وبذلك يضمن الحصول على عائد

من وراء الهامش المودع. French , 1989. p. 416

هامش اختيار، لأنه يعتبر في هاتين الحالتين أنه مقضي بالكامل، ويمكن للمحرر سحب قيمة المكافأة طالما رصيده النقدي أو ما يعادله من أوراق مالية لا تقل عن قيمة التنفيذ للصفقة، أما إذا لم يكن المحرر مالك ما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة في حسابه لدى بيت السمسرة، فعلية تدبير قيمة الهامش ويتحدد بذات الأسلوبين المستخدمين في تحديد هامش اختيار الشراء على أن يختار أيهما أكبر قيمة مع اختلاف أنه في ظل الأسلوب الأول يتحدد البند الثالث بطرح سعر التنفيذ من القيمة السوقية للسهم وليس العكس<sup>(1)</sup>.

مثال (11) على قيمة الهامش لاختيار البيع

في ظل الأسلوب الأول: إذا كان سعر التنفيذ 3 دولا والقيمة السوقية للسهم 27 دولار، والمكافأة 4 دولار، وحجم الصفقة 100 سهم أي عقد اختيار واحد.

هامش التأمين = قيمة المكافأة 15% من القيمة السوقية للأسهم<sup>(2)</sup> - (سعر السهم السوقية - سعر التنفيذ للسهم) ←  $100 \times 4 + (100 \times 15\% \times 27) - (100 \times (30 - 27))$

$$= 400 + 405 - (300 -) = 1105 \text{ هامش التأمين}$$

قيمة الهامش للاختيار البيع في ظل الأسلوب الثاني

$$= \text{قيمة المكافأة} + 5\% \text{ من القيمة السوقية للأسهم}$$

$$= 100 \times 4 + (100 \times 5\% \times 27) = 135 + 400 = 535 \text{ دولار}$$

وظالما أن الهامش يتحدد بالقيمة الأكبر فإن القيمة المطلوبة تصبح هي 1105 دولارات، وحيث أن المكافأة يمكن أن تستخدم في تغطية جزء من الهامش، فيصبح لزاماً على المحرر أن يدفع مبلغاً قدره 605 دولارات (1105 - 400).

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 649. مرجع سابق

(2) ولا بد من ضرورة التنبيه إلى أن النسبة المأخوذة فيها في هذه الأمثلة 15% أو 5% من قيمة السهم السوقية هي افتراضية في هذا المثال وليس قانونية أو ثابتة وتكون هذه النسبة ثابتة أو بشكل قانون طبقاً للوائح والتشريعات في كل سوق مالي والتي تختلف من سوق إلى آخر ومن فترة إلى أخرى طبقاً لإصدارات اللوائح في هذه الأسواق.

هذا وبغض النظر عن نتيجة حساب الهامش في عقود الاختيار سواء كان بيع أو شراء فإن هناك حداً أدنى لقيمة الهامش تبلغ 2.5 دولار للسهم الواحد داخل صفقة الاختيار، وعلى عكس الهامش، ذلك أن الاختيار نفسه ينطوي على قدر كبير من الرفع، وبالتالي يصبح من غير المعقول أن يضاف المزيد منه، من خلال السماح للمحرر بالافتراض من على حساب الهامش<sup>(1)</sup>.

وفي الواقع أن دفع الهامش التأمين الأولي المشار إليه قد يتبعه تغيرات أخرى تبعاً لحركة الأسهم أو الأصل في السوق فإذا كان مؤشر حركة السوق يؤثر على مبلغ الهامش فيكون على المحرر أن يسدد الفرق وفق نظام صيانة الهامش، وتصبح حسابات الهامش اليومية أكثر تعقيداً كلما تعددت نشاطات البائع لمختلف الأصول وكلما زادت اضطرابات السوق، وبما أن سياسات الهامش ليس موحدة في الأسواق حتى في السوق الواحد، حيث أعطى القانون للوسطاء الحق في وضع السياسات التي يرونها مناسبة لحماية أنفسهم في تعاملهم مع عملائهم في هذا الشأن، كما تقوم مؤسسة OCC بتغيير قواعد الهوامش التأمينية بين الحين والآخر وفقاً لتطور أوضاع السوق ودرجات الخطر<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثالث: تأثير سوق الاختيار على السوق الحاضرة

يعتبر الاختيار بمثابة ورقة مالية ليس لها قيمة اقتصادية، فهو لا يخول لحامله أصول اقتصادية كما لا يعد سبباً لجلب المدخرات التي تعتمد عليها المنشآت في تمويل اقتراحاتها الاستثمارية، وفي حقيقة الأمر لا توجد علاقة نهائياً بين المنشأة وبين عقود الاختيار على أسسهما، مع ذلك يبقى السؤال مطروح عن طبيعة العلاقة بين المنشأة وعقود الاختيار؟

"يجيب جيست بان سوق الاختيار أساساً هو سوق مضاربة، ولذلك هو لا يجذب موارد المستثمرين الرئيسيين أو الذين يستثمرون أموالهم بهدف تنمية ثروتهم من خلال ازدياد في القيمة السوقية للأوراق المالية خاصتهم، أو حتى المستثمرين الذين يهدفون للحصول على

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 256. مرجع سابق.

(2) أسعد: الاختيارات حقوق الشراء وحقوق البيع. 1997. ص 56. مرجع سابق

توزيعات دورية تفي بمتطلباتهم المعيشية، فالمستثمرين الذين يتعاملون في سوق الاختيار هم مستثمرون في السوق الحاضر، فيهدف تغطية مراكزهم في هذا السوق يتعاملون في سوق الاختيار، وهم غالباً ما يكونوا من صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد كافية تمكنهم من تغطية من خلال التنويع للمحفظة الاستثمارية<sup>(1)</sup>.

ويضيف جيست أن سوق الاختيار قد تكون أداة لجلب الموارد للسوق الحاضر، وذلك من خلال التغطية المتوفرة في سوق الاختيار على استثمار أسهم في السوق الحاضر، فالبعض من المستثمرين يخشى من المخاطرة في الأسواق الحاضر، وبوجود الأسواق المستقبلية تعد بمثابة سلسلة حماية لادخاراتهم<sup>(2)</sup>، ويقال أن التعامل في سوق الاختيار على أساس الرفع يعد بديلاً أفضل من التعامل النقدي الجزئي في السوق الحاضر، مما يؤدي إلى حرمان السوق الحاضر من موارد كانت تستثمر فيه لو لم يوجد سوق الاختيار.

وإجابة على هذا الانتقاد أن مستثمري السوق الحاضر الرئيسيون ليست أسواق الاختيار هي المكان الرئيسي لتعاملاتهم، وان الرفع في سوق الاختيار ليس له تأثير على التعامل في الأسواق الغير منظمة، لأن التعامل في تلك السوق عادة ما يكون على أسهم منشآت صغيرة الحجم لا يتوقع أن تكون أسهمها مدرجة في سوق الاختيار، كما أن البيع النقدي الجزئي في تلك الأسواق عادة يكون عند حده الأدنى بسبب صغر القيمة السوقية للسهم وبسبب نوعية المستثمرين.

وفي دراسة أجراها مركز تحليل الإدارة Management Analysis Center على أنه لا يوجد تأثير على الإطلاق لتعاملات بورصة شيكاغو على حجم الموارد المالية المتاحة للسوق الحاضر<sup>(1)</sup>.

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 622. مرجع سابق. نقلا عن (Geisst,1989, P. 135)

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 264. مرجع سابق

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 624. مرجع سابق. نقلا عن Robbins & Stobaugh. (1977).

أما بالنسبة لتأثير سوق الاختيار على السوق الحاضر بمدى استقرار أسعار الأسهم فيكون بسبب العقود التي تتم في أسواق الاختيار على أسهم منشأة مسجلة في السوق الحاضر قد تفوق عدد أسهم رأس مال منشأة، وإذا ما قام كل من يملك اختيارات هذه الشركة بتنفيذ عقود الاختيار على هذه الأسهم لتعرضت المنشأة لتقلبات شديدة.

إلا أنه قد تم إنشاء سوق اختيار عام 1973 وإنشأ بعدها العديد من الأسواق وحتى نهاية التسعينيات من القرن الماضي لم يذكر أي تقرير رسمي أو غير رسمي على أنها (سوق اختيار) كانت سبباً أو لعبت دوراً في أزمة يوم الاثنين الأسود<sup>(1)</sup>، ومع ذلك يلاقي سوق الاختيار انتقادات بالرغم من النجاح الذي حققه في العالم، حيث إن ارتفاع نسبة الرفع فيه جعلت مزاياه محصورة على المضاربيين والمستثمرين المحافظين الذين يرغبوا في تغطية مراكزهم الاستثمارية، إضافة إلى أنه ليس للاختيار قيمة اقتصادية واضحة فهو ليس أداة تمويل للمنشآت ولا أداة تتيح للمستثمر امتلاك فعلي لأصل ملموس، ومع ذلك يؤكد البعض أنه لا يوجد ما يدل على إن لتلك الأسواق تأثير سلبي على الأسواق الحاضرة<sup>(2)</sup>.

---

(1) للمزيد عن أزمة يوم الاثنين الأسود ارجع إلى الفصل الثاني من هذه الرسالة

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 268. مرجع سابق

## الفصل الخامس

إستراتيجيات الاستثمار في عقود الاختيار والمعالجة الضريبية لها

## الفصل الخامس

### إستراتيجيات الاستثمار في عقود الاختيار والمعالجة الضريبية لها

تناولت في الفصول السابقة أهمية عقود الاختيار والهدف من التعامل فيها كأداة مالية في الأسواق المالية وأسواق الاختيار بشكل خاص، وفي هذا الفصل عرضت الإستراتيجيات التي يستخدمها المتعاملون في الاختيار لتحقيق أغراضهم وكان المبحث الأول عن الإستراتيجيات تقوم على اختيار واحد، والثاني عن إستراتيجيات تتضمن تشكيلة من الاختيار، أما المبحث الثالث فكان عن المعالجة الضريبية لعقود الاختيار.

#### المبحث الأول: الإستراتيجيات التي تقوم على اختيار واحد

وتتم دراسة الإستراتيجيات التي تقوم على إستراتيجية اختيار واحد من خلال دوافع المشترين، دوافع الباعين، وإستراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعرية مختلفة.

#### الفرع الأول: دوافع المشترين

هناك دوافع لمشتري اختيار الشراء لدى مختلف المستثمرين ودوافع لمشتري اختيار البيع وتم عرضها كما يلي.

#### أولاً: دوافع امتلاك اختيار الشراء

يمكن التمييز بين أربعة دوافع لامتلاك اختيار الشراء وهي<sup>(1)</sup>:

#### 1- امتلاك اختيار الشراء

وهذا دافع للاستثمار دون التعرض للمخاطر، فالمستثمر الذي يقوم بشراء أسهم من السوق الحاضر يخشى أن تنخفض قيمتها السوقية، فيجد أن من المناسب له أن يشتري اختيار شراء من سوق الاختيار بدلاً من شراء السهم من السوق الحاضر، ويترتب على هذا القرار

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص270. مرجع سابق

في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، أن مشتري الاختيار خسر قيمة الارتفاع سعر الأسهم ناقصاً مقدار المكافأة المدفوعة للمحرر، ويوضح المثال التالي ذلك.

مثال (1) عن الشراء بدافع التملك

لو أن مستثمراً يريد استثمار مبلغاً من المال، ولديه خيارين ما بين شراء سهم من السوق الحاضر بسعر (50) دولار للسهم، أو أن يشتريه من سوق الاختيار بشرائه لعقد اختيار بسعر (50) وتاريخ تنفيذ شهر تموز، ودفع بالمقابل مكافأة اختيار لمحرر الاختيار قدرها (3) دولارات، سيكون هناك احتمالات، الأول احتمال ارتفاع السهم ليصل إلى سعر 60 دولار في تموز.

ستكون النتيجة أن المستثمر سوف يربح (10) دولارات في كل سهم (50-60) دولار لو أن المستثمر اشترى الأسهم مباشرة من السوق الحاضر، أما في حالة شراءه للاختيار فسينقص ربحه بمقدار (3) دولار قيمة المكافأة التي دفعها، حيث سيقوم مشتري الاختيار بتنفيذه بسعر (50) دولار ليعيد بيعه بسعر (60) دولار ويحقق ربحاً صافياً (7) دولارات بعد خصم قيمة المكافأة التي سبق وان دفعها (3-10) والناتج عبارة عن (7) دولار ربح صافي لكل سهم.

الاحتمال الثاني انخفاض القيمة السوقية للسهم لتصبح (43) لو أن المستثمر قام بشراء السهم من السوق الحاضر سوف يخسر (7) دولارات (43-50) بينما مشتري الاختيار وبسبب انخفاض السعر فلن يلجأ إلى تنفيذ الاختيار وستحدد خسارته - غير القابلة للرد - التي دفعها للمحرر وهي (3) دولار للعقد.

لذا المستثمر في سوق الاختيار هو شخص يخشى التعرض للمخاطر، ففي حالة ارتفاع الأسعار للسهم (في حالة شراء حق اختيار) فإن مشتري العقد الاختيار سوف يربح أقل من مشتري السهم من السوق الحاضر وسوف يخسر أقل من مشتري السهم في حال انخفضت أسعار الأسهم، وتبقى خسارة مشتري اختيار الشراء محصورة بالمكافأة، حتى لو أن السعر بقي ثابتاً وهو الاحتمال الثالث ولن يخسر أو يربح مالك السهم، والنتيجة الأكيدة أن مشتري الاختيار يعلم بالحد

الأعلى لخسارته، على عكس مشتري السهم والذي يزداد خسارة بتتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم.

## 2- دافع المضاربة

يعرف المضارب بأنه احد المتعاملين في السوق الذي لا تحدده رغبة شراء السهم وامتلاكه لفترة طويلة، بل يقوم بشراء السهم لفترة قصيرة للاستفادة في أي تغيرات سعرية متوقعة (بالزيادة) للسهم في وقت قريب وبالتالي بيعه وكسب الربح<sup>(1)</sup>، فيحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته وهي ارتفاع سعر الأصل في السوق بأقل من سعر التنفيذ، ولكن السؤال هنا ما هو الفرق بين دافع المضاربة ودافع الاستثمار دون التعرض للمخاطر طالما أن المستثمر في النهاية سوف يشتري عقد الاختيار.

سبق وشرحنا عن المستثمر الذي يملك القرار في أن يشتري سهم السوق الحاضر أو عقد الاختيار من سوق الاختيار، ومزايا وعيوب كلا الاختيارين، والفرق بين المستثمر الأول والمستثمر الذي يستثمر بدافع المضاربة أن الثاني لا يملك غالباً الموارد الكافية حتى يستطيع شراء السهم فلا يكون أمامه اختيار سوى التعامل في سوق الاختيار، وقد يملكها ولا يرغب في استخدامها في استثمار كهذا.

### مثال (2) على دافع المضاربة

إذا كان سعر السهم في السوق (40) دولار بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر تموز (40)، مكافأة قدرها (2) دولار للسهم، فما على المضارب إلا أن يقدم مقدار المكافأة على عقد الاختيار المكون من 100 سهم، وبالتالي يطلب منه تقديم مبلغ (200) دولار (2 دولار × 100 سهم) وذلك لشراء عقد اختيار كامل، أما في حال أنه تعامل في السوق الحاضر فإن عليه أن يوفر مبلغ (4000) دولار (40 × 100 دولار)، وحتى لو اتبع أسلوب الشراء النقدي الجزئي لتلك الأسهم، والذي يساوي 50% من قيمة المبلغ أي يجب دفع مبلغ (4000 × 50%) 2000 دولار مبدئياً، وهنا يظهر الفرق الكبير بين التعامل مع أسواق الاختيار والسوق الحاضرة.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص272. مرجع سابق

في شهر تموز وفي حال تحققت توقعات مشتري الاختيار وأصبح سعر قيمة السهم السوقية (48) دولار يتوجه المشتري إلى السمسار الذي اشترى له عقد الاختيار، ويطلب تسوية نقدية Cash Settlement للعقد، حيث أنه ليس بحاجة للأسهم، ويقوم المحرر بدفع فرق السعر وقدره (8) دولارات للسهم الواحد فيحقق المضارب (800) دولار ((48-40)×100) وقد سبق ودفع (200) دولار مكافأة (100 سهم×2 دولار) فيكون صافي ربحه 600 دولار (800-200).

من الملاحظ أن نسبة الربح هي 300%،  $(200 \div 600) \times 100\%$ ، أي (مقدار الربح الناتج مقسوم على المبلغ المستثمر) × المبلغ المستثمر.

ولكن في حال انخفض الأسعار إلى أي حد، كما ذكرنا سابقاً لن يقوم المشتري بتنفيذ الاختيار وبالتالي ستكون أكبر خسارة يخسرها المستثمر هي قيمة المكافأة أي كامل مبلغ الاستثمار  $(200 \div 200) \times 100\% = 100\%$ .

### 3- دافع التغطية على المكشوف

يقصد بالبيع على المكشوف قيام المضارب ببيع أسهم لا يملكها بالسعر الجاري في السوق، ويكون ذلك بان يقترض المضارب السهم من احد السماسرة، على أمل أن ينخفض سعره في المستقبل، ويقوم بشرائه وإعادته للسمسار، وتحقق من وراء ذلك ربحاً يتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للسهم<sup>(1)</sup>، إلا أن المضارب يخشى في هذه الصفقة أن يرتفع سعر السهم بدلاً في انخفاضه وبالتالي يضطر إلى شراء السهم بالسعر المرتفع من السوق كي يستطيع تغطية مركزة وبذلك تخسر هذه الصفقة.

ويستطيع المضارب أن يشتري السهم من السوق الحاضر، من خلال أمر إيقاف، بان يطلب من السمسار المسارعة بشراء السهم، إذا كان سعر السهم في حالة ارتفاع إلى حد معين أو تعدها وذلك في محاولة للحد من الخسائر المحتملة.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 273. مرجع سابق

إلا أنه يعاب على أوامر الإيقاف<sup>(1)</sup>، أنها لن تكون دائماً منفذاً للهروب من الخسارة أو تخفيضها فيجب على المضارب أن يكون لديه من المعلومات ما يؤكد تنامي ارتفاع سعر السهم قبل أن يصدر أمر الإيقاف، لأن إصدار أمر الإيقاف لن يكون دائماً من صالح المضارب، فإذا كان سعر السهم يرتفع إلى المستوى المحدد في أمر الإيقاف وقام السمسار بشرائه للمضارب، ثم ما يلبث سعر السهم ينخفض عقب ذلك – قد يكون انخفاض حاد – وبالتالي سوف يخسر المضارب الذي سوف يضطر بيع الأسهم بالسعر المنخفض بعد أن قام بشرائها بسعر مرتفع، وفي حالة أخرى قد يرتفع سعر السهم ليصل مستوى قريب جداً من المستوى المحدد لأمر الإيقاف دون أن يبلغه وبالتالي لن يقوم السمسار بشرائه، كما يحتمل أن لا يستطيع السمسار الشراء بالسعر المذكور في أمر الإيقاف ويضطر الشراء بسعر أعلى منه مما يزيد الخسارة.

ونصل إلى نتيجة أن الدافع للتغطية على المكشوف كان بسبب عدم التأكد بشأن حجم الخسارة المتوقعة للمضارب في حال ارتفاع سعر السهم في اختيار البيع، ولتجنب ذلك العيب يستطيع المضارب إبرام عقد اختيار شراء في ذات اليوم الذي أبرمت فيه صفقة البيع على المكشوف، وغالباً ما يكون سعر التنفيذ للسهم مساوياً لسعره في صفقة البيع على المكشوف، ليضع المضارب حداً لخسارته التي قد يتعرض لها، وهي تمثل مقدار المكافأة التي دفعها للمحرر من جهة ومن جهة أخرى فإن المبلغ المستثمر في شراء الاختيار اقل بكثير من المبلغ الذي على المستثمر دفعه لو أنه اشترى الأسهم ذاتها مباشرة خلال أمر الإيقاف<sup>(2)</sup>، ويستخدم هذا الدافع أو الغرض لغرض التحوط، لأنها وسيلة تحوط تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع الأسعار.

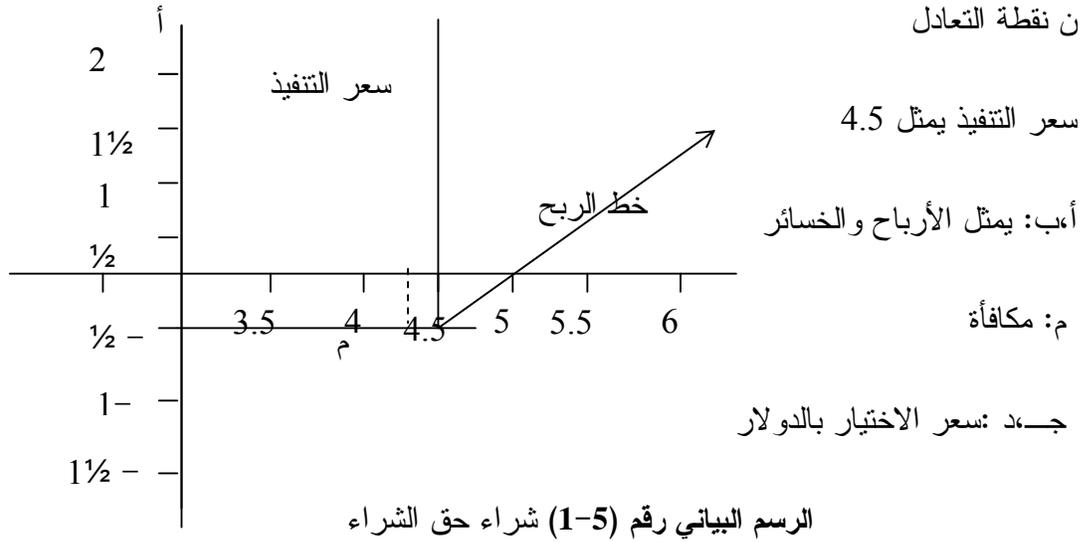
#### 4- الدافع النفسي

قد يشتري المستثمر اختيار الشراء لدوافع نفسية لأنه يتفاعل بامتلاك هذا السهم ويريد دوماً أن يكون مالك لهذا النوع من الأسهم أملاً منه في تحقيق الأرباح، إلا أنه في الوقت نفسه يخشى

(1) أوامر الإيقاف هي التي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معيناً أو تعده، ففي أوامر البيع يلزم السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، أو بالنسبة لأمر إيقاف الذي يتعلق بالشراء فيلزم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معيناً أو تعده، هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 274. مرجع سابق

الخسارة من أن يشتري السهم من السوق الحاضر مباشرة خوفاً من انخفاض سعر السهم السوقي، فيقوم المستثمر بشراء عقد الاختيار لهذا السهم، وفي حال ارتفع سعر السهم في السوق فسوف يحقق ربحاً يقل بقدر المكافأة التي دفعها للمحرر كما كان سوف يربحه لو اشترى السهم من السوق أما إذا انخفض سعر السهم فستكون خسارته العظمى مقدار المكافأة، وعادة يكون دافع المستثمر النفسي في شراء أسهم لشركة معينة نتيجة للأرباح التي سبق وحققها من شرائه لهذه الأسهم التي تترك في نفسه أثراً طيباً يتفاعل بإعادة التعامل بأسهمها.



- من الرسم البياني السابق رقم (1-5) يتبين أن خسارة مشتري الحق تتمثل بقيمة المكافأة وهي محدودة قيمتها  $\frac{1}{2}$  دولار للسهم.

- قيمة المكافأة تساوي 0.5 وقيمة سعر التنفيذ للسهم = 4.5 لذا سعر التعادل = 5 دولار  $(0.5 + 4.5)$ .

- نلاحظ أن نقطة التعادل<sup>(1)</sup> (ن) تبعد عن سعر التنفيذ بمقدار بعد المكافأة.

<sup>(1)</sup> نقطة التعادل هنا النقطة التي يكون فيها سعر السهم السوقي يساوي سعر التنفيذ لعقد الاختيار + قيمة المكافأة (أي ربح وخسارة المشتري = صفر). وتختلف عن مفهوم السعر العادل والذي يرضى فيه كل من مشتري الاختيار وباتعه على اعتبار مهم في جوهر عملية التسعير، حيث يبحث المتخصصون دوماً على طرق لتحديد قيمة حق الاختيار العادل والتي تمثل القيمة الحقيقية لحق الاختيار + القيمة الزمنية، وتتلاقى هاتان القيمتان لتكونا سعر الاختيار الإجمالي.

- أي ارتفاع للسعر أكثر من 5 دولار بمعنى تحقيق الربح لمشتري الاختيار وإذا لم يرتفع سعر السهم في السوق أو بقي محدداً لسعر التنفيذ تتحدد خسارة المشتري بقيمة المكافأة (1/2) دولار.

وبذلك تظهر محدودية المخاطر في ظل إستراتيجية اختيار البيع مقارنة باختيار إستراتيجية البيع على المكشوف، مع أن أرباح المضارب في البيع على المكشوف هي أكبر من أرباح مالك اختيار البيع بقيمة المكافأة إلا أن خسارة الأول هي غير محددة في حال ارتفعت أسعار الأسهم في السوق على عكس مالك اختيار البيع والذي تتحدد خسارة بالمكافأة.

ويبقى السؤال لماذا يتعامل المضاربين بعمليات البيع على المكشوف طالما أن التعامل باختيار البيع وسيلة آمنة أكثر ذات مخاطر أقل؟

يوجد هناك أكثر من سبب لذلك أولهما أن البيع على المكشوف لا ينطوي على أي استثمار من قبل المضارب فلا يتطلب منه دفع مكافأة كما في سوق الاختيار، ثانيها أن احتمالات انخفاض الأسعار قد تكون كبيرة (شبه مؤكدة) بشكل يشجع المضارب على البيع على المكشوف بدلاً من خسارة المكافأة التي سوف يدفعها في حال استخدم اختيار البيع، وثالثهما قد تكون الميول الشخصية للمضارب تجعله يفضل البيع على المكشوف بدلاً من التعامل في سوق الاختيار<sup>(1)</sup>، ونستطيع أن نضيف أن التعامل في الأسواق المالية بشكل عام يتضمن المخاطر ويحتاج إلى الجرأة في الإقدام على التعامل فيها، وبالتالي الذي يتوقع المخاطر قد لا يكثر من زيادة القليل من المخاطرة، حيث زيادة توقع المخاطر تقابلها زيادة في الأرباح المتوقعة أو الخسائر في المقابل.

### ثانياً: دوافع امتلاك اختيار البيع

أهم الدوافع لشراء اختيار البيع أما دافع المضاربة على انخفاض القيمة السوقية للسهم أو دافع التغطية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأسهم يمتلكها المستثمر.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 277. مرجع سابق

## 1- دافع المضاربة

يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق البيع إذا ما تحققت توقعاته وانخفضت أسعار السوق عن سعر التنفيذ بأعلى من قيمة المكافأة، والمتعامل في هذه الحالة لا يملك الأصول المالية التي سوف تباع وإنما يضارب على ارتفاع سعر حق الاختيار أو الاستفادة من فرق سعر التنفيذ مع سعر السوق<sup>(1)</sup>، فيمكن المضارب اغتنام الفرصة وتحقيق الأرباح أما بيع السهم على المكشوف أو شراء اختيار بيع.

### مثال (3) على البيع على المكشوف

فإذا باع السهم على المكشوف بالسعر الجاري فرضاً 50 دولار ثم حدث انخفاض في القيمة السوقية للسهم إلى 40 دولار، يمكنه شراء السهم من السوق بسعر 40 دولار وإعادته للمسار الذي اقضه إياه محققاً ربحاً 10 دولارات للسهم.

أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم لتصل إلى 60 دولار مثلاً، سوف يتعرض المضارب إلى خسارة كبيرة في كل سهم (60-50) بمقدار 10 دولار،  $10 \times 100 = 1000$  سهم 1000 دولار لكل عقد. والسؤال كيف نتلاشى هذه الخسارة المحتملة؟

### مثال (4) على امتلاك اختيار بيع بدافع المضاربة

ننتقل إلى الأسلوب البديل وهو شراء اختيار بيع على تلك الأسهم وسوف تفترض أن قيمة الاختيار على السهم الواحد 3 دولارات وتاريخ التنفيذ شهر تشرين أول، وسعر التنفيذ 50 دولار فإذا انخفضت قيمة السهم في السوق إلى 40 دولار حينئذ، سيقوم المضارب بتنفيذ اختيار البيع بان يشتري السهم بسعر 40 دولار وبيعه بسعر 50 دولار محققاً ربح مقداره 10 دولارات للسهم الواحد (50-40) 10 دولار للسهم،  $10 \times 100 = 1000$  إجمالي الربح، وبما أنه سبق ودفع مبلغ المكافأة مبلغ (3 دولار  $\times$  100 سهم) 300 دولار فتكون صافي أرباحه 1000-300=700 دولار.

