

الأساس النظري لعقود خيارات مستقبلية السلع¹

أ.د محمد علي إبراهيم العامري
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة بغداد

أ.م.د ميثم ربيع هادي الحسناوي
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة كربلاء

المستخلص

ان الخيار من وجهة نظر المشتري هو عقد يمنحه حامله الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع كمية محددة من الموجود الأساس بسعر ثابت ومعلوم سلفاً" ولفترة زمنية محددة.ومن جهة نظر البائع فان الخيار هو عقد يكون المحرر بمقتضاه ملزماً" بالتنفيذ إذا ما رغب حامل الخيار بتنفيذ حقه.وبالتالي فان الخيار هو عقد يشتمل على حقوق والتزامات وينفذ بأمر واختيار حامله.وهذا الأخير يستخدم حقه فقط إذا ما كان استخدامه مربحاً" وبخلاف ذلك فإنه لا يستخدمه. وطالما ان حامل الخيار بإمكانه الاختيار فيما إذا كان من الواجب عليه تنفيذ الخيار أم عدم تنفيذه، فان العقد يقدم شكلاً" من أشكال التأمين. والخيارات هي أدوات إدارة مخاطرة لا تثبت الأسعار (كالعقود الآجلة أو عقود المستقبلية) إنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية. وخيارات

¹ بحث مسأل من اطروحة الدكتوراه الموسومة بـ(استخدام خيارات مستقبلية السلع في تحوير المخاطرة السعرية للنفط الخام-دراسة تطبيقية لتحوير المخاطرة السعرية للخام العراقي)المقدمة من قبل ميثم ربيع هادي إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة بغداد كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال.

المستقبلات هي أكثر تعقيدا" من الخيارات الفورية لكنها تجنب مشاكل التسليم والاستلام التي تعاني منها الخيارات الفورية. بالتالي فان خيارات المستقبلات توفر مرونة إضافية في إدارة المخاطرة السعرية لاتوفرها لالخيارات الفورية ولا عقود المستقبلات. لذا يسعى هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف ومن أهمها بيان طبيعة وأهمية هذه العقود وخلص البحث إلى عدد من الاستنتاجات والتوصيات من أهمها ضرورة تلبية كافة المتطلبات الضرورية لإقامة سوق مستقبلات سلع في العراق وذلك لإتاحة الفرصة للتداول بعقود خيارات مستقبلات السلع. وهذا يستلزم تهيئة المناخ الاستثماري المشجع لاستقطاب المؤسسات المالية الدولية التي تلعب دورا" هاما" في حفز الأنشطة التداولية للسوق وتفعيل حضوره الدولي بدلا" من تحجيمه وجعله ينكفيء على النماذج المحلية الضيقة للأسواق، خصوصا" وان لدى العراق الأساس المادي (في مجال النفط الخام على الأقل) الذي بالإمكان تكيفه لإنجاح مثل هذه التجربة.

1. المقدمة :

كما هو الحال في تداول المستقبلات، فان المحوطين والمضاربين بإمكانهم استخدام الخيارات لإدارة المراكز المالية بشكل مستقل عن رغبتهم أو قدرتهم على شراء أو بيع السلعة المادية طالما ان عقود الخيارات يتم تسويتها نقدا" عادة. وهذا يعني ان الخيار من وجهة نظر المشتري او صاحب المركز الطويل، هو عقد يمنحه حامله الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع كمية محددة من الموجود الأساس بسعر ثابت ومعلوم سلفا" ولمدة زمنية محددة. ومن جهة نظر البائع (صاحب المركز القصير) فان الخيار هو عقد يكون المحرر بمقتضاه ملزما" بالتنفيذ إذا ما رغب حامل الخيار بتنفيذ حقه. وبالتالي فان الخيار هو عقد يشتمل على حقوق والتزامات وينفذ بأمر واختيار حامله. وهذا الأخير يستخدم حقه فقط إذا ما كان استخدامه مربحا" وبخلاف ذلك فانه لا يستخدمه. وطالما ان حامل الخيار بإمكانه الاختيار فيما إذا كان من الواجب عليه تنفيذ الخيار أم عدم تنفيذه، فان العقد يقدم شكلا" من أشكال التأمين. وتختلف الخيارات الفورية عن خيارات المستقبلات من أذ موجودها الأساس. إذ ان الموجود الأساس للخيارات الفورية هو الأداة الفورية نفسها أما الموجود الأساس لخيارات المستقبلات فهو عقد المستقبلات على الأداة الفورية. والخيارات هي أدوات إدارة مخاطرة لا تنبئ الأسعار (كالعقود الآجلة أو عقود المستقبلات) إنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية. وخيارات المستقبلات هي أكثر تعقيدا" من الخيارات الفورية لكنها تجنب مشاكل التسليم والاستلام التي تعاني منها الخيارات الفورية. بالتالي

فان خيارات المستقبلات توفر مرونة إضافية في إدارة المخاطرة السعرية لاتوفرها للخيارات الفورية ولا عقود المستقبلات. لذا يسعى هذا البحث إلى تحقيق أربعة أهداف، والتي على أساسها تم تقسيم البحث، وهي بيان طبيعة وأهمية خيارات مستقبلات السلع، واستكشاف أشكال وخصائص هذه العقود، والنقاش التفصيلي لمواصفاتها ، وأخيرا" مقارنة هذه العقود مع عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبلات.

2. المنهجية :

1.2 المشكلة : تتمحور مشكلة هذا البحث علنا لأبعاد الآتية:

1. هل ان شراء الخيار يختلف عن بيعه لناحية توفير التغطية التأمينية للمتعامل به؟
2. هل ان الخيارات الفورية هي نفسها خيارات المستقبلات؟ وهل تختلف خيارات مستقبلات السلع عن خيارات المستقبلات المالية؟ وأين تتداول؟
3. هل ان خيارات المستقبلات هي أدوات إدارة مخاطرة قائمة على تثبيت الأسعار؟
4. هل ان خيارات المستقبلات ملزمة للجانبين، البائع والمشتري، كما هو الحال في عقود المستقبلات؟
5. هل ان لخيارات مستقبلات السلع أشكالا" مختلفة وخصائص عامة مميزة؟
6. هل ان لعقد خيار مستقبلات السلع عموما" والنفط الخام خصوصا" مواصفات نمطية خاصة به تميزه عن غيره من العقود؟
7. هل ان هناك علامات فارقة تميز عقود خيارات مستقبلات السلع عن عقود الخيارات الفورية وعن عقود المستقبلات؟

2.2 الأهمية : يستمد هذا البحث أهميته من أهمية موضوعه وكالاتي:

1. يعد خيار المستقبلات واحدا" من أكثر الإبداعات نجاحا" في الأسواق المالية. فهذه الأدوات تجمع الكثير من الخصائص الأكثر جاذبية لكل من الخيارات والمستقبلات. وهو من الإبداعات المالية (Financial Innovations) الحديثة نسبيا" ومن الأدوات المهمة المساعدة في تخطيط الأعمال، فهي تسمح للمستثمرين ومدراء المخاطرة بتحديد وتقييد المخاطرة السعرية.
2. ما يميز الخيارات عن باقي أدوات إدارة المخاطرة هو ان حملتها بإمكانهم تحديد مستوى مخاطرتهم سلفا" وهذا هو ما يجعلهم يتداولون من مصدر قوة وثقة عاليين. كما ان التحوط باستخدام عقود المستقبلات يقيد أرباح المحوط إذا تحركت الأسعار على خلاف ما توقع، أما الخيارات فهي تستخدم لتقييد الخسائر وبذات الوقت تتيح فرص تحقيق أرباح كبيرة. فالمحوط يستخدم عقود

الخيارات لحماية مركزه النقدي من التحركات السعرية غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح له إمكانية الإفادة من التحركات السعرية المؤاتية، إذ انه يستغل معظم أرباح السوق النقدي إذا ما تحركت الأسعار لمصلحته.

3. الميزة المهمة للخيارات هي تعددية استخداماتها (Versatility). فمن الممكن ان تستخدم طبقاً لتوليفة متنوعة وواسعة من استراتيجيات الاستثمار. وبالنتيجة فان أي مستثمر يفهم متى وكيف تستخدم الخيارات لتحقيق أهدافه المالية بإمكانه التمتع بميزة واضحة على باقي المستثمرين الآخرين. ومن بين جميع المشتقات التي تقدمها بورصات المستقبلية، فليس هناك ما يضاهاها تعدد استعمال خيارات المستقبلية. إذ ان بإمكان المتعاملين بناء استراتيجيات تحقق الربح في الأسواق الصاعدة والنازلة وحتى المستقرة وبذات الوقت تقلل المخاطرة وتزيد الرافعة.

4. توفر الخيارات للمتعاملين فرصاً لاكتشاف الأسعار واستغلال الاتجاهات العامة والتباينات في السوق، والتي تكون مستحيلة بظل الأدوات التقليدية المتداولة. كما أنها تقدم منافع اجتماعية لا تقدمها آليات الاستثمار الأخرى. على سبيل المثال، هي تتمتع بالعديد من المزايا على عقود المستقبلية. فأسعارها تعكس المعلومات بسرعة أكبر وبكمال أكثر من أسعار عقود المستقبلية. كما أنها تسمح للمستثمرين بالتخلص من مخاطرة طلبات الهامش من خلال دفع العلاوة مقدماً. وهي تسمح للمنتجين والمستهلكين والمستثمرين بتحويط المخاطرة السعرية للسلع بمرونة أكبر من عقود المستقبلية، فظلاً عن ذلك فان توزيع عوائد الخيارات، الذي يضمن تقييد الخسارة بالعلاوة فقط بغض النظر عن مقدار انخفاض أو ارتفاع أسعار المستقبلية، قد اجتذب لأسواق خيارات مستقبلية السلع المتعاملين الذين هم بحاجة لتحويط موجوداتهم ضد التقلبات العالية بالأسعار.

3.2 الأهداف : تتجسد أهداف البحث بالاتي:

1. بيان طبيعة وأهمية عقود خيارات مستقبلية السلع عموماً والنفط الخام خصوصاً.
2. استكشاف أشكال وخصائص عقود خيارات مستقبلية السلع عموماً والنفط الخام خصوصاً.
3. النقاش المعرفي التحليلي لمواصفات عقود خيارات مستقبلية السلع عموماً والنفط الخام خصوصاً.
4. المقارنة التحليلية بين عقود خيارات مستقبلية السلع وبين كل من عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبلية.

3 . طبيعة وأهمية خيارات مستقبلية السلع

1. طبيعة خيارات مستقبليات السلع Nature of Commodity Futures Options

تعرّف الخيارات عموماً بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق، ولكن ليس الإلزام، لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفاً" (Francis, 1991: 675); (Weston and Copeland, 1992: 435). الموجود المحدد بالعقد يسمى الموجود الأساس (Underlying Asset) كما ويطلق عليه بعض الأحيان اصطلاح المصلحة الأساس (Underlying Interest) (OCC, 2002: 3). وهو يعني الأداة التي اشتق منها عقد الخيار (PSE, 2004: 1). والسعر المحدد بالعقد يسمى سعر التنفيذ أو سعر الصفقة أو سعر المصافقة (Shapiro and Balbirer, 2000: 221). وهو سعر ثابت منصوص عليه في عقد الخيار وربما يشتري أو يباع به الموجود الأساس إذا ما تم تنفيذ الخيار (Pinches, 1990: 289). والتاريخ المحدد بالعقد يعرف بتاريخ الاستحقاق أو تاريخ انتهاء الصلاحية (Hull, 1989: 9). وإذا لم ينفذ الخيار عند أو قبل هذا التاريخ فلن تعود له قيمة (Bodie, et. al., 1998: 438). لأنه يكون ساري المفعول بعد انتهاء صلاحيته (Kolb, 1997: 434). وفي هذا العقد هناك مشتري وبائع. مشتري الخيار (الذي يسمى أيضاً المالك أو الحامل) لديه الحق، ولكن ليس الإلزام، لشراء أو بيع كمية محددة من موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد في المستقبل. ولغرض الحصول على هذا الحق، فإن المشتري يدفع مبلغاً لبائع الخيار (الذي يسمى أيضاً المحرر أو المانح) يسمى العلاوة. فإذا اختار المشتري تنفيذ حقه لشراء أو بيع الموجود فإن بائع الخيار يكون ملزماً بتسليم أو استلام الموجود الأساس للخيار. والخسارة المحتملة لبائع الخيار تكون غير محدودة. بالمقابل إذا ما اختار المشتري عدم تنفيذ حقه وترك الخيار لتنتهي صلاحيته فإن خسارته تكون مقتصرة على العلاوة المدفوعة (Edwards and Ma, 1992: 490). وعلى العموم فإن الاستراتيجيات التي تستند لشراء الخيارات تكون أكثر فاعلية عند توقع حدوث تحركات سعرية كبيرة أو حينما لا يكون بمقدور المحوط تحمل مخاطرة الهامش غير المحدودة. فتكاليف التحوط تكون مقتصرة على العلاوة وبالتالي فإن المحوط يحتفظ بقدرته على المشاركة بتحركات الأسعار المؤتتية. وبإمكان المحوط أيضاً تحقيق الربح من بيع الخيارات. فإذا لم ينفذ المشتري حقه فإن البائع يحتفظ بالطلاوة. ولأن مخاطرة محرر الخيار من المحتمل أن تكون غير محدودة فإن الاستراتيجيات التي تستند لبيع الخيارات غير المغطاة تكون مناسبة فقط للمضاربيين الراغبين والقادرين على تحمل مخاطرة كبيرة. أما بالنسبة للمحوظين، من المستخدمين التجاريين للسلع، فإن بيع الخيار يساعد في تعويض تكاليف الاحتفاظ بالخزين من خلال توليد دخل العلاوة. ومن خلال قبول العلاوة، فإن المتعامل يعزز دخله الحالي وتكون لديه

حماية تساوي العلاوة. لكنه يتخلى عن قدرته على المشاركة بالتحركات السعرية المؤتية إذا ما حصلت (NYMEX,2004a:8-9). واعتماداً على هدف مشتري الخيار، فإن العلاوة أما ان تمثل كلفة الحماية السعرية (بالنسبة للمحوط) أو كلفة فرصة تحقيق الربح من التحرك السعري المتوقع (بالنسبة للمضارب) (CFTC,2003:6). ولعل هذا هو الإغراء الرئيس للخيارات، فالخيار يشتري مقابل اجر لمرة واحدة (الخلاوة). واعتماداً على الكيفية التي يتحرك بها السوق فإن الخيار ربما يباع مقابل ربح أو يتفد أو يترك لتنتهي صلاحيته بلا قيمة وخسارة المشتري تكون مقتصرة على مبلغ العلاوة فقط (VanVactor,2004:24).

