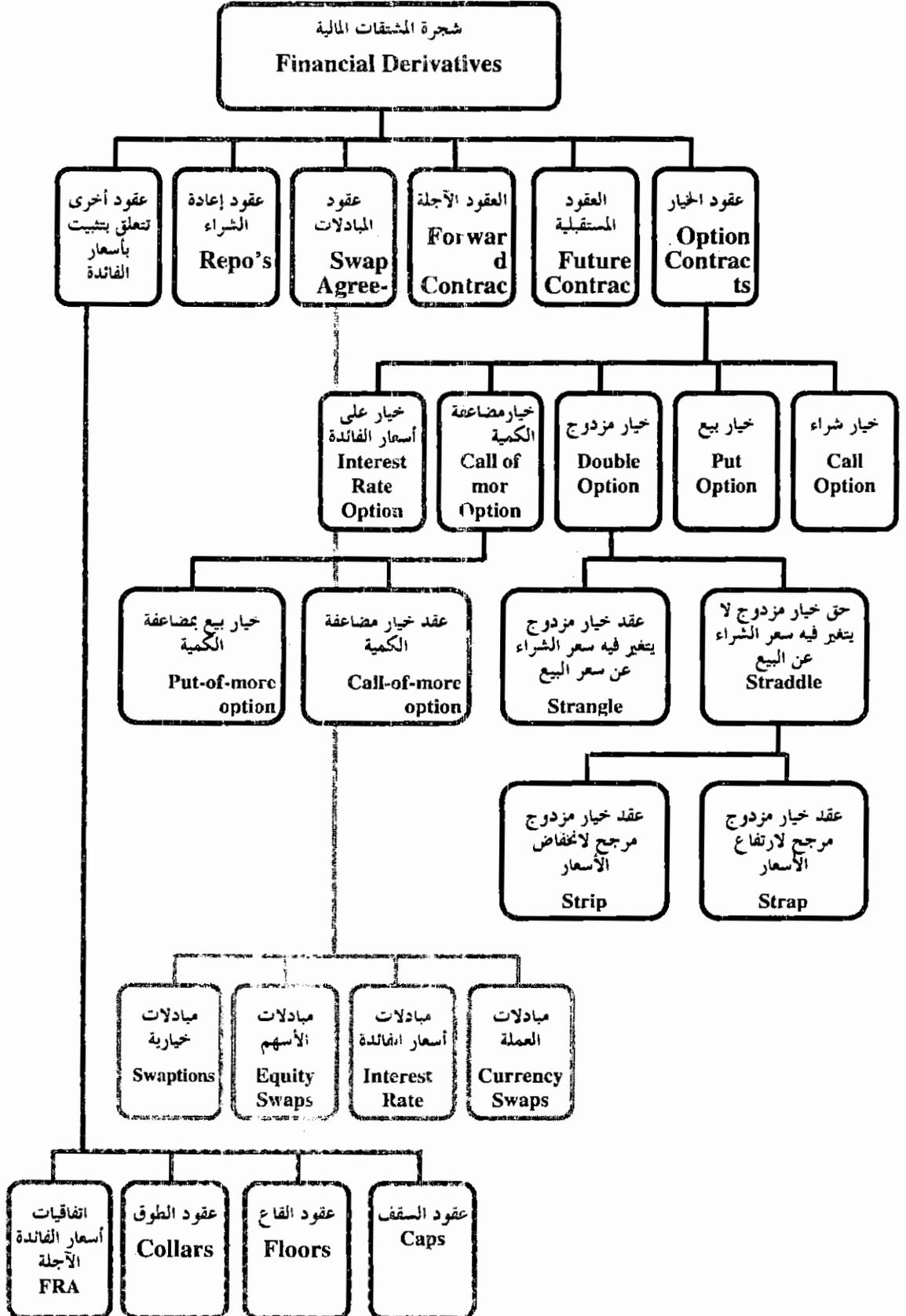


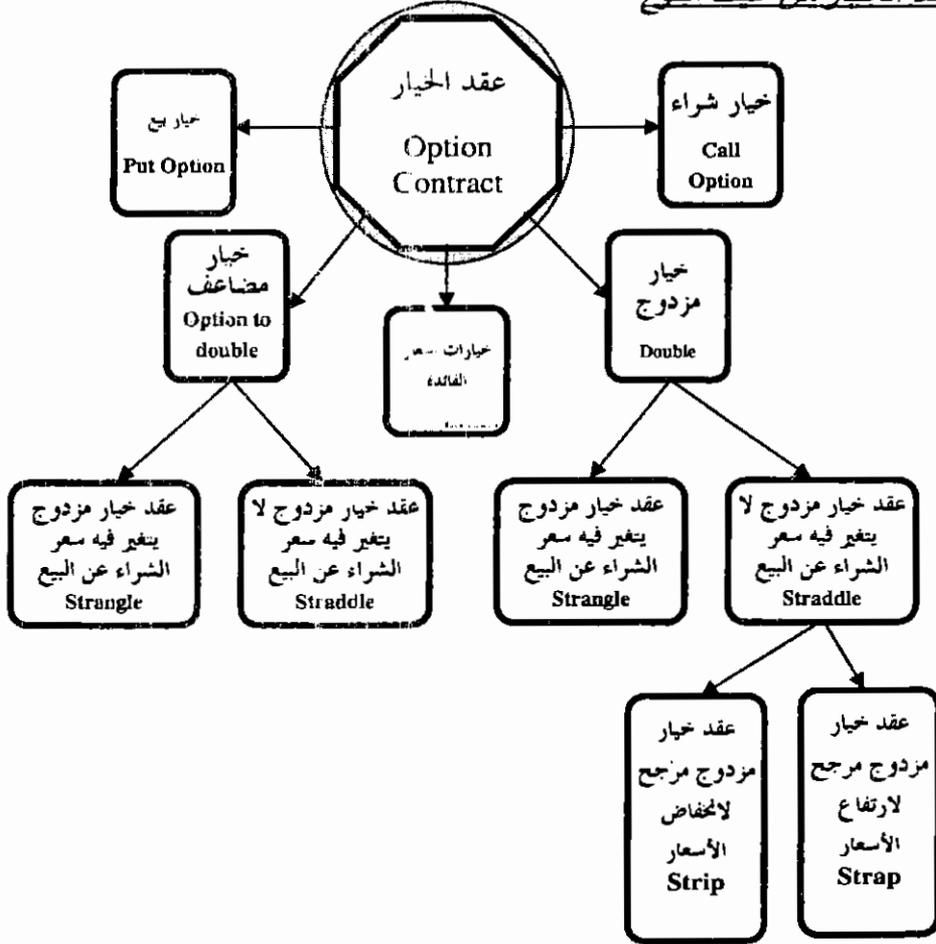
عقود المشتقات المالية



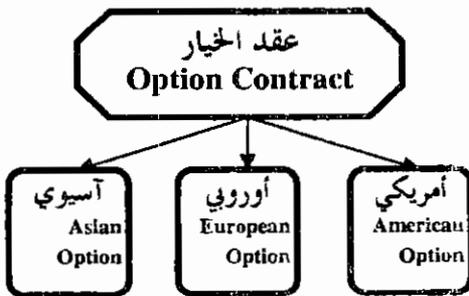
المبحث الأول
عقود الخيار

Option contracts

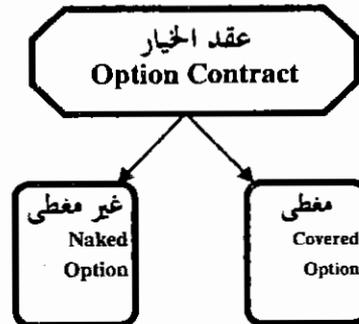
عقد الخيار من حيث النوع



من حيث البلد المصدر



من حيث الغطاء



لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عيها في أسواق الأوراق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار. فثمة أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية، وإنما كانت ثورة في صيغ وأساليب التعامل في تلك الأسواق، وتمثل من وجهة نظر مراكز البحث والابتكار حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل، والتحوط في بيئة ترداد فيها المخاطر وعدم اليقين.

وكان من أكثر هذه الأدوات إثارة لأولئك الذين يبيعون المخاطرة، وأولئك الذين يقبلون على شرائها هي عقود الخيار. "Option Contracts".

ورغم أن عقود الاختيار لم تكن وليدة هذا العصر، كما أنها ليست من نتاج ثورة المعلومات، ولا من الأدوات التي قدمتها مراكز البحوث والابتكار، فقد عرفها الفينيقيون والإغريق منذ أقدم العصور، ولكن الجديد إنه قد طرأ عليها التطوير وعلى بعض صيغها التغيير، واشتقوا منها أدوات أثروا بها عقود المشتقات.

ونظراً لأهمية هذه الأداة بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق فقد رأينا أن نصدر هذا المبحث بعرض تاريخي لعقود الاختيار.

عرض تاريخي لعقود الاختيار The history of Options

ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الاختيار إلى دولة الإغريق القديمة (٥٥٠ سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي (طاليس Thales) أحد الحكماء السبعة عند اليونان، فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق **Cornering the Market**.

وإذا كان البعض يشكك في مصداقية هذه الرواية. ولكن المؤرخين يرون في روايتها قرينة على أن نشاطاً من هذا القبيل حدث في حياة "طاليس".

وبدءاً من "جولياس سيزار" **Julius Caesar** (٤٦ سنة قبل الميلاد) فإن الفينيقيين والرومانيين تعاملوا في عقود بشروط متشابهة إلى حد كبير لعقود الاختيار الحالية.

وفي العصور الوسطى كانت المصدريات على بصيالات النباتات ذات الفصائل الزنبقية أمراً معتاداً، فقد ارتفعت أسعار شجيرات وبصيالات هذه النباتات، ولم تكن تتوقف عن الصعود، الأمر الذي أشعل حمى المضاربة عليها، فأنشئت سوقاً ثانوية نشطة لعقود اختيارات الشراء **Call Options** على شجيرات وبصيالات نبات التبوليب **Tulip bulbs**. أما الذين كانوا يقومون بشراء هذه العقود فهم "الديلرز" وأما خيارات البيع **Put Options** فكانت تشتري من قبل الموردين **Suppliers**، وأما السوق التي كانت تباع وتشتري من خلالها هذه العقود فقد أنشئت في هولندا عام ١٦٣٤ م.

ومع أفضول القرن السابع عشر ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في

إنجلترا، إلا إنه بنشوب الحرب، وانهار شركة "South Sea Company" لم تعد عقود المشتقات تحظى بالقبول "Ill-favored" وصارت غير مشروعة "Ill-legal" واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مائة عام.

وبدأت عقود الاختيار في الظهور في الولايات المتحدة الأمريكية قبل أوفول القرن الثامن عشر بقليل وبعد عقد اتفاقية (شجرة الدلب) (Buttonwood tree Agreement)، وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين عقود الامتياز "Privilege" حيث تم بموجب هذه الاتفاقية انشاء بورصة نيويورك New York stock Exchange.

ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "رسل ساج" Russell Sage المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للاختيارات Over-the-Counter market for Options.

وفي عام ١٩٢٤ صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية S.E.C. إلا أن سوق الخيارات لم تجد في البداية إقبالا بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب أو النقصان في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل وكانت تقتضي التسليم الفعلي، وأنها تقتصر إلى الضمان كما كانت تفتقد صانع السوق.

بينما شهد عام ١٩٧٣ تغيراً ثورياً Revolutionary change في عالم الاختيارات، فقد قامت بورصة شيكاغو للتجارة - وهي أقدم وأكبر بورصة للتجارة في عقود السلع المستقبلية - بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط Chicago Board Options Exchange (CBOE) وفتحت هذه البورصة أبوابها للمتاجرة في عقود اختيارات الشراء Call option trading في السادس والعشرين من أبريل عام ١٩٧٣ بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيار البيع Put option trading قبل يونيو ١٩٧٧م.

ومنذ ذلك الحين فإن العديد من البورصات - وأغلبها من بورصات التجارة في السلع المستقبلية - بدأت التعامل في عقود الخيارات .

وعلى الرغم من أن نشاط السوق غير الرسمية للخيارات قد انخفض انخفاضاً شديداً لسنوات عديدة، إلا أن هذه السوق شهدت نشاطاً ملموساً في السنوات الأخيرة بعث فيها الحياة من جديد، وان كانت أغلب عقود المشتقات يجري تنفيذها من خلال الأسواق الرسمية للمشتقات.

The vast majority of options trading is done on organised markets.

وإذا كان التعامل على عقود الاختيار في الأسواق الرسمية كان قصراً على التعامل في الأسهم في بورصة شيكاغو عام ١٩٧٣ ولم تتجاوز إصدارات الأسهم المتعامل عليها ٢٥ إصداراً. إلا أن التعامل امتد إلى بورصة نيويورك (New York Stock Exchange (NYSE)، وبورصة أمريكا (America Stock Exchange (ASE)، وبورصة فيلاديفيا Philadelphia

Stock Exchange (PHLX)، ثم إلى البورصات العالمية الأخرى كبورصة لندن للعقود المالية المستقبلية والاختيارات ..

The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE).

كما أنه تطور ليغطي بقية المجالات التي يتم فيها تداول الأصول السلعية والمالية والمعادن النفيسة، فأصبح يوسع المتعاملين في هذه الأسواق التعامل في عقود الاختيار على الأسهم أو مؤشرات الأسهم، والمعادن الثمينة (النفيسة) والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى من سندات وغيرها.

وجوه الاختلاف بين عقود الاختيار في السوق الرسمية وغير الرسمية :

يرى بعض الكتاب أن من مثالب التعامل في عقود الاختيار من خلال السوق غير الرسمية عدم نمطية العقود، وكذا اللجوء إلى الوسطاء للبحث عن يقبل أن يكون الطرف الآخر في عقود البيع أو عقود الشراء، وأن ذلك يقتضي التفاوض حول جميع الشروط الخاصة بالصفقة ومنها:

حجم الصفقة . Contract Size

سعر التنفيذ الخاص بحق الشراء أو حق البيع . Exercise Price

مدة سريان العقد . Expiration Date

ثمن حق الخيار . Option Price

أية شروط أخرى يتفق عليها الطرفان . Terms and conditions

ويرون أيضاً أن من أهم ما يميز الخيارات المقيدة بالسوق الرسمية عن غير المدرجة بهذه السوق إنما يكمن في ضمانات تنفيذ العقد، ففي السوق الرسمية يكون حامل عقد الخيار على ثقة تامة أن الطرف الآخر سيؤدي بالتزامه كاملاً على أساس أن البورصة ذاتها ستكفل بذلك نيابة عن بائع حق الخيار. أما في الأسواق غير الرسمية فإن الضمان يأتي غالباً من خلال طرف ثالث يكون في العادة إحدى شركات الوساطة المشهورة .