(1) حبش: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 187 مرجع سابق

أما إذا لم تتحقق توقعات المضارب وارتفع سعر السهم إلى 60 دولار فكل ما سيفعله المضارب هو عدم تنفيذ عقد الاختيار وتنحصر خسائره في قيمة المكافأة التي سبق ودفعها للمحرر وقدرها 300 دولار.

## 2- دافع التغطية:

يقوم المستثمر بشراء اختيار بيع بدافع التخلص من المخاطر الخاصة بالمنشأة التي يملك من أسهمها، وتكون هذه المخاطر نتيجة انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة، وبسببها قد يتعرض المستثمر للخسارة ويطلق على تلك المخاطر بالمخاطر غير المنتظمة<sup>(1)</sup> أو مخاطر ألفا Alpha Risk، فالمستثمر الذي يملك أسهم المنشأة يخشى أن تتعرض المنشأة لمخاطر تؤدي إلى انخفاض في قيمة أسهمها، ويستطيع المستثمر تجنب هذا النوع من المخاطر غير المنتظمة بتنوع المحفظة الاستثمارية خاصته، إلا أنه قد لا يمكنه ذلك إذا كانت حجم موارده المتاحة صغيرة، فيكون شراء اختيار بيع لتغطية مركزة هو من بين البدائل الممكنة له.

فإذا كان سعر التنفيذ في عقد الاختيار مساوياً للقيمة السوقية التي اشترى منها السهم، في حال انخفضت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ حينئذ يقوم مشتري الاختيار بتنفيذ العقد أي بيع السهم بسعر التنفيذ المتفق عليه، محدداً خسائره بمقدار المكافأة التي سبق له دفعها، أما في حال ارتفاع سعر سهم المنشأة، فلن يكون المستثمر بحاجة إلى تنفيذ اختيار البيع، وبالتالي ستحدد خسارته بمقدار قيمة المكافأة، كما أنه بذلك يحقق أرباحاً تتمثل بالفرق بين سعر شراء السهم وقيمته السوقية التي ارتفعت، وبذلك يكون المستثمر قد واجهه المخاطر غير المنتظمة التي قد يتعرض لها<sup>(2)</sup>.

أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة العامة التي تصيب أسهم كافة المنشآت المطروحة للتداول في أسواق رأس المال فلا يمكن مواجهتها بعقد اختيار على سهم معين، بل ينبغي التعامل في

(1) المخاطر غير المنتظمة قد يكون سببها المنشأة ذاتها أو الصناعة التي تنتمي إليها مثل مخاطر سببها ضعف في الإدارة أو مخاطر الدورات التجارية التي تتعرض لها الصناعة التي تعمل فيها المنشأة.

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 279. مرجع سابق

عقود اختيار على مؤشرات السوق فهذه المؤشرات تعكس حالة السوق، فإستراتيجية التغطية من خلال تلك المؤشرات كفيلة بالتغلب على المخاطر المنتظمة (المخاطر من الارتفاع في أسعار الأسهم أو الانخفاض)، رغم أن أثارها تمتد لأسعار الأسهم المتداولة في السوق كافة.

مثال (5) على استعمال التغطية بغرض التحوط

افتراض أن أحد البنوك سوف يستلم 500.000 دولار مقابل بيع مارك بعد ثلاثة شهور نتيجة نفس القيمة آجل ثلاثة شهور وهو يتوقع انخفاض سعر الدولار خلال هذه الفترة، لكي يتجنب البنك المخاطر انخفاض سعر الدولار نفترض أن البنك اشترى حق اختيار بيع دولار بسعر 1.53 وهو سعر التنفيذ علماً أن سعر الدولار الآني 1.55 مارك/دولار وسعر المكافأة 1.5% من المارك لكل دولار وان البنك اشترى حق بيع بمبلغ 5000.000 دولار.

الحل: نحتسب العلاوة كالتالي:  $1.5 \div 100 \times 500.000 = 7500$  مارك

يصبح في هذه الحالة صافي السعر الذي سوف يستلمه البنك في حالة تنفيذ حقه في البيع هو:  $1.5300 - 0.0150 = 1.515$  مارك لكل دولار.

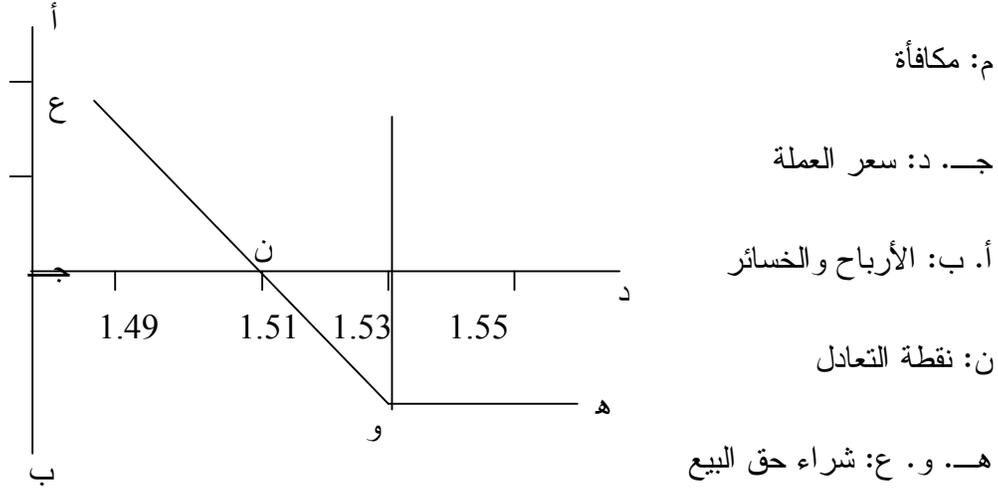
بفرض أن أسعار الدولار/مارك بتاريخ الاستحقاق — بعد ثلاثة شهور — أصبح سعر الدولار/ مارك 1.48 فإن البنك سوف يمارس حقه في البيع وسوف يسلم 500.000 بسعر التنفيذ 1.53، ربح البنك =  $(1.48 - 1.53) \times 500.000 = 25000$  مارك

صافي ربح البنك =  $500.000 (1.48 - 1.515) = 17500$  مارك

أما إذا لم يشتر البنك حق البيع فيكون قد تسبب بخسائر نتيجة انخفاض الأسعار، بينما هو حسن مركزه المالي بصافي الربح البالغ 17500 مارك.

الحالة الأخيرة إذا أصبح سعر الدولار بتاريخ الاستحقاق 1.56 مارك / دولار (أعلى من سعر التنفيذ) أي الأسعار اتجهت بعكس ما توقع البنك فلن يمارس حقه في البيع وسوف يبيع ما يملكه من الدولارات بسعر السوق، وسوف يكون مقدار ربحه الفرق بين سعر الدولار السابق

والسعر الحالي الذي ارتفع ليصل له ومن ثم تنخفض قيمة المكافأة التي سبق ودفعها البنك، أما بالنسبة لخسارة البنك في حال انخفضت أسعار الدولار فتتحدد خسائر البنك بمقدار المكافأة<sup>(1)</sup>.



الرسم البياني رقم (5-2) شراء حق البيع

### الفرع الثاني: دوافع البائعين

في البداية لا بد من التمييز بين دافع تحرير اختيار الشراء ودافع تحرير اختيار البيع وذلك من منطلق أن المحرر هو بائع الاختيار.

#### أولاً: دافع تحرير اختيار الشراء

محرر اختيار الشراء هو البائع لهذا الحق، والذي يعطي المشتري الحق في ممارسة عملية الشراء بان يشتري منه السلعة أو الأصل المعين بسعر محدد (سعر التنفيذ) ضمن فترة معينة، وبعبارة أخرى هو ملتزم ببيع الأصل المعين في العقد بسعر التنفيذ مهما كان السعر السائد في السوق<sup>(2)</sup>.

أما بالنسبة لدوافع تحرير اختيار الشراء فهي التغطية، وتحقيق المزيد من الأرباح، والاستفادة من الزيادة في سعر الاختيار أي ارتفاع قيمة المكافأة أكثر من مما ينبغي.

(1) حبش: الأسواق المالية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 190. مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 192. مرجع سابق

## 1- دافع التغطية

إن للمخاطر غير المنتظمة والتي ترتبط بالمنشأة الصناعية التي تنتمي إليها، آثار عكسية على القيمة السوقية للسهم الذي أصدرته تلك المنشأة، وبالتالي تُلحق الخسائر بالمستثمر مالك هذا السهم، وسبق وذكرنا أن شراء المستثمر اختيار بيع يحقق التغطية ضد تلك المخاطر، إلا أن ذلك ليس المخرج الوحيد الذي يتيح سوق الاختيار، إذ يمكن للمستثمر تحرير اختيار شراء في محاولة لتعويض بعض الخسائر التي قد يتعرض لها<sup>(1)</sup>.

### مثال (6) على التغطية:

إذا اشترى المستثمر سهماً بسعر 40 دولار، ثم حرر عليه اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر تشرين الثاني 40 دولار، ومكافأة قدرها 3 دولارات للسهم، وإذا افترضنا أن سعر السهم ارتفع في السوق عن سعر التنفيذ، حينئذ سيطلب مشتري الاختيار تنفيذه، أي يقوم محرر الاختيار بتسليم السهم إلى المشتري بسعر التنفيذ، ويكون بذلك المحرر قد حقق ربحاً صافياً يتمثل في قيمة المكافأة على العقد (100 سهم) وقدرها (3 دولار × 100 سهم) 300 دولار، وذلك على أساس أن السهم قد سبق شراؤه بسعر يعادل سعر التنفيذ للاختيار، أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى ما دون سعر التنفيذ - الذي هو ذاته سعر شراء السهم - فلن يقوم مشتري الاختيار بتنفيذه، ويكون المحرر قد حصل على قيمة المكافأة (300) دولار والتي تعوضه عن جزء من الخسائر التي حصلت له بسبب انخفاض القيمة السوقية للسهم الذي يملكه.

فالتغطية من خلال تحرير اختيار شراء هو بديل يلائم المستثمر المحافظ فبتحرير هذا النوع من الاختيار يحدد الأرباح بمقدار المكافأة لا أكثر ولا أقل، إلا أنه يساهم في تخفيض حدة الخسائر التي قد يتعرض لها المستثمر إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم<sup>(2)</sup>.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998 ص 280. مرجع سابق

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998 ص 281. مرجع سابق



دولار، فلو ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 60 دولار، حينئذ سيطلب المشتري تنفيذ الاختيار، وفي الحقيقة لن يستفيد المحرر من تلك الزيادة ولكنه عوض جزءاً منها بحصوله على مكافأة العقد (100 سهم × 5 دولار = 500 دولار) إضافة إلى الربح الأساسي وقدره 10 دولارات للسهم (50 سعر السوق - 40 سعر التنفيذ)،  $100 \times 10 = 1000$  دولار.

أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من سعر التنفيذ فلن يقدم المشتري على تنفيذ الاختيار، ويكسب المحرر قيمة المكافأة لتعويضه كلياً أو جزئياً عن انخفاض القيمة السوقية للسهم، وفي جميع الحالات يكون للمحرر حرية كاملة في بيع أسهمه إذا أراد أو الاحتفاظ فيها أملاً منه في سعر أفضل<sup>(1)</sup>.

## 2- الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة

عادة ما ترتفع قيمة المكافأة (سعر الاختيار) كلما اقترب تاريخ التنفيذ، لذا يقوم المستثمرون بتحرير اختيار شراء بتاريخ تنفيذ قريب، في الوقت الذي قد لا يكونوا مالكيين لهذا السهم محل الاختيار.

مثال (8) على تحرير اختيار شراء لوقت قريب

إذا افترضنا أنه بتاريخ وسعر تنفيذ، آذار 70 وقيمة المكافأة 3 دولارات - باعتبار ان شهر آذار هو اقرب شهر لتنفيذ القرار - في ظل هذه العروض لو ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 72 دولار، وأقدم مشتري الاختيار على تنفيذه فسوف يحقق المحرر ربحاً بمقدار دولار واحد عن كل سهم أي 100 دولار عن العقد الواحد، ويكون ذلك بان محرر الاختيار سوف يشتري الأسهم من السوق بالسعر السائد 72 دولار وبيعه لمشتري الاختيار بسعر 70 دولار (سعر التنفيذ) ويخسر بذلك 2 دولار للسهم، فتصبح أرباحه الصافية (3 دولار مكافأة - 2 دولار فرق سعر السهم بالخسارة) واحد دولار لكل سهم، والحالة الثانية إذا لم ترتفع أسعار الأسهم بل انخفضت فإن المحرر للاختيار سوف يربح قيمة المكافأة بالكامل<sup>(2)</sup>.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998 ص 282 مرجع سابق

(2) تنوه الباحثة أن ما يحدث فعلاً في غالبية عمليات أسواق الاختيار هو تسوية نقدية وأنه لا يتم تسليم السهم محل الاختيار إلا إذا كان مشتري حق الشراء يكون قاصداً لامتلاك هذا السهم.

## ثانياً: دوافع تحرير اختيار البيع

من الدوافع التي يجعل محرر اختيار البيع أن يقوم فيه الارتفاع المبالغ في سعر الاختيار، أي الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة كما هو الحال في اختيار الشراء، ومن بين الدوافع أيضاً الاستفادة من اتجاه حركة أسعار الأسهم في المستقبل، سبق وذكرنا أن بائع حق اختيار البيع لا يفكر بطريقة مشتري هذا الحق والذي يتوقع أن تنخفض الأسعار وبهذا يضمن البيع بسعر محدد، فبائع حق الاختيار يتوقع أن ترتفع الأسعار لهذا الاختيار ومن ثم لن يمارس تنفيذه مشتري الحق وسوف يستفيد (بائع الحق) بالتالي من قيمة العلاوة التي سبق وان أخذها، والفكرة هنا أن المتعاملين في أسواق الاختيار لا يفكرون بطريقة واحدة، كذلك لا تتطابق توقعاتهم لذا نجد مشتري حق من جهة وبائع له من جهة أخرى، فلو كانت الوضع غير ذلك وتطابقت تنبؤات الجميع فلن تجد هناك مضاربون في سوق الاختيار، كذلك لن يكون النشاط في أسواق الاختيار بالفعالية والإقبال عليه كما يكون الوضع عادة فيه.

### 1- الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة

كلما اقترب تاريخ التنفيذ لاختيار البيع، كلما كان سعر تنفيذ الاختيار أعلى فيمكن للمستثمر تحرير اختيار بيع وتحقيق الأرباح، بنفس ذلك المنطق يتحقق فيه الربح في حالة تحرير اختيار شراء.

### مثال (9) على الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة

إذا كان العقد لاختيار بيع 70 دولار وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 6 دولار، حينئذ سيقوم المشتري بتنفيذ العقد، وهذا يعني من ناحية نظرية أن يقوم المشتري للاختيار لشراء السهم بسعر 67 دولار وبيعه للمحرر بسعر 70 دولار، ويخسر المحرر بذلك دولارين في كل سهم، وحيث أنه سبق وحصل على مكافأة قدرها 3 دولارات عن كل سهم، وبالتالي يكون قد حقق المحرر ربحاً صافياً بمقدار دولار للسهم الواحد أي 100 دولار عن العقد الواحد.

"هذا ومن الخطأ تحرير اختيار (بيع أو شراء) على سهم أو سهمين، فمثل هذه الإستراتيجية لا ينبغي أن تستخدم إلا عندما تكون لدى المستثمر إمكانيات مالية تكفي لتحرير اختيارات على عدد كبير نسبياً في أسهم، تصدرها منشآت تعمل في أنشطة مختلفة، بهدف تحقيق مستوى عالٍ من التنوع في محفظة الاختيار. كما أن تحرير اختيار شراء للاستفادة من المبالغ الناتجة عن قيمة المكافأة في حال كان المستثمر المحرر غير مالك للأسهم محل الاختيار فلا بد أن يكون مالكاً لموارد مالية كافية، وكذلك أن يملك أعصاباً من حديد كي يستطيع مواجهة أية احتمالات سيئة"<sup>(1)</sup>.

## 2- الاستفادة من ارتفاع محتمل في سعر السهم

قد يعتمد المستثمر على تحرير اختيار بيع إذا ما توقع ارتفاع في سعر سهم ما في المستقبل، بان يقوم باقتنائه فينتهي تاريخ تنفيذه قبل حدوث ارتفاع حاد في سعر السهم ويجني الأرباح المحرر من وراء ذلك.

مثال (10) على الاستفادة من ارتفاع محتمل في سعر السهم

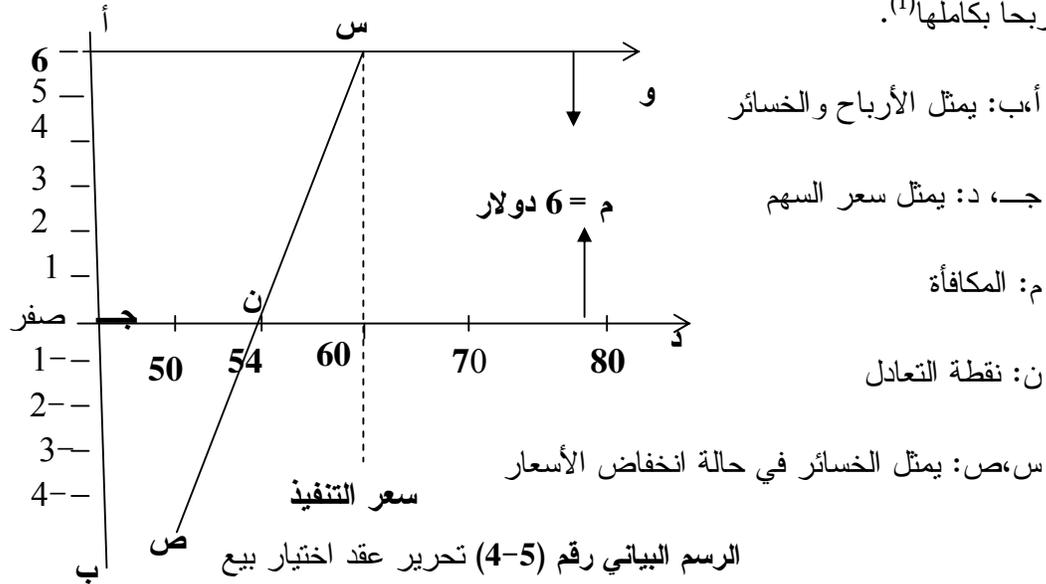
إذا حرر المستثمر اختيار بيع بتاريخ وسعر تنفيذ كانون ثاني 60 دولار، بمكافأة قدرها 6 دولارات للسهم، إذا حصل وانخفض سعر السهم في تاريخ التنفيذ إلى 50 دولار فمن المفترض أن مشتري الاختيار يبيعه للمحرر بسعر 60 دولار، وبذلك يخسر 10 دولارات عن السهم الواحد، وبما أن المحرر سبق وحصل على مكافأة قدرها 6 دولارات فتتحصّر خسائره بمقدار 4 دولار للسهم الواحد.

وبذلك يكون المحرر كأنه اشترى السهم بمبلغ 54 دولار وانه لم يدفع من أمواله الخاصة سوى 4 دولارات، وإذا ما تحققت توقعات المحرر عند التنفيذ وارتفعت قيمة السهم -الذي اشتراه- إلى 65 دولار مثلاً حينئذ يمكنه بيع السهم في السوق وتحقيق ربح صاف في السهم

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998 ص284. مرجع سابق

الواحد قدره 11 دولار (54-65)، وتعد هذه الإستراتيجية أفضل بكثير عما إذا اشترى السهم من السوق الحاضر عندما كان سعره 60 دولار (أي سعر التنفيذ).

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وارتفعت القيمة السوقية للسهم بعد التعاقد مباشرة، فلن يقوم المشتري بتنفيذ الاختيار ويكسب المحرر قيمة المكافأة للعقد وهي (100 سهم × 6 دولار) 600 دولار وهي أقل من الربح الذي كان يتوقعه لو أنه حدث الاحتمال الأول (انخفاض ليتبعه ارتفاع في الأسعار للسهم المشار له)، كما وقد يستخدم الإستراتيجية ذاتها من قبل المستثمر الذي لا يملك السهم، لكنه يتوقع ارتفاعاً في قيمة السهم السوقية بمرور الوقت حتى تاريخ تنفيذ الاختيار، إذ أن بيع أسهمه في السوق يكون لصالحه، أو ليحصل المحرر على قيمة المكافأة ربحاً بكاملها<sup>(1)</sup>.



نستنتج من السابق أن استخدامات تحرير اختيار البيع يكون لأغراض المضاربة إذا تأكد محرر اختيار البيع بان الأسعار سوف ترتفع أو تبقى كما هي أو تنخفض قليلاً، كما قد تكون لأغراض الاستثمار إذا حدد محرر عقد اختيار البيع سعر مناسب له لشراء الأصل وهو عادة أقل من السعر السائد وقت إبرام عقد البيع وهو يحتفظ بالسيولة الكافية لإتمام عملية الشراء إذا ما تم تنفيذه من قبل المشتري<sup>(2)</sup>.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998 ص 285 مرجع سابق

(2) حبش: الأسواق المالية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 199. مرجع سابق

نستطيع أن نستنتج التالي عن بيع (تحرير) عقود الاختيار:

1- لا بد من التأكيد على أن عقود بيع حقوق الاختيار تشكل مخاطر وخسائر كبيرة غير محددة لذا ينصح بالتعامل مع هذه العقود من قبل أشخاص متمرسين ومحترفين وان يتعامل المبتدئين مع عقود الشراء بشكل اكبر.

2- عقود الشراء تشكل حقوق تحوط تناسب أوضاع مالية كثيرة بينما عقود البيع لا تشكل أدوات تحوط.

3- من الأفضل بيع حقوق الشراء في حال وجود أصول لدى البائع (عملية مغطاة) وان عدم وجود هذه الأصول تعتبر عمليات مضاربة خطيرة (حالة عمليات غير مغطاة).

4- لا بد على المتعاملين بهذا النوع من العقود متابعة تحركات الأسعار من قبل بائعي الحقوق والعمل على إغلاق مراكزهم المتعلقة بهذه الحقوق في الوقت المناسب وذلك بشراء حقوق تغطي الحقوق المباعة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثالث: إستراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعرية مختلفة

يتم تحرير الاختيار بناء على الاتجاهات المتوقعة للأسعار في السوق، فهناك عدة إستراتيجيات للتعامل في عقود الاختيار تستخدم بناءً على هذه الاتجاهات السعرية للأسهم في السوق، ويمكننا التمييز بين ثلاثة أنواع من هذه الإستراتيجيات، حالة استقرار الأسعار، حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط، وحالة اتجاه الأسعار نحو الصعود<sup>(2)</sup>.

#### أولاً: حالة استقرار الأسعار

إذا كانت الاتجاهات المتوقعة لأسعار الأسهم في السوق تتسم بدرجة عالية من الاستقرار، يمكن للمستثمر أن يحرر اختيارات بيع على ما يملكه من أسهم، فهذه الإستراتيجية من شأنها أن

(1) حبش: الأسواق المالية وأدواتها المشتقة 1998. ص 201. مرجع سابق

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 286. مرجع سابق

تحقق له عائداً، يضاف إلى التوزيعات المتولدة عن هذه الأسهم، فبسبب حالة استقرار الأسعار لن يقدم مشتري الاختيار على تنفيذه وبالتالي يكسب المحرر قيمة المكافأة، وغالباً يفضل أن يقوم المستثمر بإقفال مركزه قبل تاريخ التنفيذ للعقود، وذلك بشراء اختيار مماثل للاختيار الذي حرره بهدف التغطية وعادة تكون مكافأة شراء الاختيار التي دفعها اقل من مكافأة تحرير الاختيار التي سبق وحصل عليها ويكون الفرق بين المكافأتين عبارة عن الربح الذي يحققه.

وسبب التباين بين مكافأة الشراء والبيع أن قيمة اختيار الشراء تنخفض باقتراب تاريخ التنفيذ بينما تزداد قيمة اختيار البيع، لذا يكون هناك تباين بين مكافأة اختيار الشراء والتي تكون قريبة من تاريخ التنفيذ وبين اختيار البيع الذي قام المستثمر بتحريره، وبذلك يكون محرر الاختيار قد اقفل مركزه، ويمكن للمحرر أن يحرر اختيار بيع جديد بتاريخ تنفيذ أبعد ثم إقفال مركزه مرة أخرى في مقابل حصوله على الفرق بين المكافأتين، وذلك إذا ما استثمرت حالة استقرار الأسعار.

#### ثانياً: حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط

في حال اتجهت الأسعار نحو الهبوط يكون من الأفضل للمستثمر تحرير اختيار شراء على ما يمتلكه من أسهم، والسبب في ذلك أن انخفاض الأسعار يعني عدم إقدام المشتري على تنفيذ الاختيار، وبالتالي قد تعوض قيمة المكافأة التي حصل عليها محرر الاختيار من مشتري الاختيار الانخفاض الذي طرأ على سعر السهم، وفي حال نتالي انخفاض سعر هذا السهم في السوق وكان المستثمر ما زال يحتفظ بهذا السهم ولا يريد التخلي عنه، فتصبح الإستراتيجية الأنسب في هذه الحالة هو تحرير اختيار شراء جديد على السهم، ليحل محل الاختيار الذي انتهت صلاحيته... وهكذا.

#### ثالثاً: حالة اتجاه الأسعار نحو الصعود

إذا كانت الأسعار في السوق تتصاعد، حينئذ يكون من الأفضل للمستثمر أن يحرر اختيار بيع على أسهم يملكها.

مثال (11) على استراتيجية ارتفاع الأسعار .

إذا اشترى مستثمر سهماً بسعر 56 دولار، فيمكنه تحرير اختيار بيع بسعر تنفيذ 60 دولار ومكافأة 5 دولارات على سبيل المثال، فإذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى سعر 61 دولاراً، فلن يقدم المشتري على تنفيذ الاختيار ويكون المستثمر (المحرر) قد حقق ربحاً قدره 10 دولارات ويتمثل في قيمة المكافأة 5 دولارات التي حصل عليها، إضافة إلى الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه  $(61 - 56) = 5$  دولارات، أي أنه حصل على 10 دولارات بالمجموع كما يستطيع المستثمر الاحتفاظ بالسهم إذا أراد وتتحصر أرباحه في قيمة المكافأة في تلك الحالة.

### المبحث الثاني: إستراتيجيات تتضمن تشكيله من الاختيارات

#### الفرع الأول: إستراتيجيات تتضمن توليفة من اختيارات شراء

في هذه الإستراتيجية يعتمد المستثمر على شراء وبيع (تحرير) اختيار شراء على نفس السهم وفي نفس الوقت، ويطلق على هذه العملية استراتيجية المدى، والقصد من استراتيجية المدى أن هناك اختلاف بين الاختيارين، اختلاف سعري (مدى سعري) واختلاف زمني (مدى زمني) كما تسمى هذه الإستراتيجية أيضاً بالمراجعة<sup>(1)</sup>.

والهدف من هذه الإستراتيجية هي تغطية مركز للمستثمر حتى يقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها، وتكون التغطية لمركز طويل، تتمثل في شراء اختيار شراء على سهم بمركز قصير أي يتم تحرير اختيار شراء على نفس السهم، فيقوم المستثمر بتغطية مركز قصير اتخذه من خلال بيع اختيار شراء، من أجل تغطية مركز طويل هو شراء اختيار الشراء على نفس السهم.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 288 جع سابق

وتقسم إستراتيجية المدى إلى قسمين أو نوعين:

- مدى السعر Money Spread or Price Spread: إستراتيجية مدى السعر ويطلق عليها اصطلاح المدى الرأسي، وتتضمن شراء اختيار شراء على سهم ما بتاريخ وسعر تنفيذ معينين، وبيع اختيار شراء على نفس السهم بنفس تاريخ التنفيذ ولكن بسعر مختلف.
- ومدى الزمن: Time Spread تسمى إستراتيجية مدى الزمن بالمدى الأفقي، وتتضمن شراء وتحرير اختيار شراء على نفس السهم وبنفس السعر ولكن بتاريخ تنفيذ مختلفة.