وفي سوق الخيارات فإن خسارة المشتري تكون بمثابة ربح للبائع (Smith and) (Smith,2000:110). لذلك فإن الخيارات هي لعبة ذات مجموع صفري (Zero-Sum Game) (Sprecher,1978:76). والخيار عموماً على نوعين، خيار شراء وخيار بيع. مشتري خيار الشراء يكون متفائلاً (Bullish) أو يتوقع ارتفاع سعر الموجود الأساس على عكس مشتري خيار البيع المتشائم (Bearish). أما محرر خيار الشراء فهو محايد الى متشائم قليلاً، إذ انه يتوقع انخفاض سعر الموجود الأساس أو على الأقل بقاءه على حاله دون تغير بينما يتوقع محرر خيار البيع ارتفاع سعر الموجود الأساس أو على الأقل بقاءه على حاله، فهو محايد الى متفائل قليلاً (CSI,2003:2). وعلى أية حال فإن المحوط يشتري خيار البيع أو يبيع خيار الشراء للحماية ضد انخفاض الأسعار ويشتري خيار الشراء أو يبيع خيار البيع للحماية ضد ارتفاع الأسعار. أما المضاربين فهم يشترون ويبيعون الخيارات بناءً على توقعاتهم لاتجاه و/أو تقلب الأسعار وهدفهم هو استغلال فرص تحقيق الربح وليس الحماية (CCOC,2001:1-2). ويتوقع حملة الخيارات تحقيق عوائد غير محدودة في مقابل تحمل مخاطرة محدودة ومعلومة سلفاً (الخلاوة) بينما يتوقع محرري الخيارات تحقيق عوائد محدودة مقابل تحمل مخاطر محتملة غير محدودة (Tompkins,1991:12-13). فالخسارة المحتملة لمشتري الخيار لا يمكن ان تكون اكبر من العلاوة المدفوعة مقابل العقد بغض النظر عن أداء الموجود الأساس. وهذا يسمح للمستثمر بالسيطرة على مقدار المخاطرة التي يتحملها. أما بائع الخيار فهو يتحمل، مقابل العلاوة المستلمة من المشتري، مخاطرة تنفيذ الخيار غير المحدودة (CBOE,2004:2). ولا بد من التمييز بين نوعين من الخيارات، بحسب طبيعة موجودها الأساس، وهما الخيارات الفورية وخيارات المستقبلات. فالموجود الأساس للخيارات الفورية هو الأداة الفورية نفسها أما الموجود الأساس لخيارات المستقبلات فهو عقد المستقبلات على الأداة الفورية.

والخيارات هي أدوات إدارة مخاطرة لا تثبت الأسعار (كالعقود الآجلة أو عقود المستقبلية) إنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية. وخيارات المستقبلية هي أكثر تعقيداً من الخيارات الفورية لكنها تجنب مشاكل التسليم والاستلام التي تعاني منها الخيارات الفورية. لذلك فإن خيارات المستقبلية توفر مرونة إضافية في إدارة المخاطرة السعرية.

ويعرف خيار المستقبلية (Futures Option) بأنه عقد يمنح حامله الحق، وليس الإلزام، لاتخاذ مركز بعقد مستقبلية محدد بسعر محدد (سعر تنفيذ الخيار) في أو قبل تاريخ محدد سلفاً (Blank, et.al., 1991:19). أما خيار مستقبلية السلعة (Commodity Futures Option) فهو خيار على عقد مستقبلية سلعي وليس مالي. وهو يسمى أيضاً "بالخيار على المستقبلية (Option on Futures) أو الخيار على عقد المستقبلية أو الخيار السلعي (Commodity Option) (Johnson and Giaccto, 1995:487). وهو توليفة من عقود المستقبلية وعقود الخيارات (Sharpe and Alexander, 1990:628). يتداول في بورصات المستقبلية، بمعنى أن العقد المشتق والأداة المشتق⁽¹⁾ منها كلاهما يتداولان جنباً إلى جنب في السوق المفتوحة نفسها وهذه الحالة نادراً ما تحصل في الخيارات الفورية.

وطالما أن عقد المستقبلية الأساس هو مشتقة من السلعة المادية فإن خيار مستقبلية السلعة هو واقعاً مشتقة على مشتقة⁽²⁾.

واعتماداً على حركة سعر الخيار فإن المشتري سوف يختار بديلاً من بين ثلاثة بدائل لإنهاء مركزه بالخيار وهي: تنفيذ الخيار، أو عكس الخيار من خلال بيعه بالبورصة، أو تركه لتنتهي صلاحيته بلا قيمة (NYMEX, 2004b:35); (Schall and Haley, 1986:669). فإذا ما تم تنفيذ الخيار فيتوجب استلام أو تسليم عقد المستقبلية وليس السلعة المادية. وعلى أية حال، لطلالما أن عقد المستقبلية الأساس هو عقد سلعة مادية وليس أداة مالية فإن خيارات مستقبلية السلع تستحق عموماً قبل استحقاق عقد المستقبلية. والسبب في ذلك هو إعطاء المتعاملين الوقت الكافي لتقرير ما يرغبون القيام به مع مراكزهم الجديدة بالمستقبلية. لذلك فهم غير ملزمين باستلام أو تسليم السلعة المادية بمجرد تنفيذ الخيار، إذ أن بإمكانهم اتخاذ مركز معاكس بعقد المستقبلية

(¹) إن أصل كلمة المشتقة هو من علم الرياضيات ، وتشير إلى المتغير الذي يشتق من متغير آخر (Vora, 2002:20).

(²) والبعض يطلق عليه اسم المطلوب المشروط (Contingent Claim) لأن قيمته مشروطة بقيمة الموجود الأساس المحرر عليه (Samuels, et.al., 1995:300); (Eun and Resnick, 2001:215).

قبل استحقاقه (McMillan,1986:590). ومشتري الخيار ربما يقرر إبرام صفقة عكسية في سوق الخيارات لجني الأرباح في حال ارتفاع قيمة الخيار أو لإيقاف الخسارة في حال انخفاض قيمة الخيار في محاولة منه لاسترداد جزء من مبلغ العلاوة المدفوعة. وبالإمكان إبرام الصفقة العكسية في أي وقت لغاية استحقاق الخيار (Anderson, et.al., 2004:2). وما يجعل هذا ممكناً "وسهلاً" هو حقيقة أن شروط ومواصفات العقد هي نمطية وهذا هو ما سمح لها بالتداول في الأسواق المنظمة وبأسعار تحددها قوى السوق (Sharpe and Alexander, 1990:587). ومركز الخيار يمكن أن يعكس من خلال الدخول بصفقة مساوية ومعاكسة للصفقة الأصلية. والفرق بين سعر الخيار وقت إبرام الصفقة والسعر وقت عكس الصفقة هو الربح أو الخسارة الصافية من الصفقة. وحامل الخيار المربح ربما يختار تنفيذ الخيار إلى عقد مستقبليات ومن ثم عكسه مقابل ربح. وهو يقوم بذلك إذا اعتقد بأن الأسعار سوف تتحرك بالاتجاه المرغوب. والجدير بالذكر أن افتقار السوق للسيولة في بعض الحالات ربما يجعل حامل الخيار غير قادر على عكس مركز الخيار وربما يتعين عليه تنفيذه إلى عقد مستقبليات لتحقيق الأرباح (Options University, 2003:20). وبينما أن عكس الخيار هو البديل الأكثر شيوعاً، إلا أن نسبة صغيرة من المشترين يختارون تنفيذ خياراتهم، إلا إذا كانت استراتيجياتهم تطالبهم باتخاذ مركز طويل أو قصير في عقد المستقبليات بسعر التنفيذ. والقدرة على اتخاذ وعكس المراكز هي الميزة الكبيرة للخيارات النمطية. وإذا لم يتحرك سعر المستقبليات بشكل كبير كفاية لجعل التنفيذ مجدياً، أو تحرك بالاتجاه المعاكس، فبإمكان المشترين ترك خياراتهم لتنتهي صلاحيتها بلا قيمة (NYMEX, 2004a:2-3). وتتداول عقود خيارات المستقبليات للأشهر نفسها تسليم عقود المستقبليات الأساس ولها دورات استحقاق (Expiration Cycles) تستند لدورات استحقاق عقود المستقبليات الأساس (Kramer, 1991:109). وتصدر الخيارات عادة مع مجموعة مختارة من أسعار التنفيذ وتواريخ الاستحقاق. ودورات الاستحقاق هي عادة شهرية أو فصلية. وتضاف الخيارات الجديدة في كل مرة يتم فيها تخطي تاريخ الاستحقاق. كما ويتم اختيار أسعار التنفيذ نسبة للسعر الحالي للموجود الأساس. ومع تغير سعر الموجود الأساس فإن خيارات إضافية تتاح للتداول بأذنه في بداية كل تداول يومي سيكون هناك دائماً "سعر تنفيذ واحد على الأقل متداول في كل جانب من جانبي سعر الموجود الحالي (Duffie, 1989:281).

ويصنف خيار المستقبليات، بحسب نوع الحق الذي يمنحه، إلى خيار شراء (Call) وخيار بيع (Put). فخيار الشراء ينقل لحامله حق شراء (ويلزم محرره على بيع) الموجود الأساس. وخيار البيع

ينقل لحامله حق بيع (ويلزم محرره على شراء) الموجود الأساس (Kramer,1991:100). خيار الشراء الذي ينفذ يفضي بحامله الى اتخاذ مركز طويل بعقد المستقبلية الأساس، ويفضي بمحرره لاتخاذ مركز قصير بعقد المستقبلية الأساس. وبالمثل فان مشتري خيار البيع يتخذ مركز قصير بعقد المستقبلية الأساس عند تنفيذه لحقه، ويتخذ محرر خيار البيع مركز طويل بعقد المستقبلية الأساس عند تنفيذه لخياره (Kramer,1991:109). مشتري خيار الشراء يدفع العلاوة (سعر الخيار) مقابل الخيار ويحقق الربح في حال ارتفاع سعر الموجود الأساس فوق سعر التنفيذ، وبالتالي فهو يدفع العلاوة كتأمين ضد ارتفاع الأسعار. ومحرر خيار الشراء يستلم العلاوة بوصفها دخلاً، لكنه مسؤول عن أي ارتفاع بسعر الموجود الأساس. بمعنى انه يستلم الدخل مقابل تحرير خيار الشراء لكنه يخسر إذا ارتفعت الأسعار. ومشتري خيار البيع يدفع العلاوة مقابل الخيار ويحقق الربح في حال انخفاض سعر الموجود الأساس دون سعر التنفيذ. وبالتالي فهو يدفع العلاوة كتأمين ضد الانخفاض في الأسعار. ومحرر خيار البيع يستلم العلاوة بوصفها دخلاً" مقابل تحرير خيار البيع لكنه مسؤول عن أي انخفاض بسعر الموجود الأساس. بمعنى انه سوف يخسر إذا ما انخفضت الأسعار (Brown and Errera,1987:106). وهذا يعني ان نمط عائد حامل خيار الشراء او خيار البيع هو الصورة المعكوسة لنمط عائد محرر خيار الشراء او خيار البيع (Elton and Gruber,1995:571-573).

خيار شراء المستقبلية يمنح حامله الحق لاتخاذ مركز طويل بعقد المستقبلية الأساس حينما ينفذه والمحرر ملزم باتخاذ مركزاً قصيراً بالمستقبلية إذا تم ترشيحه للتنفيذ. وعند التنفيذ فان حامل خيار شراء المستقبلية يتخذ مركزاً طويلاً بعقد المستقبلية الأساس بسعر التنفيذ ويؤشر العقد مع السوق مباشرة ويدفع لحامل الخيار الفرق بين سعر المستقبلية الحالي وبين سعر التنفيذ. وخيار بيع المستقبلية يخول حامله حق اتخاذ مركزاً قصيراً بالمستقبلية ويلزم المحرر باتخاذ مركز طويل بالمستقبلية. لذلك، وحينما ينفذ حامل خيار البيع حقه، فانه يتخذ مركز قصير في المستقبلية بسعر التنفيذ ويؤشر العقد مباشرة مع السوق، ويدفع لحامل الخيار الفرق بين سعر تنفيذ الخيار وبين سعر المستقبلية السائد وقت التنفيذ. وبينما يدفع مشتري خيار المستقبلية العلاوة مقابل حق تنفيذ الخيار، فان المحرر يخضع لمتطلبات الهامش (Johnson and Giacetto,1995:487). وهذا يعني ان المشتري لن يخضع لمتطلبات الهامش لان العلاوة هي أقصى ما يمكن ان يخسره (CME,2004a:4). ويلخص الجدول (1) حقوق والتزامات حملة ومحرري خيارات شراء وبيع المستقبلية.

الجدول (1) حقوق والتزامات حملة ومحوري خيارات شراء وبيع المستقبلات

نوع المتعامل	خيار الشراء	خيار البيع
	لديه حق شراء عقد المستقبلات بسعر التنفيذ	لديه حق بيع عقد المستقبلات بسعر التنفيذ
حامل	يتوقع ارتفاع الأسعار	يتوقع انخفاض الأسعار
أو مشتري أو مالك	مخاطرة محدودة إذا انخفضت أو إذا لم تتغير الأسعار وأرباحه غير محدودة إذا ارتفعت الأسعار	مخاطرة محدودة إذا ارتفعت أو إذا لم تتغير الأسعار وأرباحه غير محدودة إذا انخفضت الأسعار
	يدفع العلاوة ولا يخضع لمتطلبات الهامش	يدفع العلاوة ولا يخضع لمتطلبات الهامش
محرر	يمنح الحق للمشتري وبالتالي لديه التزام لبيع المستقبلات بسعر التنفيذ	يمنح الحق للمشتري وبالتالي فهو ملزم بشراء المستقبلات بسعر التنفيذ
أو بائع	يتوقع انخفاض أو ثبات الأسعار	يتوقع ارتفاع أو ثبات الأسعار
أو مانح	مخاطرته غير محدودة إذا ارتفعت الأسعار وأرباحه محدودة إذا انخفضت أو إذا لم تتغير الأسعار	مخاطرته كبيرة إذا انخفضت الأسعار وأرباحه محدودة إذا ارتفعت أو إذا لم تتغير الأسعار
	يستلم العلاوة ويخضع لمتطلبات الهامش والتأثير اليومي مع السوق	يستلم العلاوة ويخضع لمتطلبات الهامش والتأثير اليومي مع السوق

المصدر : الجدول من إعداد الباحث

وهذا يؤكد بان الخيارات هي ملزمة من جانب واحد (Unilateral) وهو جانب المحرر. بالمقابل فان عقود المستقبلات هي عقود ملزمة للجانبين. والإلزام الأحادي للخيارات هو الذي ولد الحاجة الى النوعين المختلفين من الخيارات (شراء وبيع) وذلك لتغطية جميع الصفقات المحتملة.