وعلى النقيض من ذلك يرى آخرون أن شيكاغو لم تعد مركز صناعة الاختيارات .

Options Chicago is no longer the center of the options industry

ويرون أن من مزايا التعامل من خلال السوق غير الرسمية

١- المزية الأولى:

أن شروط عقود الاختيارات يمكن تصيلها "Can be tailored" وفقاً لاحتياجات الطرفين.

٢- المزية الثانية :

هي أن السوق غير الرسمية هي سوق خاصة لا يتابع من خلالها جمهور العامة ولا المستثمرون ولا المتنافسون العمليات التي تم تنفيذها، ويضيفون أن ذلك لا يعني أن العملية

غير قانونية أو مشبوهة، ويكشفون النقاب عن مزية عدم الإفصاح عن العمليات التي تم إنجازها في السوق غير الرسمية خلافاً لما يجري في السوق الرسمية، حيث أن صدور عدد كبير من الأوامر لشراء خيارات بيع من خلال السوق الرسمية هو بمثابة إشارة مرسله إلى السوق أن لدى البعض أخباراً سيئة الأمر، الذي يؤدي إلى نكوص السوق واضطرابه **Reeling Market** ترقباً لما تسفر عنه هذه المعلومات أو مدى صدق تلك التوقعات .

٣- المزية الثالثة :

وهي التي يضيفها الكتاب المتحمسون للسوق غير الرسمية هو أن التعامل من خلال السوق غير الرسمية غير مقيد بنظم معينة بالضرورة . ويضيفون أن القواعد التي تحكم هذه السوق هي البديهة والفضيلة السليمة وهي الأمانة والكياسة **Honesty and courtesy** وأن المؤسسات التي لا تستطيع أن تتواءم مع ذلك لن يكون بوسعها إيجاد الأطراف الأخرى التي تتعاقد معها .

على أنه قد يكون من المفيد أن تشير هنا إلى أن أغلب العقود التي يتم إنشاؤها من خلال السوق غير الرسمية ليست خيارات تقليدية كخيار على أحد الأسهم العادية **Common stock** حيث أن أغلب هذه العقود إما خيارات على السندات، أو أسعار الفائدة، أو السلع، أو المبادلات، أو العملات.

ورغم ما تقدم فيرى هؤلاء الكتاب - رغم تحمسهم للسوق غير الرسمية أنه من الإنصاف القول أن الأسواق الرسمية قد سدت حاجة السوق إلى عقود نمطية للاختيار **Standardized option contracts** والتي تقود البورصة من خلالها بتحديد شروط العقود، الأمر الذي يترتب عليه إمكانية التعامل على هذه العقود من خلال السوق الثانوية، وهذا من شأنه أن يجعل تلك العقود أكثر قبولاً وأكثر جاذبية **More accessible , more attractive**. ويرون أنه بتوفير قاعة للمعاملات **A Physical trading floor**، وتحديد القواعد والنظم، وتنميط العقود أمكن تسويق الخيارات كما يجري تسويق الأسهم . فإذا ما رغب حامل عقد الخيار في بيع العقد قبل انتهاء تاريخ سريته، أو إذا ما أراد بائع حق الخيار أن يتحرر من التزامه **To get out of the obligation** ببيع أو شراء السهم محل عقد الخيار فإن هذه العملية يمكن ترتيبها من خلال بورصة الخيارات .

متطلبات القيد في السوق الرسمية للخيارات

تحدد بورصة الخيارات الأصول التي يسمح للتعامل في الخيارات عليها . فإذا كان الأمر يتعلق بخيارات الأسهم فإن البورصة تحدد الأسهم التي يمكن أن تكون محلاً للتعاقد في بورصة الخيارات . وقد كان يشترط أيضاً كأحد متطلبات القيد أن تكون الأسهم خاصة بمنشآت كبرى، إلا أن هذا الشرط كان في فترة سابقة وأصبح التعامل ممكناً على أسهم عدد غير قليل من المنشآت الصغيرة .

وقد كانت أحد القيود السابقة الموضوعة من قبل لجنة البورصة والأوراق المالية (S.E.C) هو عدم السماح بالمتاجرة في عقود الاختيار على سهم معين سوى في بورصة واحدة، إلا أن بعض الدراسات التي أجريت في هذا الصدد أثبتت أن قصر التعامل في عقود الاختيارات على سوق واحدة أنشأ وضع احتكاري، الأمر الذي اضطرت معه لجنة الأوراق المالية والبورصة (S.E.C) إلى السماح بالمتاجرة في عقود الاختيار على سهم معين في أكثر من بورصة ورأت أن ذلك من شأنه زيادة التنافس فيما بين البورصات على تقديم أفضل الأسعار .

In Nov.1990 the (S.E.C) granted multiple listing to all new option classes.

أما المتطلبات الأخرى للقيود والتي تتعلق أساساً بالشركة التي تكون أسهمها محل التعاقد فيمكن تلخيصها في الآتي :

- (١) أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال العامين الأخيرين لا تقل عن مليون دولار أمريكي بعد استبعاد أية أرباح غير عادية .
- (٢) ألا يقل عدد مساهمي الشركة عن ستة آلاف مساهم .
- (٣) أن يمتلك المساهمين من غير العاملين بالشركة ما لا يقل عن سبعة ملايين سهماً .
- (٤) أن يكون السهم قد بيع بما لا يقل عن ١٠ دولارات خلال الثلاثة الشهور السابقة .
- (٥) ألا يقل حجم التعامل على أسهم الشركة عن ٢.٤ مليون سهم خلال الإثني عشر شهراً الأخيرة .

كيف يتم التعامل في السوق الرسمية :

إن صانع السوق الذي يحتل مقعداً في البورصة يؤهله للتعامل لحسابه الخاص يُعد مسئولاً عن مقابلة طلبات الجمهور لعقود الخيار .

فإذا ما كان هناك واحداً من الجمهور يرغب في أن يشتري أو أن يبيع عقد خيار، ولم يصادفه من يقبل من الجمهور أن يكون الطرف الآخر معه في عملية التعاقد، في هذه الحالة فإن صانع السوق **Market Maker** يقوم بهذا الدور . فما كان هناك بائعاً لعقد خيار إلا وكان مشترياً، وما كان هناك مشترياً لعقد خيار، إلا وكان بائعاً . ويستفاد من ذلك أن صانع السوق يقوم بدور عظيم الأهمية في هذا الصدد (بغض النظر عن رأينا في هذه المعاملات) وهو توفير سوق مستمرة للمتاجرة في الخيارات، ويعمل على توفير كافة الأسباب لهذه المعاملات.

وبخلاف صانع السوق فلدينا ما يسمى **The floor Broker** .

وظيفة الوسيط المنفذ للأوامر بقاعة التداول: **The floor broker**

بدايةً نود الإشارة إلى أن كلمة **Broker** لا تعني سمساراً كما هو شائع ولكنها تعني وسيطاً والمقصود بكلمة **floor** هي المقصورة أو القاعة التي يلتقي من خلالها أعضاء

لجنة البورصة من التجار والوسطاء **Dealers and brokers** وعلى هذا الأساس فإن كلمة **floor broker** تعني الوسيط المنفذ لعمليات عقود الخيار داخل القاعة الخاصة بها .

أما عن دوره، فهو يقوم بتنفيذ العمليات للجمهور. فإذا ما كان هناك شخصاً يرغب في شراء أو بيع عقد خيار، فإن عليه ابتداً أن يفتح حساباً لدى إحدى منشآت الوساطة المالية **Brokerage firm**. وهذه المنشأة تستخدم غالباً وسيطاً لتنفيذ العمليات بالبورصة وهو **floor broker** والذي يقوم بهذه العمليات نظير أجر يتقاضاه من الشركة المعين من قبلها. فإن لم يكن لهذه الشركة أحد الوسطاء المنفذين بالبورصة، فإنه بوسعها الاستعانة بأحد المنفذين بأية شركة منافسة لتنفيذ الأمر وسيتقاضى عمولة مقابل تنفيذ كل أمر يرد إليه. وهذا الوسيط لا يعنيه في قليل أو أكثر ارتفاع السعر أو انخفاضه، وإن كان الوسيط سوف يعمل على الوصول لأفضل الأسعار لعميله.

وبخلاف هؤلاء وهؤلاء فهناك فئة "متخصصين" **Specialists** الذين يقومون بدور الديلرز بتنفيذ العمليات لحسابهم وبدور **The broker** بتنفيذ العمليات لحساب الغير مقابل الحصول على عمولة. وهؤلاء موجودون بالبورصات الأمريكية.

ماهية عقود الاختيار: Option Contracts

عرف "ستيف كروول" عقد الاختيار بالآتي:

"هو عقد بين مشترٍ وبائع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً. ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس المشتري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر"

"An option is a contract between a buyer and a seller (Writer) that gives the buyer the right to buy or sell an asset at a prespecified price (exercise or strike , price) during a prespecified time period . The writer is obligated to honor the contract by purchasing or selling the asset at the exercise price. The buyer , on the other hand is under no obligation to exercise his right".

بينما عرفه "شانس" بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي المشتري حقاً - وليس التزاماً عليه - أن يشتري أو أن يبيع شيئاً ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد .

"An option is a contract between two parties – a buyer and a seller – that gives the buyer the right , but not the obligation , to purchase or sell something at a later date at a price agreed upon today"

أما "بنتون وروبرت بروكس" فقد عرفا عقد الخيار بمعنى قريب من التعريفين المتقدمين وذلك على الوجه التالي :

" الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك التزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه".

" An option is a contract giving the holder the right but not the obligation to buy or sell some item at a stated price before a stated time".

وبين من جميع التعريفات المتقدمة أنها تتفق جميعاً في المضمون، وإن تباينت تبايناً محدوداً في حجم التفاصيل، إلا إنه قد يؤخذ عليها جميعاً أنها بينما تصدت لحقوق أحد الأطراف، فقد أغضت تماماً ما عليه من التزامات، ولا يتحقق هذا في عقد من العقود إلا أن يكون هبة أو تبرع وهو ما لا ينطبق على عقد الخيار. فإذا ما كان مشتري حق الخيار يدفع مقابلاً نظير تمتعه بهذا الحق يُعرف بثمن الخيار **Option price** فإن ذلك يمثل التزاماً من جانبه نظير تمتعه بهذا الحق.

ولا يغير من الأمر شيئاً أن يكون ثمن الخيار قد تم قبضه عند تحرير العقد وهو أحد العوضين، بينما بقي التزام الطرف الآخر قائماً إلى أن تنتهي مدة العقد، ومعلقاً على مشيئة من له حق الخيار في ممارسة هذا الحق من عدمه.

أنواع عقود الاختيار Types of option contracts

يقسم أغلب الكتاب عقود الاختيار إلى نوعين رئيسيين فقط هما :

عقد خيار البيع **Put option**، وعقد خيار الشراء **Call option**

There are two basic types of options:

The Put option and the Call option .

بينما يقسم بعض الكتاب هذه العقود إلى أربعة أنواع.

- | | |
|-------------|---|
| Put option | (١) عقد خيار بيع |
| Call option | (٢) عقد خيار شراء |
| Strangle | (٣) عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع |
| Straddle | (٤) عقد خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع |

Four types of privileges (option) are employed , the Put , the Call , the spread (Strangle) and the (Straddle).

أما التقسيم الذي وقع عليه اختيار الباحث فهو الذي تم استخلاصه من مختلف المصادر والمراجع الأجنبية والموسوعات والمعاجم المتخصصة التي تناولت موضوع المشتقات باستفاضة .

وهذا التقسيم لا يقف عند حدود الأصول وفرزها وإنما يتجاوزها إلى ما هو أبعد من ذلك وإن أهمل بعضها فقلقة فائدتها أو عدم شيوعها

- | | |
|-------------|-------------------|
| Call option | (١) عقد خيار شراء |
| put option | (٢) عقد خيار بيع |

Double option	٣ - عقد خيار مزدوج
	ويتضرع عن هذا النوع الأخير من العقود نوعين :
Straddle	• عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع
Strangle	• عقد اختيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع
Option to double	٤) عقد خيار بمضاعفة الكمية
Put-of-more option	• عقد خيار بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية
Call-of-more option	• عقد خيار شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية
	(١) عقد خيار الشراء <i>Call option</i>

عرفه "فردريك ايملنج" بأنه عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر معين.
بينما عرفه "جاك كلارك فرانسيس" بأنه خيار لشراء أسهم عادية لمنشأة ما بسعر معين خلال فترة معينة .

"A call option is an option to purchase the common stock of a firm at a specified price within a specified period".

بينما عرفه "فرانسيس هيرست" بأنه عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء ورقة مالية معينة في تاريخ معين وبالسعر المسمى في العقد .

"The call is a contract to pay money for the right to buy a certain security on a given date at a named price".

وجوه استخدام عقد خيار الشراء .

