أساسيات أسواق خيارات مستقبليات السلع بالتركيز على أسواق خيارات مستقبليات الطاقة[1]- بحث نظري

أ. د محمد علي إبراهيم العامري م. ميثم ربيع هادي الحسناوي
المعهد العالي للدراسات المالية والمصرفية كلية الإدارة والاقتصاد–جامعة كربلاء

Abstract

High flexibility of options helps participants of commodity futures options markets in formulate and implement a variant and wide trading strategies. But should be note here that some of these strategies are used for pure hedging, others are used for pure speculation, and others for both. Hedging strategies are different depending on identity of hedger itself, producer or consumer of spot commodity. Options are derived its value form its variant uses and success trading in options depends on select and implement a strategy which is help in achieving the required objectives. A risk size the participant likes to tolerance for potential return and a level of protection he or she likes to get should be taken in account because the insurance protection cost of option is increased with a level of protection it provides. All of these factors left to the holder or writer of option to estimate. Therefore this research is aimed to a knowledge and analytical discussing fundamentals of commodity futures options markets in general, and energy market in specific. This paper reached to number of conclusions, most important among them is the firms and institutions of developed countries still constitute a large percentage of commodity futures activity which is used for hedging or speculation. Also, direct and indirect using of futures exchange by the developing and Eastern Europe countries is somehow limited, so its participation is not active. Since a very small number of developing countries' companies and other institutions are members of the stock exchanges of developed countries. But this small number seems to be growing in.Commodity futures options market performs a number of functions aimed to serve the community, the most important of them are hedging, price discovery, and organized speculation. Also, the commodity futures options market has a positive impact on the spot market. Many of studies found that trading by these contracts did not increase volatility, but on the contrary it found a decrease in price risk and increase the trading volume, after introducing options for trading. This means that the launch of these contracts has increased the liquidity and stability of the spot market. This paper reached to number of recommendations, most important of them are the need to sensitize stakeholders and interested responsible parties and investors, individuals and institutions, by the importance of commodities futures options market which is trading with the latest and most effective systemic risk management tools in the world and draw their attention to the necessity and inevitability of possessing specialized knowledge and experience and depth in it.

الملخص

تساعد المرونة العالية التي تتمتع بها الخيارات، المشتركين بسوق خيارات مستقبليات السلع في صياغة وتنفيذ استراتيجيات تداول منوعة وواسعة. لكن لابد من الإشارة إلى ان هذه الاستراتيجيات بعضها يستخدم بدافع التحوط البحث والبعض الآخر يستخدم بدافع المضاربة البحت وبعضها يستخدم لكلا الغرضين. وتختلف استراتيجيات التحوط اعتمادا" على المحوط نفسه سواء أكان مستهلكا" أم منتجا" للسعلة الفورية. وتشتق

[1] بحث مستل من اطروحة الدكتوراه الموسومة"استخدام خيارات مستقبليات السلع في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام-دراسة تطبيقية لتحويط 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.

الخيارات قيمتها من تعدد استعمالاتها وان نجاح التداول بالخيارات يكمن في اختيار وتنفيذ الاستراتيجية التي تساعد في بلوغ الأهداف المطلوبة. ولابد ان يأخذ بعين الاعتبار حجم المخاطرة التي يرغب المتعامل بتحملها مقابل العائد المحتمل، فضلا" عن مستوى الحماية التي يرغب بالحصول عليها، إذ ان كلفة الحماية التأمينية للخيار تزداد بزيادة مستوى الحماية التي يوفرها. وكل هذه العوامل متروكة لتقديرات حامل و محرر الخيار.لذا يسعى هذا البحث إلى النقاش التحليلي المعرفي لأساسيات اسواق خيارات مستقبليات السلع عامة" والطاقة خاصة. وقد توصل البحث إلى عدد من الاستنتاجات من اهمها: تظل الشركات والمؤسسات من الدول المتقدمة تشكل نسبة كبيرة من نشاط مستقبليات السلع التي تستخدم لأغراض التحوط أو المضاربة. واستخدام الدول النامية ودول أوربا الشرقية لبورصة المستقبليات سواء بشكل مباشر أو عبر الوسطاء محدود نوعما، وبالتالي فأن اشتراكها غير فاعل. إذ ان عددا" صغيرا" جدا" من شركات الدول النامية والمؤسسات الأخرى هي أعضاء في بورصات الدول المتقدمة. لكن هذا العدد الصغير يبدو أنه في تنامي. وتؤدي سوق خيارات مستقبليات السلع عددا" من الوظائف الهادفة لخدمة المجتمع وأهمها التحوط واكتشاف الأسعار والمضاربة المنظمة. كما ان لسوق خيارات مستقبليات السلع تأثيرا" ايجابيا" على السوق الفوري، إذ وجدت جملة من الدراسات بان التداول بهذه العقود لم يزد التقلب، بل على العكس من ذلك وجدت انخفاضا" في المخاطرة السعرية وازديادا" بحجم التداول بعد طرح الخيارات للتداول. وهذا يعني ان طرح هذه العقود زاد من سيولة واستقرار السوق الفوري. كما وتوصل البحث لعدد من التوصيات من اهمها ضرورة توعية ذوي العلاقة والمهتمين من الجهات المسؤولة والمستثمرين، الأفراد والمؤسسات، بأهمية سوق خيارات مستقبليات السلع التي تتداول بأحدث وأنجع أدوات إدارة المخاطرة النظامية في العالم ولفت أنظارهم إلى ضرورة وحتمية امتلاك المعرفة والخبرة المتخصصة والمتعمقة فيها.

١. المقدمة:

بسبب ارتباط أسعار المشتقات بأسعار السلع الأساس في السوق الفورية فإنها من الممكن ان تستخدم لتقليل أو زيادة المخاطرة السعرية للسلع الفورية.على سبيل المثال،شراء السلعة الفورية وبيع خيار الشراء يقلل من مخاطرة المستثمر.فإذا ما انخفض سعر السلعة فان سعر الخيار سينخفض أيضا".وعندئذ يكون بإمكان المستثمر إعادة شراء الخيار بالسعر المنخفض وتحقيق ربح يعوض ولو جزئيا" خسارة السلعة الفورية.وكما هو معلوم فان للمستثمرين تفضيلات مخاطرة مختلفة،فبعضهم أكثر تحملا" للمخاطرة من الآخرين.لكن مع ذلك يرغب جميع المستثمرين بالمحافظة على استثماراتهم عند المستوى المقبول من المخاطرة. وأسواق المشتقات تمكن أولئك الراغبين بتقليل مخاطرهم من نقلها أو تحويلها الى أولئك الراغبين بزيادتها.ولان هذه الأسواق فاعلة جدا" في إعادة تخصيص المخاطرة بين المتعاملين فليس هناك احد بحاجة لتحمل مستوى غير مريح من المخاطرة. والمحوطون هم الجهة التي تنتج أو تتعامل بالسلعة أو الأداة الفورية لعقد المستقبليات الأساس. وهؤلاء يبحثون عن الحماية ضد تقلبات الأسعار من خلال اتخاذ مركز بالخيارات معاكس لمركزهم الفوري.وبالنتيجة فإنهم يكافحون من اجل إدارة مخاطرة التغيرات غير المؤاتية بأسعار السلع.وهذا لايختلف كثيرا"عن شراء الأشكال الأخرى من التأمين،لكن في الواقع ليس هناك من شركة تأمين تغطي المخاطرة السعرية.لأنه إذا ما تحركت الأسعار بالضد من شركة التأمين فجميع الزبائن سيكونون دائنين،لذلك فان سوق خيارات المستقبليات تؤدي هذه الوظيفة المهمة والمتمثلة بتسهيل انتقال المخاطرة السعرية من المحوطين للمضاربين.وعلى وفق ذلك يسعى هذا البحث إلى تحقيق أربعة أهداف ،والتي على أساسها تم تقسيم البحث،وهي استكشاف نشأة أسواق خيارات مستقبليات السلع،وبيان تنظيم وآليات التداول بهذه الأسواق،وتحليل وظائفها،فضلا"عن مناقشة تأثيرها على السوق الفوري لناحية استقرار الأسعار.

٢. المنهجية :

١,٢ المشكلة :تتمحور مشكلة هذا البحث حول الأبعاد الآتية:

١.هل ان خيارات مستقبليات السلع عموما"والطاقة خصوصا"هي أدوات تداول قديمة أم حديثة العهد؟

٢.هل ان هناك مشتركات بين مستقبليات السلع وخيارات مستقبليات السلع لناحية التنظيم وآليات التداول؟

٣.هل ان الدول النامية تشترك بشكل فاعل في بورصات المستقبليات التي تتداول فيها خيارات مستقبليات السلع؟

٤.هل ان لسوق خيارات مستقبليات السلع وظائفا" تؤديها؟

٥.هل ان لسوق خيارات مستقبليات السلع تأثيرا" على السوق الفوري للسلعة من ناحية استقرار الأسعار؟

٢,٢ الأهمية : يستمد هذا البحث أهميته من أهمية موضوعه وكالاتي:

١. تبرز أهمية هذا البحث في كونه يستعرض نظريا" أهم واحدث أسواق أدوات إدارة المخاطرة السعرية المتمثلة بسوق خيار مستقبليات السلعة.فقد تزايد الوعي بقيمة وأهمية هذه السوق على المستوى الدولي بسبب ماتتمتع به أدواتها من مرونة عالية وقدرتها المميزة على تعديل خصائص (العائد-المخاطرة) بأسلوب فاعل كلفويا".لكن وللأسف فان العراق لم يستفد لغاية اليوم من هذه الآلية المالية على الرغم من التأثيرات الكارثية لتقلبات أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية على الاقتصاد العراقي خصوصا" وان العراق يعتمد

بشكل كامل (تقريبا") على واردات قطاع النفط في تلبية احتياجاته من العملة الأجنبية،نتيجة الغياب شبه التام لقطاعات الاقتصاد الأخرى.

٢. يستمد هذا البحث أهميته كونه يتناول بالإحاطة النظرية موضوع سوق عقد خيار مستقبليات السلع عامة" والطاقة" خاصة"، الذي بات يستخدم اليوم في تحويط المخاطرة النظامية التي عجزت الأدوات التقليدية عن تحويطها.هذا العقد المشتق المركب الذي يتمتع بالعديد من الخصائص التي تميزه عن العقود المشتقة البسيطة والفورية.

٣. ان التداول بعقود خيارات مستقبليات السلع من الممكن ان يلعب دورا حيويا"هاما"في آليات اكتشاف السعر للسلع ذات الصلة. فأسعار هذه العقود عبر أشهر الاستحقاق المختلفة يجب ان تقدم صورة عن الأسعار المستقبلية المتوقعة.لذلك فان أسعارها يمكن ان تستخدم بشكل آمن في مفاوضات الأسعار عند إبرام صفقات السلع في السوق الفوري.

٤. ينطوي التداول بخيارات مستقبليات السلع على درجة عالية من الرفع.فالعلاوة المدفوعة مقابل الخيار لاتشكل سوى جزء صغير من قيمة الموجودات التي يغطيها.لذلك حتى التغير الصغير بسعر عقد المستقبليات من الممكن ان يفضي إلى أرباح أو خسائر كبيرة نسبة للعلاوة.وعلى الرغم من ان المستقبليات تستخدم للمضاربة أيضا" إلا ان الخيارات هي أكثر مرونة من المستقبليات،فالخيارات بالنسبة للمضاربين من الممكن ان تتيح لهم مضاربات مسيطر عليها بشكل أفضل من المستقبليات.إذ ان أقصى خسارة مترتبة على شراء الخيار تكون مقتصرة على ما يدفع مقابل الخيار أما في تداول المستقبليات أو الاحتفاظ بالسلعة في المخازن فان التكاليف والخسائر لن تكون محدودة بهذه السهولة.