وبينما يتعين على مَنفذ خيار شراء الأداة الفورية ان يدفع سعر تنفيذ الخيار للحصول على الأداة الفورية فان مَنفذ خيار شراء المستقبلات سيحصل على الفرق بين سعر عقد المستقبلات الأساس وقت التنفيذ وبين سعر تنفيذ الخيار ويتخذ مركزاً "طويلاً" بالمستقبلات. وهنا أمامه خياران، فإما ان يعكس مركزه بالمستقبلات فور تنفيذه لخياره وبذلك يتخلص من التزامه الجديد، أو ان يظل يحتفظ بمركزه الطويل بالمستقبلات. وفي هذه الحالة فان مركزه هذا سيؤشر مع السوق يومياً الى ان يعكسه او الى ان يصل آخر يوم لتداول عقد المستقبلات. وإما محرر الخيار فانه يدفع الفرق ويتخذ مركزاً "قصيراً" بالمستقبلات عند التنفيذ. فإذا كان محرراً "مكشوفاً" (Naked Writer) (لم يتخذ مركزاً طويلاً بعقد المستقبلات لحظه تحريره لخيار شراء المستقبلات) فسيكون أمامه خيارين أيضاً، فإما ان يعكس مركزه بالمستقبلات او ان يحتفظ به لوقت معين شريطة ان يتحمل التزاماته. أما إذا كان محرراً "مغطى" (Covered Writer) (أي انه اتخذ مركز طويل بعقد المستقبلات الأساس لحظه تحريره لخيار شراء المستقبلات) فانه سيتحرر من جميع التزاماته بمجرد دفعه للفرق النقدي عند التنفيذ. لان مركزه القصير الجديد بالمستقبلات قد أغلق (عكس

مركزه الطويل السابق) لكن المركز الطويل الذي اتخذه المحرر المغطى بعقد المستقبلات لحظة تحريره لخيار شراء المستقبلات سيخضع لعملية التأشير اليومي مع السوق. بالمقابل فان حامل خيار بيع المستقبلات لديه الحق، وليس الإلزام، لاتخاذ مركز قصير بعقد المستقبلات بسعر التنفيذ ويتعين على محرر خيار بيع المستقبلات قبول اتخاذ مركز طويل بعقد المستقبلات إذا ماتم ترشيحه للتنفيذ. وأيضاً " كلا المركزين يؤشران مع السوق حال تنفيذ خيار البيع من قبل حامله (Dubofsky,1992:620). ولابد من الإشارة الى ان تحرير الخيارات المغطاة هو اقل مخاطرة من تحرير الخيارات المكشوفة. والمتمرسين والمحنكين وأصحاب الخبرة هم فقط من يمارس تحرير الخيارات المكشوفة (BWD,2004:7). كما ان خيار الشراء وخيار البيع هما عقدين منفصلين مستقلين عن بعضهما البعض (Cohen,et.al.,1987:470). فخيار البيع هو ليس الوجه الآخر لخيار الشراء. إذ ان لكل خيار هناك حامل ومحرر، حامل خيار البيع لديه حق بيع الموجود الأساس والمحرر ملزم بالاستلام بينما حامل خيار الشراء لديه حق شراء الموجود والمحرر ملزم بالتسليم (Mckissick and Shumaker,1990:1). وشراء أو بيع احد النوعين لا يعني بيع او شراء النوع الآخر (OCC,1994:2). وتصنف الخيارات، بحسب اسلوب تنفيذها، الى خيارات أمريكية وخيارات أوروبية. فالخيار الأمريكي يتيح لحامله امكانية التنفيذ في أي وقت من تاريخ شرائه لغاية تاريخ استحقاقه، أما الخيار الأوربي فهو يتيح لحامله امكانية التنفيذ في تاريخ استحقاقه فقط (Haley and Schall,1979:244). وكلا النوعين من الخيارات من الممكن ان يتداول بحرية في أي وقت لغاية الاستحقاق (Solnik,2000:506). وحق حامل الخيار بتنفيذ الخيار تنتهي صلاحيته بتاريخ استحقاق العقد. وفي الخيارات الأمريكية فان تاريخ استحقاق الخيار ربما يختلف عن تاريخ التنفيذ. فتاريخ التنفيذ هو التاريخ الذي ينفذ فيه الخيار فعليا". أما تاريخ الاستحقاق فهو آخر يوم يمكن ان ينفذ فيه الخيار. والخيار الأمريكي يتيح لحامله التنفيذ في أي وقت، من تاريخ شراءه لغاية استحقاقه. أما في الخيارات الأوروبية فان تاريخ الاستحقاق هو نفسه تاريخ التنفيذ إذا ما تم تنفيذ الخيار. لذلك فان للخيارات الأمريكية علاوة اكبر من نظيراتها الأوروبية بسبب مرونة التنفيذ التي تتيحها للمتعاملين (Edwards and)

(Ma,1992:490); (Bodie,et.al.,1998:441). والجدير بالذكر ان مصدر تسمية الخيارات "أمريكية" و"أوروبية" هو غير معروف. فهما غير مرتبطين بشيوع تطبيق الخيارات في منطقة جغرافية محددة (CA,1996:1).

وكما هو الحال مع المستقبلات فان جميع شروط او مواصفات عقد الخيار هي نمطية باستثناء سعر أو كلفة أو علاوة الخيار التي يتم التفاوض عليها في حلبة التداول بالبورصة (Anderson,et.al.,2004:1). وتتحدد الكلفة الإجمالية للخيار بضرب علاوة الخيار بحجم عقد المستقبلات الأساس. على سبيل المثال، إذا كانت علاوة خيار مستقبلات الحنطة هي (\$14) للبوشل الواحد فان الكلفة الإجمالية للخيار هي \$700 (\$14 للبوشل X 5000 بوشل) (Johnson,et.al.,2004:4).

2. أهمية خيارات مستقبلات السلع Importance of Commodity Futures Options

لقد شكل نجاح التداول بالخيارات ظاهرة لافتة للنظر. وان جزءا كبيرا من نجاح التداول يعزى للمرونة الكبيرة جدا التي تمنحها الخيارات للمتعاملين في تصميم استراتيجيات التداول. فالخيارات يمكن ان تستخدم لتقليل المخاطرة عبر استراتيجيات التحوط او لزيادة المخاطرة عبر استراتيجيات المضاربة. وبالنتيجة، متى ما استوعبت وطبقت بشكل مناسب فان الخيارات تكون مغرية لكل من المحوطين المتحفظين والمضاربين المجازفين (Corrado and Johnson,2000:401). فخيارات المستقبلات هي، مثل المستقبلات، مرفوعة بدرجة عالية لان علاوة الخيار تشكل نسبة صغيرة فقط من القيمة الكلية للعقد، لذلك إذا ما حدث تغير سعري صغير، فقد يفضي ذلك الى معدل عائد كبير جدا (Howells and Bain,2000:299). وبذلك فان العلاوة تتيح لحملة الخيارات فرصة الاستفادة من منافع الرافعة وبذات الوقت تحصر مخاطرهم ببلغ معلوم ومحدد سلفا (بخلاف المستقبلات) (Pike and Neale,1993:499). وبأماكن مدرء المالية والسيارفة والمنتجين والمستهلكين ومدرء المحافظ علنالعالم الاستفادة من استخدام خيارات المستقبلات بوصفها أدوات فاعلة لإدارة المخاطرة (CME,2004b:1). وهذا ما دفع (Katz,1999) للتوكيد بان المستثمرين الذين يضيفون الخيارات لقائمة منتجاتهم الاستثمارية بقصد تحقيق الأهداف المالية يكتسبون ميزة تنافسية متفردة. فهم يزيدون عدد الطرق التي بإمكانهم استخدامها لإدارة الموجودات من خلال تعزيز القدرة على بناء مراكز تعكس وبدقة توقعاتهم علنالموجود الأساس وبذات الوقت تعزيز قدراتهم على تحقيق أفضل موائمة بين المخاطرة والعائد. وهذا يعني بان الخيارات زادت من السيطرة على الموجودات من خلال توفير بدائل لم تكن متاحة في السابق (Options Institute,1999:79). اذ ان خيارات المستقبلات فتحت الباب أمام مجموعة كبيرة ومنوعة من استراتيجيات التداول، وباستخدام الخيارات لوحدها او بالتوليف مع عقود المستقبلات الأساس فان هذه الاستراتيجيات يمكن ان تغطي واقعا أي صورة للعائد والمخاطرة او أي مدى زمني او أي

اعتبار كلفوي. وتتيح خيارات المستقبلات امكانية تحويط المراكز النقدية ومراكز المستقبلات ضد التحركات السعرية غير المؤاتية بدون التضحية بمزايا التحركات السعرية المؤاتية، كما أنها تتيح امكانية التحوط عند مستويات متعددة ومختلفة من درجات الحماية فضلا عن كونها أدوات جذابة للمضاربين (NYMEX, 2004a:1). وغني عن البيان ان عقود المستقبلات هي مستخدمة على نطاق واسع وامتلاك خيارات متداولة عليها يجعل إدارة المخاطرة اكثر مرونة وفاعلية في الكلفة (Winger and Frasca, 1995:429). على سبيل المثال، تستخدم شركة برتش بتروليوم (BP) وشركات التكرير التابعة لها مستقبلات وخيارات مستقبلات الطاقة لتحويط الحمولات الفورية من النفط الخام. وبالنسبة للحمولات طويلة الرحلة¹ (Long-haul) التي تكون فيها الشركة بحاجة للتحوط لأكثر من أسبوع أو أسبوعين، فان التقلب الحاد بأسعار أسواق النفط الخام يجعل من الخيارات آلية التحوط المثلى (Reed, 1989:40). لذا فان الخيارات هي واعدة في إدارة المخاطرة السعرية لمنتجي السلع حينما يبتعدون عن الظروف المثالية التي يمكن ان تتحدد فيها عوائد التداول بالمستقبلات مقدما". ففي الحالات الأكثر واقعية والتي يكون فيها الإنتاج عشوائيا فان المستقبلات تكون اقل فاعلية في تخفيض المخاطرة من الخيارات (Gardner, 1977:986). وغالبا ما يفضل المستثمرون المؤسستين خيارات المستقبلات على المستقبلات لسببين. السبب الأول هو هيكل المخاطرة المختلف للخيار. والسبب الآخر هو ان شراء الخيار يستلزم نفقة نقدية مباشرة لكن دون المزيد من العبء المالي أو الإداري. فالمستقبلات عرضة للتأشير اليومي مع السوق والمخاطرة قد لا تقتصر على الهامش المبدئي المودع. فضلا عن ذلك فان الكثير من المؤسسات غير مسموح لها قانونا بالدخول في صفقات المستقبلات (Solnik, 2000:527). وما تتيحه أسواق الخيارات للمؤسسات المالية من إمكانية لتخفيض المخاطرة يمكن هذه المؤسسات من تقديم مبالغ ائتمان اكبر لزيائنها والنتيجة هي تخصيص أكثر كفاءة للأموال النادرة الموجودة داخل كل مؤسسة مالية وداخل النظام المالي ككل. كما ان أسواق الخيارات (والمستقبلات) ساعدت في تقليل تكاليف البحث وتوسيع تدفق المعلومات على الفرص السوقية لأولئك الذين يسعون لتقليل المخاطرة عبر التحوط (Rose, 1997:349-351).

وكما هو معلوم فان النفط الخام يتداول في الأسواق العالمية عبر توليفة متنوعة من الأدوات والتي تضم العقود الفورية والعقود الآجلة وعقود المستقبلات. وقد طرحت في الآونة الأخيرة أدوات أخرى

(¹) مصطلح يستخدم للإشارة الى بعد نقاط إنتاج النفط الخام عن نقاط استهلاكه.