١ - يجري شراء حقوق اختيار الشراء من جانب أولئك الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم في السوق وهو ما يعبر عنه باستخدام حقوق الشراء في عمليات (المتاجرة أو المضاربة)

The use of privileges in trading

٢ - كما تستخدم عقود اختيار الشراء كأداة (للتغطية أو التحوط) **Hedging** أو التأمين ضد المخاطر ومثال ذلك :-

أحد المتعاملين في السوق باع على المكشوف مائة سهم من أسهم إحدى الشركات بسعر ١٢٠ دولار، والبائع على المكشوف مضارب دائماً على الهبوط، ولكي يؤمن نفسه ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، أي ضد الخسائر **To insure himself against loss** قام بشراء عقد خيار شراء **Call option** من السوق، فإذا فرضنا أن تكلفة شراء هذا العقد تبلغ ٣٥٠ دولار بواقع ٣.٥ دولار عن كل سهم، فإذا انخفض السعر إلى ١١٠ \$ فإنه يحقق ربحاً قدره ١٠٠٠ \$ من عملية البيع على المكشوف، فإذا ما كان عليه أن يتحمل ثمن حق الخيار وهو ٢٥٠ \$ فضلاً عن ٥٠ \$ تمثل عمولة سمسرة **Commission**، ٥٠ \$ ضريبة فإن صافي ربحه في هذه الحالة يبلغ ٥٥٠ \$ عبارة عن :

البيع الأجلة والمستقبلية

أبو سير عبد الحميد رضوان

$$\$1000 = (\$50 + \$50 + \$350) - \$550$$

أما لو ارتفع السعر خلافاً لتوقعاته إلى ١٣٦ \$ فإن بوسعه استخدام عقد خيار الشراء في تغطية عملية البيع على المكشوف والتي تمت بسعر ١٢٠ \$ للسهم فإن خسارته لن تتجاوز في هذه الحالة ثمن الخيار المدفوع فضلاً عن عمولة السمسرة والضرائب وهي :

تمثل ثمن الخيار	\$350
ضرائب	\$50
عمولة	\$50
<hr/>	
جملة الخسائر	\$450

أما عن أسباب عدم تحمله أو تحديده خسارته بمقدار ثمن الخيار والعمولة والضرائب فلأن الفارق بين سعري التنفيذ والسوق في حالة الهبوط يعادل الفارق ما بين ذات السعريين في حالة الصعود .

ولإزالة الالتباس الذي قد يحدث نتيجة قصور في العرض، نعرض لمثال آخر نفضل به ما أجمل وتوضح به ما أبهم... بافتراض أن أحد المتعاملين في بورصة شيكاغو للخيارات تعاقد على شراء عقد اختيار شراء **Call option** لورقة مائية معينة بسعر ٨٠ \$ وكان السعر في السوق الحاضر حينذاك ٧٧.٦٢٥ \$ على أن تكون مدة سريان العقد ثلاثة أشهر . المشتري هنا - وهو دائماً كذلك - مضارب على الصمود ويتوقع ارتفاع السعر خلال تلك الفترة إلى ما يزيد على سعر التعاقد **Exercise price** وهو ٨٠ \$ فضلاً عن المبلغ المدفوع من جانبه مقابل حق الخيار وهو ما يطلق عليه ثمن الخيار **Option price** وقدره ١.٣٧٥ \$.

في هذه الحالة إذا ارتفع سعر السهم في السوق فوق ثمن التعاقد (**Exercise or Striking, price**) كان من مصلحة مشتري حق الخيار بيعه في السوق قبل انتهاء فترة العقد

ولنا أن نتساءل لماذا دخل الطرفان في عملية التعاقد ؟

تفسير ذلك أن المشتري كان يتوقع ارتفاع السعر فوق ٨٠ \$ قبل انتهاء فترة العقد. وعلى النقيض من ذلك فإن بائع الخيار ويطلق عليه (**Seller or Writer**) كان يتوقع ألا يصل السعر قبل انتهاء مدة التعاقد إلى ٨٠ \$.

تفاوض البائع والمشتري على أن يكون ثمن الخيار ١.٣٧٥ \$ عن كل سهم يمكن أن ينظر إليه على أنه رهان من قبل المشتري على ارتفاع السعر فوق ٨٠ \$ قبل انتهاء العقد .

The option price of \$1.375 which can be viewed as the buyer's wager on the stock's price would not get above \$80 before the option expired.

والاحتمال الآخر هو أن كل من البائع والمشتري قد استخدموا عقد الخيار كأداة للتحوط ضد المخاطر .

FIGURE 24 STOCK OPTION QUOTATIONS

Tuesday, January 23, 1996

Composite volume and close for actively traded equity and LEAPS, or long-term options, with results for the corresponding put or call contract. Volume figures are official. Open interest is total outstanding for all contracts and reflects previous trading day. Close when possible is shown for the underlying stock on primary market. CB-Chicago Board Options Exchange, AM-American Stock Exchange, PH-Philadelphia Stock Exchange, PC-Pacific Stock Exchange, NY-New York Stock Exchange, CC-Commodity, P-Put.

MOST ACTIVE CONTRACTS

Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put	Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put
Compaq	Feb 20	11,885	PC	2 1/2	4 1/2	Compaq	Feb 20	2,314	PC	1 1/2	4 1/2
Tor In	Feb 16	7,400	CB	1 1/2	1 1/2	BarclG	Feb 20	2,511	AAA	3 1/2	2 1/2
IBM	Feb 16	5,995	CB	1 1/2	1 1/2	TelMex	Feb 20	2,289	CB	1 1/2	2 1/2
Alcatel	Jul 1	3,286	XC	1 1/2	1 1/2	GenMat	Jan 17	2,400	CB	1 1/2	1 1/2
Apple	Feb 25	2,446	AM	1 1/2	1 1/2	Dyn Eq	Feb 20	2,494	CB	1 1/2	1 1/2
Compaq	Feb 20	2,349	PC	1 1/2	1 1/2	Compaq	Feb 20	2,329	PC	1 1/2	1 1/2
Tel In	Feb 20	2,314	XC	1 1/2	1 1/2	Intel	Feb 20	2,299	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,289	CB	1 1/2	1 1/2	Apple	Feb 20	2,277	AA	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,255	CB	1 1/2	1 1/2	Arata	Apr 25	2,114	XC	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,114	XC	1 1/2	1 1/2	TelMex	Feb 20	2,109	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,094	CB	1 1/2	1 1/2	BarclG	Apr 25	2,109	AA	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,094	CB	1 1/2	1 1/2	Dyn Eq	Feb 20	2,094	CB	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,094	CB	1 1/2	1 1/2	Novia	Apr 25	2,076	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,076	AA	1 1/2	1 1/2	Intel	Feb 20	2,027	AA	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,027	AA	1 1/2	1 1/2	Chcp	Jan 17	2,027	AA	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,027	AA	1 1/2	1 1/2	Apple	Feb 20	2,025	AA	1 1/2	1 1/2
IBM	Feb 16	2,025	AA	1 1/2	1 1/2	Cirrus	Jun 25	2,020	XC	1 1/2	1 1/2
Chcp	Jan 17	2,020	XC	1 1/2	1 1/2	TelMex	Mar 25	2,015	XC	1 1/2	1 1/2
MicroT	Feb 20	2,015	XC	1 1/2	1 1/2	TelMex	Feb 20	2,013	XC	1 1/2	1 1/2

Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put	Option/Strike	Exp.	Vol.	Last	Call	Put
ADC Tel	Feb 20	97	5 1/2	4 1/2	4 1/2	ADC Tel	Feb 20	97	5 1/2	4 1/2	4 1/2
AMCO	Mar 16	75	6 1/2	15	15	AMCO	Mar 16	75	6 1/2	15	15
AMCO	Apr 15	45	7 1/2	10	10	AMCO	Apr 15	45	7 1/2	10	10
AMCO	May 15	35	8 1/2	5	5	AMCO	May 15	35	8 1/2	5	5
AMCO	Jun 15	25	9 1/2	2 1/2	2 1/2	AMCO	Jun 15	25	9 1/2	2 1/2	2 1/2
AMCO	Jul 15	15	10 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jul 15	15	10 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Aug 15	10	11 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Aug 15	10	11 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Sep 15	5	12 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Sep 15	5	12 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Oct 15	5	13 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Oct 15	5	13 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Nov 15	5	14 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Nov 15	5	14 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Dec 15	5	15 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Dec 15	5	15 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jan 15	5	16 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jan 15	5	16 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Feb 15	5	17 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Feb 15	5	17 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Mar 15	5	18 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Mar 15	5	18 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Apr 15	5	19 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Apr 15	5	19 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	May 15	5	20 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	May 15	5	20 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jun 15	5	21 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jun 15	5	21 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jul 15	5	22 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jul 15	5	22 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Aug 15	5	23 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Aug 15	5	23 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Sep 15	5	24 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Sep 15	5	24 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Oct 15	5	25 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Oct 15	5	25 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Nov 15	5	26 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Nov 15	5	26 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Dec 15	5	27 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Dec 15	5	27 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jan 15	5	28 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jan 15	5	28 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Feb 15	5	29 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Feb 15	5	29 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Mar 15	5	30 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Mar 15	5	30 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Apr 15	5	31 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Apr 15	5	31 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	May 15	5	32 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	May 15	5	32 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jun 15	5	33 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jun 15	5	33 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jul 15	5	34 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jul 15	5	34 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Aug 15	5	35 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Aug 15	5	35 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Sep 15	5	36 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Sep 15	5	36 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Oct 15	5	37 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Oct 15	5	37 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Nov 15	5	38 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Nov 15	5	38 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Dec 15	5	39 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Dec 15	5	39 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jan 15	5	40 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jan 15	5	40 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Feb 15	5	41 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Feb 15	5	41 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Mar 15	5	42 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Mar 15	5	42 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Apr 15	5	43 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Apr 15	5	43 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	May 15	5	44 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	May 15	5	44 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jun 15	5	45 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jun 15	5	45 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jul 15	5	46 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jul 15	5	46 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Aug 15	5	47 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Aug 15	5	47 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Sep 15	5	48 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Sep 15	5	48 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Oct 15	5	49 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Oct 15	5	49 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Nov 15	5	50 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Nov 15	5	50 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Dec 15	5	51 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Dec 15	5	51 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jan 15	5	52 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jan 15	5	52 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Feb 15	5	53 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Feb 15	5	53 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Mar 15	5	54 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Mar 15	5	54 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Apr 15	5	55 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Apr 15	5	55 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	May 15	5	56 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	May 15	5	56 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jun 15	5	57 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jun 15	5	57 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jul 15	5	58 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jul 15	5	58 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Aug 15	5	59 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Aug 15	5	59 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Sep 15	5	60 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Sep 15	5	60 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Oct 15	5	61 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Oct 15	5	61 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Nov 15	5	62 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Nov 15	5	62 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Dec 15	5	63 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Dec 15	5	63 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jan 15	5	64 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jan 15	5	64 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Feb 15	5	65 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Feb 15	5	65 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Mar 15	5	66 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Mar 15	5	66 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Apr 15	5	67 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Apr 15	5	67 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	May 15	5	68 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	May 15	5	68 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jun 15	5	69 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jun 15	5	69 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jul 15	5	70 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jul 15	5	70 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Aug 15	5	71 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Aug 15	5	71 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Sep 15	5	72 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Sep 15	5	72 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Oct 15	5	73 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Oct 15	5	73 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Nov 15	5	74 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Nov 15	5	74 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Dec 15	5	75 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Dec 15	5	75 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jan 15	5	76 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Jan 15	5	76 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Feb 15	5	77 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Feb 15	5	77 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Mar 15	5	78 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Mar 15	5	78 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Apr 15	5	79 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	Apr 15	5	79 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	May 15	5	80 1/2	1 1/2	1 1/2	AMCO	May 15	5	80 1/2	1 1/2	1 1/2
AMCO	Jun 15	5	81								

(٢) عقد خيار البيع Put option

عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقاً بأن يبيع لمحرر العقد وهو (بائع حق الخيار) أسهما - عادة ١٠٠ سهم بسعر معين متفق عليه هو (سعر التنفيذ) لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها.

A put option is a negotiable contract giving the holder the right to sell stock to the writer – usually 100 shares – at a specified striking price for a specified period at a set premium .

بينما عرفه "بنتون" و "روبرت بروكس" بالآتي:

"خيار يعطي حامله حقاً في أن يبيع أصلاً (كالأسهم العادية) بالسعر المسمى في العقد وقبل انتهاء مدته المحددة في العقد ."

"Put option – An option giving the holder right to sell an item (Such as common stock) at a stated price before a stated time".

بينما عرفه "فرانسييس هيرست" بأنه عقد على دفع مبلغ من المال مقابل أن يكون لمن دفع ثمن الخيار حقاً في أن يبيع لمن حرر له العقد ورقة مالية معينة في تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد .

"The put is a contract to pay money for the right to sell a certain security on a given date at a named price".

ورغم أن أغلب التعريفات تتناول الأسهم العادية على أساس أنها الأدوات أو الأصول محل التعاقد، إلا أن ذلك ليس مقصوداً في ذاته ذلك أن الأسهم العادية وغيرها من الأدوات المالية أو الأصول يمكن أن تكون محلاً للتعاقد فالسندات، والعملات الأجنبية، ومؤشرات الأسعار كل ذلك يصلح أن يكون محلاً للتعاقد . وهو ما عبر عنه "جاك كلارك فرانسييس" بالآتي :

Option can be written not only on common stock , but also on securities and other goods.

For example , option are actively traded and widely available on bonds , stock market indexes , foreign currencies , commodities futures contracts and even economic indexes .

وجوه استخدام عقود اختيار البيع .

- ١- يجري شراء عقود خيار البيع من جانب أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد وهو ما يعبر عنه باستخدام هذه العقود في المضاربة. **The use of privileges (Option) in trading**
- ٢- تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف **Short sale** وتفصيل ذلك أنه لما كان أمام المضارب الذي يتوقع انخفاض السعر أن يبيع على المكشوف أو أن يشتري خيار بيع (**Put option**) فإنه قد يفضل الأسلوب الأخير على الأسلوب التقليدي، وهو يتوقع أنه سيكون بمقدوره أن يشتري الأسهم بسعر التعاقد محققاً الفرق بين السعرين .

If the trader believes there is a drop in the price of certain stocks just ahead , he will buy a put instead of following the usual method of selling short .

٣ - يستخدم في التأمين ضد المخاطر .التاجر الذي يشتري ورقة مالية معينة وهو يأمل أن يرتفع سعرها فيما بعد ليبيعهها ويغتنم الفرق بين سعري البيع والشراء ، قد يتحوط في ذات الوقت ضد أي هبوط في السعر ، فالأسعار تتقلب من يوم لآخر ، بل ومن لحظة لأخرى صعوداً وهبوطاً ، ولذلك فإنه يقوم بشراء عقد خيار بيع Put option لتغطية عملية الشراء وسيمكنه عقد البيع من تعويض أي خسارة تلحق به إذا انخفضت الأسعار ، ذلك أنه سيقوم ببيع الورقة بنفس سعر شرائها . أما لو ارتفع السعر فلن يكون في حاجة إلى استخدام عقد خيار البيع وسيخسر في هذه الحالة ثمن شراء هذا العقد ويربح الفرق بين سعر التعاقد وسعر البيع

A person who buys a stock hoping to sell later at a higher price , may also buy a put as a hedge against a fall in price . the put enables him to sell the stock at the price for which he bought it .