وكامتداد لإستراتيجية المدى هناك إستراتيجية مدى الفراشة Butterfly Spread وتتضمن شراء اختيار شراء واحد وتحرير اختيارين للشراء إما بتاريخ التنفيذ نفسه لكن بسعر مختلف أو بالسعر ذاته بتاريخ تنفيذ مختلفة، ويقول بعضهم أن إستراتيجية الفراشة تتألف من أربعة عقود اختيار، عقدين شراء حق الشراء وعقدين حق الشراء ولكن بأسعار تنفيذ مختلفة بنفس الطريقة سابقة الذكر ولذلك سميت بالفراشة بسبب شكلها في حال تم رسمهم مجموعة الحقوق على المتعامل معها رسم بياني في آن واحد<sup>(1)</sup>، ويتم اللجوء إلى هذه الإستراتيجية حين يعتقد المتعامل بان تقلبات الأسعار بطيئة وان الأسعار سوف ترتفع قليلاً، ليستفيد من ممارسة هذه الحقوق.

إذا افترضنا أن سعر اختيار الشراء لأسهم منشأة ما من سلسلة زمنية تقضي تسعة شهور هي كما في الجدول التالي (1-5)<sup>(2)</sup>.

فإذا قام المستثمر بشراء اختيار شراء بتاريخ تشرين أول تسعر تنفيذ 35، وقام بالمقابل بتحرير (بيع) اختيار شراء على السهم ذاته في نفس تاريخ انتهاء صلاحية الاختيار الذي قام بشرائه ولكن بسعر تنفيذ مختلف وهو 40 دولار.

(1) حبش: الأسواق المالية وأدواتها المشتقة 1998. ص 235. مرجع سابق

(2) محتوى الجدول مقتبس عن هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 290.

مرجع سابق

الجدول (1-5) أسعار اختيار الشراء على سهم منشأة ما

تاريخ التنفيذ				
سعر التنفيذ	شهر تموز	شهر تشرين أول	شهر كانون ثاني	سعر الإقبال للسهم
30	$8\frac{3}{8}$	9	$9\frac{1}{8}$	38
35	$2\frac{1}{2}$	$3\frac{3}{4}$	$4\frac{1}{4}$	38
40	$\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{2}$	$1\frac{5}{8}$	38
45	$\frac{5}{8}$	$\frac{3}{4}$	$1\frac{1}{4}$	38

وبذلك يكون المستثمر اتبع إستراتيجية مدى السعر أما إذا قام بتحرير اختيار شراء مقابل الاختيار الذي اشتراه على السهم ذاته وسعر التنفيذ نفسه 35 ولكن تاريخ التنفيذ مختلف على سبيل المثال شهر كانون ثاني فيكون المستثمر اتبع إستراتيجية أفقية المدى (إستراتيجية مدى الزمن)، ويتم تنفيذ إستراتيجية مدى السعر ومدى الزمن كالآتي:

أولاً: إستراتيجية مدى السعر

1- افتراض توقعات لصعود أسعار الأسهم

بافتراض أن توقعات لصعود أسعار الأسهم في السوق، إذا توقع المستثمر ارتفاع مستويات الأسعار يستخدم أسلوب شراء اختيار شراء بسعر منخفض، وتحرير أسلوب التغطية المناسب وهو اختيار بيع بسعر تنفيذ مرتفع، وبالرجوع إلى الجدول (1-5).

مثال (12) على إستراتيجية مدى السعر مع توقعات لصعود أسعار الأسهم

يقوم المستثمر (العملية الأولى) بشراء الاختيار بتاريخ تنفيذ شهر تشرين أول، 35 مقابل مكافأة قدرها  $(3\frac{3}{4})$  دولار للسهم يدفعها للمحرر، ثم يقوم في المقابل (العملية الثانية) بتحرير اختيار شراء لشخص آخر بتاريخ وسعر تنفيذ شهر تشرين أول 45 مقابل مكافأة يحصل عليها

قدرها  $(\frac{3}{4})$  دولار للسهم، أما بالنسبة للاستثمار والأرباح الناتجة عن عقد واحد (100 سهم) في كل حالة - في ظل افتراض تحسن الأسعار - حيث أن المستثمر اشترى عقداً أو دفع مكافأة قدرها 375 دولاراً  $(3\frac{3}{4})$  دولار  $(100 \times \text{سهم})$  كما أنه حرر عقداً وحصل على مكافأة قدرها 75 دولار عن العقد  $(100 \times \frac{3}{4})$ .

وبما أن التوقعات قد تحققت وارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 47 دولاراً في تاريخ التنفيذ. ومن المفترض أن يقوم بتنفيذ الاختيار الذي اشتراه كما أنه يتوقع أن يقوم الطرف الذي اشترى منه الاختيار الذي قام المستثمر بتحريره له بطلب التنفيذ، فيطلب المستثمر من محرر اختيار البيع بتنفيذ العقد بالسعر المتفق عليه وهو 35 دولار، ومن ثم يقوم ببيعه بسعر 47 دولار محققاً ربحاً قدره 12 دولار للسهم  $(35 - 47) = 12$  دولار وبما أنه سبق ودفع  $3\frac{3}{4}$  دولار مكافئ فيصبح صافي ربحه بهذا العقد.

$$12 = 3\frac{3}{4} - 8\frac{1}{4}, 8\frac{1}{4} = 100 \times \frac{1}{4} = 25 \text{ دولار صافي الربح في العملية الأولى.}$$

أما العملية الثانية والتي يترتب على المستثمر تنفيذ الاختيار الذي حرره للمستثمر الآخر فسوف يقوم ببيع السهم بسعر التنفيذ 45 دولار، ويقوم الآخر ببيعه في السوق على اعتبار أن المستثمر خسر 2 دولار للسهم، فتكون مجمل خسارته 200 دولار للعقد، إلا أنه سبق وقبض مكافأة قدرها  $\frac{3}{4}$  دولار للسهم إجمالي 75 دولار لعقد تحرير الاختيار، وبذلك تكون القيمة الصافية للاستثمار 375 ما دفعه لعقد شراء الاختيار مطروحاً منه 75 ما قبضه نتيجة تحرير العقد الاختيار وتساوي 300 دولار مبلغ الاستثمار، أما صافي أرباح المستثمر فهي عبارة عن 825، صافي خسارته 200 دولار (وهي والفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق  $47 - 45 = 2$  دولار للسهم).

$$200 - 75 = 125 \text{ صافي المكافأة المدفوعة.}$$

$$\text{صافي أرباح المستثمر النهائي } 825 \text{ صافي أرباحه } - 125 \text{ صافي خسائره } = 700 \text{ دولار.}$$

ولكن لا يكون دائماً توقعات المستثمر هي النتيجة الحتمية وإنما قد تتخضع القيمة السوقية للسهم قبل انتهاء صلاحية الاختيار إلى 34 دولار مثلاً، وبالتالي لن ينفذ الاختيار الذي اشتراه (العملية الأولى) وبذلك يخسر المكافأة التي سبق ودفعها وهي 375 دولار ولن يقوم بتنفيذ العملية الثانية التي حرر فيها الاختيار وتنتهي العملية بخسارة قدرها 375 ما دفعه للمحرر - 75 دولار ما قبضه من المشتري الآخر = 300 دولار صافي خسارته.

والنتيجة أن تطبيق هذه الإستراتيجية لن يكون مربحاً دائماً وإنما ترباح في حال تحققت توقعات المستثمر بشأن ارتفاع أسعار للسهم، ولا ننسى أن تغطية اختيار الشراء بتحرير اختيار شراء خفض من الخسارة حيث أن المستثمر لو أنه لم يقد بالعملية الثانية لبلغت خسائره 375 دولار<sup>(1)</sup>، ونتيجة لعامل الرفع Leverage Factor<sup>(2)</sup> الذي ينطوي عليه التعامل في سوق الاختيار، عندما تحقق توقعات المستثمر قد يصل معدل العائد إلى أكثر من 100% بالمقابل إذا لم تتحقق التوقعات فإن خسارة المستثمر ستكون أقصاها 100%.

فالمستثمر في سوق الاختيار يحقق ربحاً يعادل تقريباً ربح مستثمر آخر على نفس السهم في السوق الحاضر، وتكون قيمة المبلغ المستثمر في الاختيار ضئيلة مقارنة مع المستثمر المتعامل مع السوق الحاضر، وإذا ما خسر المستثمر في سوق الاختيار نتيجة لعدم تحقق توقعاته، فإنه سوف يخسر كامل المبلغ المستثمر لذا فالاستثمار في سوق الاختيار ينطوي على قدر كبير من المخاطر على عكس الاستثمار المباشر في الأسهم.

## 2- افتراض توقع انخفاض الأسعار في السوق

وهذه الحالة هي بعكس توقع ارتفاع الأسعار، ففي ظل توقع انخفاض الأسعار تكون إستراتيجية التغطية المناسبة هي شراء المستثمر لاختيار بسعر تنفيذ أعلى من سعر التنفيذ للاختيار الذي حرره.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 393. مرجع سابق

(2) للمزيد ارجع للفصل الثالث من هذه الدراسة للتعرف أكثر على الرفع في الاستثمار

### مثال (13) على توقعات انخفاض الأسعار

وكما في الجدول السابق (5-1) نفترض أن المستثمر قام بشراء اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ شهر كانون ثاني 45 في مقابل مكافأة يدفعها للمحرر قدرها 1.25 دولار للسهم أي 15 دولار للعقد، ويحرر في الوقت ذاته اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر كانون الأول 35، مقابل مكافأة يحصل عليها قدرها  $4 \frac{1}{4}$  دولار للسهم أي 425 دولار للعقد، وهنا يكون قد حصل المستثمر على مبلغ صافي 300 دولار (425 - 125).

فإذا تحققت توقعاته وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 30 دولاراً. فلن ينفذ أي من الاختيارين ويكون صافي ربح المستثمر الفرق بين المكافأة التي قبضها والمكافأة التي دفعها (425 - 125) 300 دولار.

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وارتفعت القيمة السوقية للسهم، فقد يتعرض المستثمر للخسائر، ويتوقف حجم تلك الخسائر على المستوى الذي سيصل له سعر السهم<sup>(1)</sup>.

فإذا ارتفع سعر السهم في السوق إلى 42 دولار فلن يقوم المستثمر بتنفيذ الاختيار الذي اشتراه بسعر 45 لأن سعر السوق هو 42 دولار وهو اقل، فمن الأولى له أن يشتري السهم في السوق، أما بالنسبة للمستثمر كونه محرر لعقد اختيار شراء بسعر 35 دولار فقد يصبح العقد عرضه للتنفيذ، مما يجعل المستثمر في هذه الحالة يقوم بشراء السهم من السوق بسعر 42 وبيعه للمشتري الاختيار بسعر التنفيذ وهو 35 دولار<sup>(2)</sup>، ويتكبد بالتالي خسارة قدرها 7 دولار للسهم الواحد، وبما أنه سبق وحصل على مكافأة قدرها 3 دولار تكون مجمل خسارته في هذا العقد 4 دولار للسهم الواحد أي 400 دولار للعقد، ويجب أن لا تنسى أن هذا المستثمر قد خسر مبلغ المكافأة التي دفعها لمحرر اختيار الشراء في عملية شراء الاختيار والتي تساوي  $(1 \frac{1}{4})$  دولار للسهم الواحد أي 125 دولار فتكون صافي خسارة هذه المستثمر في كلا العمليتين 525 دولار، (400 + 125).

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 295. مرجع سابق

(2) في هذه العمليات يتم تسوية العقود بالغالب نقدياً ولا يتم شراء السهم من السوق ثم بيعه لمشتري الاختيار.

وفي حال ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 45 دولار فسوف ينفذ المستثمر الاختيار الذي اشتراه وكذلك سينفذ عليه الاختيار الذي حرره وهنا من السهل أن يأخذ الأسهم التي حصل عليها نتيجة تنفيذ الاختيار الذي اشتراه ليسلمها إلى من اشترى منه الاختيار الذي حرره إذا ما تقدم للتنفيذ. وفي ظل هذه الإستراتيجية لن يخسر المستثمر بل يحتفظ المستثمر بفرق المكافأة كربح (300 دولار عن العقد) وارتفاع القيمة السوقية للسهم لن يغير شيء على هذه النتيجة.

### ثانياً: إستراتيجية مدى الزمن

يقصد بإستراتيجية مدى الزمن كما سبق وذكرنا أنها عملية شراء اختيار شراء وتحرير آخر على السهم نفسه وبسعر التنفيذ ذاته، ولكن في تاريخ تنفيذ مختلف، ويختلف استخدام هذه الإستراتيجية تبعاً لاختلاف التوقعات سواء صعود أو انخفاض في الأسعار بحيث أن كانت هناك توقعات انخفاض في الأسعار على المدى القصير، ومن ثم توقعات صعود لها على المدى الطويل، أو إذا كانت هناك توقعات صعود في الأسعار في المدى القصير وتوقعات انخفاض في المدى الطويل وفيما يلي بيان للحالتين.

#### 1- توقعات انخفاض في الأسعار ومن ثم الصعود

إذا كانت توقعات المستثمر بشأن أسعار السوق أنها سوف تنخفض في المدى القصير وفيما بعد سوف ترتفع، فيكون من المناسب أن يقوم المستثمر ببيع (تحرير) اختيار شراء بتاريخ تنفيذ قريب وشراء اختيار شراء بسعر تنفيذ الاختيار ذاته الذي حرره ولكن بتاريخ تنفيذ أبعد<sup>(1)</sup>.

#### مثال (14) على هذه الإستراتيجية

بالرجوع للجدول السابق (4-1) بإمكان المستثمر بيع (تحرير) اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ شهر تموز 40 في مقابل مكافأة يحصل عليها قدرها  $3\frac{1}{4}$  دولار للسهم، ثم شراء اختيار شراء بتاريخ شهر تشرين أول وسعر تنفيذ 40 على أن يدفع مكافأة قدرها  $1\frac{1}{2}$  دولار للسهم

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 296 مرجع سابق

وبذلك يكون مبلغ الاستثمار الصافي للسهم الواحد هو  $\frac{1}{4}$  دولار ( $1\frac{1}{2}$  المكافأة التي دفعها -  $1\frac{1}{4}$  المكافأة التي قبضها) أي 25 دولار للعقد ( $\frac{1}{4}$  دولار  $\times$  100 سهم).

والآن، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 36 دولار في تاريخ تنفيذ الاختيار الذي حرره المستثمر فلن ينفذ الاختيار، لأن سعر السوق 36 دولار أقل من سعر التنفيذ (40 دولار)، وبالتالي لن يقوم مشتري الاختيار بالتنفيذ والنتيجة أن المستثمر سوف يدفع المكافأة وقدرها 125 دولار ( $\frac{1}{4}$  دولار  $\times$  100 سهم). أما إذا جاء شهر تشرين أول وارتفعت قيمة السهم في السوق إلى 42 دولار، فسوف ينفذ المستثمر الاختيار ويشتري السهم من محرره بسعر 40 دولار للسهم ويبيعه بسعر 42 وبالتالي يربح في العقد الواحد 200 دولار،

$$(42 - 40) \times 100 \text{ سهم}.$$

والنتيجة النهائية لهذه الإستراتيجية هي ربح مبلغ 325 دولاراً (200+125) مقابل استثمار ضئيل قدره 25 دولاراً، ويكون الربح هي 13 ضعف المبلغ المستثمر 1200% (325-25) 300 صافي الربح  $\frac{300}{25} \times 100\% = 1200\%$  نسبة الربح.

أما في حال لم تتحقق توقعات المستثمر وارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 45 دولار في شهر تموز، حينئذ سيقوم مشتري الاختيار بتنفيذه مما يجعل المستثمر يضطر لشراء السهم من السوق بسعر 45 دولار وتسليمه لمشتري الاختيار بسعر التنفيذ 40 دولار كما في المثال، ويحقق بالتالي المستثمر خسارة في السهم الواحد قدره 5 دولارات إجمالي 150 دولار، إلا أنه في سوق الاختيار تتم عملية التسوية نقداً أي يدفع محرر الاختيار 500 دولار للمشتري الاختيار وتنتهي مسألة العقد، إلا أن ذلك لن يكون حصرًا على هذا الحل بل هناك بديلاً آخر يمكن استخدامه لتجنب دفع تلك الخسارة بالكامل، فإذا ما قام المستثمر ببيع الاختيار الذي يملكه بالسوق واستخدم حيلة الربح منه في تسديد جزء من المبلغ المستحق عليه.

ومن الجدير بالذكر أنه من غير المتوقع أن يقوم المستثمر بتنفيذ الاختيار الذي يملكه، بما أن قيمة بيع الاختيار في السوق غالباً ما تكون أعلى من القيمة الذاتية للاختيار التي سيحصل عليها المستثمر إذا ما قام بتنفيذ الاختيار بهذه الحالة<sup>(1)</sup>.

## 2- توقعات صعود للأسعار ومن ثم الانخفاض

سبق وشرحنا عن الإستراتيجية التي يتوقع أن يستخدمها المستثمر في حال توقع انخفاض للأسعار على المدى القصير ومن ثم توقع الارتفاع فيها، يستطيع المستثمر استخدام نفس الآلية بتقدير الأرباح والخسائر في هذه الحالة (الثانية) إلا أنه على المستثمر أولاً أن يأخذ الإستراتيجية الملائمة لذلك والتي تتمثل في شراء اختيار شراء بتاريخ تنفيذ قريب وتحرير اختيار شراء بتاريخ بعيد، مثال على هذه الإستراتيجية، بالرجوع للجدول (5-1) إذا اشترى المستثمر اختيار شراء بسعر 35 دولار وتاريخ تنفيذ شهر تموز مقابل مكافأة يدفعها  $2 \frac{1}{2}$  دولار للسهم الواحد، وقام أيضاً بتحرير اختيار بتاريخ تنفيذ كانون الأول وسعر تنفيذ 35 دولار مقابل مكافأة يحصل عليها بسعر  $4 \frac{1}{4}$  دولار للسهم الواحد.

وإذا ما حدثت توقعات المستثمر وارتفعت أسعار هذا السهم لتصل إلى 40 دولار يقوم بتنفيذ العقد والأصح أنه يقوم بتسوية نقدية مقدار الربح فيها يساوي  $(40 - 35) = 5$  دولار ربح وبما أنه سبق ودفع 2 دولار مكافأة لمحرر الاختيار يصبح صافي ربحه من العقد الأول 2 دولار  $(5 - 2) \times 100 = 250$  سهم = 250 دولار.

وإذا ما انخفضت أسعار هذا السهم في شهر كانون أول إلى 33 دولاراً للسهم الواحد فلا يتوقع أن يقوم مشتري الاختيار بتنفيذ العقد الشراء بما أن سعر السوق أقل من سعر التنفيذ 35 دولار، وبالتالي يكون المستثمر قد ربح المكافأة وهي بمقدار  $(4 \frac{1}{4} \times 100) = 450$  دولار من العملية الثانية، ويكون صافي ربحه ضمن هذه الإستراتيجية يساوي 700 دولار  $(450 + 250)$ . وبما أن المستثمر كان قد دفع مكافأة مبلغ 250 دولار في العقد الأول، وقبض 450 دولار

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 298. مرجع سابق

كمكافئة من العقد الثاني، في رأينا لن يكون هناك مبلغ استثمار وإنما كأنه اقتراض المبلغ المستثمر بمقدار 200 دولار دون فوائد واستثمره، إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن توقعات المستثمر لن تصيب دائماً وفي هذه الحالة يمكن تقدير الربح والخسارة على نفس الآلية السابقة في الأمثلة السابقة.

"وفي نهاية إستراتيجية المدى للسعر والزمن نشير إلى أنه من غير الضروري إن تكون نسبة الاختيارات المشتره 1:1، بل ومن الأفضل أن لا تكون النسبة متعادلة فقط تتضمن الإستراتيجية شراء اختياريين أو أكثر للشراء في مقابل تحرير اختيار شراء واحد، أو العكس أي شراء اختيار شراء واحد مقابل تحرير اختياريين أو أكثر"<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: إستراتيجيات تتضمن اختيار شراء وبيع

نستطيع أن نفرق بين ثلاث إستراتيجيات تتضمن اختيارات شراء وبيع وهي: تشكيله اختيار شراء واختيار بيع، إستراتيجية تتضمن توليفة من اختياريين لبيع واختيار شراء وإستراتيجية تتضمن توليفة عن اختياريين للشراء واختيار بيع.

### أولاً: شراء اختيار بيع واختيار شراء

تقوم هذه الإستراتيجية على تشكيلة مكونة من اختيار بيع واختيار شراء على السهم نفسه وبذات تاريخ وسعر التنفيذ، أي يقوم المشتري بشراء اختيار بيع وشراء اختيار لشراء على نفس السهم وبنفس التاريخ والسعر مع مراعاة أن يكون كل منهما قابل للتنفيذ بمفرده، بذلك يستطيع حاملها أن يتصرف بأحدهما دون الآخر كأن يبيع اختيار ويحتفظ بالثاني، هذه الطريقة تمكن المستثمر من حرية طلب تنفيذ أو عدم تنفيذ أي من الاختياريين من محرريها، وتستخدم هذه التشكيلة من الاختيارات في حال كان المستثمر يعتقد أن سعر السهم محل الاختيار عرضه لتقلبات كبيرة من انخفاض وارتفاع، ومع ذلك غير متأكد من اتجاهات التقلب التي سيأخذها سعر السهم في المستقبل، أي أنه غير أكيد من أن السهم سوف يرتفع أو سوف ينخفض، وليس

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 299. مرجع سابق

من الضروري أن يلتزم مشتري الاختيار بالمحرم نفسه من الاختيارين، وإنما قد يشتري حق شراء من محرم ويشتري حق البيع من محرم آخر.

مثال (14) على شراء حق اختيار شراء وحق اختيار بيع معاً

إذا افترضنا أن القيمة السوقية للسهم 33 دولار وان سعر كل من اختيار الشراء واختيار البيع بتاريخ وسعر تنفيذ شهر حزيران 30، يبلغ 4 دولارات، إذا قام المستثمر بهذه الإستراتيجية فإن عليه أن يدفع مبلغ 400 دولار (4 × 100 سهم) ثمن اختيار الشراء ونفس المبلغ ثمن اختيار البيع للمحرم فيكون المجموع هو 800 دولار مبلغ الاستثمار، فإذا ارتفع سعر السهم إلى 45 دولار فلن ينفذ المستثمر اختيار البيع طالما أن سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ، بينما سوف ينفذ اختيار الشراء أي سوف يحصل على السهم بسعر شراء 33 لبيعه في السوق بسعر 45 دولار يحقق ربحاً بمقدار 12 دولار للسهم، ويكون إجمالي الربح 1200 دولار (12 دولار × 100 سهم)، وبما أنه سبق وان دفع مبلغ 800 دولار مكافأة لاختيارين البيع والشراء فيكون صافي ربحه 400 دولار (1200 - 800).

كما أنه في حال انخفاض سعر السهم إلى سعر 21 دولار فإن المستثمر مشتري هذه التشكيلة سوف يحقق نفس مقدار الربح إلا أنه لن ينفذ اختيار الشراء بل ينفذ اختيار البيع.

ويبقى هناك تساؤلاً حول المحرم الذي هو على استعداد لبيع تلك التشكيلة لا بد أن يكون المحرم الذي شارك في هذه الصفقة لديه اعتقاداته وتوقعاته الخاصة والتي تختلف نوعاً ما عن توقعات مشتري الاختيار، فمن الممكن أن هذه المحرم يعلم بان سعر هذا السهم يتقلب لكن هذا التقلب محصور في حدود ضيقة غير مبالغ فيها كما هو الحال عند مشتري العقود، فإذا حدث وان تغير سعر السوق للسهم إلى سعر 37 دولار لمعطيات المثال السابق بالنسبة للمحرم فإن مشتري الاختيار سوف ينفذ اختيار الشراء ولا ينفذ اختيار البيع، وبهذه العملية سوف يقوم المحرم بشراء السهم من السوق بمقدار 37 دولار لبيعه لمشتري الاختيار بسعر 33 دولار أي يخسر بالسهم مقدار 5 دولار، وبما أن مشتري الاختيار لن يقوم بتنفيذ اختيار البيع فتكون

الحصيلة أن المحرر قبض 8 دولار من هذه البيعة ودفع 5 دولار وينتج عن ذلك ربح قدره 3 دولار للسهم (5-8) أي 300 دولار (3×100سهم).

ربح المحرر نتيجة هذه الصفقة هو نفس المبلغ الذي خسره المستثمر مشتري العقدين، فقد قام بدفع مكافأة قدرها 800 دولار واستعاد منها 500 دولار فقط نتيجة تنفيذ اختيار الشراء، وستكون النتيجة ذاتها لو أن السعر للسهم تنخفض لتصل إلى 27 دولار، حيث سيقوم المستثمر بتنفيذ اختيار البيع ولن يقوم بتنفيذ اختيار الشراء.

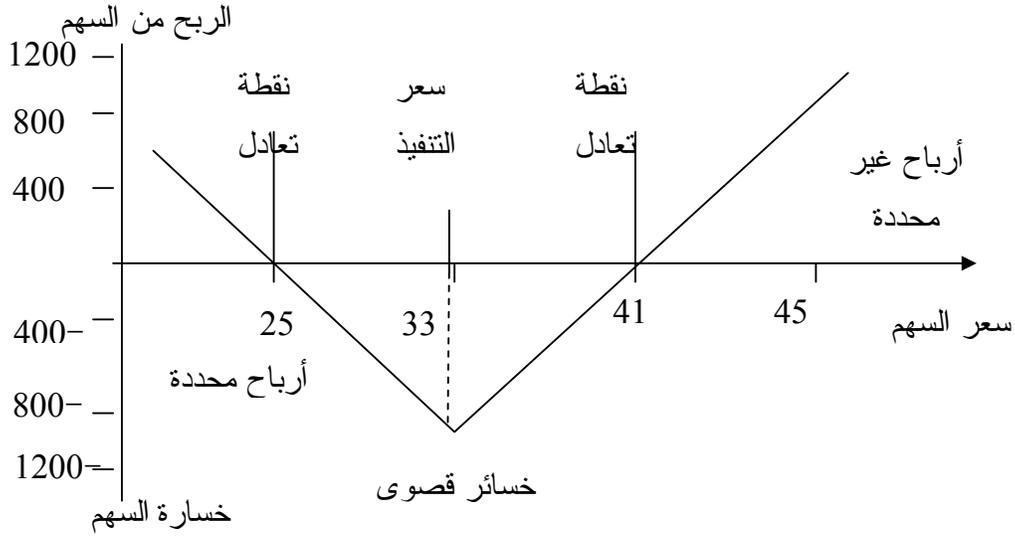
"وكقاعدة عامة سوف يمضي المستثمر بالخسارة، طالما أن التقلب في سعر السهم والفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين سعر التنفيذ أقل من قيمة مكافأة الشراء مضافاً إليها قيمة مكافأة البيع"<sup>(1)</sup>.

ويقصد بهذه القاعدة تبعاً للمثال السابق، أنه إذا ارتفع السعر إلى 41 دولار أي بزيادة 8 دولارات قيمة مجموعة المكافآت عن سعر التنفيذ أو انخفض إلى سعر 25 وهي بإنقاص 8 دولارات من سعر التنفيذ لتصل إلى نقطة التعادل والتي لا يتحقق بها ربح أو خسارة، وتكون نقطة التعادل لهذه الإستراتيجية بالنسبة للمستثمر عبارة عن (سعر التنفيذ + قيمة مكافأة الاختيار الشراء + قيمة مكافأة اختيار البيع)، ونقطة التعادل الثانية هي (سعر التنفيذ - قيمة مكافأة الاختيار الشراء - قيمة اختيار البيع).

ونقطة التعادل للمستثمر مشتري الاختيارين هي نفسها نقطة التعادل لمحرر الذي أرباحه تتحدد بمجموع المكافآت كحد أعلى وخسائره لا حدود لها، ويظهر ذلك في الرسم البياني التالي الذي يبين إستراتيجية شراء اختيار بيع واختيار شراء تطبيقاً على معطيات المثال السابق (14) بالنسبة إلى مشتري الاختيارين، ويطلق البعض على هذه السياسة أو الإستراتيجية بسياسة سترادل Straddle<sup>(2)</sup>.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 300. مرجع سابق

(2) حنفي، عبد الغفار: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية 2003-2004. ص 603. مرجع سابق - و حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005. ص 347.



الرسم بياني رقم (5-5) إستراتيجية شراء اختيار بيع واختيار شراء

ونستخلص من الرسم البياني السابق أن الخسارة القصوى للمستثمر مستخدم سياسة سترادال هي قيمة المكافأة المدفوعة لكلا الاختيارين وهي 800 دولار، بينما أرباحه غير محددة، ويحقق المستثمر مشتري الاختيار في حال حدث تغيرات كبيرة في الأسعار انخفاض أكيد أو ارتفاع كبير للأسعار، أما في حال أن سعر السهم انحصر في منطقة ما بين أ- ب فإن المستثمر مشتري الاختيارين سوف يمتنع بخسارة على عكس محرر الاختيارين الذي سوف يربح جزءاً من المكافأة وقد يحصل على كامل المكافأة في حال بقاء سعر السهم محل الاختيار ثابتاً.