اتسع استخدامها بشكل سريع، والأكثر أهمية من بين هذه الأدوات هي الخيارات على عقود المستقبلية (Horsnell and Mabro, 1993:39). إذ شهد التداول بهذه العقود المشتقة نمواً مضطرباً وملفتاً للنظر (Ramaswamy and Sundaresan, 1985:1319). ولعل من أسباب شيوع خيارات المستقبلية هي أنها تتيح إمكانية تسليم عقد مستقبلية السلعة بدلاً من السلعة نفسها وهذا مهم جداً ومفضل لأغلب السلع (خصوصاً النفط الخام). ففي الغالب يغلق عقد المستقبلية الأساس قبل حلول تاريخ التسليم. لذلك فإن خيارات المستقبلية يتم تسويتها نقداً في الغالب وهذا يشكل إغراءاً للمستثمرين الذين لديهم رأس مال محدود لأن رأس المال المبدئي المطلوب يكون أصغر. كما أن خيارات المستقبلية تسهل عمليات التحوط والمضاربة التي تجعل الأسواق أكثر كفاءة، فضلاً عن أن تكاليف التداول بخيارات المستقبلية هي عادة أصغر من تكاليف التداول بالخيارات الفورية (Leland, 2003:83). كما أن منتجي النفط الخام وشركات التكرير والتجار يستفادون من المرونة التي توفرها خيارات المستقبلية في برامج التحوط وفي توليد الدخل. فالمنتجون الذين يخططون للبيع المستقبلي لاحتياطياتهم بإمكانهم حماية مخزوناتهم ضد الانخفاض المحتمل بالأسعار من خلال، على سبيل المثال، شراء خيارات البيع كتأمين. فإذا انخفضت الأسعار فإن خيارات البيع تزداد قيمتها ويمكن أن تنفذ أو تعكس لتحقيق ربح يعوض خسارة الانخفاض بأسعار السوق الفوري. وإذا ارتفعت أسعار النفط فإن الأسعار السوقية الأعلى يمكن تحقيقها بالكامل ناقصاً كلفة العلاوة. لكن إذا اختار المنتج بدلاً من ذلك التحوط ضد التحرك السعري النازل ببيع المستقبلية فهو يمكن أن يقيّد مزايا الارتفاعات المستقبلية بالأسعار. وشركات التكرير بإمكانها، على سبيل المثال، شراء خيارات الشراء للتحوط ضد ارتفاع تكاليف النفط الخام. فإذا ارتفعت الأسعار فإن قيم خيارات الشراء ستزداد أيضاً. وبإمكان شركات التكرير إما تنفيذ خيارات الشراء والحصول على مراكز طويلة بالمستقبلية لتثبيت تكاليف النفط الخام أو بإمكانها عكس خياراتها وتحقيق الربح. ويمكن أن تظل شركات التكرير تستفيد من الانخفاضات بأسعار النفط الخام من خلال ترك خيارات الشراء لتنتهي صلاحيتها أو من خلال عكسها. وقد وجدت الصناعة النفطية أيضاً تطبيقات وفرص مفيدة لتحرير الخيارات. على سبيل المثال، تاجر النفط الذي لديه حمولة نفط خام بإمكانه بيع خيارات الشراء لكسب الدخل والحماية ضد انخفاض أسعار النفط الخام لغاية مقدار يساوي العلاوة المستلمة. فإذا انخفضت الأسعار فإن العلاوة ستعوض جزء أو كل خسارة السوق الفوري. وإذا ارتفعت الأسعار فوق سعر التنفيذ زائداً العلاوة فإن تاجر النفط سوف يخسر من مركز الخيارات لكن هذه الخسارة ستعوض بارتفاع قيمة النفط الخام

الفوري (NYMEX,2004a:12). ولعل الانجاز الأبرز والاهم للخيارات هي أنها سمحت للمتعاملين بتحويط المخاطرة السعرية العامة (أو السوقية أو النظامية) بطريقة تمتد لأبعد بكثير من نتائج التنويع (Reilly and Brown,2000:342)، إذ ان التنويع بإمكانه التخلص من المخاطرة الخاصة اللانظامية فقط في حين ان الخيارات تسمح بالتخلص من المخاطرة التي كانت بالأمس القريب غير قابلة للتنويع ولا يمكن التخلص منها بأدوات التحوط التقليدية (Eales,1995:268).

4. أشكال وخصائص خيارات مستقبليات السلع

1.4 أشكال خيارات مستقبليات السلع Forms of Commodity Futures Options ان تتداول عقود خيارات المستقبليات الآن في جميع بورصات المستقبليات الرئيسية وعلى توليفة واسعة ومنوعة من عقود المستقبليات الأساس (Whaley,1986:127). والواقع ان موجودها الأساس هو جميع عقود المستقبليات الناجحة (Dubofsky,1992:620). وهذه الأشكال الواسعة والمنوعة تتدرج تحت مجموعتين وهما: خيارات المستقبليات المالية، وفيها فان الأداة الفورية لعقد المستقبليات الأساس تكون أداة مالية كمؤشرات الأسهم وسندات الخزنة والصرف الأجنبي وغيرها، أما تشكيلة المجموعة الثانية فهي تضم خيارات المستقبليات السلعية التي تعدّ فيها السلعة هي الأداة الفورية لعقد المستقبليات الأساس كمنتجات الطاقة (مثل النفط الخام ومنتجاته المكررة والغاز الطبيعي وغيرها) والمعادن (مثل الذهب والفضة والنحاس وغيرها) والمنتجات الزراعية (مثل الحبوب، كالحنطة والشعير والذرة وفول الصويا وغيرها فضلا عن منتجاتها المشتقة كالذيق والزيت، والمنتجات الحيوانية كالماشية الحية واللحم) وغيرها (Hull,1989:143-144).

وتعدّ مستقبليات الطاقة واحدة من أسرع أصناف المستقبليات نمواً، وهذه الظاهرة انعكست بخياراتها أيضاً. وحجم التداول بخيارات المستقبليات في بورصات المستقبليات الأمريكية لعام 1990 هي خير مثال على هذه الظاهرة. إذ ان بورصة مجلس تجارة شيكاغو والتي هي الأولى في حجم تداول المستقبليات، هي الأولى أيضاً في حجم تداول خيارات المستقبليات. وبورصة شيكاغو التجارية هي الثانية، وبورصة نيويورك التجارية (بخيارات ومستقبليات الطاقة الناجحة جداً) هي الثالثة (Chance,1992:441-442). ويعرض الجدول (2) أنشط عشرة عقود خيارات مستقبليات في عام (1990). خيارات مستقبليات سندات الخزنة هي الأنشط، تليها خيارات مستقبليات اليورو دولار لبورصة شيكاغو التجارية. والثالثة هي خيارات مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس. والواقع ان قائمة خيارات المستقبليات الأنشط هي مشابهة كثيراً لقائمة عقود المستقبليات الأنشط. وهذا ليس بمفاجئ لان التداول في كل من الخيارات والمستقبليات يحدث جنباً إلى

جنب. والمراجعة بين الخيار وبين عقد المستقبلات الأساس تلعب دوراً أساسياً في تسعير هذه الأدوات (Chance, 1992:443).

الجدول (2) عقود خيارات المستقبلات الأنشط تداولاً في بورصات المستقبلات الأمريكية لعام 1990

العقد (والبورصة)	حجم التداول (1000 عقد)
سندات الخزنة (CBOT)	27,315
اليورو دولار (CME)	6,859
النفط الخام (NYMEX)	5,255
المارك الألماني (CME)	3,430
الين الياباني (CME)	3,116
السكر (CSCE)	2,393
الذرة (CBOT)	2,116
فول الصويا (CBOT)	2,089
الذهب (COMEX)	1,932
مؤشر S&P500 (CME)	1,638

Source: Chance, Don M., An Introduction to Options and Futures, 2nd ed., Forth Worth: The Dryden Press, 1992:447

وعلى مستوى خيارات مستقبلات السلع فيشير الجدول (3) بأن خيارات مستقبلات السلع الأكثر أهمية في عام (1991) كانت للنفط الخام والذرة والسكر والذهب. إذ بلغ حجم التداول بخيارات مستقبلات النفط الخام في سوق نايمكس قرابة خمسة ملايين عقد، وتليها في النشاط عقود خيارات مستقبلات الذرة لمجلس تجارة شيكاغو ثم خيارات مستقبلات السكر لبورصة القهوة والسكر والكافو ثم خيارات مستقبلات الذهب لسوق كوميكس. كما ويلاحظ النشاط الواضح لخيارات مستقبلات النفط الخام لسوق نايمكس مقارنة بخيارات مستقبلات النفط الخام لبورصة النفط الدولية (IPE) بلندن (Gemmill, 1993:224).

الجدول (3) حجم التداول بعقود خيارات مستقبلات السلع الرئيسية في عام 1991

السلعة	البورصة	حجم التداول (عقد)
السلع الطرية :		
الذرة	CBOT	2048422
الماشية الحية	CME	776624
السكر	CSCE	1512976
الفطن	NYCE	392132
المعادن :		
الذهب	COMEX	1398451
الفضة	COMEX	1019093
الألمنيوم	LME	396500
النحاس	LME	590586
الطاقة :		

4968742	NYMEX	النفط الخام
234280	IPE	النفط الخام

Source: Gemmill, Gordon, Options Pricing: An International Perspective, London: McGraw-Hill Book Company, 1993: 224

والآن هناك تداول نشط جدا" بخيارات مستقبلات النفط الخام والذهب والفضة والكافور والسكر وفول الصويا والقطن والألمنيوم والنحاس (UNCTAD, 1998: 34)، لكن خيارات مستقبلات السلع الأكثر شهرة هي خيارات مستقبلات النفط الخام وخيارات مستقبلات الذهب (Francis and Taylor, 2000: 536). وتعرض بورصة النفط الدولية اليوم خيارات مستقبلات برنت وخيارات مستقبلات زيت الغاز (IPE, 2004: 1). بينما تعرض بورصة نيويورك التجارية اليوم خيارات على جميع عقود المستقبلات الرئيسية وهي عقود النفط الخام الخفيف الحلو، والنفط الخام برنت، وزيت التدفئة، والكازولين الخالي من الرصاص، والغاز الطبيعي، والذهب، والفضة، والبلاستيك، والنحاس، والألمنيوم (NYMEX, 2004a: 1).

2.4 خصائص خيارات مستقبلات السلع Features of Commodity Futures Options

تحظى خيارات مستقبلات السلع بجملة من الخصائص من أهمها الآتي:

المرونة العالية High Flexibility: ان خيارات مستقبلات السلع يمكن ان تمنح المستخدمين مرونة وكفاءة لاتتضاهي، اذ ان بإمكانهم تقييد تعرضهم للتغيرات السعرية غير المرغوبة وبذات الوقت يظلون قادرين على المشاركة بالتحركات السعرية المرغوبة (IPE, 2004: 22). وبالتالي فان الخيارات تتيح للمشاركين بالسوق امكانية تصميم وتنفيذ استراتيجيات تداول تلبي تفضيلاتهم للمخاطرة والعائد (CBOT, 1998: 4). كما ان جميع خيارات المستقبلات تتعد بخطوتين عن الأداة الفورية، سلبية كانت أم مالية، الخطوة الأولى هي ان هناك عقد مستقبلات على الأداة الفورية، والثانية هي ان هناك خيار بيع او خيار شراء على عقد المستقبلات. وهذا ما يؤكد المسؤولية المحدودة في التسليم المادي للسلعة الفورية بمقتضى هذه العقود والمرونة العالية التي تمنحها للمتعاملين لناحية التصرف بمراكزها قبل التنفيذ او بمراكز عقود المستقبلات الأساس بعد تنفيذها (Francis, 1991: 786).

الشفافية السعرية Price Transparency: اذ ان الأسعار تكون متاحة وقت تحققها عبر مجهزي البيانات الرئيسيين. وبالنتيجة فان السعر الذي تتداول به الخيارات يكون متاحا" وبشكل علني لجميع المشاركين (IPE, 2004: 22). وهذا يضمن أسعار تنافسية وعادلة (CBOT, 1998: 4). اذ ان عقود خيارات مستقبلات السلع تتداول بشكل تنافسي في البورصة عبر مزايده علنية مفتوحة لايعلن فيها عن أسماء المتعاقدين (Anonymous Auction) والتي تمثل إجماعا" للأراء على قيمها. كما ان

أسعارها تنتشر على نطاق واسع وفوري. لذا فهي تعمل بوصفها أسعار مرجعية عالمية للصفقات في السوق الفوري (NYMEX, 2004b:4).

المنطقية Standardization: ان نقطة الاختلاف الرئيسة بين الخيارات المنظمة والخيارات الموازية هي أنها منطقية. والطبيعة المنطقية لهذه العقود تتيح لها إمكانية الشراء والبيع في السوق الثانوية (Waston and Head, 1998:345). اذ ان التتميط يسمح للخيارات بالتداول بأسلوب مشابه جدا" لاسلوب تداول الأسهم العادية وهذا يفضي الى درجة عالية من السيولة ومتاحية مستمرة للمعلومات المتعلقة بأسعار الخيارات (Cohen, et.al., 1987:471). والهدف من هذا التتميط هو المساعدة في إقامة سوق ثانوية للعقود. والتزايد السريع في حجم التداول في أسواق الخيارات المنظمة يؤكد بأن هذه الخاصية مرغوبة مقارنة بالعقود الموازية التي يتعين الاحتفاظ بها في الغالب لغاية الاستحقاق وذلك لافتقارها للسيولة (Reilly and Brown, 2000:987).

السيولة Liquidity: ان المنطقية العالية لعقود الخيارات وماتشتمل عليه من شروط أو مواصفات متماثلة تعزز من قابليتها للتسويقية (Rose, 1997:340). وتتمتع خيارات مستقبلات السلع بحجم تداول ضخم جدا" يوميا"، وهذا يعني ان السوق بإمكانه التداول بأية صفقة أيا" كان حجمها دون تأثر الأسعار بذلك، وما هو اكثر أهمية هو ان المتعامل بإمكانه التخلص أو تعديل مراكزه بسهولة وبالحد الأدنى من التكاليف (CBOT, 1998:4). وكما أشار (فان فاكور، 2004) فإن السيولة وتكاليف التداول مرتبطان مع بعض بوضوح. وهما أشبه بنهايتي المقياس، بمعنى ان السوق عديم السيولة له تكاليف تداول عالية والسوق عالي السيولة له تكاليف تداول منخفضة (VanVactor, 2004:22). وتسمح سيولة السوق لعقود الخيارات والمستقبلات التي تشكل موجودها الأساس بالتصفية اليسيرة قبل ان يصبح تسليم أو استلام السلعة المادية إلزاميا" (NYMEX, 2004b:4). والجدير بالذكر ان أسواق خيارات مستقبلات النفط الخام تتمتع بدرجة عالية من السيولة (Akiyama and Christian, 1998:33).

الرافعة والمخاطرة المحدودة Leverage and Limited Risk: فهذه الخيارات تحتاج لاستثمارات رأسمالية صغيرة ومحدودة مقارنة بقيمة الموجود الأساس الكبيرة. كما ان مخاطرتها محدودة لأنه وبغض النظر عن مدى تحرك السوق بالضد من حاملها فإن أقصى ما يمكن ان يخسره هو العلاوة. لذلك فهو لديه رافعة من جانب وخسارة محدودة من الجانب الآخر (-Reilly, 1992:515). فمشتري الخيارات، سواء أكانت خيارات شراء أم بيع، يواجهون مخاطرة محدودة، فأقصى خسارة من الممكن تحمّلها هي العلاوة المدفوعة مقابل الخيار. فإذا تحركت الأسعار بخلاف المتوقع بعد

شراء الخيار فأن الحامل وببساطة سيترك الخيار لتنتهي صلاحيته بلا قيمة. وبينما يواجهه مشتري الخيارات مخاطرة محدودة، فأن باعة الخيارات ليست لديهم هذه الحماية طالما ان بائع الخيار يتعين عليه الدخول في الصفقة باختيار ورغبة حامل الخيار بغض النظر عن الكيفية التي تتحرك بها الأسعار. ولهذا السبب فأن بيع الخيارات يعد اخطر من شراء الخيارات (COT,2003:30-31).