وقد يكون من المفيد هنا أن نتوقف ولو قليلاً لتحليل سلوك المتحوطين Hedgers ضد المخاطر حتى نستبين أثر عملية التحوط على نشاطه السوقي.

لقد استرعى انتباهنا ونحن نتصدى لحالة الشخص أو الجهة التي استخدمت عقد خيار البيع للتحوط ضد مخاطر انخفاض الأسعار قياسها ابتداءً بشراء ورقة مالية معينة وهي تأمل وتتوقع أن يرتفع سعرها ، إلا أنها في ذات الوقت ، كانت تخشى تقلبات السوق واتجاه الأسعار في غير صالحها ، فقامت بشراء عقد خيار بيع Put option يتيح لها بيع نفس الأوراق التي قامت بشرائها بنفس السعر الذي اشترت به هذه الأوراق ، ويوصف تصرفها هذا بأنه تحوط Hedging ضد مخاطر انخفاض الأسعار . فماذا لو ارتفعت الأسعار ؟

إذا ارتفعت الأسعار وفق ما كانت تأمله وتتوقعه هذه الجهة انتقت الحاجة إلى تنفيذ عقد خيار البيع والذي لجأت هذه الجهة إلى إنشائه تحسباً لأي انخفاض في الأسعار ، ولكنها خسرت في نفس الوقت الثمن الذي دفعته مقابل أن يكون لها حق خيار البيع بإرادتها المنفردة ، فضلاً عن الضرائب وعمولة السمسرة .

أرأيت لو أن هذه الجهة لم تقم بإنشاء هذا العقد ، ما تحملت هذه الخسائر ، بينما هي قد أقدمت على إنشائه من قبيل التحوط ضد المخاطر (أو الخسائر) فإذا ما كانت الشركة أو الجهة قد قامت بالشراء أصلاً بعرض الاستثمار وليس المضاربة . كان عائد استثمارها سالباً فقد لا يعوض ارتفاع الأسعار لثمن الذي دفعته مقابل حق الخيار رغم صدق توقعاتها واتجاه الأسعار في صالحها .

أما إذا انخفضت الأسعار وهو الأمر الذي فكانت تتوحيس منه خيفة هذه الجهة ، فسوف تلجأ حتماً إلى استخدام عقد خيار البيع ، وستجنب بذلك خسائر الهبوط ، ولكنها ستخسر أيضاً - وإن كانت خسارتها تنحصر هنا في ثمن الخيار المدفوع مضافاً إليه العمولة والضرائب - . وتفصيل ذلك أنها ستقدم على بيع الأسهم بنفس السعر الذي اشترت به ، أما

الأعباء التي تحملتها هذه الجهة والتي تتمثل في ثمن خيار البيع **Option price** والضرائب **Taxes** وعمولة الشراء وعمولة البيع **Commission** فتمثل خسارة يقينية بالنسبة لهذه الجهة رغم تحوطها ضد الخسائر. ولهذا ينشأ إن الحماية من الخسائر المطلقة أو النسبية هي فرصة لآخر لتحقيق الربح على حسابه .

وقد يكون من المناسب هنا الإشارة إلى أغلب عقود اختيار البيع والشراء لا يتم تنفيذها، وأن أغلب المشترين لهذه العقود يؤثرون بيعها للغير بدلاً من تنفيذها. والمقصود ببيع وشراء عقود الاختيار هو بيع أو شراء الحق ذاته، فمن اشترى حق البيع أو حق الشراء له أن يبيع هذا الحق لغيره قبل انتهاء مدة سريان العقد. وهو ما عبر عنه "Madaura" بقوله :

" Most investors who purchase call and put option sell their option for a profit rather than exercising them"

وبينما يذكر "فريدريك ايملنج" صاحب (كتاب الاستثمار) أن أكثر من 50 % من

عقود اختيار الشراء لا يتم تنفيذها وأن مؤدى ذلك ارتفاع نسبة المخاطر في هذه البيوع .

More than 50 % of call option are unexercised this suggests a principle , call option and put option are too risky .

(٣) عقد الاختيار المزدوج **Double Option**

هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحاملة الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهين بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شارياً وإذا انخفضت كان بائعاً، ومع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار، فلا غرو أن يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء، وينقسم هذا العقد إلى نوعين:

أولاً: عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع : **Straddle** وهو

أحد صور عقود الخيار التي تخول لصاحب الحق أن يشتري من أو أن يبيع إلى بائع الخيار عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد

وقد عرفته إحدى الموسوعات الكبرى بالآتي :

"The straddle is the double privilege (option) of a put and a call . It secures to the holder the right to demand of the seller at a certain price , within a certain time , a certain number of shares of specified stock , or to require him to take at the same price , within the same time shares of stock".

والتعريف المتقدم يشير بوضوح إلى أن هذا العقد هو مزية مزدوجة لخيار بيع،

وخيار شراء، يضمن أو يخول لحامله الحق أن يبيع لمن باع له حق الخيار، عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد، بسعر معين، خلال مدة معينة، أو أن يشتري منه خلال نفس المدة وبنفس السعر الأسهم المسماة في العقد .

بينما عرفه "ايملنج" بأنه {عقد يجمع بين كل من خيار البيع وخيار الشراء، ويرى

أن هذه العقود يجري تصميمها للمضاربين الذين يضاربون على توجهات السوق سواء

بالصعود أو الهبوط } ويرى ايملنج أنه بشراء عقود اختيار البيع والشراء معاً فإن المضاربين إنما يقصدون بذلك تحديد أو تحجيم الخسائر في أي حالة من الحالتين .

A straddle is a contract that combines a put and a call . straddles and spreads are designed for speculators who are trading on both sides of the market . By buying puts , calls , straddles and spreads , speculators tend to limit the total loss on any one or a series of trades .

أما صاحب موسوعة المشتقات المالية فقد ذهب في تعريفه لهذا العقد إلى الآتي :

Straddle is an option transaction that involves a long position in a put and a call with the same exercise price and expiration .

وما أضافه هذا التعريف هو أن مشتري عقدي الخيار بنوعيه ، عقد البيع . وعقد الشراء يحتفظ بمركز طويل Long position فيما يتعلق بحق البيع ، وفيما يتعلق بحق الشراء لأنه مشتري في الحالتين ، والمشتري يوصف دائماً بأنه صاحب مركز طويل ، أما بائع حق الخيار فهو على النقيض من ذلك صاحب مركز قصير لأنه بائع للحق وليس مشتري له .

الأساليب العلمية لتطبيق العمليات المزدوجة الخيارية Applications of Straddles

العملية الخيارية المزدوجة straddle هي استراتيجية مناسبة للمواقف التي يغلب فيها الظن على المستثمر أن سعر ورقة مالية معينة سيتحرك ، فعلياً ، ولكن لا يعرف في أي اتجاه سيكون توجه الأسعار (أي للصعود أم للهبوط) .

A straddle is an appropriate strategy for situation in which one suspects that the stock price will move substantially but does not know which direction it will go.

أقسام عقد الخيار المزدوج Straddle

ينقسم عقد الخيار المزدوج إلى نوعين :

(أ) عقد اختيار مزدوج مُرجح لارتفاع الأسعار . (Strap)

(ب) عقد اختيار مزدوج مُرجح لانخفاض الأسعار . (Strip)

(أ) عقد الاختيار المرجح لارتفاع الأسعار Strap

ينطوي هذا العقد على شراء "عقدي خيار شراء Two calls" وعقد خيار بيع واحد one put وذلك إذا ما غلب على المستثمر الظن أن حركة الأسعار سوف تتجه إلى الصعود ، وإن كان غير موقن بذلك ، ويتوجس خيفة من تقلبات الأسعار في غير صالحه ولذلك فهو يبتغي أن يجمع بين الحسنين بشراء عقد خيار مزدوج يتحصن به في مواجهة المخاطر وأن يجني ثمار توقعاته من خلال زيادة حقوق الشراء على حقوق البيع .

وقد عرفه "فرانك ريلي" بالآتي :

" A long strap position is the purchase of two calls and one put with the same exercise price , suggesting an investor who thinks stock price are more likely to increase".

ووفقاً للتعريف المتقدم فإن عقد الخيار المزدوج المرجح لارتفاع الأسعار ينطوي على

شراء عقدي خيار شراء وعقد خيار بيع واحد لنفس مدة العقد وبنفس السعر، وينطوي على توقع ارتفاع السعر .

“ A strap is an option transaction that involves a long position in two calls and one put , or two calls for every put , with the same exercise price and expiration”.

ويضيف “Chance” :

لو افترضنا أن أحد المستثمرين توقع أن تكمن هناك حركة مؤثرة في اتجاهات الأسعار، وأن احتمالات الصعود عنده تفوق احتمالات الهبوط . في هذه الحالة سوف يتجه بإدراكه الحسي إلى زيادة عدد خيارات الشراء Calls بالنسبة لعدد خيارات البيع Puts . حينئذ نكون بصدد عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع السعر . وينتهي “شانس” بذلك إلى تعريفه بالآتي:

“ A strap, then, is the special case in which two calls are purchased for each put”.

والجدول التالي يصور مركز لعقد خيار مزدوج يتضمن عقدي شراء وعقد بيع واحد وصافي الأرباح والخسائر التي تحققت في ظل أسعار متغيرة خلال مدة العقد .

EXPIRATION DATE PAYOFFS TO LONG STRAP AND LONG STRIP POSITION

A. Strap Position (Two Calls and One Put)

Net Profit	Cost of Options	Value of Puts	Value of Calls	SAS Stock Price of Expiration
\$ 5.85	\$-14.15	\$20.00	\$0.00	\$20.00
0.85	-14.15	15.00	0.00	25.00
-4.15	-14.15	10.00	0.00	30.00
-9.15	-14.15	5.00	0.00	35.00
-14.15	-14.15	0.00	0.00	40.00
-4.15	-14.15	0.00	10.00	45.00
5.85	-14.15	0.00	20.00	50.00
15.85	-14.15	0.00	30.00	55.00
25.85	-14.15	0.00	40.00	60.00

Source: Investment Analysis and Portfolio Management Frank Reilly, Keith C. Brown.

بإلقاء نظرة سريعة على الجدول المتقدم فسوف يسترعي انتباهنا إلى الآتي:

- 1 - كلما ارتفعت أسعار الأسهم أثناء مدة الخيار كلما ارتفعت قيمة خيار الشراء Calls وانخفضت على الجانب الآخر قيمة خيارات البيع Puts .
- 2 - أن قيمة خيارات الشراء وصلت إلى أعلى مدى لها وهو ٤٠ دولار حينما بلغت القيمة السوقية للورقة المالية ٦٠ دولار لأنها سوق صاعدة Rising Market وعلى النقيض من

ذلك انخفضت قيمة خيارات البيع لتصبح ولا قيمة لها Worthless لكون السوق صاعدة ولا مجال فيها للمراهنة على الهبوط .

وهناك دائماً فرق إيجابي بين ثمن الخيار وقيمته الجوهرية . هذا الفرق الإيجابي يطلق عليه القيمة الزمنية Time value . والقيمة الزمنية تكون في أعلى مستوياتها لحظة إبرام العقد وتصبح ولا قيمة لها يوم انتهاء أجل الحق . وهذا يفسر ما يعنيه البعض بقولهم " إن حق الخيار يساوي أكثر وهو (حي) منه وهو (ميت) " worth more alive than dead .

(ب) عقد اختيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار Strip

انتهينا من خلال العرض السابق إلى أن من يتعامل في عقود الاختيار، قد يكون مضارباً على الصعود، كما قد يكون مضارباً على الهبوط، ولكن في جميع الأحوال لا يأمن تقلبات السوق . ولذلك فإنه قد يلجأ إلى شراء عقد خيار مزدوج Straddle يؤمن به نفسه إذا ما اتجهت الأسعار في غير صالحه، وجاءت النتائج مغايرة للتوقعات .

ولكن نظراً لأن أحداً من المحترفين الذين يتعاملون في هذه الاسواق لا يستطيع أن يلغي توقعاته، ويود أن ينتج هذا العقد آثاره إذا ما وافقت النتائج التوقعات، لذلك فإن تعديلاً طفيفاً يجري على العقد المزدوج من خلال زيادة عدد حقوق الشراء Calls عن عدد حقوق خيار البيع Puts إذا ما كان مضارباً على الصعود، فنصبح الأمر كذلك أمام عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع الأسعار وهو ما يطلق عليه "Strap" و إما أن يلجأ إلى زيادة عدد حقوق البيع "Puts" عن عدد حقوق الشراء "Calls" إذا ما كان مضارباً على الهبوط، وحينئذ نكون بصدد عقد خيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار وهو ما يطلق عليه Strip .

وقد عبر "Reilly" عن هذا المعنى بقوله :

" The long straddle position assumes implicitly that the investor has no intuition about the likely direction of future stock price movements. A slight modification of this format is overweighting either the Put or Call position to emphasize a directional belief while maintaining a contract that would profit from a price movement the other way.

An investor with a more " bearish" view could create a long strip position by purchasing two puts and only one call.

ولم يذهب "Reilly" بعيداً عما تناولناه فهو يرى أن من يقوم بشراء عقد خيار مزدوج فليس لديه تصور يؤكد اتجاه الأسعار في مسار معين خلال مدة سريان العقد. ويرى أن تعديلاً طفيفاً على صيغة العقد المزدوج يرجح زيادة حقوق خيار البيع أو حقوق خيار الشراء تأكيداً لما يعتقد، أو يظن عليه الظن، أو يتوقعه، مع الاحتفاظية ذات الوقت بعقد يتيح له التربح من حركة الأسعار إذا ما اتجهت خلاف ما يعتقد (بمعنى أنها قد تتجه إلى الهبوط ودون نقطة التعادل فيتربح أيضاً من هبوطها رغم تباينها مع توقعاته). وينتهي إلى أن المستثمر الذي يظن بهبوط الأسعار (Bear) يستطيع أن ينشئ مركزاً طويلاً لعقد مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار بشراء عقدي خيار بيع، وعقد خيار شراء واحد .