٣,٢ الأهداف : تتجسد أهداف البحث بالاتي:

١. استكشاف نشأة أسواق خيارات مستقبليات السلع عامة" والطاقة خاصة".

٢. بيان تنظيم وآليات التداول بأسواق خيارات مستقبليات السلع والطاقة،من ناحية نوعية المشتركين بالسوق وقاعة وحلبة التداول فيها ودور ووظائف دار التصفية وماتفرضه من متطلبات للهامش بالإضافة إلى إجراءات إبرام الصفقات وتنفيذ هذا النوع من الخيارات وعكس المراكز فيها فضلا" عن بيان جهة إصدارها وكيفية قراءة نشرة أسعارها والتنظيم القانوني لسوقها.

٣. التحليل المعرفي لدور ووظائف سوق خيارات مستقبليات السلع.

٤. مناقشة تأثير سوق خيارات مستقبليات السلع على السوق الفوري لهذه السلع من ناحية استقرار الأسعار.

٣ . نشأة أسواق خيارات مستقبليات السلع

ان الخيارات المالية والسلعية هي آليات تداول قديمة جدا"[٢].فالتداول بخيارات الأسهم (خيارات فورية) بدأ في الولايات المتحدة في أواخر القرن الثامن عشر لكنه لم يصبح منظما" الا في عام ١٩٧٣ مع تأسيس بورصة خيارات مجلس شيكاغو (CBOE)[٣] بوصفها بورصة أوراق مالية وطرح الخيارات النمطية،تلك الخيارات التي بدأت باجتذاب أعداد كبيرة من المشتركين(Kramer,1991:99).والخيارات السلعية كان لها وجود عاصف في الولايات المتحدة منذ عام (١٨٦٠) وأول تداول لها كان في بورصات الحبوب الرئيسة (Edwards and Ma,1992:488).وقد كانت الخيارات السلعية تعني خيارات السلع الفورية،كخيارات المنتجات الزراعية والمعادن وغيرها.لكن حظر التداول بخيارات السلع الفورية في أمريكا بمقتضى قانون بورصة السلع(CEA – Commodity Exchange Act)في عام ١٩٣٦ أعقاب انهيار سوق الحبوب في يوليو١٩٣٣. ومع ذلك استمر التداول غير المنظم بخيارات السلع في أواخر الستينات وبداية السبعينات في لندن مما دفع المستثمرين الأمريكان للتداول هناك عبر شركات الوساطة الأمريكية.لكن بسبب حالات النكول وإفلاس الشركات المتداولة بهذه العقود وعدم حنكه المستثمرين الذين كانوا يدفعون علاوات متضخمة جدا" واكبر من قيمتها الحقيقية بكثير، فقد قررت هيئة التداول بمستقبليات السلع (CFTC) التعليق المؤقت للتداول بجميع خيارات السلع في يونيو ١٩٧٨ (Dubofsky,1992:627) ; (Gemmill,1993:220).والمشكلة الحقيقية هي انه لم تكن هناك ضوابط صارمة للتحكم بتداول الخيارات الذي كان يجري في الغالب بعيدا" عن قاعة تداول المستقبليات (Blank,et.al.,1991:9).وفي عام ١٩٨١،وضعت هيئة (CFTC) قواعد شاملة تحكم التداول بخيارات مستقبليات السلع في بورصات

---

[٢]للمزيد من التفاصيل عن تاريخ التداول بالخيارات،انظر: (Gastineau,1979:15-20).

[٣]في ٢٦ ابريل ١٩٧٣ كانت (CBOE) الرائدة في طرح مفهوم خيارات الأسهم النمطية المنظمة.والخيارات المدرجة كانت خيارات شراءعلى(١٦)سهم فقط وحجم التداول في أول يوم عمل كان(٩١١)عقد.وفي عام ١٩٧٧ تم طرح خيارات البيع (CBOE,2004:9).وفي عام ١٩٧٣ وقع حدثين في شيكاغو تسببا بثورة في النظرية المالية وتطبيقاتهاوقد خلقت هياجا" بين صفوف المستثمرين.الأولتأسيس بورصة خيارات مجلس شيكاغو والآخر نشر نموذج بلاك وشولز (Black and Scholes,1973) لتسعير الخيارات الفورية في صحيفة الاقتصاد السياسي التي تصدرها جامعة شيكاغو.وقد احتل هذا النموذج المركز الثاني في النظرية المالية بعد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية(CAPM).ومنذ عام ١٩٧٣ فان حجم التداول بالخيارات قد شهد تفجرا"(Schall and Haley,1986:669).

مستقبليات السلع المحلية وذلك بمقتضى برنامج تجريبي إرشادي.وفي التاسع من فبراير١٩٨٧ تم الانتهاء من البرنامج التجريبي الإرشادي وسمح بالتداول الدائمي بخيارات المستقبليات في بورصات مستقبليات السلع.وفي اغسطس ١٩٨٢ حصل أول خيار مستقبليات على موافقة هيئة (CFTC) بالتداول (Kramer,1991:108).اذ سمحت الهيئة لكل بورصة مستقبليات أمريكية بطرح خيار واحد على عقود المستقبليات خاصتها كجزء من البرنامج التجريبي الذي كان برنامجا" ناجحا" جدا" (Siegel and Siegel,1990:447).وكان هذا الخيار هو خيار مستقبليات سكر تداول في بورصة القهوة والسكر والكاكاو (CSCE) بنيويورك (UNCTAD,1998:34).وهذا يعني ان سوق خيارات مستقبليات السلع الأمريكي الحالي قد بدأ فعليا" في عام ١٩٨٢ (Johnson and Giacctto,1995:487) ; (Hull,1998:289).ومنذ ذلك التاريخ فقد حققت خيارات المستقبليات نجاحا" كبيرا" جدا".اذ شهد حجم التداول في بورصات المستقبليات الأمريكية نموا" سريعا" وكما يوضح الجدول (١).والآن فان خيارات المستقبليات تشكل المظهر الأبرز على المشهد المالي (Duffie,1989:285).وهي تتداول على جميع عقود المستقبليات النشطة والناجحة.وهذا يتيح لكل من المحوطين والمضاربين فرصة بناء أنماط العوائد التي يرغبونها بكفاءة والتي تنسجم مع مستويات تجنبهم للمخاطرة وتوقعاتهم للتحركات بالأسعار المستقبلية (Dubofsky,1992:627).

الجدول (١) حجم التداول الكلي بخيارات المستقبليات في بورصات المستقبليات الأمريكية (ملايين العقود)

السنة	حجم التداول(مليون عقد)
١٩٨٣	١,٨٧٧
١٩٨٤	٧,٩٥٤
١٩٨٥	١٦,٨٦٧
١٩٨٦	٣٠,٤٦٠
١٩٨٧	٤١,٠٠٣
١٩٨٨	٤٩,٠٢٩
١٩٨٩	٤٤,٢٤٢
١٩٩٠	٦١,٩٢٨

Source:Dubofsky,David A.,Options and Financial Futures:Valuation and Uses,N.Y.:McGraw–Hill,Inc.,1992:627

والجدير بالذكر ان بورصة النفط الدولية،وعلى خليفة نجاحها بعقود مستقبليات برنت،فقد طرحت عقود خيارات مستقبليات زيت الغاز في يوليو ١٩٨٧ وعقود خيارات مستقبليات النفط الخام برنت في (١١) مايو ١٩٨٩ (IPE,2004a:1).أما خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس فقد بدأ التداول به بتاريخ (١٤) نوفمبر (١٩٨٦) في حين ان تاريخ بدء التداول بخيار مستقبليات برنت لسوق نايمكس هو (٦) سبتمبر (٢٠٠١) (CFTC,2002:139).وأما تواريخ طرح عقود خيارات مستقبليات زيت التدفئة والكازولين الخالي من الرصاص والغاز الطبيعي لسوق نايمكس فهي (٢٦ يونيو ١٩٨٧) و (١٣ مارس ١٩٨٩) و (٢ اكتوبر ١٩٩٢) على التوالي (Horsnell and Mabro,1993:225).وقد احتل عقد خيار مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس المرتبة الأولى (من بين عقود خيارات مستقبليات السلع الأخرى) بالأهمية من حيث نشاط وحجم التداول في عام ١٩٨٧.وهو أول عام سمحفيه بالتداول الدائمي المنظم في بورصات مستقبليات السلع الأمريكية (Blank,et.al.,1991:8).وفي عام (١٩٩٢) حققت خيارات مستقبليات برنت (IPE) نموا" كبيرا" هو الذي أضفى صبغة النجاح على العقد.إذ انه للمدة من يناير لغاية مايو ١٩٩٢ تداول أكثر من (٢٦٦,٦) ألف خيار أي ما يعادل أكثر من (٢٢٦) مليون برميل.بينما كان حجم التداول لنفس المدة من عام ١٩٩١ فقط (٣٧,٥) ألف خيار.وبالتالي فقد أصبحت خيارات المستقبليات جزءا" هاما" من سوق برنت.وقد استمر هذا النمو بحيث ان عدد الخيارات المتداولة في شهر يناير (١٩٩٣) لوحده بلغ (١٢٥) مليون برميل.والذي ساعد في نمو سوق خيارات مستقبليات برنت (IPE) هو حصول تغيرين مهمين.التغير الأول هو ان السوق واعتبارا" من الثالث من يناير ١٩٩٠ قد فتح أبوابه أمام المشتركين الأمريكيين وذلك بعد رفع الحظر الذي كانت قد فرضته هيئة التداول بمستقبليات السلع على التداول بالخيارات غير الأمريكية.والتغير الثاني هو إعفاء صناديق التقاعد والمؤسسات المالية الأخرى من الضرائب التي كانت تفرضها الحكومة البريطانية على أرباح التداول بالخيارات والمستقبليات في عام ١٩٩٠ (Horsnell and Mabro, 1993:54).

عليه وبينما تعتبر المستقبليات أسواق السبعينات فان خيارات المستقبليات هي أسواق الثمانينات،والنمو السريع بحجم تداول خيارات المستقبليات يعكس نجاح السوق في اجتذاب كل من المحوطين والمضاربين.

٤. التنظيم وآليات التداول بأسواق خيارات مستقبليات السلع

لطالما ان عقود المستقبليات وخيارات المستقبليات كلاهما يتداول في نفس بورصة المستقبليات،فان لدى العقدين الكثير من القواسم المشتركة فيما يخص التنظيم وآليات التداول.فأصناف المتعاملين في سوق المستقبليات هم أنفسهم في سوق خيارات المستقبليات سواء أكانوا اعضاءا" أم غير أعضاء.وهناك دار التصفية ومتطلبات الهامش على محرري الخيارات والتسوية اليومية وعكس المراكز وغيرها من المشتركات[4].لذلك فان التركيز سينصب هنا على النقاط الخلافية الهامة فقط.