5. مواصفات عقود خيارات مستقبليات السلع

Specifications of Commodity Futures Option Contracts

ان لجميع الخيارات شروطاً" نمطية تحدها وتنتشرها السوق التي تتداول فيها تلك الخيارات (OCC,1994:2-3). اذ ان خيار المستقبليات هو عقد يمنح الحق لشراء او بيع عقد مستقبليات محدد وفقاً لشروط او مواصفات محددة (Parkinson,1997:24). وفيما يلي نقاش لأهم مواصفات عقود خيارات مستقبليات السلع:

1. ساعات التداول Trading Hours: ان توقيت التداول بعقود خيارات المستقبليات هو اعتبار مهم جداً" بالنسبة لمتاحية العقد وسيولته. على سبيل المثال، توقيت التداول بخيارات مستقبليات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية يبدأ من الساعة التاسعة وخمسة دقائق صباحاً وينتهي في الساعة الواحدة بعد الظهر بتوقيت شيكاغو أما توقيت التداول بخيارات مستقبليات الذرة وفول الصويا لمجلس تجارة شيكاغو فهو يبدأ من الساعة التاسعة والنصف صباحاً وينتهي في الساعة الواحدة والربع بعد الظهر بتوقيت شيكاغو (Sartwelle, et. al., 2004:3). ويبدأ التداول بخيارات مستقبليات برنت لبورصة النفط الدولية (IPE) من الساعة التاسعة والربع صباحاً لغاية الساعة الثامنة مساءً بتوقيت لندن (Horsnell and Mabro, 1993:52). في حين ان التداول بعقد خيار مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس يبدأ في تمام الساعة العاشرة صباحاً وينتهي في الساعة الثانية والنصف بعد الظهر بتوقيت نيويورك (NYMEX, 2004c:11). وكذا لخيار مستقبليات برنت لسوق نايمكس (NYMEX, 2004d:3). ويسمح نظام التداول الالكتروني لبورصة نيويورك التجارية (NYMEX ACCESS) بالتداول بمستقبليات وخيارات مستقبليات الطاقة والمعادن المختلفة بعد إغلاق قاعة التداول لذلك اليوم. وجلسة التداول الالكتروني بالعقود تبدأ في الساعة الثالثة والربع بعد الظهر وتنتهي في الساعة التاسعة والنصف من صباح اليوم التالي وذلك للأيام من الاثنين لغاية الخميس. وجلسة مساء الأحد تبدأ عند الساعة السابعة مساءً (NYMEX, 2004c:5). وعند دمج جلسة التداول الالكتروني مع جلسة النداء العلني المفتوح فأن يوم التداول يقترب من (23) ساعة يومياً. فالأسواق اليوم لاتنام (NYMEX, 2003:14). وقد بدأ العمل بهذا النظام منذ عام

- (1993). والمحطات الطرفية موجودة في المدن الرئيسية في الولايات المتحدة الأمريكية ولندن وسدني وسنغافورة وهونغ كونغ (2: NYMEX,2004e).
2. حجم العقد أو وحدة التداول Contract Size or Trading Unit : ان حجم عقد خيار المستقبلات يساوي حجم عقد المستقبلات الأساس (6: CFTC,2003). على سبيل المثال، حجم عقد خيار مستقبلات الذهب أو الفضة لسوق نايمكس هو عقد مستقبلات ذهب أو فضة واحد (110: Kramer,1991). وحجم عقد خيار مستقبلات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية هو عقد مستقبلات ماشية حية واحد (109: Kramer,1991). وحجم عقد خيار مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو أو برنت لسوق نايمكس هو عقد مستقبلات نفط خام خفيف حلو أو برنت واحد (2: NYMEX,2004f). وكذا الحال لخيار مستقبلات برنت لبورصة (IPE) (23: IPE,2004).
3. وحدة التسعير Quotation or Pricing Unit : ان وحدة تسعير خيارات مستقبلات السلع هي نفسها لعقود المستقبلات الأساس. على سبيل المثال، خيارات مستقبلات الذهب في سوق كوميكس تتداول بالدولارات للونصة الواحدة (110: Kramer,1991). ووحدة تسعير خيار مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو أو برنت لسوق نايمكس هي الدولارات والسنتات للبرميل الواحد (3: NYMEX,2004d). وكذا الحال لخيار مستقبلات برنت (IPE).
4. أشهر التداول والاستحقاق Trading and Maturity Months : ان أشهر استحقاق (دورة استحقاق) خيارات مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هي جميع أشهر السنة وهي تتداول بمدى يغطي (30) شهرا متعاقبا ، فضلا عن الخيارات طويلة الأجل (36،48،60،72،84 شهر) والتي تستحق في شهرين فقط وهما يونيو وديسمبر (11: NYMEX,2004c). أما خيار مستقبلات برنت لسوق نايمكس، فأشهر استحقاقه تغطي أشهر السنة لكنه يتداول لسنة أشهر متعاقبة فقط (3: NYMEX,2004d). ويغطي خيار مستقبلات برنت (IPE) جميع أشهر السنة ويتداول احد عشر شهرا "متعاقبا"، وعقد الشهر الثاني عشر يطرح فور استحقاق عقد الشهر الأول (24: IPE,2004).
5. آخر يوم للتداول (تاريخ الاستحقاق أو تاريخ انتهاء الصلاحية) Last Trading Day (Maturity or Expiration Date): هو آخر يوم بالإمكان تنفيذ الخيار فيه وتحويله الى عقد المستقبلات الأساس. وبعد هذا التاريخ فان الخيار يوقف عن التداول ولن يعد بإمكان المشتري تنفيذه كما ان البائع يتحرر من التزامه (7: CME,2004a). وبعض الخيارات تستحق قبل أبكر تاريخ لتسليم عقد المستقبلات الأساس خاصتها بأيام معدودات (289: Hull,1998). وعلى العموم فان آخر يوم

للتداول هو آخر يوم يكون بالإمكان عكس مركز الخيار فيه (CME,2004b:8). على سبيل المثال، آخر يوم لتداول خيار مستقبليات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية هو آخر جمعة تسبق أول يوم عمل في شهر تسليم عقد المستقبليات على ان لا يقل الفاصل الزمني بين التاريخين عن ثلاثة أيام عمل (Kramer,1991:109). وآخر يوم لتداول خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو قبل انتهاء التداول بعقد المستقبليات الأساس بثلاثة أيام عمل على الأقل (NYMEX,2004f:2). فمثلا آخر يوم لتداول خيار مستقبليات النفط الخام استحقاق ابريل 2005 هو 16 مارس (NYMEX,2004c:13). وآخر يوم لتداول خيارات مستقبليات برنت لسوق نايمكس هو قبل استحقاق عقد المستقبليات الأساس بيومي عمل على الأقل (NYMEX,2004d:3). وآخر يوم لتداول خيار مستقبليات برنت (IPE) هو قبل استحقاق عقد المستقبليات الأساس بثلاثة أيام عمل على الأقل. فمثلا آخر يوم لتداول خيار مستقبليات برنت (IPE) استحقاق ابريل 2005 هو (11) مارس (IPE,2004:13).

6. الحد الأدنى للنقلب السعري Minimum Price Fluctuation : ان حجم النقطة لخيار مستقبليات السلعة هو نفسه لعقود المستقبليات الأساس. على سبيل المثال، حجم النقطة في عقد خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو (سنت واحد) للبرميل الواحد (\$10 للعقد) (NYMEX,2004f:2) وكذا لخيار مستقبليات برنت (NYMEX) (NYMEX,2004d:3). وكذا لخيار مستقبليات برنت (IPE) (IPE,2004:23).

7. الحد الأعلى للنقلب السعري Maximum Price Fluctuation : ان غالبية خيارات مستقبليات السلع ليس لها عادة حدودا "سعرية يومية. وبالنتيجة فان المتعامل لن يواجه سوقا" محدده الأسعار (COT,2003:31). على سبيل المثال، ليس هناك من حدود سعرية على عقد خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو او برنت (NYMEX) (NYMEX,2004f:2). وكذلك خيار مستقبليات برنت (IPE) (IPE,2004:24). وخيار مستقبليات الماشية الحية (CME) (Sartwelle,et.al.,2004:3).

8. حدود المركز Position Limits : ان قواعد أسواق الخيارات هي التي تحدد عموما "أقصى عدد مسموح بمسكه من الخيارات من النوع نفسه على الموجود الأساس نفسه من قبل المتعامل الواحد أو مجموعة المتعاملين العاملين مع بعض. هذه الحدود التي تسمى حدود المركز تختلف باختلاف الموجود الأساس للخيار والبورصة (OCC,1994:8-9). على سبيل المثال، ليست هناك من حدود

على حجم المركز المتخذ بخيار مستقبلات برنت (IPE) (IPE,2004:24). وكذا لخيارات مستقبلات النفط الخام (NYMEX) (NYMEX,2004f:3).

9. الإضافات لسعر التنفيذ Strike Price Increments : ان سعر التنفيذ ثابت لأي خيار، سواء أكان خيار بيع أم خيار شراء. وفي وقت شراء أي خيار، هناك مدى من أسعار التنفيذ المتاحة للاختيار فيما بينها (Redhead,1994:62). وكقاعدة عامة كلما ازداد تقلب سعر الموجود الأساس كلما زاد عدد أسعار التنفيذ المتاحة للخيار (Mckissick and Shumaker,1990:2).

وهدف السوق المنظمة من تحديد أسعار التنفيذ هو تنشيط حجم التداول بالخيارات. واغلب التداول يتركز بالخيارات التي يكون فيها سعر الموجود الأساس قريبا" من سعر التنفيذ. وعلى وفق ذلك فان المسؤولين بالأسواق يميلون لإدراج الخيارات التي تكون أسعار تنفيذها قريبة من السعر الحالي للموجود الأساس. ويتعين عليهم استخدام أحكامهم الشخصية لتقرير ما إذا كان سعر التنفيذ أعلى أم أدنى بكثير من سعر الموجود الأساس لتوليد حجم التداول الكافي (Chance,1998:36). وتدرج الخيارات بتشكيلة متنوعة من أسعار التنفيذ. وبسبب اختلاف أسعار التنفيذ فان علاوة هذه الخيارات ستختلف هي الأخرى، فبعضها سيكون اكبر من البعض الآخر. وهذا يوفر قدر كبيرا من المرونة للمتعامل بالخيارات. على سبيل المثال، مشتري خيار الشراء، الذي يرغب بتحمل المخاطرة مقابل مبلغ صغير، بإمكانه شراء خيار شراء بسعر تنفيذ عال لان علاوته ستكون منخفضة نسبيا" (COT,2003:31). وتدرج أسعار التنفيذ بمضاعفات محددة سلفا" لكل سلعة. وأسعار التنفيذ المدرجة تتضمن سعر تنفيذ مساوي للسعر الحالي لعقد المستقبلات الأساس وأسعار تنفيذ فوق ودون السعر الحالي لعقد المستقبلات الأساس. وعادة ما تكون الإضافات بفواصل سعرية منتظمة. وبمجرد ارتفاع أو انخفاض أسعار المستقبلات فان أسعار تنفيذ إضافية ستدرج كلما كان ذلك ضروريا" (USDA-RMA,1999:2). على سبيل المثال، لخيار مستقبلات النفط الخام المتداول في سوق نايمكس (20) سعر تنفيذ بإضافات قدرها (50 سنتا) للبرميل فوق وتحت سعر التنفيذ المساوي للسعر الحالي لعقد المستقبلات الأساس. وتعدل حدود أسعار التنفيذ تبعا" لتحركات أسعار المستقبلات (NYMEX,2004c:11). وكذا لخيار مستقبلات برنت (NYMEX) (NYMEX,2004d:3-4). والإضافات لسعر تنفيذ خيار مستقبلات برنت (IPE) هي أيضا" (50 سنت) لكن عدد أسعار التنفيذ المدرجة هي (خمسة) لكل عقد، احدها مساوي لسعر تسوية عقد المستقبلات الأساس في يوم العمل السابق واثنين فوق واثنين تحت ذلك السعر. وخلال يوم

تداول، فان البورصة ربما تضيف سعرا تنفيذيا واحدا او اكثر يكون اقرب لآخر سعر مدرج (IPE,2004:23).

10. نوع التسوية Type of Settlement: ان خيار مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو خيار تسليم مادي وليس خيار تسوية نقدية. بمعنى انه إذا ما تم الاحتفاظ بعقد المستقبلات الأساس (بعد تنفيذ الخيار) لغاية استحقاقه فانه يفضي الى تسليم او استلام السلعة المادية. في حين ان خيار مستقبلات برنت لسوق نايمكس هو خيار تسوية نقدية (NYMEX,2004d:4). كما ان خيار مستقبلات برنت (IPE) هو خيار تسوية نقدية أيضا" (DOE,2003:60).

11. رمز التداول Trading Symbol : ان رمز التداول لخيار مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو (LO) (NYMEX,2004f:3). بينما رمز تداول خيار مستقبلات برنت (NYMEX) هو (OS) (NYMEX,2004d:4).

6. مقارنة عقود خيارات مستقبلات السلع مع عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبلات:

1.6 مقارنة خيارات مستقبلات السلع مع الخيارات الفورية

Comparison Commodity Futures Options with Spot Options

ان أول ما يميز هذين النوعين من الخيارات هو الموجود الأساس. فالموجود الأساس لخيارات المستقبلات هو عقود مستقبلات الأداة الفورية وليس الأداة الفورية نفسها، بينما الموجود الأساس للخيارات الفورية هو الأداة الفورية نفسها (Waston and Head,1998:345).