بينما عرف "شانس" هذا العقد بسماته الأساسية على أنه " عملية خيارية تتضمن مركزاً طويلاً في عقدي خيار بيع وعقد خيار شراء واحد وبمعنى آخر عقدي خيار بيع لكل عقد شراء وبنفس سعر التعاقد ولنفس مدة العقد "

“ Strip : is an option transaction that involves a long position in two puts and one call, or two puts for every call, with the same exercise price and expiration.

ثانياً : عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع Strangle

يشبه هذا العقد عقد الخيار المزدوج "Straddle Contract" من كل وجه غير أنه

يختلف عنه من حيث سعر التعاقد فقط (Exercise Price (Striking Price)

ففي العقد الأول لا يتغير سعر خيار الشراء Call option عن سعر خيار البيع Put option ، والأمر ليس كذلك في العقد محل العرض، بل هو وجه الخلاف الوحيد حيث يختلف سعر خيار الشراء عن سعر خيار البيع .

وقد تناول بعض الكتاب هذا العند بإبراز سماته الأساسية دونما حاجة إلى استفاضة أخذاً في الاعتبار وجوه التماثل بينه وبين العقد السابق باستثناء سعر التعاقد بينما تناوله البعض الآخر بمزيد من الاستفاضة .

ونعرض فيما يلي لأهم التعريفات التي تناولها بعض الكتاب .

عرف "ريلي" عقد الخيار المزدوج الذي يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع "The strangle" بأنه عقد يتضمن شراء (خيار شراء، وخيار بيع) في نفس الوقت، وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد، ولنفس مدة العقد، وعلى خلاف العقد المزدوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع The straddle فينطوي هذا العقد على سعر للشراء وسعر للبيع .

“ A strangle is the simultaneous purchase or sale of a call and a put on the same underlying security, with the same expiration date. Unlike the straddle, the options used in the strangle do not have the same exercise price.”

ويتفق صاحب معجم المشتقات مع التعريف المتقدم بل وسائر التعريفات التي تناولها الكتاب في شأن عقد الخيار المزدوج الذي يتغير فيه سعر الشراء عند سعر البيع "The strangle" ولكنه يقدم إضافة جديدة لم يتصد لها غيره من الكتاب وهي أن هذا العقد بشقيه يحقق خسارة فورية لو تم تنفيذ فور التعاقد لكونه :

Out of the money option

بمعنى أن سعر التعاقد على خيار الشراء يكون أعلى من سعر السوق وهو ما يعني خسارة يقينية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر، بينما سعر التعاقد على خيار البيع put option يكون أدنى من سعر السوق وهو ما يعني أيضاً تحقيق خسارة يقينية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر. ولهذا السبب دكان الثمن المدفوع مقابل هذا العقد option

price أدنى من الثمن المدفوع مقابل عقد الخيار المتزوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع the straddle وقد عبر عن هذه المعاني صاحب معجم المشتقات بالآتي:

Strangle : Buying a strangle involves buying a call option and a put option on the same underlying asset for the same maturity but at different strike prices, generally both out of the money. Since the options are out of the money, a strangle is cheaper strategy to set up than is a straddle.

بينما عرفه " شانس " بأنه شراء عقد خيار بيع وعقد خيار شراء إلا أن سعر التعاقد على خيار الشراء يزيد على سعر التعاقد على خيار البيع .

Strangle: " A long put at one exercise price and a long call at a higher exercise price."

إلا أن ما ذكره " شانس " لا يتفق تماماً مع ما ذكره غيره من الكتاب ووجه الخلاف بينه وبين غيره، هو أنه يرى أن ثمن التعاقد على خيار الشراء أعلى من ثمن التعاقد على خيار البيع بينما يرى الغير تباين ثمن التعاقد بين خيار الشراء والبيع إلا أن أحداً لم يقل بارتفاع سعر خيار الشراء عن سعر التعاقد على خيار البيع، ولذلك فرأيه مرجوح برأي أغلب الكتاب.

٤ - عقد خيار بمضاعفة الكمية *Option to double*

يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها إذا رأى أن تنفيذ العقد في صالحه خلال مدة العقد. ولكن نظراً لتعاظم المخاطر التي يتعرض لها بائع هذا الحق فإنه يتقاضى ضعف ثمن الخيار الذي يتقاضاه مقابل حق الخيار سواء كان خيار شراء *call option* أو خيار بيع *put option* .

وينقسم هذا العقد إلى نوعين :

١ - حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها *Call-of-more option*

ويخول هذا الحق لحائزه شراء ضعف الكمية المسماة في العقد إذا ما رغب في ذلك.

Call-of-more option, an option that gives the buyer the right to buy double the stated quantity of securities, if he so wishes.

٢ - حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها *Put-of-more option*

ويخول هذا الحق لحامله أن يبيع له باع له حق الخيار (option seller) الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها إذا ما رغب في ذلك

Put-of-more option, an option that gives the seller the right to sell double the stated quantity of securities if he so wishes.

المبحث الثاني أسواق العقود الآجلة والمستقبلية

مقدمة في البيوع الآجلة :

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي، وحل صنع النقود محل صنع السلع والفائدة محل الربح، ولم يعد الاقتصاد الرمزي للمال والأثمان مرتبطاً ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الحقيقي. سلع والخدمات بوصف الاقتصاد الرمزي تعبيراً بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي، وتبرز المضاربة "بمفهومها الاقتصادي" بوصفها نشاطاً جوهرياً لرأس المال، لا يتحرك بهدف التصحيح - كما يزعم الزاعمون - وإنما بهدف الكسب والمزيد من الكسب لرأس المال.

إن من أخطر ما يجري الآن من إعادة هيكلة لأسواق النقد وأسواق رأس المال هو ما يمس آلياتها، حيث صارت الآلية الأساسية هي آلية القرض أو الدين، وحيث يجري التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض أو للمزيد من منح القروض.

لقد صار التعامل الآجل صناعة، ولكن أي صناعة !! إنها صناعة النقود، **How to make money**، فيما وصفه بعض الغربيين بأنه انتقال الثروة من جيوب الكثرة إلى جيوب القلة.

لقد زاد الإنتاج الصناعي بنسبة ٢٥% من عام ١٩٧٧ إلى عام ١٩٨٥ بينما زاد حجم التعامل الآجل خلال ذات الفترة بنسبة ٢٧٠%.

وليس هناك ما هو أدل على أن صناعة النقود حلت محل صناعة السلع من البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية التابع لصندوق النقد الدولي وتقرير البنك الدولي واللدان يجعلان الرأس تدور من فرط الدهشة إذ تشير البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية في أغسطس عام ٢٠٠٠م إلى أن قيمة العقود الآجلة في العالم قد قفزت إلى ٢٩٠.١ تريليون دولار في نهاية عام ١٩٩٨م، بينما تشير البيانات الإحصائية لتقرير البنك الدولي عن نفس العام إلى أن حجم التجارة الدولية عن عام ١٩٩٨م لم يتجاوز ٦٨ تريليون دولار.

في الستينات كانت السوق الآجلة مذبذبة بحركة السلع، وبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية كالأسهم والسندات، ولم يعد بهؤلاء حاجة إلى امتلاك الأصول المادية محل التعاقد حيث لم يعد التسليم أمراً ملزماً، ويكتفي بالتعويض أو التسوية النقدية.

ويكفي للدلالة على ذلك ما أثبتته بعض الكتاب الغربيين أن أقل من ٢% من العقود المستقبلية يجري تنفيذها في أسواق العقود المستقبلية.

بل إن صندوق النقد الدولي ذاته ذهب إلى تأكيد صورية تلك العقود في الدراسة التي أعدها عن المشتقات بقوله :

“ Any transfer of ownership of the underlying asset and cash flows becomes unnecessary”.

ووفقاً للنص المتقدم فإن دراسة الصندوق تؤكد أن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية المقابلة تصبح أمراً غير ضروري.

وخلص من ذلك بعض الكتاب الغربيين إلا أن هذه العقود لا تقتضي تملك ولا تسليم ولا تسلم وأن عقود الخيارات والمستقبليات تمثل جانب المراهنات على أداء ورقة مالية واحدة أو حزمة من الأوراق.

ولم يجد بعض الكتاب الغربيين غضاة من تقرير حقيقة يحاول البعض وأدها، وهو أن أسواق العقود المستقبلية والخيارات قد لعبت دوراً مدمراً في أحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ والذي كان أشد سوءاً من أحداث الانهيار التي اجتاحت هذه الأسواق عام ١٩٢٩م.

وذهب بعض الكتاب الغربيين وهم بصدد توجيه النقد للعقود الآجلة بأنها من قبيل القمار المقنن.

بل ذهب بعض الكتاب الغربيين في انتقاداتهم للأدوات التي يجري التعامل عليها في أسواق البيوع الآجلة والمستقبلية إلى أن العديد من الابتكارات لم تكن سوى بدعة أو أكذوبة كبرى Giant fad مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية بقصد التريح .

بل إن أحد عمالقة الاقتصاد وهو الأمريكي النمساوي الأصل “Peter Drucker” ذهب في وصفه لأدوات التعامل الآجل بالقول “إن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاماً الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية، زعموا أنها علمية، لكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في “لاس فيجاس” و “مونت كارلو” .

عولمة الأسواق المستقبلية

وأخطر من كل ما تقدم أن أدوات المشتقات التي قدمتها مراكز البحث والابتكار الأمريكية على أنها تمثل حلاً لإبداعية لمشاكل التمويل والتحوط ضد المخاطر وإدارتها وتقليلها إلى أدنى حد ممكن، والتي بذل المهندسون المانيون الأمريكيون Financial engineers جهداً عظيماً لإبرازها وعرضها على العالم شرقاً وغرباً من خلال عمليات رياضية معقدة تحت اسم نظرية “قوالب البناء Building Blocks”، هذه الأدوات ثبت بما لا يدع ريباً في النفس أنه لا يجري التعامل عندها في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل الأمريكيين والمؤسسات الأمريكية وإنما يتم التعامل على تلك الأدوات التي تموج بها أسواق العقود والمستقبليات في الولايات المتحدة من غير الأمريكيين وهو أمر يستحق وقفة طويلة وطرح الموضوع على بساط البحث للرد على الغلاة والمتطرفين الذين يتعجلون استخدام هذه الأدوات إلى بلادنا وتشويه أسواقنا المحلية بأسوأ وأردأ ما قدم الفكر الغربي لغير

الأمريكيين تحت أسم العولمة التي ابتغى بها مسح الحضارات الأخرى وتهجينها بثقافة الغرب، فتحت عنوان عولمة الأسواق المستقبلية

“ Globalization of financial markets”

تناول أحد كبار الكتاب الأكاديميين في الولايات المتحدة الأمريكية قضية تعد من أخطر القضايا التي نسجلها على صفحات هذا البحث، تحت عنوان " مشاركة غير الأمريكيين في العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية". (الدول العربية والإسلامية).

Non USA Participation in U.S Future Contracts.

ويقول الكاتب الذي أنصف الحقيقة - بقصد أو بغير قصد - أن العقود المستقبلية المالية على الأوراق المالية الأمريكية أصبح من الشائع التعامل عليها من قبل المؤسسات المالية غير الأمريكية والتي تحتفظ لديها أو يُمْرِّحُ محافظها بأوراق مالية أمريكية .

وبالكشف عن هذه الحقيقة المؤودة مزق هذا الكاتب الأقنعة التي توارت وراءها القوى المهيمنة على العالم، وكشف عن زيف اللافتات التي خدعت بعناوينها البراقة المفتونين بثقافة الغرب . ومع هذا ذهب الكاتب على استحياء محاولاً تبرير ذلك بقوله:

" إن هذه المؤسسات تستخدم العقود المالية المستقبلية لتقليل التعرض لمخاطر السوق الأمريكية أو تحركات أسعار الفائدة، واستطرد قائلاً أن بورصة شيكاغو للتجارة قد تجاوزت مع إقبال غير الأمريكيين على هذه العقود فسمحت بامتداد ساعات العمل بالبورصة لتغطية فروق التوقيت (أو التغطية الزمنية للمناطق المختلفة) ."

وحرصاً منا على تناول الحقائق دون تشويه وحتى لا نتهم بالتحريف أو التأويل نسوق النص كما ورد على لسان "Madura" الكاتب الأمريكي العظيم.

Globalization of Futures Markets

Non – U.S. Participation in U.S. Futures Contracts.

Financial futures contracts on U.S. securities are commonly traded by non- U.S. financial institutions that maintain holdings of U.S. securities. These institutions use financial futures to reduce their exposure to U.S. stock market or interest rate movements. The Chicago Board of Trade has allowed more access to non-US customers by expanding the trading hours of exchange to cover various time zones.

البيع الآجلة والبيع إلى أجل:

وقبل أن نلج في مسألة البيع الآجلة وحب علينا التنبية إلى أن ثمة خطأ شائع سرى بين العوام والخواص، منشأة الخلط بين البيع الآجل بمدلوله الاقتصادي Forward Contracts والدارج استعماله بين المشتغلين بأعمال البورصات خاصة، والبيع إلى أجل Sale on credit والذي اصطلح على تسميته ببيع النسيئة. ففي البيع الأول تأجيل الثمن والمثمن

ولا يترتب عليه بالتالي تسليم ولا تسلّم ولا يترتب عليه كذلك تمليك حقيقي ولا تملك بينما في البيع إلى أجل ينصب التأجيل على الثمن دون المثلّم.

وتنقسم العقود الآجلة من حيث ركنيّ الإلزام والالتزام إلى نوعين رئيسيين:

أولاً: عقود آجلة باتة أو قطعية (أي ملزمة) **Binding Contracts** .

ثانياً: عقود اختيارية شرطية **Optional Contracts** .

• أما العقود الباتة أو القطعية :

"فهي التي يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد للمشتري، ويلتزم المشتري بدفع الثمن المتفق عليه وذلك في موعد ثابت لاحق لتاريخ التعاقد متفق عليه هو يوم التسوية **Settlement date**."