#### ثانياً: شراء اختياري بيع واختيار شراء

إذا ما كانت توقعات المستثمر تشير إلى انخفاض محتمل القيمة السوقية للسهم في الوقت الذي يرغب فيه التأمين ضد ارتفاع الأسعار، يكون من الملائم للمستثمر أن يشتري تشكيلة مكونة من اختياريين للبيع واختيار شراء Strip، على أن تكون هذه الاختيارات محررة في الوقت نفسه بنفس تاريخ وسعر التنفيذ، وأن تكون منفصلة عن بعضها بحيث يستطيع مشتريها (المستثمر) بيع أو تنفيذ أي منها إذا أراد<sup>(1)</sup>.

مثال (15) على اختياريين بيع واختيار شراء

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 302 مرجع سابق

بافتراض أن سعر التنفيذ لكل اختيار في التشكيلة هو 50 دولار، وسعر الاختيار (المكافأة) للسهم الواحد 4 دولارات، في حال انخفاض سعر السهم السوقي إلى 40 دولار، فالمستثمر يملك خيارين بيع واختيار شراء، وانخفاض السعر يعني عدم تنفيذ اختيار الشراء بل تنفيذ خيارين البيع، وبذلك يحقق المستثمر من خلال تنفيذ اختياري البيع أو بالأحرى تتم تسوية نقدية مقدارها 10 دولار للسهم الواحد (50 - 40) وبما أن المشتري كان قد اشترى عقدين أي 200 سهم يكون مجمل ربحه 2000 دولار (200 سهم × 10 دولارات)، ولا ننسى أنه سبق ودفع مكافأة على الثلاثة عقود المشتراه بمقدار 4 دولار للسهم أي (4 دولار × 300 سهم) 1200 دولار مجموع المكافآت فتصبح صافي أرباح المستثمر تساوي 800 دولار (2000 - 1200)، أما بالنسبة لمحرر الاختيار فتكون ناتج استثماراته أنه قام بتنفيذ اختياري البيع بان اشترى كل منها بسعر 40 دولار في السوق وباعها للمشتري، والأصح أنه قام بتسوية نقدية مقدارها 2000 دولار، (200 سهم × 10 دولارات) وبما أنه سبق وقبض مبلغ 1200 دولار مجموع المكافآت نتيجة لتحريره الاختيارات الثلاثة، فيكون صافي خسارته (2000 - 1200) 800 دولار وهي نفس مقدار ربح مشتري تشكيلة الاختيارات.

### ثالثاً: اختيار بيع واختياري شراء

يستخدم المستثمر هذه الإستراتيجية وهي شراء اختيار بيع واختياري شراء Strap، في حال توقع المستثمر ارتفاعاً كبيراً في سعر السهم في المستقبل<sup>(1)</sup>، و تكون عملية التحرير والشراء للاختيارات كما في الحالتين السابقتين في نفس الوقت والتاريخ وسعر التنفيذ، وبناء على الأمثلة السابقة يمكن للقارئ وضع مثال و معرفة مقدار أرباحه وخسائره.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 303 مرجع سابق

## الفرع الثالث: إستراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق

تعتبر عمليات شراء أو بيع حقوق اختيار المؤشرات السوق عبارة عن عمليات مضاربة بحتة، إلا إذا كان المتعامل مركز أسهم Long أو Short وبهذا تصبح هذه العمليات لأغراض التحوط<sup>(1)</sup>، ولا تختلف إستراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق عن إستراتيجية الأسهم الفردية.

جدول رقم (2-5)<sup>(2)</sup> مثال على أسعار الاختيار لمؤشر ستاند انديور 100

تواريخ التنفيذ				
سعر الإقفال للمؤشر	شهر كانون الثاني	شهر أيلول	شهر حزيران	سعر التنفيذ
اختيار شراء				
165.48	$8\frac{1}{2}$	$7\frac{3}{4}$	$5\frac{1}{2}$	160
165.48	$4\frac{7}{8}$	$4\frac{1}{4}$	$2\frac{7}{16}$	165
165.48	$3\frac{1}{16}$	$2\frac{1}{4}$	$\frac{13}{16}$	170
اختيار بيع				
165.48	$2\frac{3}{4}$	$1\frac{7}{8}$	$1\frac{1}{4}$	160
165.48	$4\frac{3}{4}$	$3\frac{7}{8}$	$3\frac{1}{8}$	165
165.48	8	$7\frac{1}{4}$	$7\frac{3}{8}$	170

والجدول السابق (2-5) والذي يحتوي على سعر الاختيار لمؤشر ستاندراند بور 100 في توضيح لحالتي توقع المستثمر ارتفاع أسعار الأسهم في السوق الحاضر واثر ذلك على القيمة السوقية لمؤشرات السوق، وتوقعه لانخفاض الأسعار في السوق والآثار المرافقة.

(1) حبش: الأسواق المالية وأدواتها المشتقة 1998. ص 239 مرجع سابق

(2) عرض هذا الجدول بأسلوب المؤلف هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص

305 مرجع سابق

## أولاً: توقع ارتفاع الأسعار

هناك مجموعة من الإستراتيجيات التي قد يستخدمها المستثمر في حال توقعه لارتفاع للأسعار في السوق بصفة عامة نذكرها مع الأمثلة، شراء عقد الاختيار شراء بسعر تنفيذ اقل أو أعلى من السعر الحالي للمؤشر وقدره 165.48 دولاراً.

1- بناء إستراتيجية مدى Price Spread كان يشكل المستثمر تشكيلة مكونه من شراء اختيار بتاريخ وسعر تنفيذ شهر كانون أول 165، مقابل مكافأة  $4 \frac{7}{8}$  دولار 4.875 دولار لوحدة قدرها  $\frac{1}{100}$  من قيمة المؤشر وبمكافأة للعقد كله قدرها 487.5 دولاراً.

2- أو على سبيل المثال أن يحرر (يبيع) عقد اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيار 170 دولار، مقابل مكافأة قدرها  $3 \frac{1}{16}$  دولار، (3.0625 دولارات) للوحدة الواحدة وبذلك تبلغ مكافأة العقد كله 306.25 دولارات.

بالتالي في ظل هذه الإستراتيجية ستبلغ تكلفة تلك الإستراتيجية:

$$418.25 = 25 \cdot 306 - 487.5$$

3- بناء إستراتيجية مدى تشكيلة Ratio Spread على أساس السعر<sup>(1)</sup>، فمثلاً يمكن للمستثمر عمل تشكيلة مثل شراء عقدين لاختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيلول 165 مقابل مكافأة للوحدة الواحدة قدرها  $4 \frac{1}{4}$  أي تكلفة كلية للعقدين قدرها  $2 \times 4.25 = 8.5$ ، 8.5  $\times 100$  سهم = 8500 دولاراً، كما يمكن للمستثمر تحرير ثلاثة اختيارات شراء بتاريخ وسعر تنفيذ أيلول 170 و مكافأة يحصل عليها بقيمة  $2 \frac{1}{4}$  دولار بمجموع كلي (2.25)  $\times 3$  عقود  $\times 100$  سهم) 675 دولاراً، وستبلغ التكلفة الكلية لهذه الإستراتيجية: 850 - 675 = 175 دولاراً.

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 304. مرجع سابق

## ثانياً: توقع انخفاض الأسعار

في حال توقع المستثمر انخفاض للأسعار Bearish Market فليديه أكثر من استراتيجية

مثل:

1- أن يشتري عقد واحد لاختيار بيع على سبيل المثال بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر حزيران 160، مقابل مكافأة للعقد كله قدرها  $100 \times 1.25 = 125$  دولار.

2- بناء استراتيجية مدى سعريه كأن يعمل:

أ- تشكيلة اختيارات شراء تتكون من شراء عقد لاختيار شراء وليكن بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيلول 165، مقابل مكافأة للعقد قدرها  $100 \times 4.25 = 425$  دولار.

ب- يحرر عقد لاختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيلول 160، مقابل مكافأة يحصل عليها للعقد الواحد قدرها  $100 \times 7.75 = 775$  دولار.

وبالتالي يكون المستثمر قد حقق وفورات قدرها  $775 - 245 = 345$  دولار، أو أن يستخدم بديلاً آخر بتكوين تشكيلة اختيار بيع كالتالي:

أ- شراء عقد اختيار بيع بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر كانون أول 170 مقابل مكافأة قدرها  $3 \frac{1}{16}$  دولار،  $100 \times 3.0625 = 306.25$ .

ب- تحرير عقد اختيار بيع بتاريخ وسعر تنفيذ كانون أول 165، مقابل مكافأة  $4 \frac{3}{4}$ .

$$100 \times 4.75 = 475 \text{ دولار،}$$

وفي ظل هذه الإستراتيجية سوف تبلغ وفورات الاستثمار:

$475 - 306$  تقريباً = 169 دولار، كما وقد يستخدم إستراتيجية مدى نسبية على أساس

السعر ضمن تشكيلة أخرى من الاختيارات.

## الفرع الرابع: إستراتيجيات التغطية على الأوراق المالية باستخدام عقود الاختيار

إن عملية استحداث عقود الاختيار كأدوات مشتقة في سوق المال لم تكن بغرض إتاحة الفرصة للمستثمرين بتحقيق الأرباح فقط، وإنما الأهم من ذلك هو تجنب هؤلاء المستثمرين مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية التي يملكونها أو التي ينوون التعامل فيها مستقبلاً<sup>(1)</sup>.

وقد لجأ المستثمرون إلى استخدام إستراتيجيات مختلفة للحد من المخاطر وذلك باتخاذ موقف قصير الأجل من حقوق الاختيار، وموقف طويل الأجل بالنسبة للأوراق المالية (الأسهم) أو العكس.

"التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستخدام نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مختلفة"<sup>(2)</sup>. في الغالب لا تكون عمليات التغطية كاملة، أي أن المستثمر لا يستطيع التخلص من كل خسائره المحتملة في كل الحالات، فالهدف من عملية التغطية هو الحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة<sup>(3)</sup>. ومن هذه الإستراتيجيات:

### أولاً: التغطية ضد المخاطر باستخدام بيع حق اختيار شراء

في حال أن المستثمر يمتلك السهم موضع الاختيار، يقوم ببيع اختيار شراء على ذلك السهم عندما تشير توقعاته إلى أن الأسعار لن تتغير أو أنه سيحدث تغيراً طفيفاً في أسعار السهم.

#### مثال (16) على تغطية اختيار الشراء المصدر

بفرض أن المستثمر يمتلك 10 أسهم من أسهم شركة ما والتي تتداول أسهمها في السوق المالي بسعر 40 دولار للسهم في شهر تموز، وتوقعات المستثمر عدم حدوث تغير يذكر لأسعار

(1) حناوي، محمد صالح: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- ط2، 1997. ص354

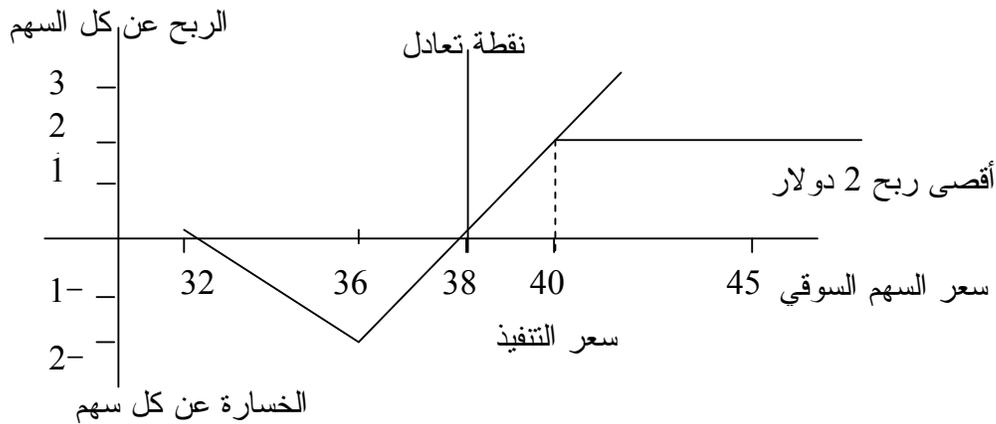
(2) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. 2005، ص364. مرجع سابق

(3) حنفي: بورصة الأوراق المالية، 2003-2004. ص 442 مرجع سابق

هذا السهم خلال الأشهر الثلاثة التالية، فيقوم ببيع اختيار الشراء المحدد تاريخ تنفيذه وسعر تنفيذ، تشرين أول 40 دولار، مقابل مكافأة يحصل عليها بمقدار 2 دولار للسهم.

إذا ارتفع سعر السهم عند لحظة التنفيذ إلى 41 دولار للسهم فيقوم مشتري اختيار الشراء بتنفيذ الاختيار وتتم تسوية بين المستثمر بائع الاختيار (مالك السهم) وبين مشتري الاختيار، وذلك بدفع 1 دولار عن كل سهم  $(40-41) \times 100$  دولار لمشتري الاختيار وبما أن بائع الاختيار سبق واخذ مكافأة بمقدار 2 دولار للسهم الواحد (200 دولار عن العقد فتكون صافي أرباحه 100 دولار (100-200).

الحالة الثانية استقرار في أسعار السهم وتكون النتيجة طلب مشتري الاختيار بتنفيذ العقد أو عدمه لا يؤثر على بائعه والنتيجة حصوله على 200 دولار على العقد، مبلغ المكافأة عقد الاختيار، أما إذا ما انخفضت الأسعار بهذا السهم فلن يقوم مشتري الاختيار بطلب التنفيذ فإذا ما أصبحت سعر السهم 37 دولار وتكون الخسارة عند المستثمر بمبلغ 3 دولار للسهم (37-40) إجمالي 300 دولار للعقد الواحد، وبما أنه سبق وحصل هذا المستثمر على 200 دولار كمكافأة وبالتالي تقلل من إجمالي خسارته لتصبح صافي الخسارة 100 دولار.



الرسم البياني رقم (5-6) عملية التغطية لاختيار الشراء المصدر

ونلاحظ - كما في الرسم البياني السابق رقم (5-6) - أنه في حال انخفاض سعر السهم أكثر من قيمة المكافأة فإن المستثمر بائع اختيار الشراء سوف يخسر بتزايد مع كل تزايد في

انخفاض سعر السهم بمقدار الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق مطروحاً منه مقدار المكافأة والتي ستقل من قيمة الخسارة بقدرها.

ويتضح من هذه الإستراتيجية أن لبيع اختيار شراء هدفان - في ظل عدم التغير أو التغير الطفيف لأسعار الأسهم التي يملكها المستثمر - أولهما إضافة دخل أو ربح ينتج عن تملك الأسهم وعمليات المراجعة، ويكون الدخل الطبيعي من يملك الأسهم عبارة عن توزيعات ناتجة عن هذه الأسهم والدخل الإضافي لنفس السهم والناجم عن بيع اختيارات شراء مغطاة<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: شراء اختيار البيع بهدف المحافظة على مركز السهم

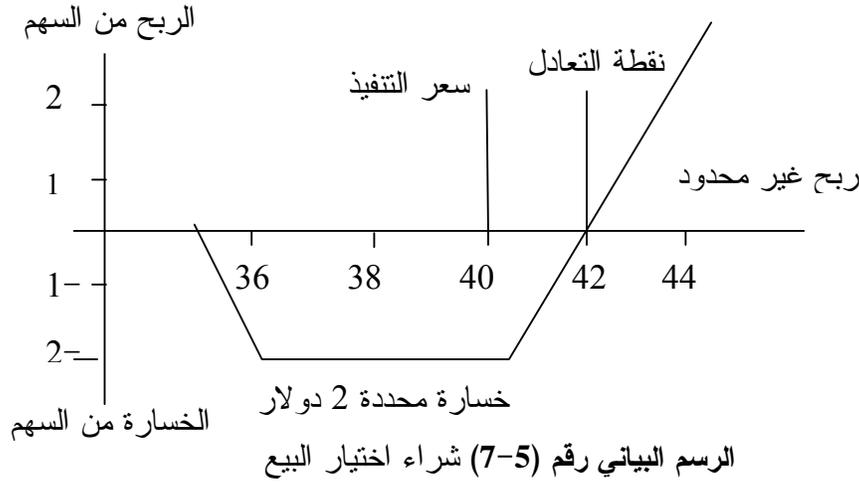
ويعني شراء اختيار البيع للمحافظة على مركز السهم المملوك حالياً، ويهدف بذلك المساهم إلى تجنب المخاطر خلال فتره اختيار البيع مع إمكانية تحقيق أرباح كبيرة، ويؤخذ بهذه الحالة عندما يتوقع المستثمر ارتفاعاً للأسهم أو انخفاضاً لها أي عدم التأكد مما سيحدث إنما هناك توقعات شبه أكيدة لتغير في الأسعار، وبالرجوع إلى المثال السابق إذا كان المستثمر يسعى لتأمين مركز السهم وقام في شهر تموز بشراء اختيار بيع بتاريخ تنفيذ وسعر، شهر تشرين أول 40 دولار مقابل مكافأة يدفعها 2 دولار.

إذا بلغ سعر السهم 45 دولار في تاريخ التنفيذ فيكون المستثمر حقق أرباحاً عن كل سهم بمقدار 5 دولار (5 دولار × 100) = 500 دولار بسبب ارتفاع الأسهم من 40 إلى 45 دولار ولكنه سوف يخسر المكافأة التي سبق ودفعها و 2 دولار أي صافي أرباحه (500-200) 300 دولار مقدار ربحه.

أما إذا انخفضت الأسعار على سبيل المثال إلى 36 دولار للسهم فالنتيجة أنه سوف يخسر 4 دولار بالسهم (40-36)، إلا أنه وبسبب عقد اختيار البيع الذي اشتراه سوف يربح مبلغ 2 دولار صافي فقط حيث أنه ربح مبلغ 4 دولار عن كل سهم من جراء التسوية للعقد وسبق أن

(1) حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003-2004. ص 596. مرجع سابق

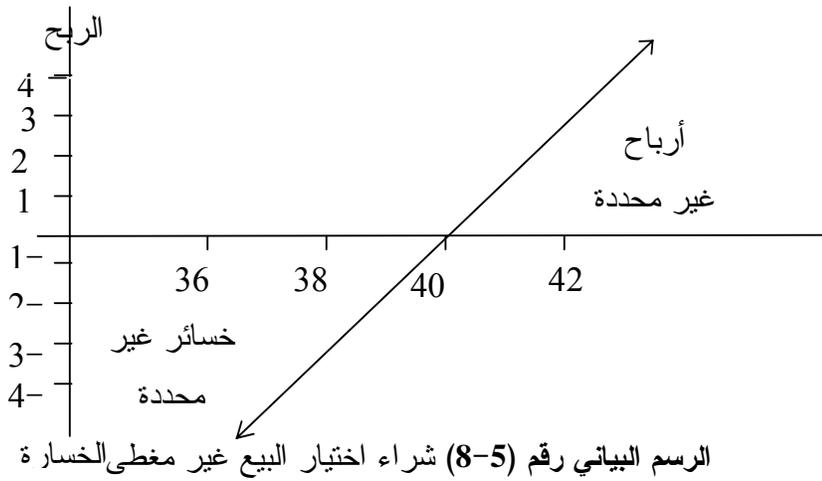
ودفع 2 دولار مكافأة لمحرر اختيار البيع، فتكون إجمالي أرباحه 200 دولار من عقد الاختيار وإجمالي خسارته في السهم 400 دولار والنتيجة صافي خسارة 200 دولار (400-200).



ونلاحظ أن المساهم لا يجد من فرصة إمكانية تحقيق الربح من خلال شراء اختيار البيع، فكلما زاد سعر السهم كلما زادت أرباحه، لذلك نجد أن الأرباح التي يحققها من تملك السعر يجب أن تتجاوز خسائر اختيار البيع، فنقطة التعادل كما في الرسم البياني رقم (5-7) تكون عند سعر 42، (سعر السهم الأصلي + ثمن الاختيار)<sup>(1)</sup>.

الخسارة من السهم وان الانخفاض في الأسعار سيقابله تعويض في أرباح الاختيار، أما في حال ارتفاع الأسعار للسهم فيقابلها ارتفاع لأرباح المستثمر منقوصة بمبلغ صغير نسبياً إذا ما قورنت بالارتفاع الكبير لأسعار الأسهم، والذي سبب هذا النقص القليل في الربح عن المستثمر الذي لم يتم بتغطية أسهمه بشراء اختيار البيع بمقدار مبلغ المكافأة المدفوع، إلا أنه شتان ما بين الخسارة التي يمتد فيها المستثمر الذي قام بشراء اختيار البيع والمستثمر مالك السهم الذي لم يتم بشراء عقد الاختيار سابق الذكر وسنوضحها في الرسم البياني التالي رقم (5-8) الذي يوضح الأرباح والخسائر للمستثمر الذي لم يتم بشراء عقد اختيار بيع إذا نقص السعر 40 دولار تطبيقاً على المثال (16) ويملك الأسهم سابقة الذكر.

(1) حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003-2004. ص 599. مرجع سابق



### ثالثاً: التغطية ضد المخاطر باستخدام شراء اختيار الشراء

وتكون تغطية الشراء بقيام المستثمر بشراء عقد اختيار شراء على أصل من سوق العقود المستقبلية بتواريخ تتفق مع توقيت الحاجة إلى هذا العقد بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار<sup>(1)</sup>.

أي أن المستثمر مالك هذا الأصل يريد أن يشتري اختيار شراء على نفس الأصل ولنوضح ذلك نضع المثال التالي:

#### مثال (17) على التغطية بشراء اختيار شراء

إذا افترضنا أن المستثمر يملك 100 سهم في شركة ما يتم تداول أسهمها في السوق المالي وفي الأسواق المستقبلية يتم التعاقد على هذه الأسهم، ويبلغ سعر السهم 100 دولار، وكان المستثمر غير متأكد من أن الأسعار سوف ترتفع أو تنخفض في تاريخ التنفيذ وقام بشراء اختيار شراء بتاريخ تنفيذ وسعر تنفيذ، شهر كانون أول 100، مقابل مكافأة يدفعها 5 دولار للسهم، ويكون هدف المستثمر هو التحوط ضد ارتفاع أسعار السهم مستقبلاً.

(1) حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. 2003-2004. ص 608. مرجع سابق

فإذا ما انخفض سعر السهم عن 100 دولار وأصبح 80، فتكون قيمة الاختيار صفر ولا يقوم مشتري الاختيار بالتنفيذ والنتيجة خسارة المستثمر مقدار المكافأة 500 دولار (5 دولار × 100 سهم) أما إذا ارتفع سعر السهم أكثر من 100 دولار وليكن 110 دولار فيقوم المشتري بتنفيذ الاختيار ليحصل على 10 دولار على كل سهم (100-110) 10،  $100 \times 10 = 1000$  وبما أنه سبق ودفع 5 دولار قيمة المكافأة للسهم يصبح صافي أرباحه  $(10-5) \times 100 = 500$  دولار.

أما إذا استخدم المستثمر إستراتيجية تغطية أخرى كأن يقوم ببيع الأسهم ثم شراءها بعد انخفاض سعرها، وان يشتري اختيار شراء للأسهم تحسباً إذا ما ارتفعت أسعارها، هنا يكون المستثمر اتخذ موقفاً قصيراً فيما يتعلق بالأسهم (بمعنى بيع الأسهم) واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بشراء اختيار الشراء فهو يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة، إذا كان المستثمر يملك هذه الأسهم كما في المثال السابق، وانخفض سعر السهم، فإن المستثمر يستطيع شراء الأسهم من السوق وتحقيق عائد، فإذا انخفض سعر السهم إلى 80 دولار مثلاً يقوم المستثمر بشراء الأسهم من السوق ويحقق عائد 2000 دولار من خلال تنفيذه لعقد البيع الذي يحوز عليه، بما أنه سبق ودفع مكافأة قدرها 500 دولار نظراً لعدم تنفيذ حق اختيار الشراء فتصبح أرباحه الصافية 1500 (2000-500) دولار وهذه الأرباح تخلو من المخاطر بقدر كبير، إذ أن المستثمر لو أنه اتخذ موقف قصير لحقق أرباح تبلغ 2000 دولار، ولو أنه اتخذ موقف طويل فقط تحقق خسائر بمبلغ 500 دولار، أما وضع التغطية تضمن له تحقيق أرباح فقط في ظل انخفاض سعر السهم تبلغ 1500 دولار دون التعرض للخسائر، لذا يقال أن أرباح التغطية في هذا الحال تخلو من قدر كبير من الخطر<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: التغطية ضد المخاطر باستخدام اختيار البيع

في حال أن المستثمر يملك أسهم بمعنى أنه اتخذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم، واتخذ موقف قصير لعقد اختيار أي بيع اختيار بيع، ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا

(1) حناوي: تحليل الأسهم والسندات. 2005. ص 366. مرجع سابق

اعتقد أن أسعار السهم سوف ترتفع في المستقبل فيقوم بشرائها ويكون مالكا لها في الأصل، ومن ثم يقوم بتحرير عقد اختيار بيع لمستثمر آخر بغرض بيع هذه الأسهم إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك، وبغنى عن وضع مثال نظراً لمجموعة الأمثلة السابقة الشرح، فبإتباع نفس هذه الأمثلة بإمكانك أيها القارئ من معرفة مقدار الربح والخسارة التي يتعرض لها تبعاً لتغير الأسعار والتي سوف تسفر عن خسائر محددة بقيمة المكافأة ولا حدود في هذه الحالة للأرباح.

### خامساً: التغطية ضد المخاطر من خلال استخدام عقود الاختيار المنتشرة Spread

يقصد بالانتشار الوضع الذي تكون فيه اختيارات الشراء أو البيع الخاصة بذات الأصل متباينة من حيث سعر الممارسة أو التنفيذ، وقد تكون متماثلة أو مختلفة من حيث تاريخ التنفيذ النهائي، ويمكن أن يتم اختيار اختيارات مختلفة لذات الأصل وتشكيلها وفقاً لتوقعات المستثمر لزيادة أو استقرار أو حتى انخفاض أسعار أسهم لها<sup>(1)</sup>.

ويجب عادة المستثمر لإتباع هذه الإستراتيجية على المدى الطويل، فإذا كانت لديه توقعاته عن أسعار ما لديه من أوراق مالية تشير إلى هناك تغيرات واسعة في السعر.

أما بالنسبة لإستراتيجية الانتشار قصيرة الأجل في نفس تاريخ التنفيذ والسعر ذاته فتتطوي على تحرير عقد اختيار بيع وعقد اختيار شراء في ظل افتراض رئيسي، وهو أن أسعار السهم لن تتغير بشكل ملموس، سبق وشرحنا عنها تحت عنوان إستراتيجيات تتضمن اختيارات شراء وبيع في هذا الفصل حالة شراء اختيار بيع واختيار شراء.

وتقسم إستراتيجيات الانتشار على أساس رأسي Vertical أي على أساس أسعار التنفيذ أو على أساس تاريخي أي على أساس تاريخ انتهاء العقد Expiration Dates أو على أساس مختلط Combination أي على أساس كل من أسعار التنفيذ وتاريخ الانتهاء<sup>(2)</sup>.

(1) حنفي: بورصة الأوراق المالية. 2003. ص 454. مرجع سابق.

(2) حناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الدار الجامعية. الإسكندرية: مصر. 1999-2000. ص 376.

## الفرع الخامس: إستراتيجية تأمين المحفظة

يطلق مصطلح المحفظة على صناديق الاستثمار وهي تعد فكرة هامة راجت في أسواق الاستثمار، إذ يقوم المستثمر باختيار مجموعة من الأوراق المالية متنوعة من حيث نوعها وأجلها، ويكون ذلك بعد أن يقوم بتقدير المبلغ الذي يريد استثماره والوقت الملائم لذلك وان يكون قد قام بدراسة للأوراق المالية المعروضة في الأسواق المالية وتحديد أهداف المستثمر والغالب أن يكون الهدف تحقيق الربح، وهذا التنوع في الاستثمار لن يكون بشكل دائم بنفس الأسلوب فبتغيير الزمن يتم إعادة النظر في الأدوات المالية المملوكة، فقد تكون ورقة في بداية فترة مالية مرغوب فيها أن تبقى في المحفظة وأخرى غير مرغوب بالاستثمار فيها، إلا أنه في الفترة التالية إذا تم إعادة النظر في تقييم المحفظة الاستثمارية قد تتقلب الأمور والمفاهيم تبعاً للتغيرات في السوق والأسعار وكذلك الموقف الشخصي للمستثمر، لذا في بناء أي محفظة استثمارية يجب الاهتمام بالعناصر التالية:

1- الانتقاء والذي يعتمد على التنبؤ الجزئي وهو تحليل الأوراق المالية بالتركيز على سهم فردي.