١,٤ نوعية المشتركين بسوق خيارات ومستقبليات السلع Type of Participants

ان المتعاملين بسوق خيارات مستقبليات السلع هم نفس المتعاملين بسوق عقد المستقبليات الأساس.لكن من المهم بيان نوعية المشتركين في السوقين.إذ تظل الشركات والمؤسسات من الدول المتقدمة تشكل نسبة كبيرة من نشاط مستقبليات السلع التي تستخدم لأغراض التحوط أو المضاربة.واستخدام الدول النامية ودول أوربا الشرقية لبورصة المستقبليات سواء بشكل مباشر أو عبر الوسطاء هو محدود نوعما لكن يبدو بأنه في تنامي.وعدد صغير جدا" من شركات الدول النامية والمؤسسات الأخرى هي أعضاء في بورصات الدول المتقدمة.فشركة زامبيا لتعدين النحاس المحدودة (ZCCM) وشركة (Chile) المحدودة للنحاس (Codelco) وشركة (Gecamines) (جمهورية الكونغو الديمقراطية) هي أعضاء في بورصة (LME) وشركة (Banco National) في المكسيك الناشطة في تجارة الفضة هي عضوه في سوق كوميكس.وشركة (CIFCO) العائد ملكيتها للحكومة الصينية،وهي واحدة من اكبر دور السمسرة في الصين،أصبحت عضوا" في العديد من البورصات الأمريكية في عقد التسعينيات،وفي اكثر الحالات،فان السماسرة والمصارف والوسطاء الآخرين قد تم استخدامهم لممارسة الأنشطة في أسواق المستقبليات.وبعض الشركات لديها ممثلين قريبين من البورصات لتنظيم أعمال إدارة المخاطرة وان يكن عبر السماسرة.على سبيل المثال،شركات النفط البرازيلية والمكسيكية ومجلس تسويق الكاكاو في غانا ومنظمة تصدير السكر في كوبا لديها مكاتب في لندن او نيويورك وهي مسؤولة عن صفقات المستقبليات والخيارات.وهذا يسمح لتلك الجهات بإتباع استراتيجيات إدارة مخاطرة متقدمة جدا".ومع ذلك فان اغلب المستخدمين في البلدان النامية هم بعيدين عن البورصات ويعتمدون بشدة على الوسطاء.وفي اغلب الحالات فان هؤلاء الوسطاء هم دور للتداول.والاستخدام المباشر للبورصات عبر السماسرة هو محدود. وبالنسبة للسلع الطرية فان منتجي أمريكا اللاتينية والكاريبي هم من بين المستخدمين الرئيسين من البلدان النامية الذين يحوطون عبر دور السمسرة وحوالي ربع صادرات الكاكاو والقهوة والسكر من تلك المنطقة تتداول في بورصة (CSCE) بنيويورك.مصدريّ الحبوب وفول الصويا الأمريكيين اللاتينيين يحوطون إنتاجهم أيضا" في بورصات الولايات المتحدة.وفي مجال المعادن،فان مصدري أمريكا اللاتينية هم المستخدمين المباشرين الأكثر نشاطا" لبورصات المستقبليات.اذ ان منتجي النحاس ومصنعي منتجات النحاس نصف المصنعة في المنطقة (كبار مصدريّ النحاس من القطاعين العام والخاص في شيلي وبيرو والمكسيك والبرازيل) يستخدمون وعلى نحو منتظم بورصتي (LME) و(COMEX).وخارج أمريكا اللاتينية فان البلد النامي الرئيس الذي يستخدم بورصات مستقبليات السلع هو الصين،اذ انه نشط جدا" في أسواق الحبوب والسكر والمعادن والوقود ويتعامل عبر عدد من السماسرة.كما ان جمهورية الكونغو الديمقراطية و زامبيا (كلاهما منتجي نحاس) و زيمبابوي (للنيكل) تستخدم البورصات أيضا".وفي أسواق الطاقة،فان وزارة المالية المكسيكية هي المشترك الرئيس في أسواق خيارات ومستقبليات النفط منذ نوفمبر (١٩٩٠) وهدفها هو حماية ايرادات موازنتها.فقد قامت ببيع مستقبليات وخيارات شراء النفط الخام عبر عدد من دور التداول واشترت خيارات البيع من سوق نايمكس وامتدت صفقاتها على مدى عدد من الأشهر.وقد كانت أرباحها الصافية كبيرة الا ان الحكومة لم تودع هذه الأرباح التي وصلت الى (٢٠٠) مليون دولار.وزارة المالية البرازيلية حوطت أسعار الوقود لفترة من الزمن على الرغم من ان الكميات المحوطة كانت اصغر.والحكومات الأخرى الناشطة في نفس الطريق تضم تشيلي والإكوادور وهندوراس.والعديد من الولايات والجهات الحكومية الأخرى في الولايات المتحدة،واعتمادا" على ايرادات مبيعات النفط او اعتمادا" على مشتريّ النفط الكبار،بدأت أيضا" بإدارة مخاطرها السعرية في أسواق المستقبليات والخيارات (UNCTAD,1998:26-27).

٢,٤ قاعة وحلبة التداول بخيارات مستقبليات السلع

Trading Room and Pit of Commodity Futures Options

ان التداول بخيارات مستقبليات السلع يتم في نفس قاعة التداول بعقود المستقبليات الأساس بل ان حلبات التداول بالعقدين عادة ما تكون متجاورة.واسلوب التداول في الحلبات هو عينه،أي عبر آلية النداء المفتوح.كما

[4] للمزيد من التفاصيل حول ذلك انظر :(هادي،٢٠٠٦ :٨٨-١٠٥).

ان التداول الالكتروني يتم عبر نفس منصة العقد الاساس.على سبيل المثال،خيارات مستقبليات الطاقة لسوق نايمكس تتداول الكترونيا"عبر المنصة(NYMEX ACCESS). أما خيارات مستقبليات الطاقة لبورصة النفط الدولية فهي تتداول الكترونيا"عبر المنصة(Intercontinental Exchange-ICE).

٣,٤ دار التصفية Clearing House

ان أداء خيارات المستقبليات،مثل المستقبليات،تضمنه دار التصفية التي تقحم نفسها كطرف ثالث في جميع عقود خيارات المستقبليات.وهذا يلغي مخاطرة النكول بالنسبة لمشتري الخيار او مخاطرة فشل البائع في تلبية التزاماته.لذلك،وكما هو الحال بالنسبة للمستقبليات،فان تنميط العقد ووجود ضمان دار التصفية يشكلان الركيزة الأساسية لهيكل الخيارات المتداولة بالسوق المنظمة (Edwards and Ma,1992:491).وكما هو الحال في المستقبليات فان دار التصفية تقّسم كل صفقة خيار الى عقدين،الأول بينها (بوصفها بائعا") وبين المشتري والثاني بينها (بوصفها مشتريا") وبين البائع.وهذا الإجراء يسمح للمتعاملين بإغلاق المراكز ببساطة كونه يسهم بتنميط العقود بشكل كامل (Solnik,2000:506).وكونها تعمل كطرف مقابل في جميع عقود الخيارات فلايتعين على المتعاملين ان يقلقوا من قدرة الطرف المقابل على تنفيذ العقد (McInish,2000:345). ومحرري الخيارات يتعين عليهم أداء التزاماتهم بظل نظام دار التصفية وهم ليسوا ملزمين أمام حملة الخيارات.فنظام دار التصفية مصمم بحيث ان أداء جميع الخيارات يتم بين دار التصفية وبين الشركات الأعضاء في الدار (أعضاء التصفية) والتي تحتفظ بمراكز جميع حملة ومحرري الخيارات في حساباتها لدى دار التصفية (OCC,1994:5-6).اذ تحتفظ دار التصفية بسجل يتضمن جميع التداولات وهي تضمن أداء جميع الخيارات المتداولة بالسوق (Rose,1997:340).وكي تتخلص دار التصفية من مخاطرة نكول البائع فهي تفرض متطلبات الهامش المناسبة على محرري الخيارات (Cohen,et.al.,1987:471).أما مشتري الخيار فلن يكون مطالبا" بالهامش كونه غير ملزم مستقبلا" أمام البائع (Reilly and Brown,2000:987).وكونهأدى ماعليه سلفا" بدفع العلاوة الكاملة (Chance,1992:441).فضلا" عن ان قيمة الخيار لايمكن ان تكون سالبة وأسوأ ما يمكن ان يحصل هو ان المشتري لا يقوم بالتنفيذ ويخسر كامل مبلغ العلاوة (Hull,1989:13).وتحل قدره دار التصفية على تنفيذ الخيار محل قدرة المحرر على التنفيذ.لذا فان وجود الدار يعد شرطا" أساسيا" للمحافظة على تأدية السوق الثانوية لوظائفها بانسيابية اذ يمكن ان تتداول فيها الخيارات بنشاط وفاعلية.وتتعقب البورصات تداولات الخيارات عبر شبكة حواسيب تقوم الدار بتشغيلها وعبر شركات السمسرة الأعضاء في الدار.كما ان وجود الدار يسّهل ويعّجل أيضا" عملية التصفية لان الحواسيب بحاجة فقط لجمع المشتري الأخير والبائع الأخير مع دار التصفية بوصفها وسيطا" لغرض إغلاق كل عقد خيار.وجميع المشترين(وكذا الباعة) الوسطيين الذي ربما حازوا خيارا" في أي وقت قبل استحقاقه يشطبون من ذاكرة الحاسوب حينما يبيعون لمشتري الخيار التالي.وبالإضافة لوظائف التصفية فان الدار تقوم بوظيفة الضامن،فإذا نكل بائع الخيار بالتزامه في الخيار فان الدار تتدخل وتنفذ الخيار على حسابها الخاص.وهذا يعني ان الخيارات هي أوراق مالية قابلة للتسويق بدرجة عالية وان المشترين ليسوا بحاجة للتأكد من الموقف الائتماني لمحرري الخيارات قبل شراؤها لان الدار تقف وراء كل خيار (Francis,1993:517).بل ان المشترين ليسوا بحاجة حتى لمعرفة المحررين (Chance,1998:49).وتراقب دار التصفية إجراءات السوق وتساعد في تنظيمها وتتولى مهمة تنميط شروط العقود فضلا" عن إدارة عملية تنفيذها (Kolb,1997:436).وعلى الرغم من ان عقود المستقبليات نادرا" ما تستخدم لتسليم السلعة الأساس الا ان الأداء المالي يكون مضمونا" بالكامل في حال تنفيذ الخيارات.وبخلاف الصفقات الشخصية المباشرة بين الطرفين (Principal-to-Principal) التي يجب التحري عنها بشكل مستمر لمراقبة الأداء المالي غير المتوقع فان مخاطرة النكول هي غير موجودة في صفقات خيارات المستقبليات المنفذة بالبورصة،اذ ان أداء الخيارات والمستقبليات يكون مدعوم بنظام مالي قوي يؤمنه أعضاء التصفية الألمع في صناعتي السمسرة والصيرفة.وبالتالي فان البورصة توفر أسواقا" آمنة وعادلة ومنظمة محمية بمعاييرها المالية وإجراءاتها الرقابية الصارمة(NYMEX,2004a:4).