بعبارة أخرى ان الخيارات الفورية تشترط عند تنفيذها التسليم الفوري والمباشر للأداة الفورية بينما تشترط خيارات المستقبلات تسليم الأداة الفورية في المستقبل وليس الآن (Hull,1998:289). كما ان هناك عوامل عدة تشكل مصدرا" للتمايز بين العقدين. فطالما ان اغلب عقود المستقبلات هي اكثر سيولة نسبيا" من الأداة الفورية المناظرة لها فانه من الأسهل عادة بناء استراتيجيات التحوط او المراجعة باستخدام خيارات المستقبلات مقارنة بالخيارات الفورية (Johnson and Giacetto,1995:490). ولان التنفيذ ربما يشترط اتخاذ مركزا في الأداة الأساسية، فان سيولة هذه الأداة مهمة جدا" بالنسبة للمتعامل بالخيارات. وحتى وان لم ينفذ الخيار فان تسعير الخيار في سوق المستقبلات الأكثر سيولة هو أفضل من تسعيره في السوق الفوري (Chance,1998:523). فضلا عن ذلك فان سعر المستقبلات يكون معروفا" بشكل فوري من التداول ببورصة المستقبلات في حين ان السعر الفوري للموجود الأساس ربما لا يكون متوفرا"

بشكل فوري⁽¹⁾. والأمثلة على الموجودات التي يكون التداول بالمستقبليات عليها أسهل من التداول بها مباشرة هي السلع. فمن الأسهل بكثير والأكثر ملائمة التسليم أو الاستلام لعقد مستقبليات الماشية الحية من التسليم أو الاستلام للماشية نفسها. كما ان خيارات المستقبليات يترتب عليها تكاليف معاملات اقل من الخيارات الفورية في الكثير من الحالات (Hull,1998:294). كما ان تنفيذ خيارات المستقبليات في الغالب يكون أسهل من الخيارات الفورية. اذ ان تنفيذ عقد المستقبليات يتم ببساطة عبر اتخاذ مركز بعقد المستقبليات الأساس بينما يتطلب تنفيذ خيار الأداة الفورية في الغالب الاستلام والتسليم الفعلي للأداة الفورية (Johnson and Giacetto,1995:490). وتنفيذ الخيار الفوري يشترط تسليم الأداة الأساس. وعلى الرغم من ان هذا الاحتمال ضعيف وبعيد نوعا ما الا انه يظل هناك على الأقل بعض الاحتمال بأنه سيكون هناك عجز في عرض الأداة الفورية القابلة للتسليم⁽²⁾. وإذا تم استخدام خيار المستقبليات فلن يعود بحاجة للاهتمام بكيفية الحصول على السلعة الأساس. فعقد المستقبليات بالإمكان إيجادها بكميات غير محدودة واقعا". لكن إذا استحق الخيار الأوربي وعقد المستقبليات في آن واحد فان حامل الخيار او محرره يجب ان يبرم مباشرة صفقة عكسية في سوق المستقبليات لتجنب إلزامية الاستلام أو التسليم بمقتضى عقد المستقبليات إذا لم يكن عقد تسوية نقدية (Chance,1992:462). وبخلاف الخيارات الفورية فلا يحدث تبادل نقدي بمبلغ سعر التنفيذ عند تنفيذ خيار المستقبليات. إنما يحظى حامل خيار المستقبليات بمركز طويل او قصير بالمستقبليات والحصول على هذا المركز يكون بسعر مستقبليات يساوي سعر تنفيذ الخيار. وبعد ذلك مباشرة ونتيجة لتأثير مركز المستقبليات مع السوق عند إغلاق يوم التداول فان حملة المراكز الطويلة بالمستقبليات بإمكانهم سحب مبلغ نقدي يساوي سعر المستقبليات الحالي ناقصا" سعر تنفيذ الخيار (إذا كان الفرق موجبا") وبإمكان حملة المراكز القصيرة بالمستقبليات سحب مبلغ نقدي يساوي سعر التنفيذ ناقصا" سعر المستقبليات الحالي (إذا كان الفرق موجبا"). لذلك حينما ينفذ خيار المستقبليات فان الحامل يحصل على عقد مستقبليات فضلا عن ربح يساوي القيمة التنفيذية للخيار (Whaley,1986:128). وهذا يعني بان حامل خيار المستقبليات يتخذ مركزا" بالمستقبليات في حال تنفيذه لحقه ولن يكون مطالباً" بدفع سعر التنفيذ الكامل (\$20 للبرميل الواحد من النفط الخام

¹ هذا يعني آلية اكتشاف سعر أفضل في سوق المستقبليات مقارنة بالسوق الفوري (Kolb,1997:492).

² أو لربما يقوم المتعامل بتخزين الأداة الفورية (وخصوصا" السلع القابلة للتخزين) من لحظة إبرامه لعقد الخيار لغاية وقت تنفيذه وبذلك يتحمل تكاليف الاحتفاظ المختلفة التي يتجنبها عند التداول بخيارات المستقبليات بدلا" من الخيارات الفورية.

مثلاً") إنما إيداع الهامش المبدئي (\$2 للبرميل مثلاً). وهذا الهامش هو الذي يضمن أداء العقد. وبسبب إجراءات الهامش فإن تنفيذ خيارات مستقبلات السلع لا يحتاج إلى الكثير من رأس المال بخلاف تنفيذ الخيار الفوري (Gemmill, 1993: 220). فضلا عن ذلك فإن اغلب عقود خيارات المستقبلات تتداول في بورصة المستقبلات نفسها التي يتداول فيها عقد المستقبلات الأساس، بينما اغلب الخيارات الفورية تتداول في بورصات تختلف عن بورصات موجوداتها الأساس¹. وهذا بالتالي يجعل تنفيذ استراتيجيات التحوط والمراجحة أكثر سهولة و أقل كلفة للمتعاملين بخيارات المستقبلات مما هو الحال بالنسبة للمتعاملين بالخيارات الفورية (Johnson and Giacetto, 1995: 490); (Siegel and Siegel, 1990: 488). إذ ان خيارات الأدوات الفورية قد تداولت في (CBOE) والعديد من بورصات الأسهم الأخرى لسنوات عدة. والأعضاء في بورصات المستقبلات ليس بإمكانهم بسهولة التداول بخيارات البورصات الأخرى. وإذا ما رغبوا في التداول بالخيارات، فيتوجب عليهم وضع أوامر عبر السماسرة الذين ينفذون الصفقات في أسواق الخيارات. وحينما طرحت خيارات المستقبلات فإنها أتاحت للمتعاملين بالمستقبلات فرصة التداول بكل من المستقبلات والخيارات. وبالنسبة لأغلب العقود فإن حلبات التداول بالخيارات والمستقبلات الأساسية هي متجاورة. وهذا يسهل بشكل كبير جدا" التداول الآتي بالخيار وعقد المستقبلات الأساس. ولأن خيارات الأسهم لا تتداول جنبا" إلى جنب مع الأسهم الأساس، فإن المتعاملين بالمستقبلات يتمتعون بميزة على أعضاء بورصات الأسهم والخيارات. لذلك فإن قدرا" كبيرا" من نجاح خيارات المستقبلات جاء من المحليين (Locals). ولكن هذا لا يعني بان الجمهور لم يتداول بهذه الأدوات. فلخيارات المستقبلات العديد من الخصائص الجذابة التي لاتوفرها الخيارات الفورية (Chance, 1992: 462).

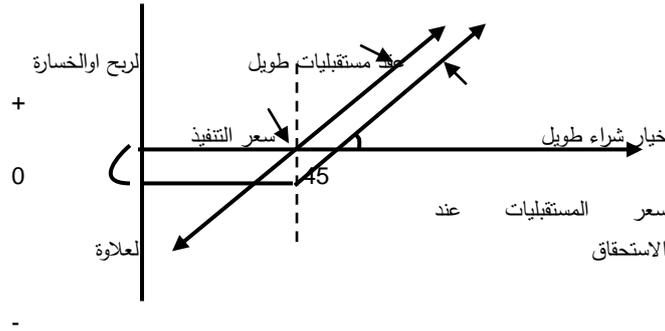
2.6 مقارنة عقود خيارات مستقبلات السلع مع عقود المستقبلات

Comparison Commodity Futures Options Contracts with Futures Contracts

ان عقد المستقبلات (والعقد الآجل) يطلق عليه اصطلاح الورقة المالية المشتقة لان سعره مشتق من قيمة موجوده الأساس، وعقد الخيار هو أيضا" من المشتقات لكن الفرق الأساس بينه وبين العقدين الآخرين هو ان الخيار يمنح حامله الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع الموجود الأساس. وهذا الفرق جعل للخيارات عوائد ومخاطر تختلف جدا" في نمطها عن عوائد ومخاطر

¹ عقد خيار مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو، على سبيل المثال، وعقد مستقبلات النفط الخام الخفيف الحلو كلاهما يتداول في بورصة مستقبلات واحدة وهي نايمكس (NYMEX, 2004f: 2). بينما اغلب الأسهم المتداولة في بورصات الأسهم الأمريكية المختلفة تتداول في بورصة خيارات مجلس شيكاغو (CBOE) (Cleaton, 1979: 2).

عقود المستقبلات والعقود الآجلة) Siegel and (1) يوضح ذلك. (Fabozzi, et.al., 1998:526); (Siegel, 1990:447) الشكل (1) مخطط الربح والخسارة لعقد المستقبلات الطويل وخيار الشراء الطويل



Source:Blank,Steven C.,Colin A. Carter and Brian H.Schmiesing,Futures and Options Markets: Trading in Financials and Commodities,N.J.:Prentice-Hall International,Inc.1991:296

إذ انه يصور فرص الربح والخسارة لكل من المركز الطويل بالمستقبلات والمركز الطويل بخيار الشراء اعتماداً على سعر المستقبلات. ويفترض اتخاذ المركز الطويل في المستقبلات سعر تنفيذ الخيار نفسه.

وكما يوضح الشكل فان كل زيادة (أو انخفاض) بسعر المستقبلات تولد ربحاً (أو خسارة) لحامل المركز الطويل بالمستقبلات. والمحور الأفقي هو نقطة التعادل. لذلك فان خط عائد المستقبلات له ميل قدره (45°). وعند أي سعر فوق سعر التنفيذ فان خط الربح والخسارة لخيار الشراء الطويل يكون له نفس ميل خط مركز المستقبلات الطويل باستثناء انه يتحرك دون خط المستقبلات بمقدار العلاوة. وتحت سعر التنفيذ فان خط الربح أو الخسارة لخيار الشراء يكون أفقياً لأنه وبغض النظر عن مقدار انخفاض سعر المستقبلات فان حامل خيار الشراء لا يمكن ان يخسر اكثر من العلاوة المدفوعة. وحامل خيار الشراء يحدد مخاطرته ويقيدها بال علاوة لان له الحق بالتخلي عن الخيار. فلا يتوجب عليه دفع أية طلبات هامش (بغض النظر عما إذا ارتفع سعر المستقبلات أم انخفض). وبذات الوقت لا يجب ان يضحى بفرص الربح في حال ارتفاع سعر عقد المستقبلات الأساس. بالمقابل فان مشتري عقد المستقبلات يربح أيضاً من ارتفاع السعر لكنه لا يضمن

التعرض المحدود للمخاطرة إذا انخفضت الأسعار بدلاً من الارتفاع. وهذا يعني ان نمط عوائد ومخاطر المستقبلات هو متماثل. فإذا ارتفعت الأسعار فان عقد المستقبلات الطويل يربح بقدر الارتفاع وإذا انخفضت الأسعار فهو يخسر بقدر الانخفاض. أما نمط عوائد خيارات المستقبلات فهو غير متماثل لأنه إذا ارتفعت الأسعار فان خيار الشراء الطويل يربح بقدر الارتفاع لكن إذا انخفضت الأسعار فهو يخسر بقدر العلاوة كحد أقصى لا بقدر الانخفاض إذا كان اكبر من العلاوة (Blank, et. al., 1991:296).

بالمقابل إذا انخفضت الأسعار فان عقد المستقبلات القصير يربح بقدر الانخفاض وإذا ارتفعت الأسعار فانه يخسر بقدر الارتفاع. أما إذا انخفضت الأسعار فان خيار البيع الطويل يربح بقدر الانخفاض لكن إذا ارتفعت الأسعار فانه يخسر بقدر العلاوة كحد أقصى لا بقدر الارتفاع إذا كان اكبر من العلاوة (Sharpe and Alexander, 1990:631); (Moriarty, et. al., 1981:62).

وهذا ما يجعل صورة (أو مخطط) الربح والخسارة للخيار وكأنها صورة⁽¹⁾ عصا الهوكي (VanHorne and Wachowicz, 2001:612).

وهذا الهيكل غير المتماثل للعائد والمخاطرة هو من بين ما يميز الخيارات عن المستقبلات، فهو يتيح امكانية التحوط من مخاطرة التحركات السعرية غير المؤاتية وبذات الوقت يتيح امكانية استغلال والإفادة من التحركات السعرية المؤاتية (Reilly and Brown, 2000:1021). وهذا يناظر التأمين ضد الأحداث غير المرغوبة. وشأنه شأن سائر أشكال التأمين الذي يعقد بثمن، فان لتأمين الخيار ثمن يتمثل بالعلوة. ويسبب التنوع الكبير بعقود الخيارات فان لدى المحوطين عادة مرونة كبيرة في اختيار نوع التأمين الذي يحتاجونه باستخدام الخيارات (Siegel and Siegel, 1990:466). وهذا ما جعل خيارات المستقبلات جذابة للكثير من المستثمرين، فمشتري الخيار مطالب بدفع العلاوة للبائع وبالمقابل لديه مستوى مخاطرة محدد سلفاً. العائد المحتمل يكون عال لكن التعرض للمخاطرة يكون صغير نسبياً لان العلاوة ليست كبيرة جداً، بينما العائد المتوقع العالي من المستقبلات عادة ما يكون مصحوب بمستوى عال من المخاطرة. لذا فان المخاطرة المحدودة والمعلومة سلفاً هي من النقاط المميزة لخيارات المستقبلات على المستقبلات (Blank, et. al., 1991:25). وجعلها أداة تزود المحوطين بمرونة اكبر في إدارة المخاطرة السعرية من عقود المستقبلات (Edwards and Ma, 1992:572). وبخلاف المستقبلات فان مشتري الخيار غير مطالب بإيداع الهامش لدى دار التصفية لان أقصى مخاطرة يتعرض لها هي العلاوة التي يدفعها

(¹) البعض يشبهها بصورة ساق الكلب (Dog Leg) (Kaminski, 2000:4).