2- التوقيت ويكون قيمة التنبؤ كلي على جميع الأسهم.

3- عملية التنوع بالأوراق المالية بحيث الأخذ بعين الاعتبار تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في إطار مجموعة مع العقود<sup>(1)</sup>.

من بين وسائل الحد من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية أو ما يطلق عليها بتأمين المحفظة هو عمل تشكيلة من السندات والأسهم، مع امتلاك لحقوق الاختيار كاختيار البيع وذلك لحماية المحفظة من التعرض للخطر بضمان حد من الربح، وهناك صور مختلفة لتأمين المحفظة.

(1) حناوي: تحليل الأسهم والسندات. 2005. ص 14. مرجع سابق

## أولاً: تأمين المحفظة مع اختيارات البيع

أن يقوم المستثمر بتوجيه جزء من الموارد المالية المتاحة لاختيار بيع ثم استثمار ما تبقى من الموارد في استثمار تقليدي<sup>(1)</sup>، ومثل هذا التأمين عادة يكون له تكلفة تعادل تكلفة اختيار حق البيع، فإذا ما ارتفعت أسعار الأسهم فبإمكان المستثمر بيع هذا السهم بسعر مرتفع ويحقق الأرباح إلا أنه سوف يخسر المكافأة التي سبق ودفعها لعقد اختيار البيع، والذي لن يستفيد من تنفيذها، إلا أن هذه الخسارة برأينا أنها عبارة عن ضريبة يدفعها المستثمر مقابل الحد من خسارته إلى أدنى حد، وهي في حال انخفاض سعر السهم يستطيع هذا المستثمر تنفيذ عقد البيع بالسعر الأول (الأعلى) وبذلك تتجدد خسارته بمقدار المكافأة المدفوعة والتي أحياناً تكون صغيرة بالنسبة إلى الخسارة التي قد يمنى بها المستثمر المالك لنفس هذه الأسهم ولم يقد بعمل عقد اختيار البيع، ويستطيع المستثمر القيام بتأمين المحفظة بشراء اختيار شراء، مثل أن يشتري اختيار شراء طويل المدى، ويملك سند خزينة على المدى الطويل، أيضاً ستزداد قيمة المحفظة بسبب مدفوعات قيم الاستثمار على اختيارات الشراء الطويلة<sup>(2)</sup>.

## ثانياً: تحرير عقد شراء لسهم

ويقصد بذلك إن يقوم المستثمر بتحرير عقد شراء على أسهم مملوكة في المحفظة، وهو عرف شائع بين المستثمرين، حيث يعود الزيادة في التدفقات النقدية الفورية إلى المحفظة والتي تنشأ عن عملية تحرير العقد لصالح المستثمر، وتكون تكلفة ذلك هو الحد من تقييم سعر المحفظة<sup>(3)</sup>.

## ثالثاً: تحرير عقود اختيار شراء وبيع مغطاة

في هذه الإستراتيجية للحد من مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية والتي لا يتوقع حدوث تغيرات في أسعارها بشكل كبير في المدى القصير.

(1) للمزيد ارجع إلى مؤلفات هندي: كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال

(2) الراوي، خالد وهيب: الاستثمار في مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، طبعة أولى. 1999.

(3) للمزيد ارجع إلى الراوي: الاستثمار مفاهيم إستراتيجية. الفصل السابع 1999.

والهدف من هذه الإستراتيجية زيادة في عائد المحفظة في الأجل الصغير اثر المكافآت التي يحصل عليها من تحرير العقود، وقد يستخدم أكثر من إستراتيجية استثمارية من عقود الاختيار لتأمين المحفظة كأن يقوم المستثمر بشراء اختيار شراء لسند مملوك في المحفظة وتحرير عقد اختيار بيع لسهم آخر أو لنفس السهم وذلك للتأمين أو الحد من الخسارة التي قد تحدث.

#### رابعاً: استراتيجيات أخرى

##### 1- إستراتيجية هامش الشراء النسبي

ويقصد بهذه الإستراتيجية شراء عقد حق الشراء بسعر تنفيذ قريب إلى سعر السوق وبيع عدة عقود شراء (2-5 عقود)، بسعر تنفيذ مختلف ابعده من سعر الشراء الأول، وتستخدم هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاد المستثمر أن الأسعار لن ترتفع، فيشتري عقد واحد وبيع عدة عقود ليستفيد من العلاوات (المكافآت)، ويكون ربح المستثمر محددة بين سعر تنفيذ عقد الشراء وسعر تنفيذ عقد البيع، والنتيجة أن الخسارة سوف تكون جسيمة إذا تحركت الأسعار إلى الارتفاع وتم ممارسة عدة عقود البيع ضد المستثمر<sup>(1)</sup>.

##### 2- إستراتيجية هامش بيع النسبي

وهذه الإستراتيجية معاكسة للإستراتيجية السابقة حيث يتوقع فيها المستثمر ارتفاع الأسعار فيقوم بشراء عقد اختيار بيع وبيع عدة عقود من (2-5) حق بيع بسعر تنفيذ مختلف، وقد تكون خسائر المستثمر كبيرة في حال لم تتحقق توقعاته وانخفضت الأسعار بشكل كبير.

##### 3- استخدامات أخرى للاختيارات الأسهمية

تستخدم المؤسسات والجهات المحترفة التعامل مع اختيارات الأسهم أحياناً لتنفيذ مخططات استثمارية معينة أو لإدارة مركز أسهمي معين لحسابها أو حساب عملائها، مثل استخدام أسواق اختيار لإخفاء خطط لشراء نسبة عالية من سهم معين، ذلك بشراء تدريجي لكميات أسهم صغيرة

(1) حبش: الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 234. مرجع سابق

لا تلتفت الاهتمام، وتقوم بشراء اختيارات شراء على السهم ذاته مع نيتها لتنفيذ حق الشراء من خلال عقد الاختيار.

كما تلجأ بعض المؤسسات إلى شراء أو بيع كميات كبيرة من الأسهم من خلال أسواق الاختيار دون الإضرار بالأوضاع السوقية للسهم نتيجة الطلب الكبير أو العرض الكبير عليه، ويكون ذلك لتفادي حدوث خسائر كبيرة من جراء تقلبات أسعار الأسهم، ويكون القصد من بيع اختيارات الشراء والبيع الحصول على علاوات لكسب حماية جزئية مؤقتة لأي تحرك في السعر لغير صالح الصفقة التي سبق وان أشرتها بكمية كبيرة، وتقوم مباشرة بشراء حقوق بيع في حال خشيت انخفاض الأسعار وتشتري حقوق شراء عندما تتوقع حدوث ارتفاع الأسعار حتى تتمكن المؤسسة من تعديل لمركزها الجديد دون إحداث اضطراب في سعر السهم المعني في الأسواق<sup>(1)</sup>، كما قد تقوم المؤسسة بشراء اختيارات أسهم شركة في حال علمت هذه المؤسسة أن شركة أخرى تحاول الاستيلاء على هذه الشركة، فتقوم المؤسسة باستباق باقي المستثمرين وشراء اختيارات أسهم الشركة التي سوف يتم الاستيلاء عليها، وبذلك تضمن أسعار شراء منخفض.

وأخيراً نستطيع القول أن هناك عدد كبير من الإستراتيجيات يمكن للمستثمر استخدامها في التعامل بعقود الاختيار في سوق الاختيار تختلف من مستثمر إلى آخر باختلاف فهمه للسوق وتوقعات كل من المستثمرين وقدرتهم على الدفع (أي مقدار المبلغ الذي يملكه المستثمر)، كذلك مدى استعداد المستثمر للمخاطرة وقد سبق وفصلنا عن إستراتيجيات التعامل بالاختيار وهي كثيرة وبرأيي هي كافية لك أيها القارئ لكي تستطيع فهم أساسيات الاستثمار في سوق الاختيار ونترك لك أسلوبك الخاص في استحداث إستراتيجيات جديدة ومميزة من خلال فهمك لهذا العقد وهذه الإستراتيجيات السابقة الذكر، ذلك لأن التعامل في سوق الاختيار يعتمد بشكل كبير على عمليات التنفيذ لأسعار الأسهم والعملات والمؤشرات وغيرها، حيث يعتمد التنبؤ الصحيح على:

1- معرفة المؤشرات الاقتصادية وبالتالي بناء نظام تنبؤ أساسي.

(1) أسعد: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. 1997. ص 125. مرجع سابق

2- معرفة التحليل الفني باستعمال نظام بهذا الخصوص.

3- سلوك نفسي مستقل وخبرة كافية ومعلومات وافرة مثمرة عن السوق بالإضافة إلى

استعمال النظامين السابقين الأساسي والفني<sup>(1)</sup>.

وبهذا الحديث المختصر عن عامل التنبؤ ومدى اعتماد المستثمر عليه في تعامله في سوق الاختيار برأينا يظهر مدى التباين بين المستثمرين في اعتقاداتهم وأساليب استثمارهم لأموالهم وبالتالي اختلاف الإستراتيجيات المستخدمة لديهم كل بحسب أسلوبه وتنبؤاته.

في الختام لا بد من الإشارة إلى أنه بالرغم دراسة حيثيات إمكانيات المتاجرة بعقود الاختيار مع مجموعة كبيرة من الإستراتيجيات مع الشرح والأمثلة والرسم البياني، وحاولت توضيح الإستراتيجيات الأكثر انتشاراً واستخداماً في هذه الأسواق، إلا أن فرص الإبداع في هذا المجال لا حصر لها وتعتمد على ذكاء وقدرة المستثمرين على الاستفادة من الفرص الموجودة، بأنماط وتشكيلات منها البسيط ومنها المعقد.

وقد يتم التساؤل لماذا أغفلت بعض التكاليف الخاصة بعمولات التأمين والتي تتطوي على جميع أنماط التعامل وهو أمر مهم للمستثمر حتى ينجح باستثماراته خاصة أن العمولة قد تصل إلى نسبة عالية في قيمة المكافأة ولا يجب غض البصر عنها، إلا أن السبب من ذلك هو تبسيط الأمثلة من أجل فهم الأمور الأساسية في الطريقة المحاسبية والفنية لعقود الاختيار كي لا يختلط على القارئ الأرقام وعدم إيصال الفكرة الأساسية التي نود أن نفهمها وهي الأهم وأما بالنسبة للعمولات نستطيع إضافتها كتكلفة أخرى للعقود.

كما إن الأمثلة المستخدمة كانت في غالبيتها تتعلق بالخيارات الاسهمية إلا أنه يمكن تطبيق هذه المبادئ على بقية السلع والأصول المالية الأخرى المتداولة في أسواق الاختيار، كالذهب والبن والسندات والعملات الأجنبية والمؤشرات الأسهم المختلفة والعقود الآجلة، وبسبب اختيارنا للخيارات الأسهمية هو أنها تكشف عن جميع أشكال الفرص والمخاطر التي تتطوي عليها العمليات.

<sup>(1)</sup> حبش: الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشتقة. 1998. ص 304. مرجع سابق

## المبحث الثالث: المعالجة الضريبية لعقود الاختيار

تناولنا في هذا المبحث المعالجة الضريبية لعقود الاختيار، (موضوع تكلفة الاستثمار في عقود الاختيار) وفيه مبحثان، الأول كان عن تكلفة المعاملات، والثاني عن المعالجة الضريبية على أرباح عقود الاختيار.

### المطلب الأول: تكلفة المعاملات

تعتبر كل من التكاليف المرتبطة بشراء أو بيع الأوراق المالية والتي يطلق على العمولة عادة بتكاليف المعاملات<sup>(1)</sup>.

ويحصل السمسار على عمولة نتيجة التعامل في الاختيار سواء كان بيع (تحرير أو شراء للعقد)، وتحتسب العمولة على أساس قيمة عقد الاختيار وليس على قيمة الأسهم محل الاختيار، وعادة ما تكون اقل من تلك التي كان عليه دفعها لو أنه تعامل في الأسهم مباشرة في السوق الحاضر<sup>(2)</sup>.

حيث أن العقد الذي يحوي 100 سهم بسعر 10 دولار للسهم - افتراضاً - ومكافأة مقدارها 1 دولار للسهم، فإذا ما تعامل المساهم مع الأسهم مباشرة في السوق الحاضر فإن مبلغ التعامل سيكون 1000 دولار بينما إذا تعامل في سوق الاختيار فإنه يحمل عقد واحد يحوي 100 سهم وقيمة العقد هي 100 دولار (100 × 1) وبالتالي تكون العمولة على عقد الاختيار اقل من العمولة على نفس السهم في السوق الحاضر، وإذا افترضنا أن عقد الاختيار بين المستثمر (مشتري الحق) ومحرر الحق يتم من خلال سمسار أو وسيط، فسوف يتحمل مشتري الاختيار مسئولية دفع العمولة للسمسار وليس المحرر، والتي بدورها (العمولة) تؤثر على قرار مشتري العقد بالنسبة للربح والخسارة<sup>(3)</sup>.

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 615. مرجع سابق

(2) الحناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات 1999-2000. ص 347 مرجع سابق

(3) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، 2005. ص 346. مرجع سابق.

مثال (1) على اثر تكلفة العمولة على قرار شراء عقد الاختيار

إذا كان شراء اختيار البيع 100 دولار وكانت قيمة العمولة على سبيل المثال 3% من قيمة العقد، ما هو تأثير ذلك على أرباح المستثمر في حالة ارتفاع السعر السوقي إلى 120 دولار وكانت مقدار المكافأة 7 دولار.

أن مشتري اختيار البيع أساساً يتوقع انخفاض في أسعار السهم محل الاختيار، فإذا ما ارتفعت أسعار تلك الأسهم فذلك لن يكون من صالح مشتري اختيار البيع، فلا يقوم بتنفيذ الاختيار مما يعني خسارته للمكافأة وهي 7 دولار للسهم، ويحدد المستثمر خسارته نتيجة عدم تنفيذ العقد هي: 7 دولار + العمولة (3% × 100 دولار)

$$10 = 7 + 3 \text{ دولار خسارة للسهم الواحد، إجمالي } 1000 \text{ دولار بالعقد } (10 \times 100).$$

ونلاحظ هنا أن العمولة زادت من مقدار الخسارة بقيمة 3 دولارات، أما محرر الاختيار فقد ربح بمقدار 7 دولار مكافأة عن كل سهم.

وإذا ما تحققت توقعات مشتري اختيار البيع وانخفض سعر السهم إلى 90 دولار فإن ذلك يعني تنفيذ عقد الاختيار مع محرره، ويكون ذلك ببيع الأسهم للمحرر مقابل 100 دولار لأن مشتري الاختيار سوف يبيع السهم للمحرر مقابل 100 دولار بدلاً من بيعه في السوق بسعر 90 دولار، أي فرق الربح هو 10 دولار والتي تعادلت مع خسائره جراء دفعه لمكافأة قدرها 7 دولار وعمولة 3 دولار لكل سهم، ولذلك تصبح صافي أرباحه وخسائره هي صفر.

وفي بورصة نيويورك هناك جدول يحدد قيمة العمولة على الصفقات، بحد أدنى قدره 2.5 دولار للسهم أي 25 دولار على العقد، غير أن على المستثمر أن يعلم أنه في حالة تنفيذ الاختيار فإن على كل من المحرر والمشتري أن يدفع عمولة تعادل ما كان سيدفعانه لو أن عملية البيع أو الشراء للسهم قد تمت في السوق الحاضر، وان الحد الأقصى لعقود الاختيار التي يمكن أن يدفعها المستثمر على أسهم أي منشأة = 1000 عقد أي 100.000 سهم، وذلك منعاً

من استخدام سوق الاختيار للسيطرة على منشأة ما<sup>(1)</sup>، وتكلفة المعاملات بصفة عامة بما فيها من هامش ربح صافي السوق هي اقل من مثيلاتها في السوق الحاضر، والسبب في ذلك يرجع إلى الدور الأساسي الذي تقوم به مؤسسة التسوية OCC والذي يتضمن ضمان تنفيذ عقود الاختيار، لأن هذا الضمان يعني عدم الحاجة للوقت والجهد والمال للتحقق من قدرة محرر الاختيار، فيمكن لمشتري الاختيار إقفال مركزه في أي لحظة وذلك ببيع الاختيار قبل تاريخ التنفيذ وبسعر السوق الجاري<sup>(2)</sup>.

والعمولة Commission في سوق الاختيار تكون محل مساومة بين المستثمر وبيت السمسة كما هو حال العمولة في السوق الحاضر، ويقدم فيشر و جوردان النظام الذي يتبعه احد اكبر بيوت السمسة في الولايات المتحدة في تحديد العمولة، سواء تعلق الأمر بشراء الاختيار أو تحريره (بيعه) واهم عناصر ذلك النظام:

1- العمولة الأساسية: Base Commission ويتحدد مقدارها كما في المعادلة (6 - 1).

$$\text{العمولة الأساسية} = (14 \text{ دولاراً} + \text{س} \times 1.6\% \times 100) \times \text{ن} \dots\dots\dots (6 - 1).$$

وتمثل (س) سعر الاختيار في تاريخ التعاقد و (ن) تمثل عدد العقود التي يتضمنها أمر Order الاختيار والرقم (100) يمثل عدد الأسهم في العقد الواحد، ويشترط في هذه المعادلة أن لا تزيد قيمة العمولة الأساسية عن 17% من القيمة الأساسية لأمر الاختيار<sup>(3)</sup>.

2- الخصم Discount: يخصم من قيمة العمولة الأساسية والتي تم تحديدها من خلال

المعادلة رقم (6 - 1) ويشترط أن لا يزيد مقدار المبلغ المخصوم عن 48% من قيمة العمولة الأساسية، وذلك في حال تضمن الأمر 16 عقد أو أكثر. وبالنسبة لمعادلة المبلغ المخصوم فتحدد كما في المعادلة (6 - 2).

$$\text{المبلغ المخصوم} = \text{العمولة الأساسية} \times 3\% \times \text{عدد العقود} \dots\dots\dots (6 - 2).$$

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 652. نقلا عن (Fischer & Jordan, 1987. P. 459.)

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 257

(3) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 616. مرجع سابق

3- الحد الأدنى للعمولة Minimum Commission: إذا كانت العمولة المطلوبة تقل عن 30 دولار فتطبق قواعد إضافية وهي كالتالي:

أ- حد أدنى قدره 30 دولار على الأمر الذي يتضمن صفقة تبلغ قيمتها الأساسية 187.5 دولاراً أو أكثر أما إذا كانت العمولة المحسوبة أكبر من 30 دولاراً فيؤخذ بالعمولة المحسوبة (أي المبلغ الأكبر).

ب- إذا كانت القيمة الأساسية للصفقة تقل عن 187.5 دولاراً فتقدر العمولة بما يعادل 16% من القيمة الأساسية.

4- الحد الأقصى للعمولة Maximum Commission يشترط ألا تزيد قيمة العمولة المدفوعة للعقد الواحد عن 92 دولاراً.

مثال (2) على كيفية حساب العمولات على عقد اختيار واحد.

إذا كان لدينا أمر يتضمن عقد واحد بقيمة قدرها  $(\frac{13}{16})$  دولار على السهم الواحد، أي 0.8125 دولار.

بإتباع الخطوات السابقة لحساب العمولة عن هذا العقد:

$$1- \text{العمولة الأساسية} = (14 + 0.8125 \times 0.1 \times 6\% \times 100) = 3.15 \text{ دولار}$$

$$2- \text{تخصم قيمة قدرها} = 3.15 \times 3\% \times 1 \text{ عقد} = 0.459 \text{ دولار}$$

$$3- \text{قيمة العمولة المحسوبة} = 15.3 - 0.459 = 14.841 \text{ دولار}$$

وبما أن العمولة تقل عن 30 دولار، فسوف نبحث عن القيمة الأساسية للصفقة و تساوي هنا 81.25 دولار  $(100 \times 0.8115 \text{ سهم})$ ، وحيث أن العمولة تقل عن 30 دولاراً إذن يطبق عليها الحد الأدنى للعمولة والذي يبلغ 16% من القيمة الأصلية للصفقة أي 13 دولار (81.25  $\times 16\%$ ).

مثال (3) على كيفية حساب العمولات على 3 عقود

إذا كان لدينا ثلاثة عقود اختيار وبلغ سعر الاختيار للسهم الواحد  $1\frac{9}{16}$  دولار أي 1.5625

دولار للسهم، 156.25 للعقد الواحد، وبتابع الخطوات ذاتها:

$$-1 \quad \text{العمولة الأساسية} = 3(100 \times 1.5625 + 14) = 49.5 \text{ دولار}$$

$$-2 \quad \text{يخصم} = 3 \times 3\% \times 49.5 = 4.485 \text{ دولار}$$

$$-3 \quad \text{قيمة العمولة المحسوبة} = 49.5 - 4.485 = 45.015 \text{ دولار}$$

وبما أن العمولة المحسوبة تزيد عن 30 دولار فيأخذ فيها، وحينئذ يكون معدل العمولة

9.6%.

مثال (4) على احتساب العمولة على 12 عقد.

إذا كان لدينا 12 عقد اختيار وبلغ سعر الاختيار للسهم الواحد 5 دولارات أي 500 دولار

للعقد الواحد:

$$-1 \quad \text{العمولة الأساسية} = 12 \times (100 \times 6\% \times 5 + 14) = 264 \text{ دولاراً}$$

$$-2 \quad \text{يخصم} = 12 \times 3\% \times 264 = 95.04 \text{ دولاراً}$$

$$-3 \quad \text{العمولة المحسوبة} = 264 - 95.04 = 168.96 \text{ دولاراً}$$

وهذا يعني أن العمولة على العقد الواحد 14.08 (168.96 ÷ 12) وهي لا تتجاوز الحد

الأقصى الذي يبلغ 92 دولاراً ولذلك نأخذ بالعمولة المحسوبة التي تبلغ قيمتها 168.96 دولار،

والتي تبلغ نسبتها إلى قيمة الصفقة 2.8%.

نستخلص من السابق أن انخفاض قيمة المكافأة وانخفاض عدد العقود يجعل العمولة مرتفعة

نسبياً، هذا بالنسبة للاختيار نفسه، أما إذا نفذ الاختيار فسوف يُطلب عمولة منفصلة وهي العمولة

المعتادة في السوق الحاضر ولكن اعتمادا على سعر التنفيذ وليس سعر السهم في السوق<sup>(1)</sup>. ونلاحظ أمرا مهما بالنسبة للعمولة وهو أنها تؤثر على قرار المستثمر بقبول العقد أو رفضه، بسبب تأثيرها السلبي على أرباحه، ولهذا يشار إلى أنه من متطلبات السوق الكفاء أن تكون العمولة فيه منخفضة إلى أدنى حد ممكن حتى لا يؤثر ذلك على حركة التعامل في السوق<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثاني: الضريبة على أرباح عقود الاختيار

لا شك أن وجود ضرائب على الدخل سوف تحمل المستثمر مزيداً من الأعباء في حالة تحقيقه لأرباح من عملية الاستثمار في عقود الاختيار ويوصي بعضهم إلى أن الأسواق المالية التي تتجه بخطواتها الأولى إلى الإمام يجب أن تقلل نسبة العمولة ومعدل الضريبة بشكل يشجع قطاع عريض من المستثمرين على استخدام أدوات الاستثمار الحديثة<sup>(3)</sup>.

#### مثال (5) على الضريبة لعقد الاختيار

تطبيقاً على معدل ضريبة الدخل الفلسطيني للشخص الطبيعي المقيم وبعد الأخذ بعين الاعتبار الإعفاءات المنصوص عليها في هذا القانون<sup>(4)</sup> والتي تبلغ عن:

الشريحة الأولى من 1 - 10000 دولار أمريكي 8%

وبالرجوع إلى المثال(1) السابق باستخدام معطياته، في حال انخفض السعر إلى 80 دولار، سوف تتأثر الأرباح كما يلي:

ربح المشتري - العمولة = الربح قبل الضريبة.

$$13 - (3) = 10 \text{ دولار، إجمالي العقد } 1000 \text{ دولار } (10 \times 100)$$

الضريبة (8%) من الربح =  $1000 \times 8\%$  وتساوي 80 دولار

(1) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 261. مرجع سابق

(2) حناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، 2005. ص 347. مرجع سابق

(3) حناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط2. 1997. ص 338. مرجع سابق

(4) قانون ضريبة الدخل الفلسطيني رقم (17) لسنة 2004<sup>(3)</sup> <http://www.gov.ps/arbic/law>

صافي الربح بعد الضريبة هو 920 دولار (1000-80).

والسبب الأساسي في فرض الضريبة على الاختيار من وجهة النظر الضريبية أنه يعتبر أصل رأسمالي Capital Asset في يد حامله (المشتري)، ومن ثم فإن تكلفة شرائه لا تعد من المصروفات التي تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة، أما أرباح الاختيار فهي دخل يخضع للضريبة، والخسائر تخصم من دخل المستثمر قبل حساب الضريبة، مع ملاحظة أن العمولات وغيرها من تكلفة المعاملات تضاف إلى القيمة التي اشترى فيها الاختيار على أن يخصم المجموع من قيمة بيع الاختيار (أو من القيمة الذاتية إذا تم التنفيذ) لتصل إلى ربح أو خسارة الاختيار.

وإذا ما انتهت صلاحية الاختيار دون أن ينفذ، فسوف تتمثل خسارة المشتري (حامل الاختيار) في قيمة المكافأة المدفوعة، أما بالنسبة للمحرر بائع الاختيار فلا تدخل المكافأة (قيمة بيع الاختيار) التي حصل عليها ضمن الدخل الذي يخضع للضريبة فور حصوله عليها.

والسبب في ذلك أن هذه المكافأة تستخدم في سداد جزء من الهامش المطلوب بما يعني أن المحرر لا يستفيد منها حتى تاريخ التنفيذ أو تاريخ إقفال مركزه، بل تؤجل الضريبة على محرر الاختيار حتى إقفال مركزه سواء بانتهاء صلاحية الاختيار دون تنفيذ أو تسليم (أو تسلم في حالة اختيار البيع) السهم محل الاختيار، إذا ما تقدم مشتري الاختيار بطلب التنفيذ أو قام المحرر بشراء اختيار مماثل للاختيار الذي حرره<sup>(1)</sup>.

## 1- الضريبة على اختيار الشراء

سبق وتحدثنا عن الضريبة على الاختيار بشكل عام أما إذا خصصنا أكثر، فالنسبة لاختيار الشراء في حال تم تنفيذ الاختيار سوف يعتبر المشتري كما لو أنه اشترى السهم بتكلفة تعادل سعر تنفيذ المكافأة والعمولة وغيرها في عناصر تكلفة المعاملات، وعندما يقوم المشتري ببيع

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 653. مرجع سابق

السهم الذي امتلكه بمقتضى عقد الاختيار فإن الفرق بين سعر بيع السهم وبين التكلفة الكلية التي تكبدها لامتلاكه له، تمثل الربح أو الخسارة الرأسمالية<sup>(1)</sup>.

وبالنسبة لوجهة النظر الضريبية ليس هناك أي أهمية للفترة بين إبرام عقد الاختيار حتى تاريخ التنفيذ، فمعدل الضريبة الذي يخضع لها المشتري يتحدد بفترة احتفاظه بالسهم محل الاختيار، أي الفترة منذ تاريخ التنفيذ وحتى تاريخ مدة بيع السهم، فإذا ما طالت الفترة عن حد معين اعتبرت الأرباح أو الخسائر الرأسمالية من النوع طويل الأجل، أما إذا لم تصل الفترة إلى هذا الحد اعتبرت تلك الأرباح أو الخسائر الرأسمالية من النوع قصير الأجل، ذلك في حال احتفظ المشتري بالسهم لفترة بعد تاريخ التنفيذ.

وفي حال لم ينتظر المشتري الاختيار حتى تاريخ التنفيذ وقرر بيع الاختيار في السوق، فإن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء - متضمناً تكلفة المعاملات - يعتبر الأرباح أو الخسائر الرأسمالية لذلك الاختيار، وفي الحالتين الأخيرتين تعتبر الأرباح والخسائر طويلة أو قصيرة الأجل اعتماداً على فترة الاحتفاظ بالاختيار<sup>(2)</sup>.

أما بالنسبة لمحرم الاختيار فإن تنفيذ الاختيار يعني معاملته على أنه باع السهم بقيمة تعادل سعر التنفيذ مضافاً إليه مقدار المكافأة، ويمثل الفرق بين هذه القيمة والقيمة التي اشترى فيها المحرم السهم لتسليمه إلى المشتري أرباحاً أو خسائر رأسمالية.