٤,٤ متطلبات الهامش Margin Requirements

ان الخيارات المتداولة بالبورصة هي خاضعة لنظام الهامش المشابه للنظام المطبق على عقود المستقبليات.ولكن في حالة خيارات المستقبليات فان الهوامش عادة ما تفرض على باعة او محرري الخيارات فقط دون المشترين او الحملة.والأنظمة المستخدمة من قبل البورصات لتحديد الحدود الدنيا للهوامش (الهوامش المبدأية) هي معقدة ومتفاوتة بشكل كبير بين البورصات.وتستخدم البورصات المختلفة طرقا" مختلفة لتحديد متطلبات الهامش المبدأي اذ تميز بين المراكز المطلقة ومراكز الفارق.وتقّيم هوامش الصيانة بطرق مختلفة ولديها قواعد مختلفة لما يمكن تنفيذه من صفقات عكسية.ومع ذلك هناك بعض السمات العامة المشتركة بين هذه الأنظمة التي هي مشابهة للأنظمة المستخدمة في أسواق المستقبليات اذ ان مستويات الهامش المبدأي تستند على احتساب اكبر خسارة يومية محتملة،وتحدد هوامش التباين بتأشير قيمة الخيار مع السوق.ولعل الاختلافات ما بين البورصات تكمن بشكل أساس في التفاصيل والإجراءات المستخدمة لتحديد

حجم هذه الهوامش.والمثال الجيد على نظام هامش خيارات المستقبليات هو نظام تحليل مخاطرة المحفظة المعيارية (SPAN)[٥] لبورصة (CME).هذا النظام يستخدم مدخل المحفظة لتحديد مراكز خيارات المستقبليات،وبتحديد اكثر هو يحاكي الكيفية التي تتغير بها قيمة المركز الكامل بالخيارات والمستقبليات لبائع الخيار بظل عدد من سيناريوهات الأسواق المختلفة لكن الممكنه والتي تشتمل على التغيرات في كل من مستوى وتقلب أسعار عقود المستقبليات الأساس.وبالتالي يتم تحديد متطلبات هامش كبيرة بدرجة كافية لتغطية أقصى خسارة يومية ممكنة يتم التوصل إليها بنماذج المحاكاة البديلة.ونتيجة لتغير قيمة مركز الخيار من يوم لآخر بسبب التغيرات بالأسعار فقد تصّدر إخطارات طلبات الهامش يوميا".وهذا النظام ، شأنه شأن أنظمة هوامش المستقبليات،مصمم لحماية مشتري الخيارات من حالات نكول محرري الخيارات وبالنهاية المحافظة على المقدرة المالية لدار التصفية وسلامة أسواق الخيارات(Edwards and Ma,1992:506-512).من جانب آخر فان جميع الخيارات المالية الأمريكية تخضع لتنظيمات وضوابط الهامش التي وضعها مجلس الاحتياطي الفيدرالي (FRB).بينما لاتخضع الخيارات السلعية لهذه التنظيمات والضوابط (Kramer,1991:124).إنما تخضع لضوابط الهامش التي وضعتها هيئة التداول بمستقبليات السلع (CFTC).وتطالب الهيئة حاليا" كل زبون (سواء أكان عضوا" أم لم يكن) بدفع كامل مبلغ علاوة الخيار الطويل الى سمسار المستقبليات بالعمولة (FCM) الذي يتولى دفعها الى شركة التصفية التابع لها (إذا لم يقم بالتصفية بنفسه) والشركة توصل العلاوة الى دار التصفية.وقد قدمت الهيئة مقترحا" لإخضاع المراكز الطويلة بخيارات مستقبليات السلع لمتطلبات الهامش (Margining)على شاكلة المستقبليات، بمعنى ان مشتري الخيار يدفع جزءا" من العلاوة وليس بكاملها ويؤشر مركزه مع السوق وترسل إليه إخطارات طلب الهامش إذا تحرك المركز بالضد منه.لكن الى الآن لم يبت بهذا المقترح.وعلى الرغم من ان للهيئة سلطة تحديد متطلبات الهامش على المراكز القصيرة بخيارات السلع،الا ان هذه المسؤولية ظلت على عاتق بورصات مستقبليات السلع وهي تخضع لمراجعة وموافقة الهيئة.لذلك فأن متطلبات الهامش على خيارات مستقبليات السلع هي متفاوتة من بورصة لاخرى[٦].وبالرغم من ذلك فأن المتطلب العام هو ان الزبون يتوجب عليه إيداع مبلغ يساوي الهامش المطلوب على عقد المستقبليات الأساس زائدا" القيمة الحالية لعلاوة الخيار[٧] (Kramer,1991:125-126); (Blank,et.al.,1991:15-16).ولابد من الإشارة الى ان متطلبات الهامش التي يفرضها السمسار على الزبون ربما تكون اكبر بكثير من متطلبات الهامش التي تفرضها دار التصفية على أعضاء التصفية وسماسرتهم (Kramer,1991:127).وبالطبع فأن هذا هو الهامش المبدأي الذي يتعين صيانته اذ ان مركز المحرر يخضع لإجراءات التسوية اليومية وقد يتلقى طلبات الهامش إذا ما تحركت الأسعار بالضد من مركزه (Hull,1989:13).وعلى صعيد آخر فأن الرافعة المتولدة من القدرة على التحكم بموجود ثمين باستخدام مبلغ صغير نسبيا" هو ما يجتذب المضاربين لأسواق المستقبليات.وعلاوات الخيارات هي عادة اصغر من هوامش المستقبليات مما يعني بان رافعة الخيارات اكبر (Blank,et.al.,1991:34).وعادة ما تكون متطلبات الهامش على مراكز المحوطين هي اقل من تلك على مراكز المضاربين،ذاك ان المحوطين يتخذون مراكز بأسواق الخيارات فقط لعكس مراكزهم بالسوق الفوري.والمحوط،مثل مدير شركة النفط،عادة بإمكانه استخدام خزين الشركة كضمانة لاقتراض أي مبلغ نقدي ضروري لفتح حساب المستقبليات او الخيارات (Blank,et.al.,1991:35-36).وبالطبع فان المحوط يجب ان يفصح عن نفسه ويقدم الإثباتات على مشاركته في الأسواق الفورية كي يعامل حسابه كحساب تحوط وليس مضاربة (Blank,et.al.,1991:46).كما ان متطلبات الهامش تختلف باختلاف نوع الاستراتيجية المستخدمة للتداول بالخيارات،فالهامش المفروض على الاستراتيجيات البسيطة (المكون من خيار واحد) يختلف عن الهامش المفروض على الاستراتيجيات المركبة (مكونة من اكثر من خيار واحد).لذلك يتعين على المتعامل الاستعلام من السمسار او الاستعانة بالنشرات التي تصدرها البورصات للحصول على معلومات إضافية عن متطلبات الهامش للصفقات الأكثر تعقيدا" (Chance,1998:67).وعند تنفيذ خيار المستقبليات فان المركز الجديد بالمستقبليات يتخذ بسعر التنفيذ ويؤشر العقد مباشرة مع السوق.لذا لابد من استكمال متطلبات الهامش وإلا فان المراكز الجديد يغلق (Chance,1992:440).

٥,٤ إجراءات إبرام صفقات الخيارات

---

[٥]لقد بدأت بورصة (IPE) في عام ١٩٩١ باعتماد هذا النظام في تحديد متطلبات الهامش للعقود المتداولة فيها (Edwards and Ma,1992:507).

[٦]للمزيد من التفاصيل،انظر:(Rutz,1988:346-370).

[٧]الجدير بالذكران محررالخيار يستلم العلاوة من المشتري وقت إبرام الصفقة ويودع الهامش المكون من العلاوة والهامش المبدأي على حساب عقد المستقبليات الأساس(Blank,et.al.,1991:322-323).وهذا يعني ان الهامش الفعلي الذي يودعه المحرر هو الهامش المطلوب على عقد المستقبليات الأساس. بعبارة أخرى ، صحيح ان الهوامش المطلوبة على الخيارات المباعة هي أعلى من الهوامش المطلوبة على عقود المستقبليات الأساس الا انبيع الخيارات يوّلد دخلا" على خلاف بيع المستقبليات الذي لا يوّلد شيئا"(Reilly,1992:514).

Execution Procedures of Options Transactions

ان عقود خيارات المستقبليات تتداول باسلوب مشابه جدا" لاسلوب تداول عقود المستقبليات الأساس (USDA-RMA,2004:1).وعلى العموم فان من يرغب التداول بالخيارات يتعين عليه أولا" فتح حساب لدى شركة السمسرة. ومن ثم يبّلغ السمسار أمرا" لشراء أو بيع خيار معين (Chance,1998:45).والسمسار بدوره يرسل الأمر الى ممثل شركته في قاعة التداول بواسطة الهاتف او الحاسوب.ومباشرة تعّد بطاقة الأمر ويثبت عليها وقت الورود بختم(Time Stamped) وتعطى لسمسار القاعة الموجود في حلبة التداول.وتنّفذ جميع الأوامر باسلوب النداء المفتوح.المشترين يتنافسون فيما بينهم من خلال رفع أسعار الشراء.والباعة يتنافسون فيما بينهم من خلال خفض أسعار البيع.والأمر ينفذ حينما يتلاقى أعلى سعر للشراء مع اقل سعر للبيع.وحينما ينّفذ الأمر فان كل من السمسار البائع والسمسار المشتري يسجل تفاصيل الصفقة في البطاقة من حيث نوع السلعة والكمية وشهر التسليم والسعر وكذا اسم السمسار البائع واسم السمسار المشتري.البطاقة ترسل لدار التصفية وتحتفظ بها البورصة كجزء من عملية التدقيق.اذ يثبت عليها وقت التنفيذ بختم وتدفع بسرعة لغرفة إدخال البيانات اذ يتم إدخال البيانات في الحاسوب المركزي للبورصة.في غضون ذلك يصغي المراسلين والصحفيين الموجودين في الحلبة للسماسرة لمعرفة طبيعة التغيرات بالأسعار ويدخلون التغيرات بواسطة الحواسيب المحمولة باليد وتنشر الأسعار مباشرة لشركات اعلان الأسعار التجارية حال ظهورها في لوحات السلع الموجودة في جدران قاعة البورصة.وتوكيد إكمال كل صفقة يرسل مباشرة من قبل الموظف الذي يعمل مع سمسار القاعة للسمسار الأصلي الذي يتولى مهمة إبلاغ زبونه (NYMEX,2004a:3).