بالكامل وقت اتخاذ المركز. ولكن بائع الخيار يكون عرضة لمخاطرة كبيرة وبالتالي فهو مطالب بإيداع هامش نقدي الاسلوب نفسه الذي يشتري أو يبيع فيه عقد المستقبلية (Blank, et. al., 1991:15). وعلى الرغم من ان الخيارات تمنح الحقوق مقابل كلفة (العلاوة) الا ان خسائر المستقبلية نتيجة عمليات التسوية اليومية وما يتمخض عنها من طلبات هامش يمكن ان تكون اكبر بكثير من هذه الكلفة (Francis, 1991:789). وطالما ان عقود المستقبلية هي ملزمة للطرفين (المشتري والبائع) فان مخاطر الطرفين تكون متماثلة بينما عقود خيارات المستقبلية هي عقود ملزمة للبائع فقط، لذلك فان مشتري الخيار يكون عرضة لمخاطرة سعرية اقل بكثير من البائع كون مخاطرته مقتصرة على العلاوة كحد أقصى بينما مخاطرة البائع تتناسب مع التحرك السعري المحتمل (Blank, et. al., 1991:274). وبخلاف المستقبلية فان حقوق والتزامات باعة ومشتري الخيارات هي ليست متماثلة. فمشتري الخيار يحصل على حقوق بينما يتحمل البائع الالتزامات. ويدفع المشتري العلاوة للبائع مقابل الحقوق التي يمنحها إياه لأنه ليس من المنطقي ان يتحمل البائع الالتزامات دون أية تعويضات (Ritter, et. al., 2000:161). وبالتالي يمكن النظر للخيارات على إنها أدوات مالية تفصل الحقوق عن الالتزامات التي تجمع مع بعض في عقود المستقبلية (Garbade, 1982:360). بمعنى ان احد الاختلافات الأساسية بين العقدين يتعلق بالحقوق والالتزامات. فعقود المستقبلية هي التزامات يجب الوفاء بها. بينما تمنح الخيارات حملتها الحق وليس الإلزام لتنفيذ حقوقهم متى ما كان ذلك مربحا" (Tompkins, 1991:3) ; (Cohen, et. al., 1987:480).

والخيارات هي بدائل استثمار جذابة لأغلب المتعاملين وهي توفر فرص عائد ومخاطرة لاتوفرها المستقبلية. على سبيل المثال، تسمح الخيارات للمستثمر بالدخول في الصفقة وتحقيق الربح المتوقع حتى وان كانت توقعاته السعري لا متفائلة ولا متشائمة إنما محايدة. (Blank, et. al., 1991:295).

من جانب آخر فان المحوطون الذين يستخدمون المستقبلية يحاولون تثبيت السعر. بينما يسعى المحوطون الذين يستخدمون الخيارات لوضع حد أدنى (أرضية Floor) أو حد أقصى (سقف Ceiling) للسعر وليس تثبيته. فمحوط المستقبلية يتخذ عموماً "مركزاً" بالمستقبلية معاكس لمركزه بالسوق الفوري على أمل تعويض أية خسائر من المركز الفوري بأرباح مركز المستقبلية. بالمقابل فان محوط الخيارات بإمكانه وضع حد أدنى لسعر البيع (باستخدام المركز الطويل بخيار البيع) أو حد أقصى لسعر الشراء (باستخدام المركز الطويل بخيار الشراء) وبظل

يحتفظ بإمكانية تحقيق الربح من التحركات السعرية المؤاتية (Edwards and Ma,1992:588). والخيارات تستخدم بشكل ناجح جدا" في وضع هذه الحدود (EIA,2003:12). بعبارة أخرى ان التحوط باستخدام المستقبلات مصمم للتخلص من حالة اللاتأكد بكلا نتائجها الايجابية والسلبية بينما التحوط باستخدام الخيارات هو مصمم للتخلص من النتائج السلبية فقط واستغلال النتائج الايجابية وهذا يبرر تفضيل الخيارات على المستقبلات في التحويط في بعض الحالات (Solnik,2000:526). على سبيل المثال، شركة تكرير النفط التي تشتري النفط الخام هي عرضة لمخاطرة ارتفاع أسعار النفط الخام وتستفيد حينما تنخفض الأسعار. فكلما قلت كلفة النفط الخام كلما انخفضت تكاليف التصنيع وازداد هامش الربح. ولغرض الحماية ضد الزيادات بكلفة النفط الخام فان شركة التكرير بإمكانها أما شراء مستقبلات النفط الخام او شراء خيار شراء مستقبلات النفط الخام. وبافتراض ان سوق النفط الخام يتداول عند (\$27) للبرميل لكن شركة التكرير تخشى من ارتفاع أسعار احتياجاتها من النفط الخام في الفصل القادم. هي بإمكانها شراء خيار الشراء (\$27) لكل شهر من الأشهر الثلاث القادمة مقابل علاوة قدرها (70 سنت) للبرميل (\$700 للعقد). فإذا ارتفع سعر المستقبلات الى (\$30) للبرميل فان شركة التكرير تجني ربحاً قدره (\$3000) للعقد الواحد يطرح منه العلاوة المدفوعة (\$700) والربح الصافي هو (\$2300). وهذا الربح سيعوض (\$2.3) من الزيادة البالغة (\$3) للبرميل بتكاليف النفط الخام. لكن إذا انخفض سعر المستقبلات والسعر الفوري كذلك الى (\$25) للبرميل فان الشركة ستترك الخيار لتنتهي صلاحيته وتشتري احتياجاتها من النفط الخام من السوق الفوري بسعر (\$25) للبرميل. وبذلك تصبح كلفة شراء البرميل (\$25.7) (السعر الفوري+العلاوة المدفوعة). ولأغراض المقارنة افترض بان شركة التكرير قامت بتحويط مركزها الفوري عبر شراء مستقبلات النفط الخام بسعر (\$27) للبرميل وارتفع السعر الى (\$30) للبرميل. في هذه الحالة، ربح مركز المستقبلات سيكون (\$3000) للعقد أو \$3 للبرميل والذي سيعوض بالكامل الزيادة بتكاليف النفط الخام. لكن إذا انخفض السعر الى (\$25) للبرميل فان شركة التكرير تكون قد ثبتت تكاليفها عند (\$27) للبرميل وتضحى بالأسعار المؤاتية التي هي دون ذلك. إذ ان مركز المستقبلات سيعطيها كلفة شراء مستقرة للنفط (\$27) بغض النظر عن اتجاه حركة الأسعار لكن على حساب ضياع فرصتها في المشاركة في الانخفاض باسعار مدخلاتها. لذلك وبينما تكون الخسارة التي بالإمكان تحملها من الخيار مقتصرة على العلاوة، فان الخسارة التي يمكن تحملها من عقد المستقبلات هي كلفة الفرصة البديلة الناشئة من تثبيت السعر والتضحية بمنافع التحركات

المؤاتية في السوق. وعلى الرغم من ان خيارات المستقبلات والمستقبلات هما مرتبطين بقوة، الا أنهما ليسا بديلين متماثلين فلكل مزاياه وعيوبه ويمكن ان يستخدم بشكل منفصل او في توليفة لتحقيق طيف منوع من أهداف إدارة المخاطرة والاستثمار (NYMEX,2004a:10-11). كما ان أسعار خيارات مستقبلات السلع من الممكن ان تتحرك بسرعة لتجسيد المعلومات الجديدة وتحقيق حالة التوازن. والسبب في ذلك هو انه ليس هناك من حدود سعرية مفروضة على المقدار الذي يمكن ان يتحرك به سعر الخيار في اليوم الواحد. بينما أسعار المستقبلات التي تخضع لمثل هذه الحدود لا تتحرك دائما" بسرعة وبشكل كامل لتجسد المعلومات الجديدة. على سبيل المثال، سعر المستقبلات، وبعد نشر معلومات مثيرة، ربما يتحرك للحدود على مدى أيام متعاقبة قبل الوصول الى حالة التوازن (Camerer,1982:63). وتتشابه الخيارات مع المستقبلات في توفير طريقة يمكن ان يحصل من خلالها المستثمر على نوع من الرفاعة، لكن هناك فارقا مهما بين الاثنين اذ ان مخاطرة الخيارات محدودة بينما مخاطرة المستقبلات غير محدودة (Hull,1998:10-11). فما ان تتحرك الأسعار بخلاف ما توقع حامل الخيار ذي المسؤولية المحدودة فانه يترك الخيار ببساطة لتنتهي صلاحيته لكن مشتري المستقبلات لا يتمتع بمثل هذه الحماية، اذ يتعين عليه تحمل الخسائر الى ان يغلق مركزه (Options University,2003:20). ولان عقد المستقبلات لا يمنح حامله الامتياز الذي يمنحه الخيار لحامله فان شراءه لا يكلف شيئا" (Cuthbertson and Nitzsche,2001:9). ولعل خيارات المستقبلات جاءت لتعالج مشاكل التحوط باستخدام المستقبلات. فليس هناك من متطلبات هامش على المراكز الطويلة، كما أنها قادرة على استغلال التحركات السعرية المؤاتية، فضلا عن مخاطرتها المحدودة بخلاف المستقبلات التي قد تعرض المحوط لمخاطرة غير محدودة. لكن لا بد من الإشارة الى ان التحوط بالخيارات، وبسبب العلاوة، قد يحقق عائدا" اقل من عوائد التحوط بالمستقبلات في حالات سوقية معينة (Lutgen,2004:2). وعلى العموم فان المحوط الواثق من توقعاته علىحركة الأسعار المستقبلية (وهذه حالة قليلة الحدوث) فلربما يستخدم المستقبلات أما المحوط غير المتأكد من حركة الأسعار المستقبلية (وهذا هو الحال في الغالب) فان الخيارات تكون مفضلة على المستقبلات (Howells and Bain,2000:305). ويلخص الجدول (4) الاختلافات الرئيسية بين المستقبلات وخيارات المستقبلات (Edwards and Ma,1992:512).

الجدول (4) الاختلافات الرئيسية بين المستقبلات وخيارات المستقبلات

المراكز البديلة	حقوق المتعامل	التزامات المتعامل	الغلاوة مدفوعة أم مستلمة	هل ان الهوامش مطلوبة	التعرض للمخاطرة	الربح المحتمل
مشتري عقد المستقبلات	-	استلام السلعة بسعر العقد	-	نعم	غير محدود	غير محدود

بائع عقد المستقبلات	-	تسليم السلعة بسر العقد	-	نعم	غير محدود	غير محدود
مشتري خيار الشراء	شراء عقد المستقبلات بسعر التنفيذ	لا توجد	مدفوعة	كلا	محدود	غير محدود
بائع خيار الشراء	-	بيع عقد المستقبلات بسر التنفيذ	مستلمة	نعم	غير محدود	محدود
مشتري خيار البيع	بيع عقد المستقبلات بسر التنفيذ	لا توجد	مدفوعة	كلا	محدود	كبير*
بائع خيار البيع	-	شراء عقد المستقبلات بسر التنفيذ	مستلمة	نعم	كبير*	محدود

* الريح والخسارة كبيرة ولكن ليست غير محدودة لأن سعر المستقبلات لا يمكن ان ينخفض تحت الصفر

Source:(Edwards, Franklin R. and Cindy W. Ma, Futures and Options, N.Y.: McGraw-Hill, Inc, 1992:513

الاستنتاجات

1. ان شراء الخيارات هو أشبه بشراء وثيقة التأمين. وكلفة الخيار (العلاوة) تختلف باختلاف حجم الحماية السعرية التي يوفرها ذلك الخيار. فكلما زادت الحماية السعرية التي يوفرها كلما زادت قيمته والعكس صحيح. وكما ان شراء الخيارات هو مشابهة لشراء التأمين فان بيع الخيارات هو مشابهه لبيع التأمين (وظيفة شركة التأمين). إذ ان محرر الخيار يحصل على العلاوة وهو ملزم بالأداء إذا نفذ مشتري الخيار حقه.

2. ان الخيارات الفورية تختلف عن خيارات المستقبلات من أذ الموجود الأساس. فالموجود الأساس للخيارات الفورية هو الأداة الفورية نفسها أما الموجود الأساس لخيارات المستقبلات فهو عقد المستقبلات على الأداة الفورية. ويعد خيار مستقبلات السلعة خياراً "محرراً" على عقد مستقبلات سلعي وليس مالي. وهو يتداول في بورصات المستقبلات، بمعنى ان العقد المشتق والأداة المشتق منها كلاهما يتداولان جنباً إلى جنب في السوق المفتوحة نفسها وهذه الحالة نادراً ما تحصل في الخيارات الفورية.

3. ان خيارات المستقبلات هي أدوات إدارة مخاطرة ليست قائمة على تثبيت الأسعار كما هو الحال مع العقود الآجلة أو عقود المستقبلات إنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية. وهذه الخيارات هي أكثر تعقيداً من الخيارات الفورية لكنها تجنب مشاكل التسليم والاستلام التي تعاني منها الخيارات الفورية. لذلك فان خيارات المستقبلات توفر مرونة إضافية في إدارة المخاطرة السعرية.

4. ان خيارات المستقبلات هي ملزمة لجانب واحد (Unilateral) وهو المحرر. بالمقابل فان عقود المستقبلات هي عقود ملزمة للجانبين. وهذا الإلزام الأحادي هو الذي وُلد الحاجة إلى النوعين المختلفين من الخيارات (خيارات الشراء وخيارات البيع) وذلك لتغطية جميع الصفقات المحتملة.
5. ان لخيارات مستقبلات السلع أشكالاً متنوعة تختلف باختلاف السلع الفورية لعقدتها الأساس. وتتمتع كل هذه الخيارات بمجموعة من الخصائص العامة المتفردة كالشفافية والنمطية والسيولة والرافعة العالية والمخاطرة المحدودة.
6. ان لكل خيار من خيارات مستقبلات السلع (بما في ذلك النفط الخام) شروطاً أو مواصفات نمطية، تحدها بورصة المستقبلات التي تتداول فيها هذه العقود، تميزه عن بقية أنواع أو أشكال الخيارات.
7. هناك مجموعة من العلامات الفارقة التي تمنح عقود خيارات مستقبلات السلع عموماً "والنفط الخام خصوصاً" التميز والتفرد على عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبلات.