• أما العقود الخيارية الشرطية :

"فهي التي تعطي لمشتري الخيار حقاً في أن يشتري من أو أن يبيع إلى الطرف الآخر (وفقاً لشروط العقد) الأصل محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد -- إذا ما كان العقد أمريكياً أو في تاريخ التسوية إن كان العقد أوروبياً -- أو أن يفسخ العقد بإرادته المنفردة إذا رأى أن الأسعار تتجه في غير صالحه ويدفع نظير ذلك للطرف الآخر مبلغاً من المال عند إنشاء العقد مقابل أن جعل له حق الخيار، ويسمى هذا المبلغ بثمن الخيار **Option price** (ولا علاقة له بثمن الأصل محل التعاقد)

ولما كانت العقود الآجلة الباتة يتم التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية **OTC Markets**، كما يتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية (البورصات) "**Exchanges**" جرى تقسيم هذه العقود إلى نوعين فقط وذلك وفقاً للسوق التي يتم التعامل خلالها وهما :

أولاً: العقود الآجلة **Forward Markets** .

ثانياً: العقود المستقبلية **Futures Markets** .

وستناول كلا النوعين فيما يلي بقرار من التفصيل ويقدر ما تدعو الحاجة.

أسواق العقود الآجلة والمستقبلية

Forward and Futures Contracts Markets

على الرغم أنه قد جرت دائما التفرقة بين العقود الآجلة **Forward Contracts** والعقود المستقبلية **Futures Contracts** على أنهما شيئان مختلفان، إلا أنهما في الحقيقة وفي الأصل شيء واحد. فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحاً عقوداً آجلة، غير أنه تم التمييز بين تلك العقود التي تجري ترتيباتها **Arrangements** من خلال السوق غير الرسمية **OTC Markets**، وتلك العقود التي يتم عقدها من خلال السوق الرسمية. ففي السوق غير الرسمية يتم تفصيل **Tailoring** تلك العقود وفقاً لتفضيلات **Preferences** واحتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها. والأمر ليس كذلك في السوق الرسمية، فهي سوق منظمة **Organized Market** تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، وعقودها جميعاً نمطية **Standardised** ولا تخضع لتفضيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية. ووجود ثمة وجوه أخرى للاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية والتي نتجت عن إخضاع هذه العقود للقواعد والقوانين الحاكمة للتعامل في الأسواق الرسمية لا يغير من طبيعة هذه العقود من حيث كونها جميعاً عقوداً آجلة.

وقد ذهب صندوق النقد الدولي إلى تأكيد هذه الحقيقة من خلال الدراسة التي أعدها عن المشتقات المالية بقوله: "إن العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في سوق منظمة يطلق عليها (العقود المستقبلية)".

Forward – type contracts traded on organized markets are called "Futures".

وإلى نفس هذا المعنى ذهب "Chance". مؤكداً أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة، وشروطها نمطية ويتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية.

A future contract is a forward contract that has standardised terms is traded on an organized market.

وتشير الدراسة التي أعدها صندوق النقد الدولي إلى وجوه التقارب الشديد بين كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية استناداً إلى :

(١) أن كليهما من العقود الملزمة **Binding Contracts**

(٢) وأن كل عقد منهما لا يتوقف على غيره **Non Contingent**.

كما هو الحال في عقود المشتقات الأخرى التي يتوقف أداؤها على أداء الأصول الأخرى كحركة واتجاهات الأسعار للأصول المالية، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف وغيرها.

ويؤكد "Frank Fabozzi" وجوه الشبه بين العقدين بقوله :

" إن العقد الآجل تماماً كالعقد المستقبلي هو اتفاقية للتسليم المستقبلي لأصل ما بسعر معين في نهاية فترة معينة".

A forward contract , just like a futures contract , is an agreement for the future delivery of something at a specified price at the end of a designated period of time.

أهم وجوه الخلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية.

(١) بينما يجري التعامل على العقود الآجلة Forward contracts في السوق غير الرسمية Over-the-Counter (OTC) فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

(٢) العقود المستقبلية جميعها نمطية "Standardised" في بنودها وشروطها خلافاً للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين .

(٣) العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقاً لحركة واتجاهات الأسعار وسعر التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة Clearinghouse يومياً، ولذا اصطلح على العقود المستقبلية Futures Market بأنها Marked-to-Market بمعنى أن مركز كل من المتعاقدين يتم تقويمه Valuating وتحديد الفروق بين سعر التسوية الحالي (والذي يمثل متوسط أسعار اليوم) وسعر التسوية لليوم السابق، وذلك من خلال التسوية اليومية Daily Settlement . فإذا ما كان الفرق ايجابياً أضيف مقدار الزيادة إلى حساب التأمين Margin account الخاص بمن يحتفظ بمركز طويل Long position (المشتري) والمودع لدى غرفة المقاصة Clearinghouse خصماً على حساب المتعاقد المحتفظ بمركز قصير (البائع)، أما العقود الآجلة فزرغم أن جمهور الكتاب يذكرون أن هذه العقود لا تخضع للتسويات اليومية إلا أنه ورد بأحد المراجع أن العقود الآجلة قد تخضع وقد لا تخضع لنظام التسوية اليومية وأن ذلك إنما يتوقف على رغبة طرفي التعاقد.

A forward contract may or may not be marked to market, depending on the wishes of the two parties.

(٤) في العقود المستقبلية يقوم طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي Initial margin لدى غرفة المقاصة Clearinghouse والتي تقوم بدورها كوسيط Intermediary وضامن Guarantor لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود . وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسئولاً أمام الآخر . فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء Default risk التي تمثل أحد مثالب التعامل في الأسواق غير الرسمية . كما يقوم الطرفان بإيداع تأمين آخر يطلق عليه Maintenance margin ويمثل المقدار أو الرصيد الذي يتعين الحفاظ عليه كحد أدنى بعد كل تسوية ، فإذا ما انخفض الرصيد عن حده المقرر فإنه يتعين زيادة الحد . أو رصيد التأمين إلى المستوى المطلوب . additional margin may be required بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في عقد آجل بإيداع هذا التأمين.

(٥) خلافاً للعقود الآجلة Forward contracts فإن العقود المستقبلية Futures contracts غير

ملزمة رغم أن أغلب الكتاب متفقون على أن كل من العقود الآجلة والمستقبلية ملزمة **Binding**، وهو ما ذهب إليه أيضاً صندوق النقد الدولي بقوله:

Forward and futures are binding, non contingent contracts.

وهو ما يعني أن العقود الآجلة والمستقبلية ملزمة ولا تتوقف على غيرها، إلا أن أحد المراجع الهامة التي يتصدر غلافها أحد أعلام الغرب في هذا المجال نفي نفياً قاطعاً لا يحتمل التأويل ما تناوله كتاب الغرب أن العقود المستقبلية ملزمة لأطرافها وذلك تحت عنوان تسليم السلعة محل التعاقد **Delivery of the underlying commodity** فذكر ابتداءً أن الذي يقبل على العقود الآجلة هم المستخدمون التجاريون الذين يسعون حقيقة في طلب السلعة ويدخلون في العقود الآجلة **Forward contracts** بغرض نقل ملكية سلعة في تاريخ لاحق. وذكر أن التسليم الفعلي من قبل طرفي العقد في العقود الآجلة هو الممارسة العادية، وأنه لا ينبغي أن يوفر العقد الآجل بديلاً للتسليم الفعلي، و يرى أنه على النقيض من ذلك تماماً أن العقد المستقبلي يتضمن حقاً في تعويض أو استخدام إجراء آخر للتسوية النقدية. وأقام على ذلك الدليل من خلال مجموعة من قرارات لجنة المتاجرة للسلع المستقبلية في الولايات المتحدة **Commodity Futures Trading Commission** وكذلك عدد من القرارات التفسيرية للجهات القانونية المعنية التي تظاهر هذا التوجه فيما يبدو أنه من قبيل التعديلات التي أضيفت للقوانين والنظم والقواعد الحاكمة للتعامل في أسواق العقود المستقبلية.

وقريباً مما ذكره "Francis" والذي هدم به أحد الأصول المتعارف عليها في الأسواق

المستقبلية أكد "Fabozzi" على ما يلي :

" رغم أن كلاً من العقود المستقبلية والآجلة تتناول شروط التسليم، إلا أن العقود المستقبلية لا يقصد تسويتها بالتسليم. ويضيف الكاتب، أن أقل من ٢٪ من العقود القائمة يتم تسويتها بالتسليم، ولكن العقود الآجلة على النقيض من ذلك يقصد بها التسليم .

" Although both futures and forward contracts set forth terms of delivery, futures contracts are not intended to be settled by delivery . In fact, generally less than 2% of outstanding contracts, are settled by delivery. Forward contracts, in contrast are inteded for delivery".

ولذلك فقد صدق "Chance" حينما قال :

" إن السوق الرسمية ليست هي أفضل طريق لطلب السلعة".

" The future market is not the best route for acquiring a commodity".

وعلى الرغم من أن "Chance" يسلم بأن أغلب العقود المستقبلية في السوق الرسمية لا يتم من خلالها تسليم فعلي للأصول محل التعاقد إلا نادراً، إلا أنه لا يعزو ذلك لكون هذه العقود غير ملزمة ولكن لأنه يتم إقفال مركز المتعاملين في هذه الأسواق قبل انتهاء مدة التعاقد بالتعويض، أي يبيع العقود إلى الغير. وعلى الرغم من ذلك يشير "Chance" إلى أنه وفقاً للتقرير المالي للجنة المتاجرة في العقود المستقبلية "CFTC" لعام ١٩٨٩م فإنه تم إنشاء

٢٦٧ مليون عقد، بينما الذي انتهى بالتسليم الضعلي ١٧ مليون عقد فقط. بنسبة تقل عن ١٪، وأنه بينما تمت التسوية النقدية لأكثر من ٥٠ مليون عقد، فإن أقل من ٧٠٠ ألف عقد بقيت لأخر يوم تعامل عليها .

ويخلص من ذلك "Chance" - مناقضاً نفسه - إلى أن التسليم وإن كان سمة أساسية للعقود المستقبلية فنادر ما يحدث .

ويستفاد مما تقدم أن كافة المعاملات في أسواق العقود المستقبلية الرسمية إنما تستخدم كأداة للمضاربة أو للتحوط ضد تقلبات الأسعار، وأن من ابتغى الحصول الفعلي على سلعة ما فإن السوق الرسمية ليست هي الطريق الأفضل، وأن السبيل الوحيد المتاح وبلا خيار هو السوق غير الرسمية رغم ما يحيط بها من مخاطر عدم الوفاء Risk default أو السوق الحاضرة.

أولاً: العقود الآجلة Forward contracts

على الرغم من أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن طويل وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع كالحبوب والأرز، إلا أنها كانت أقل ألفة. فخلافاً لأسواق الخيارات، فليس لدى هذه الأسواق ما تقدمه من تسهيلات، إذ ليس لهذه السوق وحتى وقتنا هذا مبنى "Building" أو كيان رسمي منظم كالسوق الرسمية، حيث أن هذه الأسواق تعمل من خلال قنوات اتصال غير رسمية Informal communication channels بين المؤسسات المالية الرئيسية.

وعلى الرغم من أن الأسواق الآجلة للصرف الأجنبي قد وجدت منذ زمن طويل إلا أنه لم يكن يجري تعامل على كثير من الأدوات الأخرى في الأسواق الآجلة في ذلك الحين ومع النمو السريع لأسواق المشتقات حدثت طفرة هائلة في الأسواق الآجلة للأدوات الأخرى. وأصبح الآن من السهولة بمكان الدخول في عقود آجلة لمؤشرات الأسهم أو الطاقة كما كان الأمر بالنسبة للعمليات الأجنبية. وتعد العقود الآجلة مفيدة إلى حد بعيد لأنها تيسر استيعاب العقود المستقبلية .

المخاطر في العقود الآجلة لا تتعلق بطرف دون الآخر، فكل طرف من طرفي التعاقد يتحمل مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته وهو ما يطلق عليه Credit risk (Default risk or) وتختلف بذلك العقود الآجلة عن عقود الخيار والتي يتحمل فيها مخاطرة عدم الوفاء مشتري حق الخيار فقط .

ويرى بعض الكتاب الغربيين أن العقود الآجلة شائعة في حياة كل فرد في مختلف الشعوب والبلدان، بما يوحي وأن أحداً إلا وقد مارس هذه النوعية من العقود الآجلة، وساقوا للتدليل على ذلك بعض الأمثلة من حياتنا اليومية بعيداً عن الأسواق التي تذهب معاملاتها بالألبياب كعقود الطاقة والحبوب والعملات والمعادن النفيسة كالذهب والفضة والماس فهم

يروون أن من يوقع عقد استئجار شقة لمدة عام **A one year apartment lease** فإن ذلك يعني موافقة المستأجر على شراء خدمة استعمال الشقة لمدة إثني عشر شهراً تالياً بسعر يجري تحديده مسبقاً عند إنشاء العقد، وحينئذ نكون بصدد عقد أجل لشراء خدمة آجلة وبسعر متفق عليه مسبقاً.

ونتناول فيما يلي أهم التعريفات التي وقع اختيارنا عليها في شأن العقود الآجلة .

تعريف العقد الآجل:

عرفه "Chance" بأنه اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع لشراء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد.

"A forward contract is an agreement between two parties, a buyer and a seller to purchase or sell something at a latter date at a price agreed upon today".

بينما عرف "Antony Saunders" العقد الآجل بالآتي:

"العقد الآجل هو اتفاقية تعاقدية بين مشتري وبائع لمبادلة أصل بنقد في تاريخ لاحق. والمشتري والبائع يحدد السعر والكمية عند التعاقد، ولكن التسليم والتسليم لسند يستحق بعد عشرين عاماً مقابل الثمن النقدي قد لا يتم".

"A forward contract is a contractual agreement between a buyer and a seller at time (O) to exchange an asset for cash at some later date. The buyer and the seller would agree on a price and quantity today (Time O) but the delivery (or exchange) of the 20-year bond for cash would not occur".

بينما عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بالآتي:

"بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه. والعقود الآجلة ليست عقوداً مالية شرطية لأنها تتطلب على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين .

"Under a forward – type contract, the two counter parties agree to exchange an - underlying item – real or financial – in a specified quantity , on a specified date, at an agreed price . Forward – type contracts are unconditional financial contracts because there is an obligation to settle the contract on a specified date".