وفي حال قام المحرم بشراء اختيار مماثل للاختيار الذي حرره (أي أقفل مركزه)، فإن الفرق بين المكافأة التي حصل عليها في مقابل تحرير الاختيار والمكافأة التي دفعها لشراء الاختيار، سوف يمثل الأرباح أو الخسائر الرأسمالية المحققة، وأخيراً في حال انتهت صلاحية

---

(1) عرف القانون ضريبة الدخل الأردني رقم (57) لسنة 1985 والمعدل رقم 14 لسنة 1995 الأرباح الرأسمالية تعتبر الأرباح الناجمة عن شراء الأراضي والعقارات والأسهم والسندات وبيعها من هذه الأرباح الرأسمالية باستثناء أرباح بيع أو نقل ملكية الأصول المشمولة بأحكام الاستهلاك المنصوص عليه في هذا القانون على إن يجري تنزيل الخسائر الناجمة عن بيع أو نقل ملكية هذه الأصول المشمولة بأحكام الاستهلاك في حال تحققها، وتحدد هذه الخسارة بما يساوي الاستهلاك الذي تم تنزيله لغايات هذا القانون أو الخسارة المتحققة أيهما اقل.

(2) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 620. مرجع سابق

اختيار الشراء دون التنفيذ تعتبر هنا المكافأة التي حصل عليها المحرر هي الربح الرأسمالي المتولد.

وتضيف الأرباح والخسائر الناتجة عن حالة انقضاء تاريخ التنفيذ دون أن ينفذ الاختيار وكذلك في حالة إقفال مركز المحرر، تضيف إلى خسائر أو أرباح رأسمالية قصيرة الأجل، أما في حالة تنفيذ الاختيار فإن الأرباح أو الخسائر تكون أما من النوع القصير أو النوع الطويل اعتماداً على طول الفترة التي مضت منذ شراء المحرر للسهم - لمواجهة قرار التنفيذ - حتى تاريخ التنفيذ.

## 2- الضريبة على اختيار البيع

لا تختلف معاملة اختيار البيع على معاملة اختيار الشراء اختلافاً جوهرياً، فلو أن الاختيار انتهت صلاحيته ولم ينفذ فإن قيمة المكافأة تمثل خسائر رأسمالية للمشتري وأرباحاً رأسمالية للمحرر، وإذا أقفل المحرر مركزه، فإن الفرق بين قيمة بيع الاختيار وقيمة شرائه تمثل الأرباح أو الخسائر الرأسمالية المحققة، كذلك الأمر بالنسبة للمشتري، فإذا قام بتحرير اختيار مماثل للاختيار الذي يملكه لإقفال مركزه، حينئذ يمثل الفرق بين المكافأة التي دفعها لشراء الاختيار والمكافأة التي حصل عليها نتيجة تحرير الاختيار الأرباح والخسائر المتحققة، أما إذا نفذ الاختيار فإن المشتري يكون قد حقق أرباحاً رأسمالية تقدر بقيمة الفرق بين سعر التنفيذ والقيمة السوقية للسهم مضافاً إليها قيمة المكافأة<sup>(1)</sup>. وبهذه الحالة يكون على المحرر أن يشتري السهم محل الاختيار، وتعادل خسائره الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين سعر التنفيذ مطروحاً منه قيمة المكافأة التي سبق له الحصول عليها.

وتتيح المعاملة الضريبية فرصاً لإتباع إستراتيجيات استثمار مربحة، فالمستثمر الذي سبق واشترى أسهم ووجد أن قيمته السوقية مرتفعة، قد لا يستطيع اغتنام الفرصة، ذلك أنه لو باع السهم فسوف يدفع ضرائب على الأرباح المتولدة. ولذلك يمكنه الاحتفاظ بالسهم والاستفادة في نفس الوقت من السعر المرتفع، ويتم ذلك بشراء اختيار بيع بسعر تنفيذ يعادل السعر الجاري

(1) هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. 1999. ص 621. مرجع سابق

للسهم في السوق، وبتاريخ تنفيذ شهر كانون الثاني على سبيل المثال من السنة الحالية، وبذلك التصرف لن يدفع المستثمر ضريبة على أرباح السهم في السنة الحالية، وفي شهر كانون ثاني من السنة التالية ينفذ الاختيار أو أن يبيع السهم في السوق وفي كلتا الحالتين، يكون قد اجل دفع الضريبة لمدة سنة واستفاد من الوقت ذاته من السعر المرتفع الذي يصل إليه السهم<sup>(1)</sup>.

وبالنسبة للنظام الضريبي البريطاني المتعلق بمعاملة أرباح وخسائر الاختيار، يقوم على فكرة تناقص الاختيار عبر الزمن.

#### مثال (6) معاملة أرباح وخسائر الاختيار في النظام الضريبي البريطاني

لو أن مستثمراً اشترى اختياراً بتاريخ تنفيذ ينتهي بعد ستة شهور، ودفع مقابلته 1.5 جنيه، ثم باعه بعد ثلاثة شهور بجنيه واحد فقط، فإنه وعلى عكس النظام الضريبي الأمريكي الذي يعتبره قد خسر 0.50 جنيه، يعتبره النظام الضريبي البريطاني أنه حقق 0.25 جنيه (أي 25 قرش) لأن الاختيار قيمته 1.5 جنيه عندما كان باقياً على انتهاء تاريخ صلاحيته 6 شهور، ولكن لأنه بقي على تاريخ صلاحية العقد ثلاثة شهور فقط، فتصبح قيمته 75 قرشاً (0.75 جنيه) حيث أنه قد بيع بجنيه واحد، فيكون المستثمر قد حقق ربحاً رأسمالياً قدره 25 قرشاً.

هذا ويعامل النظام الضريبي البريطاني الاختيار كأنه أصل ثابت يستهلك عبر الزمن، ويتحدد المركز الضريبي بشأنه على أساس ما تبقى من قيمته الأصلية في لحظة التصرف فيه، ويضيف هندي أنه ربما كانت هذه واحدة من الأسباب التي ساهمت في ضعف السوق الأوروبي مقارنة بالسوق الأمريكي<sup>(2)</sup>.

بينما المادة (7) من قانون ضريبة الدخل الفلسطيني رقم (17) لسنة 2004 تحت عنوان الدخل المعفي من الضريبة بشروط: يعفي من الضريبة المفروضة بموجب أحكام هذا القانون وفقاً للشروط الموضحة، من الدخول - الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع عقارات أو أوراق

(1) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. 1999. ص 653. مرجع سابق

(2) هندي: سلسلة الأسواق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية. 1998. ص 263. مرجع سابق. نقلًا

عن (Geisst. 1989. p.130)

مالية، بشرط أن لا يكون ذلك بصورة دورية ومنتظمة، وأن لا يكون من طبيعة عمله التجارة بذلك.

### تعريف الإرباح الرأسمالية Capital Gains والخسائر الرأسمالية Capital Loss

أنها الفرق بين ما تدفعه تكلفة للاستثمار وما يقبضه عندما تقوم ببيعه فيما بعد أو عندما يستهلك، وتنص بعض القوانين بوجود دفع الضرائب الرأسمالية عن الاستثمارات التي تكون مدتها أكثر من عام، بحيث يتم تطبيق معدل الأرباح الرأسمالية طويل المدى على هذه الاستثمارات التي تبلغ 20% - 10%، وذلك كما في الشريحة الضريبية الفيدرالية التي تخضع لها، وتختلف الشرائح الضريبية من بلد لآخر، كما ومن الممكن أيضا أن يستخدم المستثمرون خسائرهم الرأسمالية لمعادلة الأرباح الرأسمالية، التي حققوها كما يمكنهم استخدام 3000 دولار في السنة من الخسائر التي تزيد عن 3000 دولار لسنة قادمة، يتم تدوير الخسارة فقط بمبلغ 3000 دولار للسنة الواحدة<sup>(1)</sup>.

---

(1) الموصلي، بشر: البورصة (كيفية المضاربة والاستثمار). ط1. شعاع للنشر والعلوم. سوريا. حلب. 2003. ص 182-183. هذا القانون مطبق في الولايات المتحدة.

## الفصل السادس

### التكليف الشرعي لعقود الاختيار

## الفصل السادس

### التكييف الشرعي لعقود الاختيار

وفيه مبحثان، الأول التكييف الفقهي الإسلامي للأسواق المالية ولعقود الاختيار، والثاني عن الآراء المجيزة، والآراء غير المجيزة لعقود الاختيار بالإضافة إلى رأي الباحث.

### المبحث الأول: التكييف الفقهي الإسلامي للأسواق المالية ولعقود الاختيار

#### أولاً: التكييف الفقهي الإسلامي للأسواق المالية

سبق وتحدثنا في الفصل الأول من هذه الرسالة عن الدور الكبير والهام لوجود الأسواق المالية في أي دولة لاستثمار الأموال وتنميتها وما إلى ذلك من أهمية، ولا يختلف الرأي الفقهي الإسلامي بالنسبة لشرعية الأسواق المالية بصورة عامة عن الآراء الأخرى، " فالمجتمع البشري عامة والمسلمون خاصة بحاجة ماسة إلى الأسواق المالية وتنظيمها وضبطها لسد الحاجات العامة في الاستثمار وإلزام الناس بنوع من التنظيمات المناسبة ما دامت لا تتعارض مع الأصول الشرعية<sup>(1)</sup>، ويطول الحديث عن أهمية الأسواق المالية للاقتصاد القومي من جهة وأهميتها للأفراد والمؤسسات من جهة أخرى، كذلك في التنمية الاقتصادية للدول، فمن المنظور الاقتصادي وكذلك من المنظور الإسلامي لم يكن هناك اختلاف على إيجابيات الأسواق المالية<sup>(2)</sup>، إلا أن الاختلاف بالرأي كان من المنظور الإسلامي بالنسبة للجوانب السلبية الضارة في هذه الأسواق التي تم الإشارة إليها من قبل جماعات من العلماء المسلمين ومنها:

1- أن العقود الآجلة التي تجري فيها ليس في غالبها بيعاً حقيقياً ولا شراءً حقيقياً لأنه لا يجري فيها التقابض بين طرفي العقد فيما يشترط التقابض في العوضين أو في أحدهما شرعاً<sup>(3)</sup>.

(1) هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية. دار النفائس. الأردن. 1999. ص 75

(2) للمزيد عن أهمية الأسواق المالية من المنظور الاقتصادي والإسلام. هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية. 1999.

(3) البوطي، محمد توفيق رمضان: البيوع الشائعة. ط1. دمشق. سوريه. دار الفكر المعاصر. 1998. ص 382

2- أن البائع يبيع غالباً ما لا يملك من عملات وأسهم أو سندات، قروض أو بضائع على أمل شرائه من السوق أو تسليمه في الموعد دون أن قبض الثمن عند العقد.

3- تكرار البيع والشراء على الشيء ذاته قبل قبضه إلى أن تنتهي الصفقة إلى المشتري الأخير الذي قد يريد أن يتسلم المبيع من البائع الأول والذي يكون قد باع ما لا يملك أو أن يحاسبه على فرق السعر في موعد التنفيذ.....الخ، من الانتقادات.

السبب في توجيه هذه الانتقادات أنها تعد وسيلة للتأثير في الأسواق بصفة عامة، حيث الأسعار فيها لا تعتمد كلياً على العرض والطلب الفعليين من قبل المحتاجين للبيع والشراء، وإنما تتأثر بأمور أخرى كافتعال من قبل المحتكرين أو المهيمنين على السوق، والتي تؤدي إلى تقلبات في الأسعار غير حقيقية<sup>(1)</sup>.

#### ثانياً: الفرق بين المضاربة المشروعة والمضاربة غير المشروعة (المقامرة، المراهنة)

المضاربة المشروعة في البورصة هي التي يتنبأ صاحبها بارتفاع وانخفاض الأسعار وبناء على ذلك يتعامل في السوق بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للأسعار، ويجب أن يستند في تنفيذها إلى معلومات صحيحة وحسابات وتحليل دقيقة، لكي يستفيد شخصياً، وفي نفس الوقت يؤدي خدمة نافعة للسوق، فالمضاربة المشروعة هي محاولة التنبؤ بسعر المستقبل القريب للاستفادة من السعر الحالي، ويجب أن تتحول إلى فعل وهو التدخل كالشراء عند انخفاض الأسعار والبيع عند ارتفاعها، أما المقامرة أو المضاربة غير المشروعة، إذا تمت عمليات المضاربة دون أن تستند إلى حسابات ودراسات صحيحة، وإنما اعتماداً على الصدفة والحظ، تنقلب إلى مقامرة، وينقلب عليها طابع الاحتمال المطلق، وليس لها هدف أو دور اقتصادي بل هي ضارة بالسوق لما تحدثه من إرباك للسير العادي لتكوين الأسعار<sup>(2)</sup>، والمضاربة التي من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع للأسعار وتصبح مضاربة غير مشروعة، إذا اعتمدت

(1) السالوس، علي احمد: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة. ج2. الدوحة. قطر. دار الثقافة. 1998. ص 61-62.

(2) البربري، صالح: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية. ط1. مركز المساندة القانونية. القاهرة. مصر. 2001. ص 279.

على طرق احتيالية للتلاعب في الأسعار وإحداث تغييرات شديدة مفتعلة للاستفادة من فروق الأسعار أو لتحقيق مصالح معينة.

### ثالثاً: أهمية المضاربة المشروعة في البورصة

المضاربة المشروعة هي القوة المنشطة لسوق رأس المال وبدونها تظل السوق راكدة، كما أنها تحد في التقلبات والتغيرات الشديدة في الأسعار، وتعد ضرورة اقتصادية خصوصاً في البورصة، حيث أن المضاربون لا يهدفون سوى تحقيق الأرباح الشخصية، وليس هذا بعيب إذ إن السبب الرئيسي لكل مشروع اقتصادي والمحرك لكل عملية إنتاج هو الربح ويعتمد الربح دائماً على اختلاف الأسعار. ومن وظائف المضاربة باختصار<sup>(1)</sup>:

- التوفيق بين العرض والطلب.

- تفعيل حركة السوق بزيادة تداول الأوراق المالية من يد لأخرى.

- تغطية الاكتتاب العام، حيث يقوم المضاربون بشراء الأسهم المعروضة للاكتتاب ومن ثم بيعها بربح لغيرهم من المستثمرين.

أما العمليات غير الجائزة شرعاً مثل:

1- العمليات التي تهدف إلى خفض كبير لأسعار أسهم شركة ما عن طريق بيع كميات كبيرة منها وربما على المكشوف، وعند ارتفاع أسعار الشركة يتم إعادة بيعها بسعر عالي.

2- العمليات التي تهدف إلى رفع السعر، وذلك عن طريق الشراء وبنفس الطريقة السابقة بأسعار مرتفعة لسهم معين لكي تضاعف سعر البيع عن السعر الطبيعي للسوق.

3- العمليات التي تتم عن طريق نشر أخبار كاذبة وإشاعات والقيام بعمليات موازية بطريقة آلية مقارنة أو في نفس مستوى الانخفاض لكي تزيد من الاتجاه نحو الانخفاض.

(1) البربري، صالح: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية. ص 282 - 283.

ومن أهم الأضرار الحاصلة بسبب المضاربة غير المشروعة أنها تؤثر على أسعار السوق بان العرض والطلب لا يكون فيها حقيقياً، وإنما هو مفتعل يؤدي إلى تقلبات غير حقيقية للأسعار، وسببت البورصات في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي إلى ضياع ثروات ضخمة في وقت قصير، بينما سببت غنىً للآخرين دون جهد، وحدث الكثير من الهزات والانهيئات الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

وأصدر مجلس المجمع الفقهي الإسلامي بعد إطلاعه على العمليات القائمة في سوق الأوراق المالية والبضائع كذلك العقود العاجلة والآجلة على السهم والسندات... الخ، فأجاز منها ما أجاز وحرّم منها ما حرّم، وكان هناك إجماعاً بالإجازة والتحرّم للقضايا الخاصة بالعقود الآجلة، ونخصص على وجه التحديد عقود الاختيار موضوع هذه الرسالة ومن أهم العمليات غير الجائزة والتي نوقشت في هذا المجلس الخاصة بالعقود الآجلة:

1- العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً لأنها تجري بالرّبا المحرّم<sup>(2)</sup>.

2- العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي السلع والأسهم التي ليست في ملك البائع والتي تتداول في السوق المالية غير جائزة شرعاً لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك لقوله صلى الله عليه وسلم: " لا تبع ما ليس عندك"<sup>(3)</sup>.

كما ويطل التحريم الاختيار على عقود مؤشرات الأسواق، وعقود العملات الأجنبية، كذلك عقود أسعار الفائدة، وعقود السندات، اذونات الخزّانة، وعقود التعامل في الذهب.

العقود الآجلة: وهي العمليات التي يتفق فيها الطرفان، على تأجيل التسليم ودفع الثمن، إلى يوم معين وهو يوم التصفية<sup>(1)</sup>، أي أن يكون كل من التسليم الناقل للملكية والوفاء بالثمن مؤجلين ليوم لاحق محدد من قبل المتعاقدين عند التعاقد، وتقسم العمليات الآجلة إلى نوعين:

(1) البوطي: البيوع الشائعة. ط1. 1998. ص 283. مرجع سابق.

(2) البوطي: البيوع الشائعة. ط1. 1998. ص384

(3) السالوس: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة. ج2. 1998. ص 604. مرجع سابق

1- العمليات الشرطية البسيطة: وهي التي يكون فيها للمضارب حق فسخ العقد في ميعاد التصفية، أو قبله إذا تقلبت الأسعار في غير صالحة، أو ينفذ العمليات إذا رأى تقلب الأسعار في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع المضارب تعويضاً، وهو مبلغ يتفقاً عليه يدفع ولا يرد إلى الطرف الثاني، هذا التعريف ينطبق على عقود الاختيار، فالعمليات الشرطية البسيطة يقصد فيها عقود الاختيار.

2- العمليات الشرطية المركبة أو الخيارية المزدوجة: وهي التي يكون فيها للمضارب الحق في أن يكون مشترياً أو بائعاً أو أن يفسخ العقد إذا رأى في ذلك من مصلحته عند التصفية أو قبلها<sup>(2)</sup>. وفي هذا المبحث تم دراسة النوع الأول عقود الاختيار ومجموعة من آراء الفقهاء فيها.

#### رابعاً: تعريف عقود الاختيار

##### 1- تعريف الاختيارات لغة

لقد استخدم فريق من الباحثين والعلماء مصطلح خيارات جمع كلمة خيار وفريق آخر استخدم مصطلح اختيارات جمع اختيار والفريق الثاني اقل عدداً، مما أثار التساؤل أي الفريقين استخدم المصطلح الأنسب، وقد يتبادر إلى الذهن، أن ذلك ليس بالعلة الكبيرة، وبالرجوع إلى المعاجم اللغوية العربية تبين أن هناك خصوصية بالمعنى لكل مصطلح وهاك التفسير.

أن كلمة خيار مشتقة من كلمة الاختيار، والخيار هو من خيرته بين الشئيين وفوضت إليه الاختيار باختيار احديهما وتخير<sup>(3)</sup>، وجاء في معجم لسان العرب "أن الخيار اسم مصدر من اختيار لا خير، وهو طلب خير الأمرين، وبذلك المغزى من كلمة خيار أنه يوجد خيارين فقط

---

(1) الجندي، محمد الشحات: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. القاهرة. مصر. دار النهضة العربية، 1988. ص 129

(2) الجنكو، علاء الدين بن عبد الرزاق. التقابض في الفقه الإسلامي. دار النفائس. ط1. عمان. الأردن. 2004. ص 276

(3) لقد عمدنا في هذه الرسالة إلى الأخذ بمصطلح الاختيار وتأييد الفريق الثاني لأن عقود الاختيار، هي عبارة عن مجموعة كبيرة من المقترحات المعروضة ويختار الشخص احد هذه العروض وليست عبارة عن انتقاء خيار من خيارين محددتين.

ويعرض على الشخص انتقاء احد الخيارين باعتباره الأفضل، أما كلمة اختيار فيقصد فيها أيضا الاختيار بمعنى الانتقاء ولكن لأكثر من خيارين، بل مجموعة من الاختيارات تصل إلى ثلاثة أو أكثر، ولا تكون فيها إلزامية بحيث أن الشخص يعرض عليه مجموعة اختيارات يستطيع اخذ احدهم أو عدم الأخذ بأيّ منهم<sup>(1)</sup>.

**2- تعريف الاختيار شرعاً:** " أن تكون لأحد العاقدين أو لكليهما حق إمضاء العقد أو فسخه، أو حق اختيار هذا المبيع أو ذاك"<sup>(2)</sup>.

كما عرفه الزحيلي على أنه " أنه عقد بعوض على حق محدد، مخول صاحبه بيع شيء محدد أو شراؤه بسعر معين طيلة (طوال) مدة معينة (معلومة) أو في تاريخ محدد، أما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين"<sup>(3)</sup>.

وابرز النقاط الظاهرة في هذا التعريف أنه كمية محددة من زمن محدد، سلعة موصوفة بدقة، ثمن محدد، ولا يتعلق هذا الحق بعقار ما أو ما شابه في أشياء مادية بل هو إرادة ومشئئة، من عوض ليس ثمن للسلعة - يعد ثمن الاختيار - يتم الحصول عليه عند التنفيذ.

### خامساً: الرأي الشرعي الإسلامي لشروط عمليات الاختيار

لمعرفة الرأي الشرعي في عقود الاختيار لابد من عرض شروط عقد الاختيار ودراسة ملائمة كل منها مع الأصول التشريعية الإسلامية. وللبحث في التكيف الشرعي لها يقتضي بيان الحكم الشرعي في العناصر التالية:

1- الأجل.

2- شرط الإمضاء بالعقد أو فسخه (الخيار).

(1) ابن منظور، كمال الدين بن مكرم: لسان العرب. دار صادر وبيروت للطباعة والنشر. 1975

(2) الخياط، عبد العزيز: سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (1) نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي.

المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. عمان. الأردن. 1998. ص 155

(3) الزحيلي، وهبة: المعاملات المالية المعاصرة. دار الفكر. دمشق. سورية. 2002. ص 502

3- دفع بعض المال مقابل استخدام هذا الحق على سبيل التعويض.

### 1- الأجل في البيع

تعقد المعاملات الآجلة على أساس أرجاء تنفيذ الالتزامات المترتبة على العقد، إلى وقت لاحق ومحدد يسمى يوم التصفية (التنفيذ)، ويؤجل تسليم السلعة ودفع الثمن إلى يوم التصفية، ويجيز الفقه الحنفي البيع المؤجل شريطة أن يكون الأجل معلوماً تجنباً للمنازعة، تحقيقاً للمساواة بين المتعاقدين، لأن البيع يتعين بالتعيين والثلث لا يتعين إلا بالقبض، لذا يشترط تسليم القبض إلا إذا كان مؤجلاً، لأنه اسقط حقه بالتأجيل ولا يسقط حق الآخر، كما أن الأجل لا يثبت إلا بشرط<sup>(1)</sup>، والأجل معلوم للطرفين كأن يحدد شهر كذا أو تاريخ كذا، وتجمع المذاهب على أن تكون السلعة محل العقد أو موضوع العقد غير محرمة (حلال).

أما المالكية فأجازت بيع السلعة إلى اجل معلوم لانتفاء الغرر فيها، ولا يجوز الغرر في الأجل بالثمن أو المثلون، أو ربط الأجل بحدث غير معلوم مثلاً إذا مات فلان، كذلك الأمر بالنسبة للفقه الشافعي أجاز البيع المؤجل طالما يحقق المصلحة ولا يتنافى مع الشرع.

ويجيز الفقه الحنبلي البيع الآجل ويحظر من البيع بسعر أكثر مما اشتراها أو أقل منه، والقصد هنا تغيير السعر، أي أن يتفقا على مبلغ ثمن للشراء من الطرف الثاني وعند التسديد يقلل المشتري من السعر أو يزيد البائع في السعر الذي سبق وحدداه، فهو يعد وسيلة ريا<sup>(2)</sup>، ومسألة الأجل في البيع ليست بغريبة عن المعاملات الإسلامية، فالمضاربة في أساسها تقوم على التعامل الآجل.

(1) الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. 1988، ص 133. مرجع سابق

(2) الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. 1988، ص 138. مرجع سابق

## 2- شرط الإجازة أو الفسخ في البيع (شرط الخيار)

بالرجوع إلى رأي الفقهاء في خيار الشرط الذي يثبت فيه الحق لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، ومعرفة شرعية هذا الشرط وتطبيقه على عقد الاختيار بحرية، وقال رسول الله ﷺ "المتبايعان كل واحد منهما بالخيار على صاحبه ما لم يتفرقا إلا بيع الخيار"<sup>(1)</sup>.

## 3- دفع بعض المال على سبيل التعويض (العوض)

يثير دفع بعض المال في العمليات الشرطية البسيطة<sup>(2)</sup> على سبيل التعويض، مسألة الشرط الذي يشتمل على ضمان في عقد البيع، ومسألة اشتراط الضمان عموماً في العقد.

ومشروعية الضمان في عقود الاختيار تتضمن العمليات الشرطية البسيطة، دفع مبلغ معي على سبيل التعويض عن حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه وفق محصلته الخاصة، ويقاس التعويض على المكافأة التي يدفعها مشتري الخيار لمحرره، لأنه لا يختار إلا ما يناسب مصلحته وبالتالي هذا تعويض مقابل لهذا الحق، ويجعل له القول الفصل في ترتيب العقد لإيثاره من عدمه، ويقوم مشتري الاختيار بدفعه للمضارب بمحض أرادته، طبقاً لما يتفق عليه الطرفان.

وبعد دراسة آراء الفقهاء في ذلك الأمر كانت المحصلة أن مذهب الحنفية يجيز شرط الضمان استحساناً لا قياساً، لأنه شرط مقرر لحكم العقد، وهو من قبيل التبرعات الجائرة شرعاً، كما فيه توثيق وتوكيد لمقتضى العقد، بينما يرى الحنفية أن شرط الضمان جائز على خلاف القياس، فإن المالكية يجيزونه على سبيل القياس والأصل لما يحققه من المصلحة وليس فيه ما يعارض الشرع، أما الشافعية فإنهم يصحون شرط الضمان كالحنفية على خلاف القياس، لأن الحاجة تدعو إليه، ولما فيه من المصلحة، والضمان جائز في المبيع الذي في الذمة، فإن كان المبيع معيناً، فلا بد فيه من القبض، ولا يخالف الحنابلة في صحة شرط الضمان لما فيه من التيسير ودفع الحرج، وتحقيق المصلحة.

(1) المتبايعان البائع والمشتري. (الخياط)

(2) يطلق على عقود الاختيار أنها عمليات شرطية بسيطة

وبعد النظر إلى شروط التعاقد الخاصة بالعقود الشرطية البسيطة (عقود الاختيار) وجدت أن كل شرط لوحده مجاز من قبل العلماء المسلمين بشكل عام بالإجماع أما بالنسبة للشرط دفع العوض وإقرانه مع شرط الاختيار في التنفيذ كان هناك اختلافاً فيه.

وأرى بالنسبة لمسألة التعويض مقابل شرط التنفيذ قد ينظر لها من وجهة نظر اقتصادية مختلفة، إلا أننا نريد التنبيه أن في عملية دفع المكافأة من قبل مشتري الاختيار إلى محرره مقابل تنفيذ العقد لا تؤكد أن النتيجة هي ربح مشتري الاختيار وخسارة المحرر، فإذا ما تحققت توقعات المشتري واجبر المحرر بالتنفيذ وكانت النتيجة ربح المشتري، فهذا برأيي ليس فيه إضرار للمحرر في حال كان التنفيذ للعقد يتطلب منه دفع مبلغ أكبر من المبلغ الذي سبق وأخذه، لأن محرر الاختيار أولاً لم يتم إجباره على تحرير العقد أي أنه قام بتحريره برضاه، وثانياً أن المحرر عند تحريره للاختيار كان يطمح لكسب المكافأة ولم يحرره وهو على علم أكيد أن توقعات المشتري سوف تتحقق، وقد يكون السبب في قبوله للتحرير تقليص خسائره المتوقعة (توقع انخفاض لأسعار أسهم يملكها) وبالتالي يقلص خسائره بأخذه للمكافأة، أو أي سبب آخر يساعده في تحقيق الربح أو تقليص الخسارة<sup>(1)</sup>، وإلا لم يقم من الأساس بقبول عملية التحرير للعقد.

إذن المحرر قد تكون له توقعاته الخاصة المعاكسة لتوقعات المشتري (هذا بالنسبة للمحرر المضارب) ونريد التأكيد أن المحررين في سوق الاختيار كذلك المشتريين لا يعقدون عقود الاختيار بهدف المضاربة فقط، وإنما المضاربة هي هدف من عدة أهداف لعقود الاختيار، ولو رجعنا إلى الفصل الخامس من هذه الرسالة وراجعنا الإستراتيجيات المختلفة المتعلقة بعقود الاختيار لعلمنا أن المضاربة تعد هدفاً من مجموعة أهداف عقود الاختيار.