٦,٤ تنفيذ الخيار Exercise of Option

ان تنفيذ خيار المستقبليات هي العملية التي يقوم فيها مشتري الخيار بتحويل الخيار الى مركز بالمستقبليات (Mckissick and Shumaker,1990:11).وبالتالي فهي العملية التي يؤكد فيها مشتري الخيار حقه ويتخذ مركز طويل بعقد المستقبليات الأساس (في حال تنفيذ خيار الشراء) أويتخذ مركز قصير بعقد المستقبليات الأساس(في حال تنفيذ خيار البيع). وباعة الخيارات ملزمين باتخاذ المراكز المقابلة لمراكز المشترين بعقود المستقبليات،وفي الغالب تكون هذه المراكز خاسرة. لذلك،ومقابل هذه المخاطرة،هم يحصلون على العلاوة (CME,2004:7).على سبيل المثال،افترض بان المتعامل اشترى خيار شراء عقد مستقبليات ما وكان سعر تنفيذ هذا الخيار هو (٨٥).وافترض أيضا" بان سعر المستقبليات اصبح (٩٥) عند استحقاق الخيار والمشتري نفّذ الخيار.وعند التنفيذ فان مشتري خيار الشراء يحظى بمركز طويل بعقد المستقبليات بسعر (٨٥) ومحرر خيار الشراء يتخذ المركز القصير المقابل بعقد المستقبليات بسعر (٨٥).ويؤشر مركز المستقبليات لكل من المشتري والبائع مباشرة مع السوق.وطالما ان سعر المستقبليات السائد وقت التنفيذ هو (٩٥) وان سعر التنفيذ هو (٨٥) فان المركز الطويل بالمستقبليات (مركز مشتري خيار الشراء) يحقق ربحا"قدره (١٠) بينما يعاني المركز القصير بالمستقبليات(مركز محرر خيار الشراء) من خسارة قدرها (١٠).وكل من المشتري والبائع مخيرين في التصرف بمراكزهما الجديدة بالمستقبليات،فإما ان يعكسا مراكزهما او يحتفظا بها لغاية الاستحقاق.وبنحو بديل افترض بان خيار المستقبليات هو خيار بيع وليس خيار شراء وان سعر المستقبليات عند الاستحقاق هو (٦٠) وليس (٩٥).فإذا نفّذ مشتري خيار البيع حقه،فانه سيتخذ مركز قصير بعقد المستقبليات الأساس بسعر التنفيذ (٨٥) وسيتخذ محرر الخيار مركز طويل بعقد المستقبليات بسعر (٨٥). ومن ثم تؤشر المراكز مع السوق بسعر المستقبليات السائد حينها والبالغ (٦٠) فيفضي ذلك الى تحقيق مشتري خيار البيع ربحا" قدره (٢٥) وتحّمل البائع خسارة قدرها (٢٥).وهنا أيضا" كل من المشتري والبائع مخيرين في التصرف بمراكزهما الجديدة بالمستقبليات (Fabozzi,et.al.,1998:545).وهذا يعني ان قرار تنفيذ الخيار هو بيد المشتري،وإذا ما تم تنفيذ خيار المستقبليات،فان عقد الخيار يغلق وان كلا الطرفين يصبح حرا" في التصرف بمركزه الجديد بالمستقبليات كما يراه مناسبا" (Blank,1996:105).لكن الخيار لاينفذ إذا لم يكن مربحا"،وهذا يعني ان خيار البيع يمكن ان ينفذ متى ما كان سعر تسوية المستقبليات لحظة التنفيذ دون سعر تنفيذ الخيار وان خيار الشراء يمكن ان ينفذ متى ما كان سعر تسوية المستقبليات لحظة التنفيذ فوق سعر تنفيذ الخيار (Mckissick,2004:3).ويتم تنفيذ الخيار بمكالمة هاتفية من مشتري الخيار الى سمساره يبّلغه فيها بأمر تنفيذ الخيار،فيقوم السمسار بإرسال إشعار التنفيذ لعضو التصفية الذي يرسل الإشعار بدوره الى دار التصفية.وتباشر دار التصفية من ناحيتها بإدخال كل من المشتري والبائع بمراكز مستقبليات وبسعر تنفيذ الخيار.ترشيح أو اختيار المحرر الذي يتولى مهمة تنفيذ خيار المشتري يتم عشوائيا" باستخدام الحاسوب وعلى وفق قاعدة الوارد أولا" صادر أولا" وعادة ما يتم اختيار أقدم محرر للخيار قائم لحد الآن ولم يعكس مركزه(Francis,1991:788); (Sharpe and Alexander,1990:535).

وبطبيعة الحال فان الدار لا ترشح المحرر من بين الزبائن مباشرة إنما من بين أعضاء التصفية،وهؤلاء هم الذين يرشحون المحرر من بين زبائنهم (Khoury,1984:17).والمحرر الذي ترشحه دار التصفية لتنفيذ الخيار يسمى المحرر المرشح (Assigned Writer).وهذا الأخير ربما لايكون نفس المحرر الأصلي للخيار

والسبب هو ان المحرر الأصلي ربما يكون قد اشترى الخيار وبذلك تخلص من مركزه بالخيار.وحينما ينقضي يوم الاستحقاق ولم ينّفذ الخيار فان عقد الخيار يشطب من سجلات دار التصفية وفي بعض الحالات فان الخيارات التي كان من الواجب ان تنّفذ عند الاستحقاق لاتنّفذ بسبب جهالة او سهو الزبون (Chance,1998:50-51).ففي بعض الأحيان قد ينسى المتعاملين تنفيذ الخيارات المربحة وهذا يمكن ان يفضي الى ضياع هذا الربح إذا ما انتهت صلاحية الخيار دون تنفيذه.ولتجنب حالات السهو هذه فان السوق توفر إجراءات التنفيذ التلقائي للخيار.وهذا يعني ان التنفيذ قد يكون بأمر حامل الخيار أو تلقائي من قبل البورصة.على سبيل المثال،إذا كان سعر مستقبليات الذهب يفوق سعر تنفيذ خيار الشراء بمقدار دولار واحد أو اكثر فان الخيار سينفذ بشكل تلقائي (Tompkins,1991:6).وبالنسبة لخيارات بورصة النفط الدولية فان أية خيارات تحقق ربح يزيد عن ٢٥ سنت ولم تنفذ من قبل حاملها بعد ساعة واحدة من إغلاق العمل في آخر يوم تداول فستنفذ بشكل تلقائي من قبل البورصة (Horsnell and Mabro,1993:53).ولكن خطورة التنفيذ التلقائي تتمثل بعدم رغبة حامل الخيار بالتنفيذ.خصوصا" إذا كان سعر الموجود الأساس يفوق بالكاد سعر تنفيذ خيار الشراء على سبيل المثال (Tompkins,1991:6).وتكاليف المعاملات المرافقة للتنفيذ من الممكن ان تفوق مبلغ التسوية النقدية للخيار وبالنتيجة فان الحامل سيتحمل خسارة صافية من التنفيذ (OCC,1994:43).سياسة التنفيذ التلقائي هذه ينبغي ان يكون منصوصا" عليها في الاتفاق الذي يوقع عليه الزبون لحظة فتحه للحساب(Chance,1998:51).ويتعين على حامل الخيار ان يستعلم من سمساره فيما إذا كان الخيار سينفذ بشكل تلقائي أم لا وتحت أي الظروف،وإذا لم يكن ينفذ تلقائيا" فما هي الخطوات التي يجب ان يتخذها حامل الخيار لغرض التنفيذ (OCC,2002:3-4).وحالما يتم اتخاذ مركز بسوق المستقبليات،بعد تنفيذ الخيار،فانه من الممكن ان يعكس بصفقة عكسية أو عبر عملية التسليم خلال مدة التسليم المنصوص عليها في العقد (باستثناء عقود التسوية النقدية).فإذا قرر بائع عقد المستقبليات تسليم السلعة المادية فان دار التصفية تكون هي المسؤولة عن ترشيح المشتري الذي يتولى مهمة الاستلام وعادة ما يكون صاحب أقدم مركز طويل بعقد المستقبليات (MGEX,2001:5).ويتعين على حامل الخيار إبلاغ شركة السمسرة برغبته في التنفيذ قبل ان توقف الشركة قبول أوامر التنفيذ في آخر يوم للتداول بالخيار.شركات السمسرة المختلفة لديها أوقات إيقاف مختلفة لقبول أوامر التنفيذ من الزبائن وان أوقات الإيقاف تلك ربما تختلف باختلاف الخيارات.لذا يتوجب على حملة الخيارات معرفة أوقات قبول أوامر التنفيذ لشركات السمسرة التي يتعاملون معها (OCC,1994:35).وبالنسبة لخيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس فانه ينفذ من قبل عضو التصفية قبل الساعة الخامسة والنصف بعد الظهر أو بعد (٤٥) دقيقة من اعلان سعر تسوية عقد المستقبليات الأساس أيهما ابعد في يوم استحقاق الخيار (NYMEX,2004b:11).والجدير بالذكر ان اغلب خيارات المستقبليات لاتنفذ،وعوضا"عن ذلك فان مشتريّ وباعة خيارات المستقبليات يبرمون عادة صفقات عكسية قبل تاريخ الاستحقاق (Sharpe and Alexander,1990:630).

٧,٤ عكس المركز Offset of Position

ان عكس مركز الخيار يعني تصفية الخيار عبر إبرام صفقة عكسية (Tompkins,1991:6).وينفذ أمر عكس المركز بنفس إجراءات افتتاح المركز.وهو قائم على اتخاذ مركز مماثل لكن معاكس للمركز المتخذ سلفا"بالخيار(Chance,1998:49-50). ومن المهم التمييز بين نوعين من الصفقات وهما صفقة الافتتاح وصفقة الإغلاق.صفقة الافتتاح هي صفقة الشراء أو البيع التي يبرمها المتعامل بالخيارات.إما صفقة الإغلاق فهي الصفقة التي يقوم بها حامل الخيار بالبيع العكسي لنفس الخيار،أو الصفقة التي يقوم فيها محرر الخيار بالشراء العكسي لنفس الخيار.وهذه الصفقة تلغي المركز السابق للمتعامل سواء أكان حاملا" أم محررا" للخيار(OCC,1994:8).ولان أي خيار نمطي هو قابل للمبادلة بأي خيار آخر مماثل له في الشروط،فان حامل (أو محرر) الخيار بإمكانه إغلاق (Close) أوعكس (Offset) مركزه قبل التنفيذ أو الاستحقاق من خلال بيع خيار له نفس شروط الخيار المشترى أو شراء خيار بنفس شروط الخيار المباع.ولكن لكي يتمكن حامل (أو محرر) الخيار من غلق أو عكس مركزه فان هناك حاجة لعامل أضافي وهو توسط دار التصفية بين المشترين والباعة.وبخلاف علاقة الطرفين في الخيار المتداول في السوق الموازية فان محرر الخيار النمطي ليس لديه التزام إزاء المتعامل الذي باع له الخيار إنما إزاء دار التصفية لذلك الخيار.وان حامل الخيار لاينظر للبائع لكي يقوم بالتنفيذ إنما ينظر لدار التصفية.وبذلك فان هذه الدار تمثل الضامن لكل خيار وتعد الطرف المقابل بكل صفقة.تنميط الشروط وتوسط دار التصفية هو الذي سمح بالتداول الثانوي للخيارات بالإضافة الى سهولة إصدارها وتنفيذها.على سبيل المثال،إذا رغب المحرر بإغلاق المركز بدون الانتظار لغاية التنفيذ أوالاستحقاق،فبإمكانه شراء خيار مماثل للخيار الذي حرره.ولان بيعه (صفقة الافتتاح) وشراؤه اللاحق (صفقة الإغلاق) هما مع نفس الطرف (دار التصفية) فان الصفقتين إحداهما تعكس الأخرى والمتبقي هو الفرق النقدي (الربح أو الخسارة) الذي تتم تسويته بين المحرر ودار التصفية (Kramer,1991:102).وتمكن دار التصفية المشترين والباعة من إغلاق مراكزهم في أي وقت.فإذا اصبح المشتري فيما بعد بائعا" لنفس العقد فان