أما "Kenneth Gorbade" فيشير ابتداءً إلى أن عقود التسليم الآجل Deffered

delivery contracts بين المشتريين والبائعين من المسائل الشائعة في التجارة والتمويل . فالسلع الزراعية والصراف الأجنبي تم التعامل عليهما بيعاً وشراءً لتسليم مؤجل منذ ما يزيد على قرن.

وعرف العقد الآجل بالآتي:

"العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع . الأصل محل التعاقد ، وسعر التسوية ، وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين

المتعاقدين . وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً .

“ A forward contract is a bilateral contract between a purchaser and a seller. The asset to be exchanged and the settlement price and the settlement date is mutually agreeable to the two transactors . When the settlement date arrives, the buyers tenders cash to the seller , and the seller delivers the previously agreed upon asset to the buyer ”.

أما “Edward Kleinbard” فقد عرف العقد الآجل بالآتي :

“العقد الآجل هو عقد ثنائي خاص من أجل تنفيذه والذي يقتضي تسليم كمية معينة من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل، ولا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان”.

“ A forward contract is a private bilateral executory contract that typically calls for the delivery of specified quantity of property at a fixed price at a set date in the future . The parties are not required to post collateral”.

ولنفس المعنى تقريباً ذهب “Dismond”، فقد عرف العقد الآجل بالآتي:

“العقد الآجل هو عقد على شراء أو بيع كمية محددة من سلعة ما بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه عند إنشاء العقد”.

“ A forward contract is a contract to purchase or sell a fixed quantity of a commodity of defined quality on a certain date in the future at a price agreed to day ”.

التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية

بدون استخدام الوساطة المالية



باستخدام وسيط أو صانع سوق



ثانياً: العقود المستقبلية Futures Contracts

يطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة **Organized Markets** وهي البورصة.

وتوفر العقود المستقبلية أداة بديلة للاستثمار في أصول حقيقية.

ومع هذا فثمة فروق عديدة بين الاستثمار في أحد الأصول من خلال إنشاء عقد مستقبلي، وبين الاستثمار في الأصل بعينه .

وتفصيل ذلك :

(١) إن الذي يستثمر أمواله في شراء أحد الأصول يدفع الثمن المقابل للبائع غير منقوص، أما الذي يستثمر أمواله في شراء عقد مستقبلي على أحد الأصول فلا يدفع سوى نسبة ضئيلة من القيمة الكلية للعقد المستقبلي تتراوح ما بين ١٠٪، ١٥٪ كضمان ابتدائي **Initial Margin**.

(٢) عند تغير ثمن الأصل محل التعاقد تزيد قيمة العقد مقارنة برأس المال المستثمر.

(٣) بينما الاستثمار في أحد الأصول المالية كالأسهم ليس محدوداً بمدة معينة، فإن الاستثمار في أحد العقود المستقبلية وعلى نفس السهم يمتد لفترة تقل عن سنة.

(٤) إن من يستثمر ماله في أحد الأصول قد يخسر نسبة كبيرة من رأس المال المستثمر، بينما المستثمر في عقد مستقبلي قد يخسر من المال ما يزيد على المال المستثمر.

من كان في حاجة فعلية إلى السلعة محل التعاقد فالطريق إلى ذلك ليس هو سوق

Almost 100 types of futures contracts trade on U.S. Futures exchanges.

والتعامل في العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية يتم من خلال أحد عشر بورصة للمعاملات المستقبلية وعلى نظام جلوبكس "Globex" الإلكتروني.

ومن الأسواق النشيطة التي تتعامل في العقود المستقبلية في غير الولايات المتحدة، بورصة سيدني، وهونج كونج، وطوكيو، وأوساكا، وباريس، ولندن، وسينجاپور، وتورنتو .

أما بورصة سيدني في استراليا (SFE) فهي السوق الرسمية للتعامل في العقود المستقبلية والخيارات وتعد حالياً البورصة العاشرة للعقود المستقبلية على مستوى العالم على أساس حجم التعامل .

أما بورصة هونج كونج للعقود المستقبلية **The Hong Kong Futures Ex.** فقد أسست عام ١٩٧٥م وتعاملت في العقود المستقبلية للقطن عام ١٩٧٧م، وتلا ذلك تعاملها في عقود السكر المستقبلية في نفس العام، وامتد تعاملها إلى فول الصويا **Soy bean** عام ١٩٧٩م، ثم عقود الذهب عام ١٩٨٠م .

وإذا ما تحدثنا عن بورصة طوكيو لعقود المستقبلية

The Tokyo International Financial Futures Ex (TIFFE).

فقد استلقت النظر حداثة إنشائها حيث أسست عام ١٩٨٩م، وأما أول العقود التي تمت بين جدرانها فكانت " اليوروين " "Euro Yen" لمدة ثلاثة شهور واحتلت هذه العقود المركز التالي لمركز الصدارة لأنشط العقود على مستوى العالم، ويتجاوز عدد العقود التي يتم إنشاؤها ٢٠ مليون عقد سنوياً وتتضاعف نسب النمو لهذه العقود من عام لآخر .

وإذا أشرنا إلى بورصة أوساكا **(The Osaka Securities Exchange (OSE)**

فهي ثاني أكبر بورصة يابانية بعد بورصة طوكيو.

أما بورصة سينجابور **The Singapore International Monetary EX. (SIMEX)**

فهي بورصة العقود المستقبلية والخيارات في سينجابور. وقد بدأ العمل بها في أغسطس ١٩٨٤م، وهناك اتفاقيات تبادلية بينها وبين بورصة شيكاغو للتجارة بحيث يمكن إغلاق المراكز لإحدى البورصتين في البورصة الأخرى . وفي عام ١٩٩٣م احتلت بورصة سينجابور المركز الرابع عشر من حيث حجم التعامل بين سائر بورصات العقود المستقبلية والخيارات في العالم.

ونتناول فيما يلي أهم التعريفات التي وقع اختيارنا عليها في شأن العقود المستقبلية

تعريف العقود المستقبلية

عرف " انتوني سوندرز" العقد المستقبلي بالآتي :

" العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة . وهو اتفاقية بين مشترٍ وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق . ووجه الخلاف بين هذا العقد والعقد الآجل، أنه بينما يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل طول مدة العقد، فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية . ويستفاد من ذلك أن تسويات نقدية حقيقية تتم بصفة يومية بين المشتري والبائع استجابة لعمليات التسويات اليومية حيث توصف السوق بأنها **Marked to Market** .

ويستفاد مما تقدم أن أهم السمات الرئيسية المميزة للعقد عند "سوندرز" هي :

١. أن التعامل على هذه العقود يتم من خلال الأسواق الرسمية .
٢. أن التسوية من جانب غرفة المقاصة لا تتم في نهاية مدة العقد، وإنما تجري التسويات بصفة يومية استجابة لتغيرات الأسعار .

أما "شانس" فقد استهل تعريفه للعقود المستقبلية بما يراه من أهم السمات المميزة للعقود المستقبلية . فقد عرف العقد المستقبلي على النحو التالي :

" العقود المستقبلية عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة ، وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر".

" A futures contract is a forward contract that has standardised terms is traded on an organized market and follows a daily settlement procedure in which the losses of one party to the contract are paid to the other party".

ويسترعى انتباهنا في التعريف المتقدم أنه استهل التعريف بما أغفله التعريف الذي سبقه وهو نمطية العقود المستقبلية ، فهي لا تباين من عقد لآخر وفقاً لرغبة المتعاقدين ، ولا يجري تفصيلها وفقاً لحاجة أحد الأطراف سواء من حيث حجم العقد أو مدة العقد أو سعر التعاقد .

أما "Reilly" فلم يضيف إلى التعريفات المتقدمة وإنما اجتزأ بعضها ، فعرف العقد المستقبلي بالآتي :

" العقد المستقبلي هو اتفاقية توفر للمتعاقدين تبادل مستقبلي لأصل معين ، في تاريخ تسليم مستقبلي معين ، في مقابل مبلغ نقدي معين في تاريخ التسليم ."

وأما Benton فقد استهل تعريفه للعقد المستقبلي بأهم سماته وهو أنه عقد أجل قابل للتداول ، وقابلية العقد للتداول تزيد من سيولته Liquidity خلافاً للعقود الآجلة في السوق غير الرسمية والتي توصف بأنها Liquid وقد عرف العقد المستقبلي بما يلي:

" العقد المستقبلي هو عقد أجل قابل للتداول . وهو اتفاقية على تسليم في تاريخ لاحق ، أو تسليم لمقدار أو كمية محددة بجودة معينة لأصل معين بسعر معين".

" A futures contract is a marketable forward contract. A futures contract is an agreement to make delivery at a latter date, or to accept delivery of a fixed amount of a specific quality of an asset at a specified price".

ويضيف صاحب التعريف المتقدم أن العقود المستقبلية تتطلب إيداع وديعة (لدى شركة المقاصة) كتأمين أو ضمان Margin deposit بنسبة تتراوح ما بين نصف في المائة ، %١٠.

ويسترعى انتباهنا هنا عدم اتفاق الدكاتاب على نسبة الضمان وإن كان من الثابت أنها لا تتجاوز مطلقاً ٢٠% من قيمة العقد الصّلية .

بينما عرف Adrian Buckley صاحب المالية متعددة الجنسيات العقد المستقبلي بالآتي:

" العقد المستقبلي المالي هو اتفاقية لشراء أو بيع كمية نمطية من أداة مالية معينة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه بين الأطراف باستخدام أسلوب المناذاة في قاعة سوق منظمة للعقود المستقبلية ."

" A financial futures contract is an agreement to buy or sell a standard quantity of a specific financial instrument at a future date and at a price agreed between

the parties through open outcry on the floor of an organized financial futures exchange”.

ولا يكاد يختلف التعريف الذي قدمه “Jeff Madura” عن سائر التعريفات المتقدمة فهو يعرف العقد المستقبلي على الوجه التالي:

“العقد المستقبلي المالي هو اتفاقية نمطية لتسليم أو استلام مقداراً معيناً من أداة مالية معينة بسعر معين في تاريخ معين”.

ويضيف “Madura” أن العقود المستقبلية يتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة والتي تضع قواعد لها قوة الإلزام .

“ A financial futures contract is a standardised agreement to deliver or receive a specified amount of a specified financial instrument at a specified price and date . Financial futures contracts are traded on organized markets which enforce rules for such trading ”.

أهم سمات وخصائص العقود المستقبلية Characteristics of futures contract

- ١ - نمطية شروط التعاقد Standard of terms فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد size ومدته expiration وصفاته أو جودته quality
- ٢ - ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم العقود عليه .
- ٣ - المتعامل في هذه العقود يودع تأميناً Initial Margin لا يتجاوز ٢٠ ٪ من القيمة الكلية للعقد وذلك خلافاً للعقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في السوق غير الرسمية والتي لا تتطلب إيداع مثل هذا التأمين من أي من أطرافها
- ٤ - العقود المستقبلية لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد . بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار. أما من كان مقصده الحصول على الأصل محل التعاقد فإما أن يلجأ إلى السوق الحاضرة Spot Market إن كانت حاجته إلى هذا الأصل عاجلة أو إلى السوق غير الرسمية لإنشاء عقد آجل إن كان راغباً في الحصول على هذا الأصل في وقت لاحق، حيث يتوفر في هذه السوق عنصري الإلزام والالتزام . إلزام البائع بتسليم العقود عليه للمشتري والتزام المشتري بسداد الثمن المقابل للأصل محل التعاقد .
- ٥ - يوسع المستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد آخر offset .
- ٦ - تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد في مستهل عقد الصفقة .

٧ - العقود المستقبلية توصف جميعها بأنها **Marked to Market** بمعنى أنها تخضع للتسوية اليومية **Daily Settlement** فيتم تعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد .

ميكانيزم التعامل في العقود المستقبلية The Mechanics of Futures Trading

قبل أن يشرع العميل في إصدار أمر لإحدى شركات الوساطة المالية، يتعين على العميل أن يبادر إبتداءً بفتح حساب لدى شركة الوساطة المالية **Brokerage Firm** . ونظراً لارتفاع مخاطر التعامل في العقود المستقبلية، فإن العميل يطالب من خلال بورصة العقود المستقبلية بإيداع تأمين إبتدائي **Initial Margin** غالباً لا يقل عن \$ ٥٠٠٠ ويوقع على إقرار يتناول المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها .

The individual must make a minimum deposit – usually at least \$ 5000 – and sign a disclosure statement acknowledging the possible risks.

بينما يذكر **Madura** أن التأمين الإبتدائي هو ما بين ٥%، ١٨% من القيمة الكلية للعقد المستقبلي يتم إيداعها لدى شركة الوساطة التابع لها العميل قبل تنفيذ العملية. ويضيف **Madura** أن الغالب أن شركات الوساطة تطلب تأميناً يزيد غالباً عما هو مطلوب من قبل بورصات العقود.

وعندما يشرع العميل في إعطاء الأمر لشركة الوساطة التابع لها والتي قام بفتح حساب لديها، تقوم شركة الوساطة بالاتصال بممثلها ببورصة العقود، والذي يتوجه فور تلقيه للأمر إلى القاعة التي يتم التعامل فيها على هذا النوع من العقود "The Pit" وفي هذه القاعة إشارات يدوية وأنشطة شفوية **hand signals and verbal activities** وهذه يجري استخدامها عند إعطاء الأوامر بعروض البيع أو طلبات الشراء **are used to place bids and makes offers** .

ويطلق على هذا الأسلوب أو الطريقة التي يجري بها تنفيذ العمليات في البورصات سواء كانت بورصات العقود المستقبلية والخيارات **Option & Futures Exchanges** أو بورصات الأوراق المالية **Stock Exchanges** أسلوب أو نظام المناداة **open outcry system** .

فإذا ما تم تنفيذ أمر العميل **when the order is Filled** يقوم ممثلو شركة الوساطة المالية الموجودين بالبورصة بإخطار الشركة بتنفيذ الأمر الصادر إليهم، ومن ثم تقوم الشركة بالاتصال تليفونياً بالعميل لتعزيز عملية التعاقد .