---

(1) للمزيد ارجع إلى إستراتيجيات عقود الاختيار، الفصل الخامس من هذه الرسالة.

## المبحث الثاني: الآراء المجيزة والآراء الغير مجيزة لعقود الاختيار

### أولاً: الآراء المجيزة لعقود الاختيار

1- وأجاز بعضهم عمليات الخيار الشرطية البسيطة بناءً على رأي المالكية والحنابلة ومن وافقهم، بتحديد مدة استعمال الخيار، ويجوز دفع المال بشرط متفق عليه أو التبعر فيه لاستعمال حق الخيار، لأن المسلمون على شروطهم، ولأن دفع المال يؤيد ما شرعه الشرع من حق الخيار، لكن لا يجوز الاتفاق على إسقاط حق الخيار بعوض، فقد نص فقهاؤنا على أنه لو صالح شخص بعوض خيار في بيع أو إجازة، لم يصح الصلح لأن الخيار لم يشرع لاستفادة مال أو إنما شرع للنظر فيه الأخط (الأفضل) فلم يصح الاعتياض عنه (العوض)<sup>(1)</sup>.

2- الرأي الوارد بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، حيث تصدت هذه الموسوعة العلمية لحكم البيوع الشرطية الخيارية التي تتعد في أسواق الأوراق المالية، وعرضت آراء مختلف المذاهب وكان عقد الخيار الشرط جائز عند فقهاء المسلمين عدا الظاهرية، وتوصلت إلى أنه بما أن احد أركان عقد الخيار في هذه الأسواق، بل والباعث عليه هو أن يدفع من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق مبلغاً من المال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار إذا ما تبين له اتجاه الأسعار في غير صالحة، أو التنفيذ إذا ما اتجهت الأسعار حسبما توقع لصالحة، فقد ذهب الموسوعة إلى أن المال الذي يأخذه بائع حق الخيار من المشتري هو حق للبايع لا يرد إلى دافعه، وكان وجهة استدلالهم على ذلك قوله تعالى " يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود "<sup>(2)</sup> وقوله " المسلمون عند شروطهم إلا شرطاً حل حراماً أو حرم حلال " و لما كان للطرف الآخر الحق في الخيار بأن يجوز أن يبيع حقه هذا<sup>(3)</sup>، أي أجازت الموسوعة العلمية وراة الذكر عقود الاختيار ولم تجد فيها ما يضر أو ما هو حرام شرعاً.

(1) الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة. 2002. ص 497. مرجع سابق

(2) آية (1) سورة المائدة

(3) رضوان، سمير عبد الحميد: أسواق الأوراق المالية. ط1. القاهرة. مصر. المعهد العالمي الفكرة الإسلامي. 1996.

## ثانياً: الآراء غير المجيزة لعقود الاختيار

1- يرى البعض أن العمليات التي يتضمن عقدها شرطاً يجيز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدماً منذ يوم التعاقد ولا يرد إليه في أي حال من الأحوال، والغرض منه أن يحصر المضارب خسارته منذ البدء في هذا المبلغ سواء كان مشترياً أو بائعاً، وإن تنازله عن التعويض الذي دفعه هو عبارة عن تنازل عن تنفيذ الصفقة أو العكس، ويجب أن تتضمن هذه العمليات الشرطية السعر ومقدار التعويض واجل التصفية<sup>(1)</sup>، والحكم الشرعي لها هو غير جائز لأنه لم يتم فيه التسليم والتسلم لا للثمن ولا للمثمن، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معاً فلذلك لا يجوز<sup>(2)</sup>.

2- يعتبر البعض عقود الاختيار على أنها نوع من أنواع المضاربة في الأسواق الآجلة وعلى المكشوف، أي أن المضارب لا يملك في غالب الأحيان الأوراق التي يضارب عليها وكذلك يتعاقد على الشراء وهو لا يملك الثمن، وتكون المضاربة على فروق الأسعار وعلى البيع والشراء على المكشوف.

الحكم الشرعي بالنسبة للمضاربة التي يقصد فيها الاستفاداة من تقلبات الأسعار هيوطاً وارتفاعاً فهي من الرهان غير المشروع والممنوع شرعاً، لأن المضارب يعتمد على نتائج المستقبل المجهول، وبالنسبة للبيع على المكشوف فهذا لا يجوز لأنه من قبيل بيع الإنسان ما لا يملك، وهو لا يجوز بدليل ما ورد عن حكيم بن حزام رضي الله عنه قال: "نهاني رسول الله صلى الله عليه وسلم أن أبيع ما ليس عندي"<sup>(3)</sup>.

أما الشراء الآجل على المكشوف ويكون المشتري غير مالك للثمن فهو لا يخلو من الربا وهو لا يجوز<sup>(1)</sup>.

(1) هارون: أحكام الأسواق المالية، 1999. ص 279-280. مرجع سابق

(2) شرط أساسي في عمليات الشراء والبيع التسليم أو التسلم للثمن أو المثمن أو كلاهما في الأحكام الشرعية الإسلامية.

(3) أخرجه الترمذي. الجنكو: البيوع الشائعة. 2004. ص 536. مرجع سابق

(1) الجنكو: البيوع. 2004. ص 280. مرجع سابق

3- رأي آخر لصاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، والذي انتقد بشدة رأي الموسوعة العلمية واطهر تعارضاً معها لشروط بعض المبادئ العامة في أحكام المعاملات، واعتبارها شروط فاسدة في مختلف المذاهب، وان التعارض كان مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط، أي الشرط في الأصول الإسلامية يكون بسبب التأكد من عدم الوقوع بالضرر وليس كما هو الحال بالنسبة لعقود الاختيار، وذكر أيضاً ذات الانتقادات التي سبق وذكرناها في سياق الحديث<sup>(1)</sup>.

4- أما بالنسبة لرأي الباحث (رضوان) فهو يتفق مع التخريج الفقهي لأحكام البيوع الشرعية التي تناولها صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية في عدم مشروعية البيوع الشرعية الآجلة (عقود الاختيار) وعدم صواب ما جاء بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ونذكر أسباب عدم المشروعية في رأيه باختصار<sup>(2)</sup>:

أ- انطواء البيوع الآجلة الشرعية على بيع الإنسان ما ليس عنده.

ب- صورية اغلب البيوع الاختيارية الشرعية وحصول الإيجاب والقبول على محض المراهنة.

ت- اقتران هذه العقود ببعض الشروط الفاسدة مثل مدة الاختيار، اشتراط منفعة لأخذ طرفي العقد مقابل حق الخيار وهو من قبيل الشرط الفاسد لكونه منافياً لمقتضى العقد، ينطوي هذا الشرط على مصلحة زائدة منها شبيهة بالربا، والرهان والقمار المحرم شرعاً.

7- قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63/ في المؤتمر السابع بجدة عام 1992، كان واضحاً أن المقصود بعقود الاختيارات بالفقه الإسلامي الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف، أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين أما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين، أما بالنسبة لحكمها الشرعي فهو كما يلي:

(1) رضوان، سمير عبد الحميد: أسواق الأوراق المالية. 1996. ص360. مرجع سابق

(2) رضوان، سمير عبد الحميد: أسواق الأوراق المالية. 1996. ص360. مرجع سابق

إن عقود الاختيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية هي مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود، ولا منفعة، ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعاً، وبما إن هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها. واجمع مجلس المجمع الفقهي الإسلامي ضمن المؤتمر المنعقد في شهر أيار 1992<sup>(1)</sup>، وكانت القرارات المتعلقة فيها هي:

العقد الذي يقوم على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد أجل، أو دفع الثمن عند التسليم دون أن تضمن العقد شرط أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا هو النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلاً، والمقصود بالتعامل بالعملة يتم بالأسواق المنظمة إذا كان التعامل فيها كما هو في عقد الاختيار أو إذا كان هناك سلعة موصوفة في الذمة في موعد أجل، ودفع الثمن عند التسليم ويكون هناك شرط يقتضي التسليم والتسلم الفعلي هذا العقد غير جائز لأن فيه تأجيل البديلين (الثمن أو المثلن) أما التعامل الطبيعي فيها أن يكون هناك تسليم للمبيع وتسلم الثمن فلا مانع كذلك تسلم أو تسليم الثمن أو المثلن، فتأجيل أحدهما أيضاً لا مانع من ذلك مع إتباع شروط المبيع المعروفة، كما أن التعامل بالمؤشرات غير جائز بأي حال من الأحوال لأنها مقامرة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

### ثالثاً: حكمة مشروعية الخيارات، (الشرط في عملية الاختيار)

شرعت الخيارات<sup>(1)</sup> لضمان رضا المتعاقدين وتأكيد كل منهما أن العقد يحقق رغبته ومصالحته، بل هو وسيلة إلى كمال الرضا بالعقد والتأكد من سلامته وإثباته على أساس صحيح<sup>(2)</sup>.

وبناءً على ما ذهب إليه الفقه الإسلامي في مجموعه، وهو ما قررتاه المذاهب الفقهية، مذهب الحنفية والمالكية والشافعية والحنابلة والزيدية من إجازتهم لشرط الخيار باستثناء ما

(1) الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة. 2002. ص 513. مرجع سابق

(1) يقصد بالخيارات هنا أي وضع شرط الاختيار في العقد في تنفيذ العقد أو عدمه.

(2) الخياط: سلسلة الدراسات المصرفية والمالية: نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي. 1998. ص 160. مرجع

ذهب إليه ابن حزم الظاهري، بناءً على ذلك "إننا نقرر مطمئنين أن تضمين شرط الإجازة أو الفسخ للمضارب، عند التصفية أو قبل حلولها، في العمليات الشرطية الآجلة، هو أمر صحيح شرعاً، فالشرط صحيح يلزم العمل فيه والعقد صحيح أيضاً، ولا يتضمن غبناً ولا افتياتاً على حقوق احد المتعاقدين في العقد، ولا يعدو أن يكون اشتراطه للنظر والتروي لتلمس المصلحة واختيار ما يحقق النفع لمن شرط له"<sup>(1)</sup>، وهذا الشرط يعطي الحق لصاحبه، في إجازة العقد أو فسخه حسب ما يترأى له من المصلحة، وهو مقرر لكل من المتعاقدين، أو لأحدهما دون الآخر برضا الطرفين.

أما بالنسبة لتحديد المدة فاتفق الفقه على أن يكون لمدة ثلاثة أيام – وهي مدة اقل من المدة التي تجري وفقاً لها العمليات الشرطية (عقود الاختيار) – وبعض الفقهاء ذهب إلى أنه يجوز أن تكون المدة أطول على أن تكون معلومة ومحددة عند التعاقد كابي يوسف محمد من الحنفية، ومالك، والحنابلة، والزيدية، وهذا الرأي هو الذي يجيز صحة مدة الشرط في عمليات الاختيار الشرطية الآجلة، لأن مدة هذه العقود معلومة ومحددة بميعاد التصفية.

"ويجيز الفقه الإسلامي اختلاف المدة من بيع لآخر ومن متعاقد لآخر، بحسب ما يحقق المصلحة وطبقاً لظروف العقد، فما تحقق فيه المصلحة لشخص، لا تتحقق لآخر، وما يتلاءم مع ظروف عقد لا يناسب ظروف الآخر".

وقد خالف أبو حنيفة والشافعي، الباقيين في إجازة شرط الخيار فوق ثلاثة أيام استناداً للنص، ويؤيد البعض<sup>(1)</sup> جواز الشرط لأكثر من ثلاثة أيام متفقا مع باقي الفقهاء وذلك لكي يضيف مرونة على أحكام الفقه الإسلامي، حيث أن الإمام احمد قد أجاز شرط الخيار مع إطلاق المدة عن التحديد أو وفقا لإرادتها ومشيتها (المتعاقدين).

(1) الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. 1988، ص 151. مرجع سابق

(1) الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. 1988، ص 151. مرجع سابق

وبرأيي<sup>(1)</sup> أتفق مع هذا الرأي (الجندي) الذي يعطي المرونة أكثر في المعاملات الإسلامية (بشرط أن لا يضر ذلك بالأصول الشرعية الإسلامية) خاصة أن هناك تغيرات كبيرة وسريعة في عالم الاقتصاد والمال ولا بد من أن يواكبها التشريع الإسلامي بما يتلاءم مع معطيات الحياة الجديدة، نظراً للعولمة بشكل عام والعولمة الاقتصادية بشكل خاص والتي أصبحت تفرض على الجميع التعامل بمعطياتها، والتي قد لا تتناسب مع أصول الشرعية الإسلامية، لا بد من الخروج ببدائل شرعية نستطيع التعامل معها في واقعنا الاقتصادي والمالي.

#### رابعاً: حكمة مشروعية خيار الشرط من وجهة نظر أخرى

لقد عرف (الخياط) خيار الشرط بأنه ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في أعضاء العقد أو فسخه بناءً على اشتراط ذلك له خلال المدة المعينة.

وهناك خيارات شرطية لا تقبل الفسخ كالزواج والطلاق وخيارات تقبل الفسخ من دون وضع شرط كالوكالة والهبه أو يوضع شرط الفسخ برضا واتفق الطرفين كالمزارعة والقسمة والإجارة وغيرها، وقد استخدم (الخياط) مصطلح خيار وليس اختيار لأنه انتقاء بين خيارين فسخ أو إبرام للعقد، وآثار خيار الشرط:

1- إعطاء الحق لمن له الخيار في فسخ العقد أو إبرامه والإجازة تكون بالقول أو الفعل<sup>(1)</sup>، وهذا الشرط يعتبر فيه العقد غير منعقد من حيث الحكم في حقهما معاً أي لا تزول ملكية

---

<sup>(1)</sup> برأيي الشخصي لست مؤهلة لإعطاء فتاوي في هذه المواضيع الشرعية والاقتصادية لأنني كلما أردت أن أعطي رأيي بهذه المواضيع المطروحة وردت إلى ذهني عبارة " على الاقتصاديين أن يتوقفوا عن الإفتاء، وعلى الفقهاء الذين أفتوا أن يبحثوا الجانب الاقتصادي بحثاً دقيقاً، ثم عليهم أيضاً ألا يخرجوا على إجماع أو على نص" (1)، هذه العبارات التي قالها الأستاذ الدكتور على احمد السالوس. وبذلك لا أضع نفسي في موقع الإفتاء إنما أحاول إثارة الجدل حول بعض النقاط أو الإشارة لبعض الملاحظات، وإذا ما استخدمت كلمة رأيي هنا فهو مجرد رأي ليس إلا ولا يعد افتاءً.

<sup>(1)</sup> في عقود الاختيار تكون هذه المسألة بديهية من عنوان العقد المتعامل فيه.

البائع للمبيع ولا تزول ملكية المشتري للثمن ولا يدخل المبيع في ملك المشتري ولا الثمن في ملك البائع، لأن الخيار المانع لحكم العقد ثابت لكل من البائع والمشتري<sup>(1)</sup>.

2- أن اشتراط الخيار لأحد المتعاقدين أو لأجنبي عن العقد في المعاوضات (العوض) يمنع خروج العوض من ملك الأول ولا يدخله في ملك الآخر، لأن خروجه من ملك احديهما يحتاج إلى الرضا والرضا غير متحقق مع الخيار، بل هو معلق، فلا يترتب على العقد ذلك الأثر، ويعني ذلك أنه طالما لم يتم المشتري بدفع كامل مبلغ المبيع (الثمن) للبائع فلا تنتقل ملكيته للمشتري، لأنه لا يجوز أن يجتمع (المبيع والثمن) في يد واحدة. فإذا اشترط المشتري الخيار لنفسه أو لأجنبي عن العقد، لم يخرج الثمن عن ملكه بالإجماع، ولا يملك البائع مطالبته قبل انتهاء الشرط<sup>(2)</sup>.

3- يلزم العقد إذا توفي من له الخيار في أثناء مدة الخيار، ويلزم كذلك إذا مضت مدة العقد فإذا كان الخيار للبائع وتوفي قبل أن يختار العقد لزم العقد بالنسبة لورثته للمشتري، ومثله ما إذا مضت مدة خيار البائع ولم يختار، ذلك لأن العقد مع الخيار قائم ولا يرتفع إلا بالفسخ من الذي معه الخيار، وينفذ الخيار أو يبطل إذا ما اشترط بصراحة، أو تصريح برضاه بالعقد، أو إبطاله طلب التنفيذ، أو عدم التنفيذ، فيسقط بانتهاء مدة الاختيار المحددة.

ويرد إلى الذهن بعض الأسئلة عن مشروعية عقود الاختيار أو عدمها، وما هي الشروط الواجب توفرها بين البائع والمشتري في التسليم الفعلي للسلعة قبل التعاقد ليصبح العقد سلمياً؟

لقد أصبحت مختلف الأعمال التجارية في الوقت الحاضر أمراً في غاية التعقيد، فعملية الإنتاج تستغرق وقتاً طويلاً تتطلب التزامات متشعبة، والمسافات بين البائع والمشتري قد تكون شاسعة، مع العلم أن بإمكانهم التفاوض من خلال وسائل الاتصال الحديثة، وحجم الصفقات كبيرة،

(1) الخياط: سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (1) نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي. 1998. ص

203. مرجع سابق

(2) يجب الإشارة إلى إن العوض أو المكافأة لا تعد ثمناً للمبيع لأنها مبلغ صغير جداً بالنسبة لقيمة أو مبلغ المبيع كله.

وتقلبات الأسعار على السلع التجارية، والمواد الأولية وأسعار صرف العملات الأجنبية كبيرة وبشكل مفاجئ أحياناً، فالمخاطر في التعامل مع الأسواق التجارية والصناعية والأسواق المالية هي كبيرة ومتزايدة وتحتاج إلى جهد وخبرة ومقدرة على التماشي معها كي لا يؤول المستثمر إلى الإفلاس، وبالتالي نشأت الحاجة لدى أطراف العقود من بائعين ومشتريين على السواء لحماية أنفسهم من تلك المخاطر المفاجئة والخارجة عن مجال أعمالهم ومهاراتهم، واستخدمت هذه الوسائل لتأمين الحماية مثل عمليات التغطية الاحتياطية وغيرها من الوسائل<sup>(1)</sup>.

### خامساً: رأي الباحثة في هذا المجال

إنني اتفق مع العلامة عفيفي بالنسبة لمتطلبات الاستثمار في عالم المال والاقتصاد وانه بحاجة ماسة إلى أدوات حماية للمستثمرين حتى يستطيعوا مجاراة المستثمرين في باقي دول العالم، والسعي لزيادة تشجيع الاستثمار وبالتالي زيادة في الإنتاجية داخل الدولة، التي بدورها ترفع من نسبة النمو الاقتصادي بدلاً من اكتناز الأموال، والخوف من المخاطرة والتي تشكل ضرراً كبيراً لاقتصاد الدولة.

وأريد الإشارة أنه من خلال مراجعتي لما جاءت به المذاهب، كان الانتقاد الأكثر تكراراً من قبل العلماء المسلمين أن شروط عقد الاختيار بحد ذاتها جائزة ولكن الاختلاف على أن القصد أو النية في التعامل على هذه العقود يختلف عن ما أجازته العلماء المسلمين بالإجماع عن الخيار الذي تم ذكره (المقصود)، والفكرة التي أريد التوصل إليها أن هؤلاء العلماء سلطوا الأضواء على نوع واحد من المتعاملين في الاختيار وهم الذين يسعون لهدف واحد ألا وهو المضاربة من أجل الربح، إلا أنني أود الإشارة أن عقود الاختيار لا تنحصر بهذا النوع من العقود بهدف المضاربة من أجل الربح دون اعتبارات أخرى<sup>(1)</sup>.

---

(1) عفيفي، عبد الرزاق: بورصة الأوراق المالية والضرائب. دار الصميعي، قدم هذا البحث باسم اللجنة الدائمة للبحوث والإفتاء. ص 192

(1) تشكل المضاربات في أسواق عقود الاختيار نسبة 90% من إجمالي العقود.

بل هناك مجموعة كبيرة من أنواع هذه العقود ويوجد جزء كبير منها الهدف من استخدامه الحماية والحبيطة في التعامل من تقلبات السوق، وان كان التحريم ينصب على مسألة النية لدى البائع أو المشتري للخيار فلماذا لم ينظر إلى هذه الفئة من المستثمرين، والتي بالإمكان التعرف عليهم من خلال هذه الرسالة في الفصول السابقة، فلما لا ينظر إلى الأهداف الثانية ودراستها من باب أوسع وتحديد ما إذا كانت بالفعل لها ضرر على المجتمع و الاقتصاد بشكل عام أو على الطرف الثاني للعقد بشكل خاص، أو لا.

ويوجه الانتقاد على المدة والتي هي بحد ذاتها محددة من قبل الطرفين، فلا يمكن أن يجري تعاقد بين مشتري اختيار ومحرره على عقد يختلفان بالمدة، وهناك ملاحظة يكررها الجميع أنه لا يجوز بيع سلعة غير مملوكة، وقد يكون سوء فهم لعقد الاختيار حيث أن عقد الاختيار الأول لا يكون على سلعة أو ورقة مالية مجهولة لا أصل لها، وإنما كل عقود الاختيار تعقد على أصول متداولة بالأصل في الأسواق المالية، ومن المعلوم أن المنشأة التي تتدرج أسهمها في السوق المالي تمر بعدة مراحل وشروط كي تصل إلى أن تكون عضواً في السوق المالي، وهذا يؤكد أن عقود الاختيار المتداولة في الأسواق ليس عقود وهمية بل تعقد على أصول حقيقية، والجزء الثاني من الانتقاد عدم ملك البائع للمبيع، والإجابة على ذلك طالما يوجد ضمان مؤسسة التسوية والتي في حال تم الموافقة على التنفيذ يتم تسليم السلعة أو الأصل إلى المشتري، وإذا خلف الطرف الثاني الملزم تقوم المؤسسة بإتمام ما تختلف عنه المتعاقد، الفكرة في إلزامية التنفيذ وهي موجودة، إذن أين المشكلة في ضمان التنفيذ وتسليم البضاعة.

أما بالنسبة لإطلاق كلمة رهان على العقود فقد تتلاءم هذه الكلمة مع معنى المضاربة فهذا النوع من العقود، أما الحالات الثانية والتي يهدف فيها المتعاقد إلى حماية نفسه من الخطر أو التغطية للأصل ما، فأين المراهنة فيها؟ وتبقى مسألة حصر المنفعة لأحد الطرفين وهي أن يكون له الخيار في التنفيذ أو عدمه، فالقول في البداية أن المكافأة هي وسيلة لتشجيع الطرف الثاني لقبول العقد وهي شرط من شروط العقد معلوم وواضح لجميع الأطراف، وهذه الردود ما هي إلا تساؤلات أحاول من خلالها الحصول على إجابات، والله اعلم.

## سادساً: البدائل الشرعية للخيارات مثل<sup>1</sup>:

- 1- إجراء العقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة مع وجود المعقود عليه ونحوه) ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف.
- 2- عقد الاستصناع يحل لنا مشكلة وجود المعقود عليه وجهالة العمل فيمكن أن ترتب عقود وصكوك وشهادات خاصة بالاستصناع في المستقبل.
- 3- عقد الجعالة.
- 4- عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط أو دونه يحلان مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني، فالتشريع الإسلامي لم يرفض بيع الإنسان ما ليس عنده أو بيع ما لم يقبضه إلا بغرض تحقيق مصالح الناس، ثم أنه وضع لها مخرجاً حتى لا يقعوا في الحرج كعقد السلم<sup>(2)</sup>.
- 5- الوعد والمواعدة المرابحة للأمر بالشراء<sup>(3)</sup>.

---

<sup>1</sup> البعلي، عبد الحميد: المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية. دار النشر الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. 1999. ص 54.

<sup>(2)</sup> الجنكو، علاء الدين بن عبد الرازق: التقابض في الفقه الإسلامي وأثره على البيوع المعاصرة. 2004. ص 283.

مرجع سابق

<sup>(3)</sup> الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة. 2002. ص 515. مرجع سابق

## النتائج

1- ان تغيرات بيئة السوق المالية، والبحث عن أساليب جديدة في تسويق المنتجات الصناعية المالية اوجد ضرورة في استحداث ادوات مالية جديدة تدعى بالمشتقات المالية.

2- المشتقات المالية هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، لها تكلفة ضئيلة مقارنة لمزايا المشتقات على المتعاملين في السوق المالية خاصة المتحوظين، حيث تمثل عقود الاختيار من بيع وشراء وكلاهما احدى المشتقات المالية واسعة الانتشار، والتي تمكن اطرافها في تحقيق عوائد ضمن مستوى مخاطر يتوقعها بصورة أكثر فاعلية، وتعد وسيلة لتحقيق التحكم والسيطرة على المخاطرة وتحسين معدلات الاقتراض والاقرض وزيادة اثر فعل الرافعة واستكشاف الاسعار في السوق<sup>(1)</sup>، ويميز شهادات الاختيار الشراء أنه ليس لحاملها حق التصويت او حق الحصول على الارباح الموزعة واي حقوق على اصول الشركة.

3- استخدام عقود الاختيار على الفوائد والذي يجنب مخاطر تغير الفوائد، ساهم في تجاوز القواعد التنظيمية المغيرة للنشاط المالي وعوامل التحديث في الاوراق المالية ساهم في زيارة التوجه إلى الاستثمار بشكل عام والحفز اليه<sup>(2)</sup>.

5- عمليات المضاربة في الاسواق المالية سواء في الاسواق المستقبلية او الحاضرة على مختلف انواعها، هي عمليات غير مجدية (منتجة) اقتصاديا فلا تزيد من اجمالي الدخل للنتاج القومي، وقد يكون لها الفضل في تنشيط الحركة في الاسواق المالية، الا انها توؤل إلى الاضرار بالمستثمرين كإظهار اسعار الاسهم السوقية بصورة مضللة مغايرة عن حقيقتها.

6- وتتميز العمليات في السوق النقدي بان من الممكن للمستثمر ان يمتلك أي سهم كان منها الا ان مساوئها المصاريف والسمرات المتعلقة بها اكبر من تلك المتعلقة بالسوق الاجل،

---

<sup>(1)</sup> جودة، صلاح السيد: بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً. ط1. مطبعة الإشعاع الفنية. مصر. الإسكندرية. 2000. ص250.

<sup>(2)</sup> الداغر، محمود محمد: الأسواق المالية مؤسسات أوراق وبورصات. 2005. ص 142. مرجع سابق.

ويفضل وينصح الاقتصاديون استخدام تشكيلة من الاختيارات والعقود الاجلة في محافظتهم الاستثمارية كاستراتيجية لحماية، كما ان السوق لاجل ليست للمضاربين المحترفين فحسب وانما هي للاغنياء واليقظيين وجميع انواع المتعاملين في السوق<sup>(1)</sup>.

7- اهم وظائف الأسواق المالية اتاحة سوق مستمرة للاوراق المالية وذلك لامكان استناد المستثمر لمدخراته، مراعاة تحديد الاسعار المناسبة للاوراق المالية، ومساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه في تمويل طويل الاجل، كما ان السوق المالي يعتبر مؤشراً للحالة الاقتصادية ويساعد على التنبؤ للمستثمرين، ويوفق الفرص الاستثمارية المتنوعة والمتقاربة من حيث المخاطر<sup>(2)</sup>.

8- ان لظهور المؤسسات المالية الكبيرة اثر على اقتصاد الدول النامية، واهم المخاطر التي تمثلها مؤسسات المضاربة بالنسبة للعالم، ان هدف هذه المؤسسات من الاستثمار هو تحقيق الثروة، وليس من الضروري تحقيقها عن طريق الصناعة وتوفير المنتجات والخدمات، بل بعد ذلك عن الاقتصاد الحقيقي وانما تكديس الثروات بايدي فئة من الناس، بينما العائد لجميع المنتجين لمواد السلع والخدمات التي تؤمن مستوى المعيشة لغالبية الطبقة المتوسطة، والفقيرة تواصل الانخفاض، وتؤدي ذلك إلى بطالة وفقر وانفجارات للضغوط الاجتماعية حروب اهلية ثم انهيارات اقتصادية وانخفاض في مستوى الناتج القومي، فلقد حدث في نهاية عام 98 وحتى نهاية عام 2000 في مصر انهيار أسعار غالبية الاسهم دون مبرر، واصبحت أسعار الاسهم ترتبط باحوال المضاربة بدلا من الاحوال الاقتصادية والمالية للشركات المصدرة لها، وهذا ليس محصوراً على مصر بل على جميع دول العالم وهناك عدة دراسات وحوادث تاريخية اقتصادية تؤكد ذلك، فلم تكف تلك المؤسسات المالية بالمضاربة وبالتلاعب باسعار الاسهم بل استطاعت ان تنهب احتياطي العملات الصعبة من البنوك المركزية الاسيوية وزلزلت اقتصاديات هذه الدول بالكامل كما حدث في عام 1977 للبنوك المركزية لدول جنوب شرق اسيا وغيرها<sup>(1)</sup>.