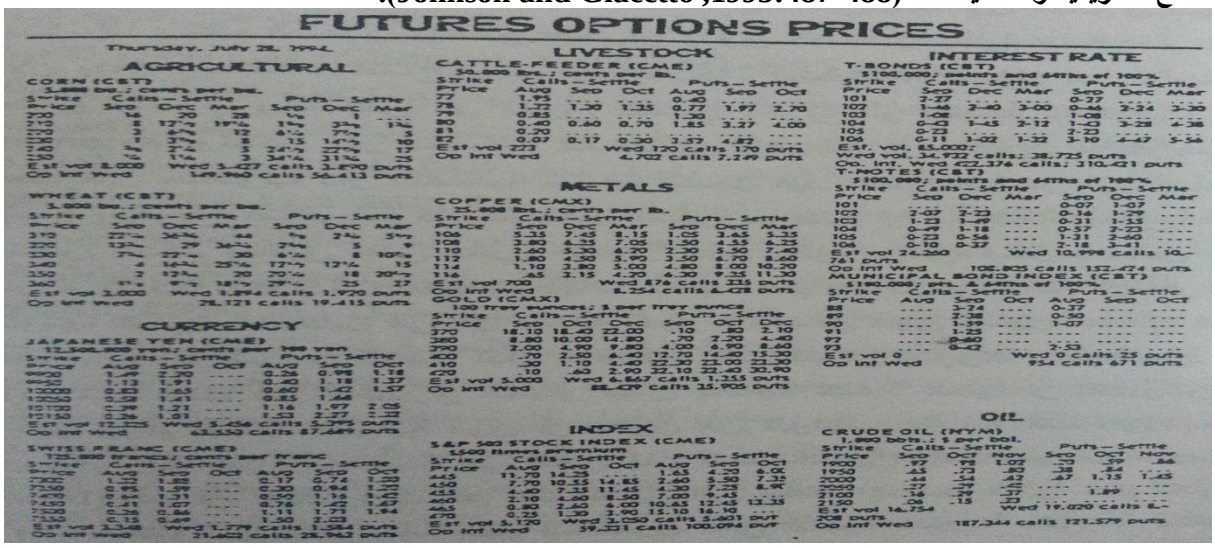
حاسوب دار التصفية سوف يسجل قيد عكس المركز في حساب هذا المتعامل ويلغي كلا العقدين (قيد الشراء وقيد البيع) ويصبح صافي مركز المتعامل صفرا".بمعنى ان صفقة الافتتاح هي شراء الخيار وصفقة الإغلاق هي بيع نفس الخيار.ونفس الكلام ينطبق على محرر الخيار الذي يغلق مركزه بشراء نفس الخيار.أي ان صفقة الافتتاح هي بيع وصفقة الإغلاق هي شراء (Sharpe and Alexander,1990:535).والواقع ان دار التصفية هي التي تخلق السوق الثانوية وتعزز سيولتها كونها الطرف المقابل في كل صفقة خيار.وبالتالي فهي تسّهل على المتعاملين عكس مراكزهم،فحامل (أو محرر) الخيار بإمكانه بيع (أو شراء) الخيار لدار التصفية التي تتولى بدورها مهمة بيع (أو شراء) الخيار لمتعامل آخر (Francis,1993:517).وتبعا" لذلك فان مشتري الخيار ليس بحاجة لتنفيذ الخيار لغرض تحقيق الربح. فالمتعامل بإمكانه تصفية مركز الخيار عبر إبرام صفقة عكسية دون ان يكون من الواجب عليه التداول بعقد المستقبليات الأساس.والقدرة على فتح وغلق مراكز الخيارات على أساس يومي تعني بان المستخدمين بإمكانهم شراء وبيع التأمين السعري متى ما رغبوا بذلك (Blank,1996:105).كما ان العكس يساعد المتعاملين في إيقاف الخسارة،في حال تحرك السوق بالضد من توقعاتهم،عبر استرجاع جزء من كلفة العلاوة وبالتالي بإمكانهم الحصول على حماية سعرية متى ما احتاجوا إليها دون خسارة كامل العلاوة وبالتالي تقليل تكاليف استراتيجية التداول بالخيارات.ويعتمد قرار عكس مركز الخيار على التوقعات المتعلقة بمستوى أو تقلب أسعار عقد المستقبليات الأساس (Blank,1996:107).والجدير بالذكر ان اغلب مشتري الخيارات يعكسون مراكزهم بدلا"من تنفيذ الخيار لتجنب خسارة قيمة العلاوة (التي تتناقص كلما قصر الوقت المتبقي لغاية استحقاق الخيار) وكذا لتجنب اتخاذ مركز بعقد المستقبليات وما يترتب على ذلك من إيداع متطلبات الهامش والعمولات (Mckissick,2004:3).

٨,٤ إصدار خيارات مستقبليات السلع Issuing Commodity Futures Options

ان الخيارات المالية النمطية الأمريكية تصّدرها وتضمنها مؤسسة تصفية الخيارات(Option – OCC Clearing Corporation) التي تخضع في تنظيمها لهيئة الأوراق المالية والتبادل (SEC)[٨].وجميع خيارات مستقبليات السلع الأمريكية تصّدرها دار التصفية العاملة في بورصة مستقبليات السلع التي تتداول فيها الخيارات والتي تخضع في تنظيمها لهيئة التداول بمستقبليات السلع (CFTC) (Kramer,1991:126).وعلى الرغم من ان دار التصفية هي التي تصّدر الخيارات الا أنها لا تحررها (لاتبيعها).فهي تعمل كوسيط بين مشتري وبائع الخيار (Francis,1993:517).وهذا يؤكد ان دار التصفية هي التي تتولى مهمة إصدار خيارات مستقبليات السلع في كل بورصة مستقبليات تتداول فيها هذه العقود.

٩,٤ قراءة نشرة الأسعار Quotation Reading

يعرض الشكل (١) نشرات أسعار العديد من عقود خيارات مستقبليات السلع كما هي عليه في صحيفة الوول ستريت.وتعد عقود خيارات مستقبليات الطاقة واحدة من أسرع عقود الخيارات نموا" في بورصات مستقبليات السلع الأمريكية والعالمية (Johnson and Giacctto ,1995:487-488).



الشكل (١) نشرات أسعار عقود خيارات المستقبليات من صحيفة وول ستريت

(١)Securities and Exchange Commission,SEC.

Source:Wall Street Journal,July 28,1994 in (Johnson,Stafford R. and Carmelo Giaccotto,Options and Futures:Concepts,Strategies,and Applications,Minneapolis:West Publishing Company,1995:489)

وبداخل نشرة أسعار كل عقد هناك اسم العقد(نفط خام:Crude Oil)ومختصر اسم البورصة(بورصة نيويورك التجارية:NYM) وحجم العقد(ألف برميل 1000bbls)ووحدة التسعير(دولار للبرميل الواحد:perbbl$).العمود الأول يمثل أسعار التنفيذ المختلفة المدرجة لكل خيار(يلاحظ بان الإضافات لسعر تنفيذ خيار مستقبليات النفط الخام هي٥٠ سنت:١٩$،١٩,٥$،٢٠$..الخ).والأشهر الظاهرة بالنشرة هي أشهر استحقاق الخيار وهي عينه من أشهر العقد محل التداول وليس جميعها.والنشرة مقسمة الى قسمين،الأول لخيارات الشراء (Calls-C) والثاني لخيارات البيع (Puts-P) والأرقامالظاهرة أسفل الأشهر في كل قسم تمثل أسعار تسوية (Settle) (علاوات) الخيارات ذات الاستحقاقات وأسعار التنفيذ المختلفة الظاهرة والتي تم تحديدها عبر التداول بالبورصة في ذلك اليوم.على سبيل المثال،سعر تسوية خيار شراء مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو (سبتمبر– ١٩$)[٩]هو (٩٧.$) للبرميل بينما سعر تسوية خيار بيع مستقبليات النفط الخام (سبتمبر– ١٩$) هو (٢٠.$) للبرميل.ويلاحظ بان لكل شهر هناك واقعا" الكثير من عقود الخيارات المنفصلة التي بالإمكان التداول بها.وعدد هذه العقود مرتبط بعدد أسعار التنفيذ المدرجة.كما ويلاحظ بان لكل سعر تنفيذ هناك الكثير من عقود الخيارات المنفصلة التي بالإمكان التداول بها.وعددها يعتمد على عدد الأشهر المتاحة للتداول.وإذا لم يحصل تداول بالعقد فتظهر في النشرة نقاط متقطعة محل سعر تسوية العقد.وأسفل كل نشرة هناك معلومات إضافية ثمينة تتمثل بحجم التداول في ذلك اليوم واليوم السابق مجزأ الى خيارات الشراء وخيارات البيع والمراكز المفتوحة لجميع أسعار التنفيذ وأشهر الاستحقاق المتاحة (Mckissick and Shumaker,1990:3-4).حجم التداول يمثل إجمالي عقود الخيارات (شراء وبيع) المتداولة في ذلك اليوم.وهو من المعلومات الفنية الهامة جدا" والتي تستخدم في التنبؤ بالأسعار المستقبلية للموجودات الأساس (Pan and Poteshman,2004:1).أما المراكز المفتوحة فهي تمثل عد خيارات الشراء والبيع القائمة ولم تغلق (بالتنفيذ أو العكس أو الاستحقاق) لحد الآن (Investopedia,2002:7-8).ولابد من الإشارة الى ان الشكل(٢) يظهر عينة من نشرات الأسعار لأنشط عقود الخيارات المتداولة كما هي عليه في الصحف المتخصصة. وبالإضافة لذلك فان مؤسسات الإعلان المتخصصة (مثل مؤسسة Barron) تنشر نشرات أسعار تفصيلية لكل خيار مستقبليات سلعي كل يوم تداول.وتضم هذه النشرة سعر الافتتاح وأعلى وأدنى سعر وسعر التسوية وصافي التغير بسعر تسوية الخيار المعني فضلا" عن سعر تسوية عقد المستقبليات الأساس (Chance,1992:442-443).

١٠,٤ التنظيم القانوني لسوق خيارات مستقبليات السلع

Regulation of Commodity Futures Options Market

ان أسواق الخيارات في أمريكا،وهي الأكبر في العالم،منظمة قانونيا"من قبل هيئة الأوراق المالية والتبادل (SEC) وهيئة التداول بمستقبليات السلع (CFTC).وفي ديسمبر١٩٨١ اتفق رئيس كل من (SEC)[١٠] و(CFTC) على ان تحظى (SEC) بالسلطة الحاكمة الحصرية على الخيارات المالية كخيارات الأسهم والسندات بينما تحظى (CFTC) بالسلطة الحاكمة الحصرية على جميع خيارات المستقبليات المالية والسلعية.وهذا الاتفاق اصبح يعرف باتفاقية جونسون– شاد (Johnson – Shad Accord)على اسم الرئيسين،وقد تمت المصادقة عليها من قبل الكونغرس في أواخر١٩٨٢.لذلك فان (SEC) هي من تتولى مهمة التنظيم القانوني للخيارات المالية الفورية بينما تتولى (CFTC) مهمة التنظيم القانوني لخيارات المستقبليات (Edwards and Ma,1992:489-490).وهذا يعني ان خيارات مستقبليات الطاقة لسوق نايمكس تخضع للتنظيم القانوني لهيئة التداول بمستقبليات السلع.بالمقابل فان بورصة النفط الدولية (IPE) هي منظمة من قبل سلطة الخدمات المالية (FSA) في المملكة المتحدة بوصفها بورصة استثمار معترف بها وذلك بمقتضى قانون الخدمات والأسواق المالية (FSMA)[١١] لعام ٢٠٠٠.بالإضافة لذلك وفي ابريل ٢٠٠٣ تلقت بورصة (IPE) مساعدة من هيئة (CFTC) الأمريكية وذلك بالسماح لجميع العقود الأمريكية بالتداول في بريطانيا وعلى منصة(ICE) طوال يوم التداول.وطبقا" لـ(FSMA) فان جميع

---

(1)الطريقة المختصرة في الأدب المالي لوصف خيار المستقبليات هي بذكر نوع الخيار (شراء أم بيع) ثم نوع الموجود الأساس ثم يذكر بين قوسين شهر استحقاق الخيار وسعر تنفيذه.