التوصيات

1. إقامة منظمة وساطة مالية (تضم كفاءات محترفة في مجال التداول بأسواق مستقبلات السلع) للتداول، من جانب، بعقود خيارات مستقبلات النفط الخام الدولية في بورصتي (IPE) و (NYMEX) وذلك بقصد تحوير المخاطرة السعرية للخام العراقي وللتداول، من جانب آخر، بعقود خيارات مستقبلات الحنطة والسكر والرز وغيرها من السلع الاستهلاكية التي يستوردها العراق بكميات كبيرة. إذ ان ارتفاع الأسعار العالمية لهذه السلع يعني المزيد من التكاليف الإضافية التي تنقل كاهل الاقتصاد العراقي المنهك أصلاً. بالتالي فان استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة يَمَكِّن البلد من وضع حداً أدنى (أرضية) لواردات بيع النفط الخام ووضع حداً أقصى (سقف) للنفقات الحكومية الموجهة صوب شراء السلع الاستهلاكية المستوردة بقصد تقليصها. والإفادة من تقلبات الأسعار في أسواق السلع المذكورة لغرض زيادة متوسط سعر بيع النفط الخام وتقليل متوسط سعر شراء المنتجات الاستهلاكية.

2. اخذ الوقت الكافي للتحري عن أي شركة أو شخص لم يتم التعامل معه مسبقاً. على سبيل المثال، جميع الشركات والأفراد الذين يعرضون عقود خيارات المستقبلات في البورصات الأمريكية يكونون مطالبين قانوناً بالتسجيل لدى هيئة التداول بمستقبلات السلع (CFTC) ويجب ان يكونوا أعضاء لدى جمعية المستقبلات الوطنية (NFA). وبالتالي بالإمكان إجراء هذا التحري بسرعة وبسهولة وبدون كلفة عبر الولوج لمركز (BASIC) التابع للجمعية (NFA) والذي له مكان في

موقع (NFA) على الشبكة الدولية (WWW.nfa.Futures.org). وهذا المركز يقدم معلومات تفصيلية عن حالة تسجيل الشركة/أو الفرد فضلاً عن أية إجراءات ضببية كانت قد اتخذتها (NFA) أو (CFTC) أو أية بورصة أمريكية بحقه.

3. وضع توقعات دقيقة لمستقبل الأسعار الفورية وأسعار المستقبلات باعتماد احد النماذج الإحصائية وبالاستناد لمعلومات تاريخية تفصيلية. والهدف من وراء ذلك هو وضع تصورات مسبقة عن الموقع المحتمل للخيارات المشتراة أو المباعة على خارطة إمكانية تحقيق الربح.

4. تلبية المتطلبات الضرورية كافة لإقامة سوق مستقبلات سلع في العراق وذلك لإتاحة الفرصة للتداول بعقود خيارات مستقبلات السلع. وهذا يستلزم تهيئة المناخ الاستثماري المشجع لاستقطاب المؤسسات المالية الدولية التي تلعب دوراً مهماً في حفز الأنشطة التداولية للسوق وتفعيل حضوره الدولي بدلاً من تحجيمه وجعله ينكفي على النماذج المحلية الضيقة للأسواق، خصوصاً وان لدى العراق الأساس المادي (في مجال النفط الخام على الأقل) الذي بالإمكان تكيفه لإنتاج مثل هذه التجربة.

قائمة المصادر

آ. الكتب

1. Blank, Steven C., Colin A. Carter and Brian H. Schmiesing, Futures and Options Markets: Trading in Financials and Commodities, N.J.: Prentice-Hall International, Inc. 1991.
2. Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus, Essentials of Investments, 3rd ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1998.
3. Brown, Stewart L. and Steven Errera, Trading Energy Futures: Manual for Energy Industry Professionals, N.Y.: Quorum Books, 1987.
4. Chance, Don M., An Introduction to Options and Futures, 2nd ed., Forth Worth: The Dryden Press, 1992.
5. ———, An Introduction to Derivatives, 4th ed., Forth Worth: The Dryden Press, 1998.
6. Cleeton, Cland E., Strategies for the Options Trader, N.Y.: John Wiley and Sons, 1979.
7. Cohen, Jerome B., Edward D. Zinbarg and Arthur Zeikel, Investment Analysis and Portfolio Management, 5th ed., Homewood, Illinois: Irwin Inc., 1987.
8. Corrado, Charles J. and Bradford D. Jordan, Fundamentals of Investments: Valuation and Management, Boston: Irwin/McGraw-Hill, 2000.

9. Cuthbertson, Keith and Dirk Nitzsche, Financial Engineering: Derivatives and Risk Management, Chichester : John Wiley and Sons, 2001
10. Dubofsky, David A., Options and Financial Futures: Valuation and Uses, N. Y.: McGraw–Hill, Inc., 1992.
11. Duffie, Darrell, Futures Markets, N. J.: Prentice–Hall, 1989.
12. Eales, Brian A., Financial Risk Management, London: McGraw–Hill Book Company, 1995.
13. Edwards, Franklin R. and Cindy W. Ma, Futures and Options, N. Y.: McGraw-Hill, Inc, 1992.
14. Elton, Edwin J. and Martin J. Gruber, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 5th ed., N. Y.: John Wiley and Sons, Inc., 1995.
15. Eun, C. S. and B. G. Resnick, International Financial Management, 2nd ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill, 2001.
16. Fabozzi, Frank J., Franco Modigliani and Michael G. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, 2nd ed., N. J.: Prentice–Hall International, 1998.
17. Francis, Jack Clark, Investments: Analysis and Management, 5th ed., N. Y.: McGraw-Hill, Inc, 1991.
18. ———, and Richard W. Taylor, Theory and Problems of Investments, 2nd ed., N. Y.: McGraw–Hill, 2000.
19. Garbade, Kenneth, Securities Markets, N. Y.: McGraw–Hill Book Company, 1982.
20. Gemmill, Gordon, Options Pricing: An International Perspective, London: McGraw–Hill Book Company, 1993.
21. Haley, Charles W. and Lawrence D. Schall, The Theory of Financial Decisions, 2nd ed., Auckland: McGraw–Hill , 1979.
22. Horsnell, Paul and Robert Mabro, Oil Markets and Prices: The Brent Market and the Formation of World Oil Prices, London: Oxford University Press, 1993.
23. Howells, Peter and Keith Bain, Financial Markets and Institution, 3rd ed., UK: Prentice–Hall, 2000.
24. Hull, John C., Options, Futures, and Other Derivative Securities, N. Y.: Prentice–Hall, 1989.
25. ———, Introduction to Futures and Options Markets, 3rd ed., N. Y.: Prentice-Hall, 1998.
26. Johnson, Stafford R. and Carmelo Giaccotto, Options and Futures: Concepts, Strategies, and Applications, Minneapolis: West Publishing Company, 1995.

27. Kolb, Robert W., Understanding Futures Markets, 5th ed., UK: Blackwell Publishers, 1997.
28. Kramer, Andrea S., Financial Products: Taxation, Regulation, and Design, N. Y.: John Wiley & Sons, 1991.
29. McMillan, Lawrence G., Options As A Strategic Investment, 2nd ed., N. Y.: NYIF Corporation, 1986.
30. Options Institute (The Educational Division of the Chicago Board Options Exchange), Options: Essential Concept and Trading Strategies, 3rd ed., N. Y.: McGraw-Hill, 1991.
31. Pike, Richard and Bill Neale, Corporate Finance and Investment: Decisions & Strategies, N. Y.: Prentice-Hall, 1993.
32. Pinches, George E., Essentials of Financial Management, 3rd ed., N. Y.: Harper Collins Publishers, 1990.
33. Redhead, Keith, Introduction to Financial Futures & Options, N. Y.: Woodhead-Faulkner, 1994.
34. Reilly, Frank K., Investments, 3rd ed., Fort Worth: The Dryden Press, 1992.
35. — and Keith C. Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, 6th ed., Fort Worth: The Dryden Press, 2000.
36. Ritter, Lawrence S., William L. Silber, and Gregory F. Udell, Principles of Money, Banking, and Financial Markets, 10th ed., Reading: Addison-Wesley, 2000.
37. Rose, Peter S., Money and Capital Markets: Financial Institutions and Investments in Global Marketplace, 6th ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1997.
38. Samuels, J. M., F. M. Wilkes, and R. E. Brayshaw, Management of Company Finance, 6th ed., London: Chapman & Hall, 1995.
39. Schall, L. D. and Charles W. Haley, Introduction to Financial Management, N. Y.: McGraw-Hill, 1986.
40. Shapiro, Alan C. and Sheldon D. Balbirer, Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach to Value Creation, N. J.: Prentice-Hall, 2000.
41. Sharpe, William F. and Gordon J. Alexander, Investments, 4th ed., N. J.: Prentice-Hall, 1990.
42. Siegel, Daniel R. and Diane F. Siegel, Futures Markets, Chicago: The Dryden Press, 1990.
43. Smith, Richard L. and Janet Kiholm Smith, Entrepreneurial Finance, N. Y.: John Wiley & Sons, 2000.
44. Solnik, Bruno, International Investments, 4th ed., Reading: Addison-Wesley, 2000.

45. Sprecher, Ronald C., Essentials of Investments, Boston: Houghton Mifflin Company, 1978.
46. Tompkins, Robert, Options Explained, N. Y.: Stockton Press, 1991.
47. VanHorne, James C., and John M. Wachowicz Jr., Fundamentals of Financial Management, 11th ed., N.J.: Prentice-Hall, 2001.
48. Waston, Danzil and Anthony Head, Corporate Finance: Principles & Practice, UK: Financial Times Pitman Publishing, 1998.
49. Weston, Fred J. and Thomas E. Copeland, Managerial Finance, 9th ed., FortWorth: The Dryden Press, 1992.
50. Winger, Bernard J. and Ralph R. Frasca, Investments: Introduction to Analysis and Planning, 3rd ed., N.J.: Prentice-Hall, 1995.

ب. الدوريات :

51. Camerer, Colin, The Pricing and Social Value of Commodity Options, Financial Analysts Journal, (January-February) 1982.
52. Gardner, Bruce, L., Commodity Options For Agriculture, American Journal For Agricultural Economic , December 1977.
53. Moriarty, Eugene, Susan Phillips and Paula Tosini, A Comparison of Options and Futures in the Management of Portfolio Risk, Financial Analysts Journal, (January-February) 1981.
54. Parkinson, Michael, Option Pricing: The American Put, Journal of Business, Vol. 50, No. 1, January 1977.
55. Ramaswamy, Krishna and Suresh M. Sundaresan, The Valuation of Options on Futures Contracts, The Journal of Finance, Vol. XL, No. 5, December 1985.
56. Reed, Paul, How BP is Refining its Hedge, Corporate Finance, Supplement to November, 1989.
57. Whaley, Robert E., Valuation of American Futures Options: Theory and Empirical Tests, The Journal of Finance, Vol. XLI, No. 1, March 1986.

ج. شبكة المعلومات الدولية :

58. Akiyama, Takamasa and Jeffrey Christian, Effective Risk Management Strategies: Cases of Hedging by Governments, Firms and Smallholders, July 1998.
59. Anderson C., J. Smith, D. McCorkle, and D. O'Brien, Hedging With a Put Option, Texas Agricultural Extension Service, The Texas A&M University, 2004.
60. BWD-RensBurg Investment Management (Investment Analysis Company), Terms and Conditions for Options, Futures, and Contracts for Differences, 2004.
61. CA-Contingency Analysis Co., Options: Basics, 1996.
62. CBOE-Chicago Board Options Exchange, Options Basics, 2004.
63. CBOT-Chicago Board Of Trade, Futures Options Booklet, 1998.
64. CCOC-Canola Council Of Canada, Options on Futures, July 19, 2001.
65. CFTC-Commodity Futures Trading Commission, Economic Purposes of Futures Trading, 2003.
66. CME-Chicago Mercantile Exchange, Feature of Futures Markets: Basics of Trading, 2004a.
67. _____, Options on Futures: An Introductory Guide, 2004b.

68. Cortazar, Conzalo, and Eduardo S. Schwartz, Implementing a Stochastic Model for Oil Futures Prices, July 2002.
69. COT-Commodity Option Training (Web Site), Commodity and Option Basic Training, 2003.
70. CSI (Global Education Inc.), Option Basics: It All Started With Tulips, 2003.
71. DOE-Department of Energy/USA, The Pricing of Crude Oil, 2003.
72. EIA-Energy Information Administration (USA), Derivatives and Risk Management in Energy Industries, 2003.
73. IPE-International Petroleum Exchange, Energy Futures and Options Trading, 2004.
74. Johnson, Jason, Jackie Smith, Kevin Dhuyvetter, and Mark Waller, Factor Affecting Option Premium Values, 2004.
75. Kaminski, L., Introduction to Energy Derivatives and Fundamentals of Modeling and Pricing, 2000.
76. Leland, H.E., Modification of Black-Scholes Model, 2003.
77. Lutgen, Lynn H., Evaluating Options Vs Futures Contracts, 2004.
78. Mckissick, J. C. and G. A. Shumaker, Commodity Options: Price Insurance for the Farmer, April 1990.
79. NYMEX-New York Mercantile Exchange, Why Do They Need to Yell and Make Funny Gestures?, 2003.
80. _____, Options Information, 2004a.
81. _____, A Guide to Energy Hedging, 2004b.
82. _____, Light, Sweet Crude Oil, 2004c.
83. _____, Brent Crude Oil, 2004d.
84. _____, A Practical Guide to Hedging, 2004e.
85. _____, Crude Oil Futures Prices, 2004f.
86. OCC-Options Clearing Corporation, Characteristics and Risk of Standard Options, February 1994.
87. _____, Put and Call Options, April 12, 2002.
88. Options University, Commodity and Option Trading Basics, 2003.
89. PSE-Prague Stock Exchange, Trading Rules Applicable to Options and Futures Contracts, 2004.
90. Sartwelle, James D., Daniel O'Brien, Craig Fincham, and Jamie Bennett, Specifications of Futures and Options Contracts, Texas Agricultural Extension Service, The Texas A&M University, 2004.
91. UNCTAD-United Nations Conference on Trade and Development, A Survey of Commodity Risk Management Instruments, Report by the UNCTAD Secretariat, April 6, 1998.
92. USDA-RMA (US Department of Agricultural-Risk Management Agency), Options on Futures Contracts, 1999.
93. Van Vactor, Samuel A., Flipping the Witch: The Transformation of Energy Markets, Submitted for a ph.D., Scott Polar Research Institute, Darwin College, University of Cambridge, February 12, 2004.
94. Vora, Bhavesh, Derivatives-Futures and Options: An Introduction, IT Review, May 2002.