(1) الباز، فريدي، وآخرون: بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ. اتحاد المصارف العربية. لبنان. بيروت. 1997. ص 258.

(2) حنفي، وآخرون: الأسواق والمؤسسات المالية. 2004. ص 277. مرجع سابق

(1) للمزيد ارجع إلى البربري، صالح: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية. 2001. ص 310-315.

## التوصيات

1- توصي الباحثة أنه على رجال الاقتصاد المسلمين ان يتجهوا إلى الفقه الاسلامي ويدرّسوا ما فيه من نظم التعامل الاسلامية والتعاون مع علماء الشرع في اختيار النماذج الاصلح والافضل للتعاملات الاقتصادية التي لا غنى عنها في ظل النظام العالمي الجديد، والتي تعود بالفائدة على الامة العربية والاسلامية، وذلك بالتدقيق بشكل اشمل بهذا النوع من المعاملات والدقة في تحديد النقاط المحرمة فيها، وتصحيح او استبدال المحرم منها (قد تكون جزئية) بما هو محلل على ان لا يكون بعيدا عن واقع معاملاتنا الحالية، وربط هذا الامر مع رجال القانون الوضعي من اجل تسهيل الطريق إلى التطبيق العملي للشريعة الاسلامية<sup>(1)</sup>.

2- توصي الباحثة أنه يجب ملاحظة ان الأسواق الاستثمارية متوفرة في الدول الغربية، ومن المهم ملاحظة ان الاستثمار فيها يتم بنقل الاموال من البلاد التي يسكنها المستثمر إلى البلاد التي تقع بها تلك الأسواق، علاوة على ان البلاد التي يسكنها المستثمر أكثر حاجة لتلك الاموال وأولى بها، فقد تكون النتيجة بالنسبة لمواطني البلدان الاسلامية نقل مدخرات المسلمين واستثمارها في بلاد غير اسلامية، فلا بد من المحافظة على ثروة البلاد وما تحتاج اليه من انتاج او رؤوس اموال<sup>(2)</sup>.

3- توصي الباحثة على أن تتروى إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية قبل مزاوله العمل لعقود الاختيار في سوقها، نظرا للخطر الذي قد يجلبه هذا النوع من العقود، وخص بالذكر التعامل بهدف المضاربة البحتة والتي تعد الجانب الأسوأ من عقود الاختيار (ذات الضرر الأكبر) حيث أنها تضخم الأسعار السوقية لأسهم الشركات بشكل لا يتناسب مع الزيادة الحقيقية لقيمة الأسهم، وبالتالي تعطي أسعاراً للأسهم مبالغ فيها وكما يحدث دائما بعد فترة زمنية لا تستطيع هذه الشركات مواصلة إخفاء حقيقة هذا التباين في قوائمها

(1) الطنطاوي، محمود محمد: مجلة الحقوق والشريعة. ط2. الكويت. 1984.

(2) العفيفي، عبد الرزاق: بورصة الأوراق المالية والضرائب. دار الصمعي، الأردن.

المالية المصدرة بين أسعار أسهمها السوقية والقيمة الدفترية لها، والذي ينتج عنه هبوط مفاجئ لأسعار كافة أسهم الشركات يتبعه هبوط للمؤشرات، وهذا ما حدث مؤخرًا في الأسواق العربية نخص بالذكر سوق مصر وسوق فلسطين في بداية عام (2006) والتي لم يغب عنها دور الآثار السلبية للمضاربات.

## قائمة المصادر والمراجع والدوريات

### أولاً: المصادر

1. قانون ضريبة الدخل الفلسطيني رقم (17) لسنة 2004
2. قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997
3. القانون ضريبة الدخل الأردني رقم (57) لسنة 1985 والمعدل رقم 14 لسنة 1995
4. قانون الشركات رقم(12) لسنة 1964 المطبق في الضفة الغربية
5. قانون الشركات الأردني الجديد رقم (22) لسنة 1997
6. قانون التجارة الأردني رقم (12) لسنة 1966
7. قانون الأوراق المالية لسوق عمان المالي رقم 76 لسنة 2002
8. قانون الشركات المصري
9. نظام الشركات السعودي
10. سوق فلسطين للأوراق المالية- دورة الوسيط المعتمد-(نظام واتفاقية العضوية)
11. المرسوم الاشتراعي اللبناني 120/ 1983

### ثانياً: المراجع العربية

- ابن منظور، كمال الدين بن مكرم: لسان العرب. دار صادر وبيروت للطباعة والنشر. 1975
- أبو قحف، عبد السلام: نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية. مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية. مصر 1989
- أبو موسى، رسمية احمد: الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ط1، دار المعتز للنشر والتوزيع، 2005.

- اسعد، رياض: استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية. قبرص. عمان. الأردن. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. سنة 1997.
- : العقود الآجلة. ج1. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. الأردن عمان. 1997.
- : الخيارات (حقوق الشراء وحقوق البيع). الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. الحمامات. تونس. 1997.
- الباز، فريدي، وآخرون: بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ. اتحاد المصارف العربية. لبنان. بيروت. 1997.
- البريري، صالح: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية. ط1. مركز المساندة القانونية. القاهرة. مصر. 2001.
- البعلي، عبد الحميد: المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية. دار النشر الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. الكويت. 1999.
- البوطي، محمد توفيق رمضان: البيوع الشائعة. دمشق. سورية. دار الفكر المعاصر. ط1. بيروت. لبنان. 1998.
- الجمال، جمال جويدان: الأسواق المالية والنقدية. دار الصفا لنشر. عمان. الأردن. 2002.
- الجندي، محمد الشحات: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. القاهرة. مصر. دار النهضة العربية، 1988.
- الجنكو، علاء الدين بن عبد الرزاق. التقابض في الفقه الإسلامي. دار النفائس. ط1. عمان. الأردن. 2004.
- جودة، صلاح السيد: بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً. ط1. مطبعة الإشعاع الفنية. مصر. الإسكندرية. 2000.

حبش، محمد محمود: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة. ط1. عمان. الأردن. طباعة بنك الأردن المحدود. حقوق الطبع والنشر للمؤلف. 1998.

الحناوي، محمد صالح: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط2. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 1997.

: تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الدار الجامعية. الإسكندرية. مصر. 1999-2000.

: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2005 الإبراهيمية - مصر.

الحناوي، محمد صالح - مصطفى، نهال فريد - العبد، جلال إبراهيم: أسواق المال والمؤسسات المالية. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 2004.

حنفي، عبد الغفار: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. طبعة معدلة . الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية. 2001.

: بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، مصر. الدار الجامعية، 2003.

: البورصات. الإسكندرية. مصر المكتب العربي الحديث، بدون سنة.

: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الإبراهيمية. مصر. الدار الجامعية 2003-2004.

حنفي، عبد الغفار - وآخرون: أسواق المال - بنوك تجارية. شركات تأمين. شركات استثمار. 2000.

حنفي، عبد الغفار - قرياقص، رسمية: الأسواق والمؤسسات المالية. الدار الجامعية. الإبراهيمية. مصر. 2004.

خريوش، حسني علي - أرشيد، عبد المعطي رضا - جوده، محفوظ احمد: الأسواق المالية. الأردن. دار زهران للنشر. 1998.

الخطاط، عبد العزيز: سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (1) نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي. المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. عمان. الأردن. 1998.

الداغر، محمود محمد: الأسواق المالية. رام الله. غزة. فلسطين. دار الشروق. 2005.

الراوي، خالد وهيب: الاستثمار في الأسواق المالية- مفاهيم- تحليل- إستراتيجية، ط1. دار المسيرة. عمان. الأردن. 1999.

رضوان، سمير عبد الحميد: أسواق الأوراق المالية. ط1. القاهرة. مصر. المعهد العالمي للفكرة الإسلامي. 1996.

الزبيدي، حمزة محمود: الاستثمار في الأوراق المالية. ط1. الوراق للنشر والتوزيع. 2001.

الزحيلي، وهبة: المعاملات المالية المعاصرة. دار الفكر. دمشق. سورية. 2002.

الزرري، عبد النافع- وآخرون: الأسواق المالية. ط1. عمان. الأردن. دار وائل للنشر. 2001.

السالوس، علي احمد: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة. ج2. الدوحة. قطر. دار الثقافة. 1998.

السيد علي، عبد المنعم - العيسى- نزار سعد الدين: النقود والمصاريف والأسواق المالية. ط1. عمان. الأردن. الحامد للنشر والتوزيع. 2004.

الصعيدي، عبد العزيز حمود: كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية. الرياض. السعودية. ط1. مكتبة العبكان. 2001.

صيام، احمد زكريا: مبادئ الاستثمار. عمان. الأردن. دار المناهج للنشر والتوزيع. 1997.

الطنطاوي، محمود محمد: مجلة الحقوق والشريعة. ط2. الكويت. 1984.

عفيفي، عبد الرزاق: بورصة الأوراق المالية والضرائب. دار الصمعي. قدم هذا البحث باسم اللجنة الدائمة للبحوث والإفتاء.

العكيلي، عزيز: شرح القانون التجاري. عمان. الأردن. شرح القانون التجاري في الشركات التجارية. ج4. دار الثقافة. 1998.

مجيد، ضياء: البورصات أسواق المال وأدواتها. الإسكندرية. مصر. مؤسسة شباب الجامعة. 2005

محمود، مصطفى عيسى: دليل المستثمر العربي إلى البورصات العالمية. ج1. ARAB INVESTOR GUIDE TO WORLD WIDE EXCHANGES CURRENCIES SPOT MARKETS – هونج كونج. باريس. 2000.

ملاك، وسام: البورصات والأسواق المالية العالمية. ج1. ط1. لبنان. دار المنهل اللبناني. مكتبة ساس النبع. 2003،

الموصلي، بشر: البورصة (كيفية المضاربة والاستثمار). ط1. شعاع للنشر والعلوم. سوريا. حلب. 2003.

هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية. دار النفائس. ط1. عمان. الأردن. 1999

هندي، منير إبراهيم: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية. مصر. منشأة المعارف بالإسكندرية. 1999.

: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية. مصر. منشأة المصارف. 1997.

: إدارة الأسواق والمنشآت المالية. الإسكندرية. مصر. منشأة المصارف بالإسكندرية. 1999.

: سلسلة الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية (1) الفكر الحديث في مجال الاستثمار. منشأة المعارف. الإسكندرية. مصر. 1996.

: سلسلة الأسواق المالية الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق لاختيار وأسواق العقود. المنامة. البحرين. المؤسسة العربية المصرفية. 1998.

الهيبي، نورزاد: **مقدمة في الأسواق المالية**. أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية. طرابلس. الجماهيرية الليبية. 1998.

ياسين، محمد يوسف: **عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم - المؤلف**. منشورات الحلبي الحقوقية. 2004. بيروت - لبنان.

#### ثالثا: المراجع الإنجليزية

Gordon, Robert, **Macroeconomics**, Seventh edition. Addison, Wesley co. 1998

#### رابعا: الأبحاث المنشورة

عبد الكريم، نصر: **الواقع الاستثماري في مناطق السلطة الفلسطينية وسيل حزب الاستثمارات العربية لإعادة بناء الاقتصاد الفلسطيني ودمجة مع المحيط العربي**، المجلة العربية للإدارة، مج 24، ع 1، حزيران - 2004 د.

الحاج، طارق - دعاس، غسان: **تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس**. مجلة جامعة النجاح للأبحاث، (العلوم الإنسانية)، مج 19 (1)، نابلس، فلسطين، 2005.

#### خامسا: رسائل ماجستير

- محمود علي الجبالي، بعنوان **الأسواق المالية في الإسلام**، جامعة اليرموك، 1991م.

#### سادسا: مقابلات شفوية

- السيد امجد رابي مسئول العلاقات العامة في السوق المالي الفلسطيني بتاريخ 2006/2/20م -موضوع عقود الاختيار في سوق فلسطين المالي-.

#### سابعا: المواقع الالكترونية

1. <http://www.gov.ps/arabic/law>
2. <http://www.nysol.se/arabic>

3. <http://www.ifc.org>© Copyright 2005IFC|
4. ECMA Nshapiro@ifc.org
5. G:ILegal\listing\rega.doc

الملاحق

## أولاً: مقابلة في السوق المالي الفلسطيني

وفي مقابلة في السوق المالي الفلسطيني/ مع السيد امجد رابي مسئول العلاقات العامة في السوق الفلسطيني بتاريخ 2006/2/20م، تم الاستفسار عن إمكانية تداول عقود الاختيار في السوق المالي الفلسطيني، حيث أنه حتى الآن لم يتم تداولها، خاصة وأنه سبق لي في شهر كانون الأول من عام 2004 إن التقيت بالدكتور حسن ياسين مدير السوق المالي، والذي أشار لي إن هذه الفكرة موجودة وإنما نتوقع في السنة القادمة (2005) بداية التعامل فيها، فأجاب إن الفكرة ما زالت موجودة ولم نتراجع عنها، وإن المعدات التي يحتاج لها السوق كي يتم التعامل بهذه العقود وكافة الإمكانيات المادية والتقنية موجودة وجاهزة من حواسيب وما يتبع ذلك، ولكن السبب في عدم تداولها حتى الوقت الحالي يتمثل بالمعوقات التالية:

1- إن السوق المالي الفلسطيني لم يصل إلى حالة النضج الكافية ولا يوجد سيولة فيه كافية للتعامل بهذه العقود والسبب في ذلك إن السوق تأسس منذ فترة قليلة (1997م) أي أنه في طوره الأول وهذه العقود تحتاج إلى سوق مالي ذات سيولة عالية وسوق كامل النضج يحتمل التعامل بهذا النوع من العقود.

2- كانت للبيئة الاستثمارية دور في عدم إدراج هذا النوع من العقود في سوق فلسطين المالي، وذلك بسبب إن المستثمرين غير مستعدين للتعامل بمثل هذه العقود، والسبب عدم انتشار هذه العقود تعد مجهولة لفئة كبيرة من الناس وغير مفهومة، وبالتالي لن يكون هناك إقبال على التعامل فيها حتى لو تم إدراجها بهذه الفترة، وإنما يجب التروي حتى ينضج السوق المالي بشكل أكبر ويكون قادر على إدراج هذه الأدوات فيه.

وعندما استفسرت الباحثة عن كلمة البيئة الاستثمارية، إذا كان يقصد إن عدد المستثمرين قليل في سوق فلسطين أو أنه لا يوجد توجه للاستثمار من قبل الفلسطينيين كما هو في باقي دول العالم، فأجاب: ليس المقصود ذلك، إذ أن نسبة المستثمرين من الشعب الفلسطيني هي كبيرة ولكن عدد الفلسطينيين بحد ذاته هو عدد قليل وبالتالي تكون حركة الاستثمار في الأسواق المالية غير كافية لتحقيق مهام كبيرة.

## ثانياً- تحت عنوان البرلمان الإيطالي يتبنى فكرة لاروش لبناء نظام مالي عالمي جديد

كان أعضاء مجلس النواب الإيطالي في مدينة روما منهمكون في المناقشات النهائية لفكرة عالم الاقتصاد والسياسي الأمريكي ليندون لاروش حول إفلاس النظام المالي والنقدي العالمي الحالي وضرورة تأسيس نظام عالمي عادل جديد، والسبب في ذلك تطبيق سياسات اقتصادية مطروحة من قبل المؤسسات المالية والنقدية العالمية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي التي تسيروها مصالح حفنة من الأسر المصرفية في الولايات المتحدة وبريطانيا بدعم من إدارة بوش الحالية وحليفها بريطانيا ودول أخرى. إن هذه السياسات الاقتصادية الهدامة المفروضة التي تخضع لها دول عربية وغيرها من الدول النامية من تقشف قاتل ورفع الدعم الحكومي للسلع والخدمات الأساسية وما يسمى "تحرير الاقتصاد" وفتح الأسواق المالية المحلية "للاستثمار الأجنبي" وغيرها من الشعارات البراقة هي جزء من المحاولة الأخيرة لنظام مالي عالمي مفلس أن ينهب تلك الشعوب. على هذه الدول أن تدرك أن اقتصاد الولايات المتحدة وبريطانيا مفلسان، وأن القاعدة الصناعية لهاتين القوتين يتم نهبها من قبل نفس المصالح المالية في وول ستريت ولندن التي تنهب دول العالم. ويشير إلى أن النظام العالمي يتوجه أكثر فأكثر نحو المضاربات البحتة، إذا حسبنا جميع المشتقات المالية والعقود الآجلة وجميع الأشكال الأخرى من ديون، تبلغ حوالي 400 ترليون دولار، مقارنة بإجمالي ناتج محلي لجميع دول العالم أكثر بقليل من 40 ترليون دولار. في ذات الوقت، تشير آخر إحصائيات بنك التسوية العالمي في بازل إلى اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصادي المالي، بسبب العقود الآجلة المالية.

ويشير تقرير بنك التسوية العالمي الخاص بسوق العقود الآجلة في النصف الأول من 2003 إلى ارتفاع قيمة العقود بين يونيو 2002 ويونيو 2003 من 127.500 مليار دولار إلى 169.700 مليار دولار، أي ارتفاع بمقدار 42 ترليون دولار في 12 شهر. ويمكن ملاحظته من تقارير "مؤسسة المراقبة المالية للعملة أن مستوى قيمة العقود الآجلة التي لدى مصرف جي بي مورجان قد وصل إلى 33.30 مليار دولار في يونيو 2003 بارتفاع قدره 4.500 مليار دولار خلال ستة أشهر فقط. بينما وصل مستوى عقود مصرف بأك أوف أميركا إلى 14.300 مليار دولار وسيتيجروب إلى 13.000 مليار دولار. هذه حالة غريبة جدا إذا ما أخذنا بنظر الاعتبار أن

إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة هو حوالي 11.000 مليار دولار. لذلك يطالب مجلس النواب الحكومة بأن تعمل من خلال القنوات العالمية المناسبة لكي يتم خلق بنية مالية عالمية جديدة تهدف إلى تفاذي الانهيارات المالية في المستقبل، تسخير النظام المالي للهدف الرئيسي المتمثل بدعم الاقتصاد الحقيقي: كما يطالب الحكومة بالاشتراك مع حكومات أخرى لعقد مؤتمر دولي على مستوى قادة الدول والحكومات، لخلق نظام مالي ونقدي عالمي أكثر عدلاً<sup>1</sup>.

ثالثاً: ما هو أجدى من المساعدات: كارثة الزلزال فرصة لإلغاء الديون وتنمية الشعوب(نظام اقتصادي عالمي عادل جديد)

أصدرت السيدة هيلجا تسيب لاروش (Helga Zepp-LaRouche) رئيسة معهد شيلر العالمي وحركة التضامن والحقوق المدنية الألمانية البيان التالي في 29 ديسمبر سنة (2005) داعية فيه إلى الإسراع بدعم عمليات الإغاثة للشعوب المنكوبة، ولكن نقل عملية التفكير الحالية وروح التضامن العالمية إلى مديات أبعد نحو استغلال هذه الكارثة لبناء نظام اقتصادي عالمي عادل جديد طالما دعت هي وحركة لاروش إليه خلال السنين الماضية، وطالبت بالتالي:

1- بان على مجموعة الدول الصناعية السبعة بالاشتراك مع روسيا والصين والهند ودول أخرى في العالم أن تخلق عملية إعادة تنظيم جذرية للنظام المالي العالمي الحالي المفلس، واستبداله بنظام بريتون وودز جديد في تقليد الرئيس فرانكلن روزفيلت.

2- لا ينبغي فقط إلغاء ديون اندونيسيا والصومال فحسب، بل وأيضا كل ديون الدول النامية، لأنها ببساطة غير ممكنة الدفع على أية حال.

3- إن المضاربات في المشتقات المالية والعملات التي وصلت مؤخراً وفق آخر إحصاءات بنك التسوية العالمي إلى 2000 تريليون دولار، يجب مسحها كلياً وجعلها غير قانونية عن طريق اتفاقيات بين الحكومات. كما يجب وضع نسب صرف عملات ثابتة لجعل المضاربة ضد العملات والثروات الوطنية أمراً مستحيلاً.

(1) نقلا عن <http://www.nysol.se/arabic> بتاريخ 2005/05/14

4- خلق اعتمادات جديدة للاستثمارات الإنتاجية بعيدا عن سيطرة ما تسمى البنوك المركزية المستقلة الخاصة، ووضعها تحت سيطرة حكومات الدول ذات السيادة. فقط إذا تمت تنمية المناطق الداخلية للأمم أفريقيا وآسيا وأمريكا الجنوبية إلى مستوى كريم سيكون بمقدورنا تقليل آثار الكوارث الطبيعية في المستقبل إلى أدنى درجة. والى ذلك من المطالبات.<sup>1</sup>

#### رابعاً: الجمعية المصرية للأوراق المالية

في حفل افتتاحي للوزارة المصرية الجديدة افتتحها الدكتور محمد تيمور - رئيس الجمعية، حيث تم التطرق إلى بعض الموضوعات المتعلقة بسوق المال في مصر والتي يلزم مراعاتها لاستكمال المنظومة الاقتصادية المصرية والإجراءات الإصلاحية المتبعة من قبلها، ومنها على سبيل المثال: - الشراء بالهامش والبيع على المكشوف. - إمكانية الشراء والبيع في نفس اليوم. ضرورة تفعيل البورصة لشروط العضوية. - ضرورة السماح لشركات إدارة صناديق الاستثمار بإنشاء صناديق مفتوحة لحسابها بدون أن تجتذب بنك أو شركة تأمين معها. - تسريع عملية الاندماج بين الشركات. كما ألقى الدكتور محمود محيي الدين - وزير الاستثمار - خطابه حيث ذكر أهمية مؤسسة التمويل الدولية للدول النامية وأشار إلى التالي: إن السوق المتنامية لأدوات إدارة المخاطر المالية تتاح للمؤسسات المتمتعة بالأهلية الائتمانية في البلدان المتقدمة إمكانية الحصول على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية للتحوط ضد المخاطر: مقايضات أسعار الفائدة والعملات، والعقود الآجلة، والعمليات الآجلة وحقوق (خيارات) البيع والشراء الخاصة بأسعار الفائدة والعملات والسلع، وغيرها من المشتقات. والمشتقات، أو أدوات إدارة المخاطر، عبارة عن أدوات مشتقة من رقم قياسي (مؤشر) أساسي، كسعر عملة أو فائدة أو سلعة. وقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات العشر الماضية. فمنذ بدء مقايضات أسعار الفائدة والعملات في أوائل الثمانينيات، نمت سوق هذه الأدوات نمواً هائلاً وبلغ حجمها الإجمالي القائم (غير المسدد) أكثر من 90 تريليون دولار أمريكي (منذ 30 يونيو 2000). ولكن الشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه التطورات. وأتم حديثه: ومع أن هذه الأدوات لإدارة المخاطر قد تكون مفيدة، فإنها قد لا توفر

(1) نقلًا عن <http://www.nysol.se/arabic> بتاريخ 2005/01/3

أكثر إستراتيجيات التحوط فعالية بالنسبة لكثير من المتعاملين. وفي بعض الحالات, قد يكون بالإمكان الحصول على أدوات أطول أجلا لإدارة المخاطر, ولكنها تتطلب أن تقدم الشركة المعنية ضمانا بطرق قد تكون باهظة التكلفة.

كما تعرض الدكتور - وزير الاستثمار - أيضا أثناء حديثه إلى مجموعة هامة من الإجراءات في إطار سوق الأوراق المالية وقام بتحديد المواقيت الزمنية اللازمة للانتهاء منها, ومن بعضها:

1. الشراء بالهامش (ويتم الانتهاء منه مع نهاية الربع الأول من 2005).
2. تسليف الأسهم لغرض التداول (ويتم الانتهاء منه مع نهاية الربع الثاني من 2005)
3. الحكومة الإلكترونية ودور سوق الأوراق المالية فيها (ويتم الانتهاء منها مع نهاية 2006).
4. استحداث آليات جديدة للتداول وأدوات مالية جديدة (ويتم الانتهاء منها مع نهاية 2006).
5. المشتقات والخيارات المالية بأنواعها (ويتم الانتهاء منها مع نهاية 2007).
6. تطوير الشكل القانوني للبورصة وتحويلها إلى شركة خاصة (ويتم الانتهاء منه مع نهاية 2006).
7. إنشاء مركز للتحكيم وتسوية المنازعات (ويتم الانتهاء منه مع نهاية 2007)<sup>1</sup>.

---

(1) نقلا عن ECMA Nshapiro@ifc.org

**An-Najah National University  
Faculty of Graduate Studies**

**Regulation of Options in Money Markets  
from the Legal, Artistic, Taxable and Religious Sides.**

**Prepared by  
Zahira Yunes Muhammad Suwadi**

**Supervised by  
Dr. Ghassan Sharif Khalid  
Dr. Hasan Falah Hasan**

*Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of  
Master in Taxation Disputes, Faculty of Graduate Studies, at An-Najah  
National University, Nablus, Palestine.*

**2006**

**Regulation of Options in Money Markets  
from the Legal, Artistic, Taxable and Religious Sides.**

**Prepared by**

**Zahira Yunus Muhammad Suwadi**

**Supervised by**

**Dr. Ghassan Sharif Khalid**

**Dr. Hasan Falah Hasan**

**Abstract**

The subject of this research is the regulation of options in money markets from the legal, artistic, taxable and religious sides.

The content of the thesis began with a general introduction as a preliminary to the subject matter of the research work; where I tackled the importance of the treatise as well as the aim from it. The researcher dealt with the approach of survey in the study, besides to the abstract of it in Arabic & English. Then, she discussed a few studies related to the issue of the paper.

The research includes six sections, where each of them contains two topics. In the first of them, I treated the money markets according to their importance and tasks; in addition to the security bonds manipulated inside them. The second topic in the first section has concentrated, in detail, on the evaluation for them. The researcher concluded from it that there was a framework planning dividing the money markets for the majority of their patterns upon our own proposal already included at the end of chapter one.

In the second chapter, I tackled the issue of emergence and arrangement for future contracts and their markets; where the first survey in this section has commenced with subjects related to future contracts in general; as well as their kinds that include options and exchanges, besides to a comparison between these contracts and those of options; whereas, in the second

chapter, we tried, in the second research, to deal with the arrangement of future contract markets pertaining to the importance of them; the number of their members, the procedures of interaction with them and the kinds of orders used in them due the fact that the markets of option are a part from the future markets.

The third section contained the subject of legal & administrative regulation for options in the markets of option; yet, the discourse in the first research of this section deals with the definition of options; their importance; their pitfalls; and the legal sides of the contract; such as, its bases; its peripheries; its divisions; besides to the kinds of options and their merits. The second research discussed the legal & administrative regulation for arranged options talking about the legal regulation for options and limitation of their acts and the accountability of contracting with them; besides, to the administrative regulation in these markets; such as, the registration in the market, the members in arranged options & the interactions of compromise in them.

The first search in the fourth section has surveyed the economical evaluation for options throughout the factors affecting the quotation of options rights as well as the methods of determining their value; the statistical styles of measuring the sensitivity of options far from the risks that the operators with them might be exposed to. Yet, in the second research of the same section, we studied the accountable special issues in options as determiners for option; as well a margin of insuring the option and the ways of calculating it; and the impact of option on the current market.

The fifth section talked about the artistic sides for options; such as, the strategies of options as the first research of it dealt with a group of strategies that stand on one option. Yet, in the second survey of the fourth section, we studied a group of strategies that includes a variety of options; together with mentioning the aims of each strategy and giving examples on them in both surveys.

At last, in the six sections, I tackled the taxable treatment for options in the first part of it; where I have talked about the cost of interactions in these contracts; the manner of calculating commission on them; and the taxable treatment for the profits. In the second part of this section, I wrote about the juristic adaptation for options starting with the doctrinal adaptation for money markets in general & the contracts of option; besides to the religious viewpoint towards these interactions; the legality & illegality of them; and lastly, the researcher's opinion in this domain.

In the end, there were conclusions & recommendations reached to from this treatise. The most important of which were: the whole options, with all their types, are one of the wide spread financial derivatives aiming at realizing returns within a level of risks expected more effectively. There is an important recommendation concerning the money markets despite their large, important role in the economy of the state; yet, there are a few warnings against the erroneous usage