(1)ان(SEC) هي وكالة تنظيم فدرالية تأسست في عام ١٩٣٤ لمراقبة صناعة الأوراق المالية التي تضم الأسهم والسندات والخيارات المالية الفورية والصناديق التعاونية.وهدفها هو ضمان الإفصاح الكامل عن جميع المعلومات ذات الصلة بالاستثمارات المعروضة للجمهور العام.ولديها السلطة لوضع قواعد وإجراءات تنظيمية والتحري عن الانتهاكات الممكنة لقوانين الأوراق المالية الفدرالية (Chance,1998:61).

(2) Financial Services and Markets Act,FSMA.

المشتركين ببورصة (IPE) المقيمين في بريطانيا يتم ترخيصهم وتنظيمهم من قبل (FSA)،أما المشتركين من خارج بريطانيا فيتم تنظيمهم عبر السلطة التنظيمية المختصة في ذلك البلد (IPE,2004a:2).

٥. وظائف أسواق خيارات مستقبليات السلع

تؤدي أسواق خيارات مستقبليات السلع عددا"من الوظائف الهامة جدا"التي تعود بالنفع على الفرد والمؤسسة والمجتمع ككل. وفيما يلي نقاش لأهم هذه الوظائف.

١,٥ التحوط Hedging

تستخدم الشركات على نحو مستمر خيارات مستقبليات السلع لتقليل مخاطرتها السعرية،على سبيل المثال شركة تعليب اللحوم التي ترغب بوضع سقف على كلفة اللحوم ربما تقتني خيارا"لشراء الماشية الحية(Brealey and Myers,1996:557). وبامكان المحوط أيضا" حماية نفسه من انخفاض الأسعار باستخدام التحوط القصير بالمستقبليات.لكن إذا ارتفعت الأسعار خلال مدة التحوط فانه لن يعود قادرا" على الإفادة من ارتفاع الأسعار.وبالتالي فان هناك بديلا" أفضل للتحوط في بورصة المستقبليات.وهذا البديل هو اكثر ملائمة لبعض المنتجين لأنه أشبه بشراء وثيقة تأمين للحماية ضد انخفاض الأسعار.فهو يسمح لهم بتحقيق الربح إذا ماارتفعت الأسعار.وهذا البديل هو التحوط باستخدام خيار البيع الطويل.فهذا البديل يسمح للمحوطين بوضع حد أدنى (أو أرضية) لسعر البيع.اذ ان المحوط يشتري خيار البيع ويدفع العلاوة تماما" مثل وثيقة التأمين.وليس هناك من حساب هامش مطلوب لشراء الخيار.والواقع ان هناك الكثير جدا" من بدائل التحوط باستخدام الخيارات المتاحة أمام مختلف المحوطين (CBOT,2004:16).وفي مجال الطاقة فان المنتجين وشركات التكرير والموزعين والمستهلكين بحاجة دائمة للدخول في التزامات لشراء أو بيع سلع الطاقة ولعدد من الأشهر في المستقبل (IPE,2004b:5).والمشكلة المتأصلة في التجارة الدولية هي ان الكثير من منتجات الطاقة هي عرضة لتقلبات سعرية واسعة قد تقضي على الأرباح،لذا فقد أقيمت أسواق خيارات المستقبليات لتقديم آلية للسيطرة على هذه المخاطرة السعرية.وبالإمكان توليف الخيار مع موجوده الأساس (أو مع خيار آخر)للحصول على محفظة خالية من المخاطرة.وهذا يعني انه من الممكن نظريا" استخدام الخيار للحصول على تحوط كامل ضد التقلبات السعرية بسعر الموجود الأساس(Reilly and Brown,2000:994).

٢,٥ اكتشاف السعر Price Discovery

ان التداول بعقود إدارة المخاطرة،وخصوصا" المستقبليات وخيارات المستقبليات،ومن الممكن ان يلعب دورا حيويا" هاما" في آليات اكتشاف السعر للسلع ذات الصلة.فأسعار هذه العقود عبر أشهر الاستحقاق المختلفة يجب ان تقدم صورة عن الأسعار المستقبلية المتوقعة.لذلك فان أسعارها يمكن ان تستخدم بشكل آمن في مفاوضات الأسعار عند إبرام صفقات السلع في السوق الفوري.

كما ان هذه المعلومة السعرية القيّمة تستخدم في تخمين السعر السوقي المتوقع لمخزونات السلع.على سبيل المثال،أسواق المستقبليات وخيارات المستقبليات تستخدم باستمرار في تقييم النفط الذي يتم تسليمه اليوم والذي من المتوقع تسليمه في المستقبل.وبالنتيجة فان المعلومات السوقية المشاهدة بالإمكان استخدامها لتقييم الاحتياطات النفطية الموجودة تحت الأرض كخزين (Considine and Larson,2004:1).فضلا"عن ان أسواق الخيارات تقدم معلومات قيّمة أيضا"حول تقلب وبالتالي مخاطرة الموجود الأساس (Chance,1998:16).كما ان الأسعار المتولدة من السوق تتمتع بالشفافية الكاملة لأنها تطلق ثانية بثانية مع مجريات التداول وتوفر بيئة عادلة وتنافسية (IPE,2004b:5).لذلك فان من بين الوظائف الأساسية الهامة لأسواق خيارات المستقبليات هي اكتشاف السعر.وغني عن البيان ان للأسعار دورها في التوزيع العقلاني للعرض المتاح والتخصيص الكفوء للموارد (Blank,et.al.,1991:1).

٣,٥ المضاربة Speculation

ان الوظيفة التي طرحت لأجلها الخيارات بالأساس هي التحوط أو التأمين.وبهذا الصدد فان خدمات عالم المالية تلبي الاحتياجات الكاملة لعالم التجارة.وكتأمين فان الخيارات تشترى أو تباع في مقابل الاحتياجات الفعلية للموجودات الفورية وذلك بقصد تقليل أوالتخلص من مخاطرتها السعرية.وفي جانب المضاربة فان الخيارات تقدم للمستثمر نوع من الرهانات محدودة المخاطرة.فهي تتيح له فرصة تحقيق عائد مكافئ لعائد الاستثمار الفعلي بالموجود نفسه.لكن الفارق هو ان رأسمال الاستثمار بالخيارات لايشكل سوى نسبة صغيرة من الاستثمار الفعلي بالموجود وهذا ما يسمى بالرافعة.فالعائد المحتمل هو كبير جدا" مقارنة بالمخاطرة.والخيار هو عقد لشراء أو بيع موجود محدد خلال فترة محددة تمارس فيها الكثير من قوى السوق تأثيرها على سعر الخيار وبذلك تسمح للمتعاملين الماهرين في السوق ببناء استراتيجيات تداول فاعلة في الأمدين القصير والطويل (Tompkins,1991:2).وهذا يعني ان الجانب الآخر للتحوط هو المضاربة.فإذا لم يجد المحوط محوطا" آخر له رغبة ببناء تحوط معاكس،فان مخاطرته يجب ان يتحملها مضارب.وتزود أسواق المشتقات بوسائل بديلة وكفوءة للمضاربة.وبدلا" من التداول بالأدوات الفورية فان المستثمر بإمكانه التداول بعقد المشتقة.ويفضل الكثير من المستثمرين المضاربة باستخدام المشتقات بدلا" من الأدوات الفورية.فسهولة

المضاربة باستخدام المشتقات يجعل منها بالنتيجة أدوات اكثر سهولة واقل كلفة للمحوطين (Chance,1998:16).ويعد التداول بالخيارات واحدا" من اسخن الأنشطة المالية في الولايات المتحدة والعالم. ومايتضمنه من رافعة تمكن المضاربين من جني الثروة باستخدام رأسمال صغير(Brigham and Ehrhardt,2002:585).والمضاربين بسوق الخيارات هم عادة لا يتعاملون بالسلع الفورية في أعمالهم الاعتيادية.لذلك فهم يتحملون المخاطرة السعرية للمحوطين وهدفهم هو تحقيق الربح من تقلب الأسعار.ومن الصعب على سوق الخيارات ان يعمل بدون المضاربين.فهم لايقّدرون بثمن من حيث "صناعة السوق" لأنهم في الغالب يوفرون السيولة المطلوبة وأنشطتهم في المراجحة تعزز الكفاءة التسعيرية للسوق (Blank,et.al.,1991:23).وينطوي التداول بخيارات المستقبليات على درجة عالية من الرافعة.فالعلاوة المدفوعة مقابل الخيار هي مجرد نسبة صغيرة من قيمة الموجودات التي يغطيها.لذلك حتى التغير الصغير بسعر عقد المستقبليات من الممكن ان يفضي الى أرباح أو خسائر كبيرة نسبة للعلاوة.

على سبيل المثال، افترض بان المستثمر دفع علاوة قدرها(٢٠٠$)مقابل خيار شراء مستقبليات الذهب(١٠٠ اونسة) بسعر التنفيذ البالغ (٣٠٠$) للاونسة في الوقت الذي كان فيه سعر مستقبليات الذهب يبلغ (٣٠٠$) للاونسة.وعند الاستحقاق،إذا ما ارتفع سعر المستقبليات الى (٣٠٣$) (زيادة بنسبة ١% فقط) فان قيمة الخيار سوف تزداد بمقدار (٣٠٠$) وهذا يشكل معدل عائد قدره (١٥٠%) بالمقارنة مع قيمة الاستثمار المبدأي البالغ (٢٠٠$) (NFA,2000:13).

وعلى الرغم من ان المستقبليات تستخدم للمضاربة أيضا" الا ان الخيارات هي اكثر مرونة من المستقبليات،فالخيارات بالنسبة للمضاربين من الممكن ان تتيح لهم مضاربات مسيطر عليها بشكل أفضل من المستقبليات.اذ ان أقصى خسارة مترتبة على شراء الخيار تكون مقتصرة على ما يدفع مقابل الخيار أما في تداول المستقبليات أو الاحتفاظ بالسلعة في المخازن فان التكاليف والخسائر لن تكون محدودة بهذه السهولة.

٦. تأثير سوق الخيارات على السوق الفوري

ان أسواق المشتقات تشترط وجود المضاربين الراغبين بتحمل المخاطرة السعرية وذلك لتلبية احتياجات المحوطين الراغبين بتخفيض هذه المخاطرة.وهناك وجهة نظر تقول بان أنشطة المضاربين تفوق في تأثيرها أنشطة المقامرين.والواقع ان وجهة النظر هذه ليست دقيقة.فأسواق المشتقات لاتخلق ولاتعدم الثروة،إنما هي مجرد أداة لتحويل المخاطرة.على سبيل المثال، أسواق الأسهم بإمكانها خلق الثروة،فالشركة التي لديها فكرة جديدة قد تطرح أسهما" ليكتتب بها الجمهور.والمستثمرين يشترون الأسهم والشركة تستخدم رأس المال لتطوير وتسويق الفكرة.ومن ثم يشتري الزبائن السلعة أو الخدمة وتحقق الشركة الربح ويزداد سعر السهم وينتفع الجميع.بالمقابل في أسواق المشتقات فان أرباح المستثمر الأول تكون على حساب خسارة المستثمر الآخر.فهذه الأسواق لاتضيف شيئا" لمخاطرة الاقتصاد،إنما تسمح فقط بتمرير المخاطرة من مستثمر لآخر.وماهو اكثر أهمية أنها تسمح بانتقال المخاطرة السعرية للسلع الحقيقية من أولئك الراغبين بالتخلص منها الى أولئك الراغبين بتحملها.والتمييز الهام بين أسواق المشتقات والمقامرة يكمن في المنافع التي تعود للمجتمع.فالمقامرة تعود بالنفع فقط على المشتركين بالمقامرة وربما لقلة آخرين ينتفعون بصورة غير مباشرة.أما منافع المشتقات فهي تمتد كثيرا" الى ماهو ابعد من مشتركي السوق. فالمشتقات تساعد الأسواق الفورية لتصبح اكثر كفاءة وتقدم فرصا" أفضل لإدارة المخاطرة.وهذه المزايا تعود بالنفع على المجتمع ككل (Chance,1998:17-18).والخيارات من جانبها لاتستحدث مخاطر جديدة إنما تعالج المخاطر القائمة وبذلك لايمكنها زيادة المستوى الكلي للمخاطرة في الاقتصاد.بل على العكس فالخيارات بإمكانها عزل المخاطرة وتسهيل تحويلها الكفوء من المحوطين الى المضاربين.وهذه القدرة على عزل المخاطرة بتكاليف منخفضة جعلت الخيارات خصوصا" والمشتقات عموما" أدوات إدارة مخاطرة مفيدة جدا" (Hentschell and Smith,1995:2).كما ان تأثير الخيارات على سوق السلع الفوري يجب ان يكون مشابها" لتأثير الشكل المتطور للتأمين على أي نشاط خطر.بالتالي فان عددا" اكبر من المشتركين المتجنبين للمخاطرة يجب ان يكونوا منجذبين نحو النشاط ويجب ان يطالبوا بعلاوة مخاطرة اصغر في عوائدهم.عليه فان استخدام خيارات مستقبليات السلع يميل الى زيادة الإنتاج وتخفيض الأسعار وتحسين كفاءة سوق السلع الفوري(Gardner,1977:989-991).وهناك جملة من الدراسات التي أجريت وهي تستهدف بيان اثر طرح الخيارات على السوق الفوري.وليس هناك من دراسة وجدت بان التداول بالخيارات زاد من التقلب،بل ان الدراسات الأخيرة وجدت انخفاضا" في المخاطرة السعرية وازديادا" بحجم التداول بعد طرح الخيارات للتداول.وهذا يعني ان طرح الخيارات زاد من سيولة واستقرار السوق الفوري (Gemmill,1993:261-262).

الاستنتاجات

١.بينما تعتبر المستقبليات أسواق السبعينيات من القرن الماضي فان خيارات المستقبليات هي أسواق الثمانينيات،والنمو السريع بحجم تداول خيارات مستقبليات السلع عموما"والطاقة خصوصا"يعكس نجاح السوق في اجتذاب كل من المحوطين والمضاربين.

٢.لطالما ان عقود مستقبليات السلع وخيارات مستقبليات السلع كلاهما يتداول في نفس بورصة المستقبليات،فان لدى العقدين الكثير من القواسم المشتركة فيما يخص التنظيم وآليات التداول.إذ ان أصناف المتعاملين في سوق المستقبليات هم أنفسهم في سوق خيارات المستقبليات سواء أكانوا اعضاءا" أم غير أعضاء.وهناك دار التصفية ومتطلبات الهامش على محرري الخيارات والتسوية اليومية وعكس المراكز وغيرها من المشتركات.لكن مع ذلك هناك اختلاف شاسع في آلية عمل العقدين.

٣.تظل الشركات والمؤسسات من الدول المتقدمة تشكل نسبة كبيرة من نشاط مستقبليات السلع التي تستخدم لأغراض التحوط أو المضاربة.واستخدام الدول النامية ودول أوربا الشرقية لبورصة المستقبليات سواء بشكل مباشر أو عبر الوسطاء هو محدود نوعما،وبالتالي فأن اشتراكها هو غير فاعل.إذ ان عددا" صغيرا" جدا" من شركات الدول النامية والمؤسسات الأخرى هي أعضاء في بورصات الدول المتقدمة.لكن هذا العدد الصغير يبدو أنه في تنامي.

٤.تؤدي سوق خيارات مستقبليات السلع عددا" من الوظائف الهادفة لخدمة المجتمع وأهمها التحوط واكتشاف الأسعار والمضاربة المنظمة.

٥.ان لسوق خيارات مستقبليات السلع تأثيرا"ايجابيا" على السوق الفوري،إذ وجدت جملة من الدراسات بان التداول بهذه العقود لم يزد التقلب،بل على العكس من ذلك وجدت انخفاضا" في المخاطرة السعرية وازديادا" بحجم التداول بعد طرح الخيارات للتداول.وهذا يعني ان طرح هذه العقود زاد من سيولة واستقرار السوق الفوري.

التوصيات

١.توعية ذوي العلاقة والمهتمين من الجهات المسؤولة والمستثمرين،الأفراد والمؤسسات،بأهمية سوق خيارات مستقبليات السلع التي تتداول بأحدث وأنجع أدوات إدارة المخاطرة النظامية في العالم ولفت أنظارهم إلى ضرورة وحتمية امتلاك المعرفة والخبرة المتخصصة والمتعمقة فيها.

٢.إقامة سوق للتداول بخيارات مستقبليات السلع عامة"ومنتجات الطاقة خاصة"في العراق وذلك عبر تلبية كافة المتطلبات اللازمة لتأسيس سوق مستقبليات هذه السلع خصوصا"وان لدى العراق الأساس المادي (في مجال النفط الخام على الأقل) الذي بالإمكان تطويره بما ينسجم وإنجاح مثل هذه التوصية.

قائمة المصادر

أولا": المصادر العربية

البحوث غير المنشورة :

١.هادي،ميثم ربيع،استخدام خيارات مستقبليات السلع في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام،دراسة تطبيقية لتحويط المخاطرة السعرية للخام العراقي،اطروحة قدمت إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة بغداد وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال،٢٠٠٦.

ثانيا" : المصادر الأجنبية

آ. الكتب

2.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.

3.Brealey,Richard A.and Stewart C.Myers,Principles of Corporate Finance,5th ed.,N.Y.:The McGraw–Hill Companies.Inc.,1996.

4.Brigham,Eugene F. and Michael C. Ehrhardt,Financial Management:Theory and Practice,10th ed., Australia :Thomson Learning,2002.

5.Chance,Don M.,An Introduction to Options and Futures,2nd ed.,ForthWorth:The Dryden Press,1992.

6.———,An Introduction to Derivatives,4th ed.,Forth Worth:The Dryden Press,1998.

7.Cohen,Jerome B.,Edward D. Zinbarg and Arthur Zeikel,Investment Analysis and Portfolio Management ,5th ed.,Homewood,Illinois:Irwin Inc.,1987.

8.Dubofsky,David A.,Options and Financial Futures:Valuation and Uses,N.Y.:McGraw–Hill,Inc.,1992.

9.Duffie,Darrell,Futures Markets,N.J.:Prentice–Hall,1989.

10.Edwards,Franklin R. and Cindy W. Ma,Futures and Options,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1992.
11.Fabozzi,Frank J.,Franco Modigliani and Michael G.Ferri,Foundations of Financial Markets and Institutions,2nded.,N.J.:Prentice–Hall International,1998.
12.Francis,JackClark,Investments:Analysis and Management,5thed.,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1991.
13.———,Management of Investments,3rded.,N.Y.:McGraw–Hill,Inc.,1993.
14.Gastineau,Gary L.,The Options Manual,2nded.,N.Y.:McGraw–Hill,1979.
15.Gemmill,Gordon,Options Pricing:An International Perspective,London:McGraw–Hill Book Company,1993.
16.Horsnell,Paul and Robert Mabro,Oil Markets and Prices:The Brent Market and the Formation of World Oil Prices,London:Oxford University Press,1993.
17.Hull,John C.,Options,Futures,and Other Derivative Securities,N.Y.:Prentice–Hall,1989.
18.——,Introduction to Futures and Options Markets,3rded.,N.Y.:Prentice-Hall,1998.
19.Johnson,Stafford R. and Carmelo Giaccotto,Options and Futures:Concepts,Strategies,and Applications ,Minneapolis:West Publishing Company,1995.
20.Khoury,Sarkis J.,Speculative Markets,N.Y.:Macmillan Publishing Company,1984.
21.Kolb,Robert W.,Understanding Futures Markets,5thed.,UK:Blackwell Publishers,1997.
22.Kramer,Andrea S.,Financial Products:Taxation,Regulation,and Design,N.Y.:John Wiley & Sons,1991.
23.McInish,Thomas H.,Capital Markets:A Global Perspective,USA:Blackwell Publishers,2000.
24.Reilly,Frank K.,Investments,3rded.,Fort Worth:The Dryden Press,1992.
25.—— and Keith C. Brown,Investment Analysis and Portfolio Management,6thed.,FortWorth: The Dryden Press,2000.
26.Rose,Peter S.,Money and Capital Markets:Financial Institutions and Investments in Global Marketplace ,6thed.,Boston:Irwin/McGraw-Hill,1997.
27.Schall,Lawrence D.and Charles W.Haley,Introduction to Financial Management,N.Y.:McGraw-Hill,1986.
28.Sharpe,William F. and Gordon J. Alexander,Investments,4thed.,N.J.:Prentice-Hall,1990.
29.Siegel,Daniel R.and Diane F.Siegel,Futures Markets,Chicago:The Dryden Press,1990.
30.Solnik,Bruno,International Investments,4thed.,Reading:Addison-Wesley,2000.
31.Tompkins,Robert,Options Explained,N.Y.:Stockton Press,1991.

ب. الدوريات :

32.Gardner,Bruce,L.,Commodity Options For Agriculture,American Journal For Agricultural Economic ,December 1977.
33.Rutz,Roger D.,Clearance,Payment,and Settlement System in the Futures,Options,and Stock Markets, The Review of Futures Markets,Vol.7,1988.

ج.شبكة المعلومات الدولية :

34.Blank,Steven C.,Livestock Hedging Using Futures or Options,Ranch Business Management,California University,1996.
35.CBOE-Chicago Board Options Exchange,Options Basics,2004.

36.CBOT-Chicago Board Of Trade,Introduction to Hedging With Futures and Options,2004.
37.CFTC-Commodity Futures Trading Commission,Annual Report,2002.
38.CME-Chicago Mercantile Exchange,Feature of Futures Markets:Basics of Trading,2004.
39.Considine,Timothy J. and Donald F. Larson,Uncertainty and the Price for Crude Oil Reserves,2004.
40.Hentschel,Ludger and Clifford W. Smith,Risks in Derivatives Markets,Financial Institutions Center, The Wharton School,University of Pennsylvania,1995.
41.Invesopedia(Investments Analysis Company),Options Basics Tutorial,2002.
42.IPE-International Petroleum Exchange,IPE Brent Crude Options Contract Specifications,2004a.
43.————————,Energy Futures and Options Trading,2004b.
44.Mckissick,JohnC.and GeorgeA.Shumaker,Commodity Options:Price Insurance for the Farmer,April1990.
45.———,Commodity Options as Price Insurance for Cattlemen,2004.
46.MGEX-Minneapolis Grain Exchange,Examining Futures and Options,2001.
47.NFA-National Futures Association,Buying Options on Futures Conracs:A Guide to Uses & Risk,2000.
48.NYMEX-New York Mercantile Exchange, A Guide to Energy Hedging,2004a.
49.———————— ,Light, Sweet Crude Oil,2004b.
50.OCC-Options Clearing Corporation,Characteristics and Risk of Standard Options,February 1994.
51.———————— ,Put and Call Options,April 12,2002.
52.UNCTAD-United Nations Conference on Trade and Development,A Survey of Commodity Risk Management Instruments,Report by the UNCTAD Secretariat,April6,1998.
53.USDA-RMA(US Department of Agricultural-Risk Management Agency),Options on Futures Contracts,