دور غرفة المقاصة **The Role of the Clearinghouse**

بتعزيز العميل لعملية التعاقد يبدأ دور غرفة المقاصة . وهذه الجهة تعد وسيطاً وضامناً لكل عملية تعاقد، وفي غيابها يصبح كل من البائع والمشتري مسئولاً أمام بعضهما

البعض عن تنفيذ العقد . وتفصيل ذلك أن غرفة المقاصة تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بالتزاماته وتضمن للبائع التزام المشتري في الوفاء بالتزاماته، وتقوم بتسجيل جميع العمليات.

التسويات اليومية Daily Settlements

لتأمين المتعاقدين وضمان وفاء أطراف التعاقد بالتزاماتهم تعتمد غرفة المقاصة على التأمين الابتدائي **Initial Margin** الذي يقود بإيداعه كل من البائع والمشتري لدى غرفة المقاصة فيما يعد ضماناً لعدم توقف أحد الأضراف عن الوفاء بالتزاماته، ويودع هذا التأمين في حساب العميل لدى غرفة المقاصة، وإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه، وقد يتلقى العميل ما يسمى **Margin call** من شركة الوساطة المالية التابع لها لكي يودع تأميناً إضافياً **Additional Margin** للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة **Maintance Margin**، ولذا فإن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي إنه (وفقاً للمصطلح) **Marked to Market** أي خاضع للتسوية اليومية .

ميكانيزم العقود المستقبلية

يصور الشكل "٢٥" ميكانيزم العقود المستقبلية ودور كافة الأطراف التي تشارك في صناعة هذه العقود بدءاً من لحظة إنشائها إلى أن تتم تسويتها وفقاً للخطوات التالية :

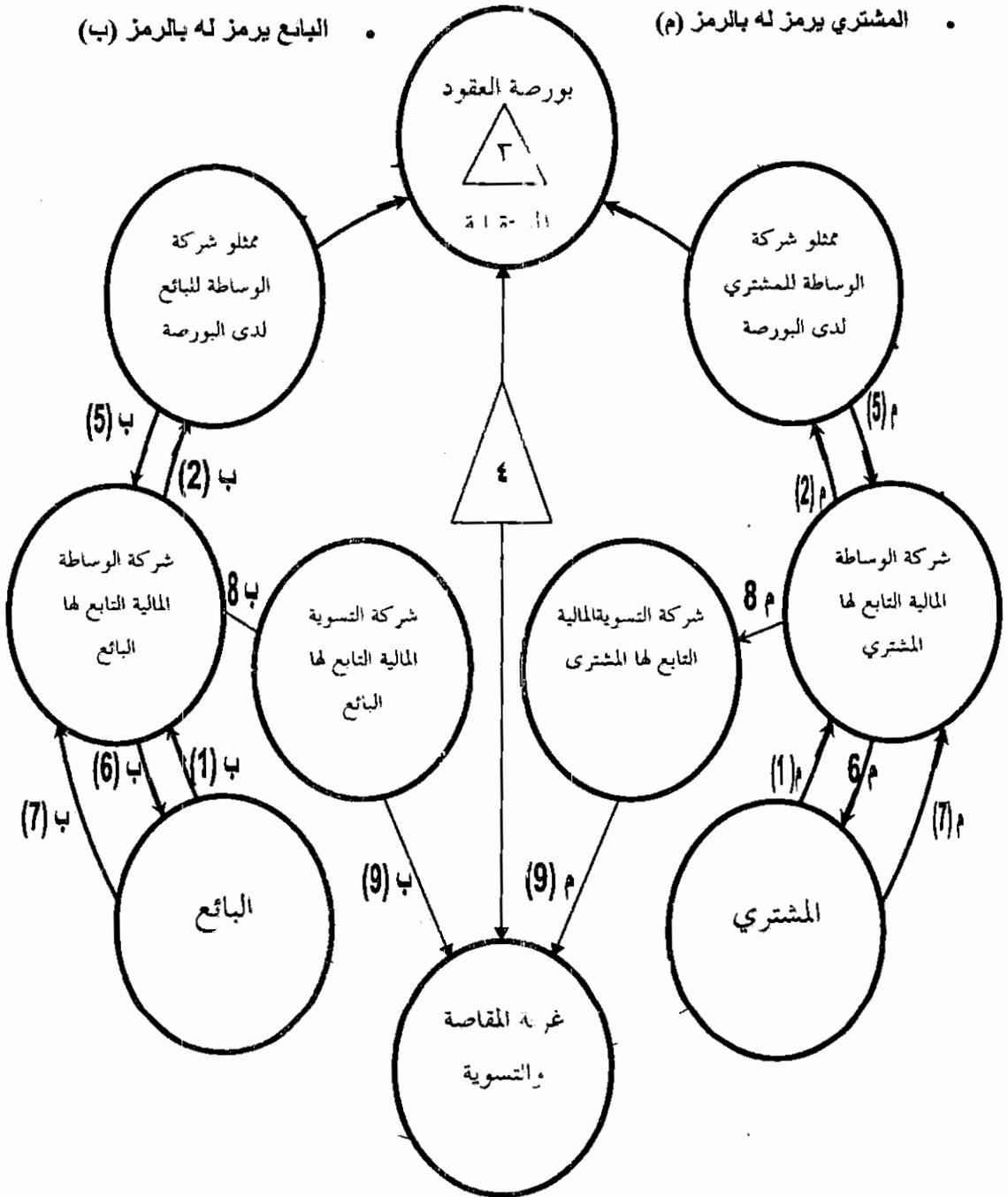
١. يعطي كل من المشتري والبائع تعليماته لشركة الوساطة المالية التابع لها كل منهما لتنفيذ الأمر.
- ٢- تطلب شركة الوساطة المالية التابع لها المشتري والأخرى التابع لها البائع من ممثليها بالبورصة تنفيذ الأوامر الصادرة إليهما .
٣. يلتقي الوسيط المنفذ للمشتري مع الوسيط المنفذ للبائع بالذاعة المخصصة ببورصة العقود .
٤. يتم إرسال تقرير بعملية التعاقد من بورصة العقود لغرفة المقاصة والتسوية .
٥. يقوم الوسيطان المنفذان للذاتان قاما بتنفيذ عملية التعاقد بإخطار شركة الوساطة التي يتبعها كل منهما بالسعر الذي تم به التعاقد .
٦. تقوم شركة الوساطة التابع لها المشتري والأخرى التابع لها البائع بإخطار المشتري والبائع بسعر التعاقد .
٧. يودع كل من المشتري والبائع تأميناً لدى شركة الوساطة التي يتبعانها ما بين ٥% إلى ١٨% من القيمة الكلية للعقد.
٨. تودع كل من الشركتين التأمين المودع لديها في شركة اتسوية التي تتبع كل منهما.
- ٩- تقوم شركتا التسوية بإعادة إيداع التأمين المودع لديهما لدى غرفة المقاصة والتسوية

.Clearinghouse

البيع الآجلة والمستقبليّة

أ.أ. / سمير عبد الحميد رضوان

• المشتري يرمز له بالرمز (م) • البائع يرمز له بالرمز (ب)



- الشكل رقم ٢٥
- الخطوات مقتبسة من كتاب Introduction to Derivatives والتصوير للباحث

وقد يكون من المفيد الإشارة إلى أن أول غرفة مقاصة قد تم تأسيسها عام ١٩٢٥م ببورصة شيكاغو للتجارة. وغرفة المقاصة هي شركة مستقلة، وأصحابها هم فيها هي شركات التسوية والتي تتوسط في التعامل ما بين شركات الوساطة المالية وغرفة التسوية.

تطور العقود المالية المستقبلية

The Development of Financial Futures

خلال ما يربو على ١٢٠ سنة فإن بورصات العقود المستقبلية السلعية باشرت دورها في تنفيذ العقود على السلع الزراعية والمعدنية وغيرها. وفي عام ١٩٧١م بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف، مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي (International Monetary Market (IMM) والتي تعد سوقاً معاونة لبورصة شيكاغو للتجارة Chicago Mercantile Exchange والتي تخصص في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية. وكانت هذه هي أولى العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية financial Futures.

أما أول عقد مستقبلي على معدلات أسعار الفائدة Interest Rate Futures فقد ظهر عام ١٩٧٥ حينما نظمت بورصة شيكاغو عقوداً مستقبلية على الرهن العقاري الوطني الحكومي من خلال شهادات تعكس غلاتها معدلات أسعار الفائدة على الرهن العقاري.

وفي عام ١٩٧٦ قدمت سوق النقد الدولي "IMM" أول عقد مستقبلي على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة ٩٠ يوماً وهي أذون الخزانة "Treasury Bills".

وفي عام ١٩٧٧ بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحاً في كل الأزمان في الولايات المتحدة وهي العقود المستقبلية على سندات الخزانة U.S. Treasury Bond Futures وفي غضون فترة قصيرة أصبحت هذه الأداة من أكثر العقود نشاطاً لتتفوق على كثير من العقود المستقبلية للحبوب والتي كان يجري التعامل عليها منذ ما يزيد على مائة عام.

وفي عام ١٩٨٠ تم تقديم أحد العقود التي لقيت إقبالا ونجاحاً وهي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم Stock Index Futures Contract.

متابعة حركة واتجاهات الأسعار في أسواق العقود المستقبلية

إن أي من المشتغلين بأعمال البورصات أو العقود المستقبلية لابد وأن يتابع من يوم لأخر بل ومن ساعة لأخرى توجهات الأسعار ومؤشراتها، وبالتالي الوقوف على ما حصده من أرباح أو ما مني به من خسائر. كما أن المؤسسات المالية التي تتخذ من العقود المستقبلية أداة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة أو الأصول المالية، مألها من محيص عن متابعة أخبار أسعار العقود المستقبلية، وما تتبني عنه من توجه للأسعار في السوق الحاضرة

The spot market

لذلك فإن قراءة الصحف الاقتصادية و المالية اليومية والتي تتناول إجمالاً وتفصيلاً حركات ومؤشرات الأسعار في بورصات الأوراق المالية، وبورصات العقود المستقبلية للسلع وللأصول المالية تعد أمراً بالغ الأهمية. وثمة أجماع لم يشذ عنه أحد أن أهم مصادر معلومات أسعار العقود المستقبلية هي صحيفة وول ستريت اليومية **Wall Street Journal**.

ولما كانت لهذه السوق مصطلحاتها **Terms** ولغتها **Jargon** وهي لغة غير مألوقة لغير المتعاملين بها، ويتعذر عند عدم الإلمام بها قراءة الصحف، لذلك رأينا أن نعرض لنشرة أسعار العقود المستقبلية لصحيفة **Wall Street Journal** عن يوم ٢٢ مارس ١٩٩١ للوقوف على كيفية قراءة هذه الصحف.

الشكل (7-3) يبين الكيفية التي تتناول بها صحيفة " وول ستريت جورنال " أسعار العقود.

ووفقاً للشكل المبين فإن العقود يجري تصنيفها في أربعة مجموعات متجانسة وهي : الحبوب وبنور الزيوت **grains and oilseeds**؛ ماشية ولحوم **livestock and meat**، أغذية وألياف **food and fiber**، وأخشاب وأدوات مالية **wood and financials**.

ويتم تسجيل العقود المالية على صفحات الجريدة في صفحات مختلفة مع الخيارات **options**.

وإذا ما أمعنا النظر في الشكل رقم (7-3) فسوف يسترعي انتباهنا الآتي :

في السطر الأول تنصدر الأعمدة التالية المصطلحات التالية

					Lifetime	Open
Open	High	Low	Settle	Change	High low	Interest

ويقصد بهذه المصطلحات المعاني التالية

Open price وهو سعر الافتتاح

Open Interest = عدد العقود

High = أعلى سعر خلال اليوم

Low =	أدنى سعر خلال اليوم
Settle = settlement price	أي سعر التسوية ويمثل متوسط أسعار اليوم
Change =	وهو تغير سعر التسوية اليوم عن سعر التسوية لليوم السابق
{ High life time Low life time	أما العمودين التاليين فيمثلان أعلى سعر وأدنى سعر للسلعة طوال مدة العقد

Figure 7.3
Figures Quotations in The Wall Street Journal, Trading Day of March 22, 1991

					Lifetime		Open								
Open	High	Low	Settle	Change	High	Low	Interest	Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Interest
-GRAINS AND OILSEEDS-															
CORN (CBT) \$1,000 bu., cents per bu.															
May	251 1/4	251 1/4	257	257 3/4	+ 1	206 1/2	235	73.779							
July	259 1/4	260 1/4	258 3/4	260 1/2	+ 1 1/2	208 1/4	241 1/2	81.277							
Sept	258 1/4	259 1/4	257 1/4	258 3/4	+ 1 1/2	207 1/4	240 1/2	84.772							
Dec	257 1/4	259	257 1/4	258 1/2	+ 1 1/4	205	240 1/2	86.907							
MY2	265 1/2	266	264 1/2	265 1/2	+ 1 1/4	205 1/4	240	5.427							
May	271	271	269 1/2	270 1/2	+ 1	209 1/2	250 1/2	250							
Est vol 50,000; vol Thur 40,188; open int 222,703; +7.462															
OATS (CBT) \$1,000 bu., cents per bu.															
May	123 1/4	124 1/4	121 1/4	123 1/4	+ 1 1/4	103 1/4	111 1/4	6.782							
July	129 1/4	130 1/4	127 1/4	129 1/4	+ 1 1/4	104 1/4	117	6.407							
Sept	124	124 1/4	122	124 1/4	+ 1 1/4	103	122 1/4	6.78							
Dec	126 1/4	128 1/4	128 1/4	128 1/4	+ 1	109	131	5.53							
Est vol 1,700; vol Thur 1,331; open int 14,264; +150															
SOYBEANS (CBT) \$1,000 bu., cents per bu.															
May	540	540 1/4	525	525 1/4	- 2 1/2	471	541	20,234							
July	511 1/4	512 1/4	507 1/4	508 1/4	- 2	438	523	37,914							
Aug	518	519 1/4	513 1/4	513 1/4	- 2 1/4	465	502	5,216							
Sept	602 1/2	603 1/2	597 1/4	598	- 2 1/2	470	501 1/4	5,212							
Nov	613	613 1/4	607 1/4	608	- 2 1/2	474	500 1/4	16,891							
MY2	624	624	619	617	- 2	469 1/4	603 1/4	2,200							
Mar	615	615	609 1/4	610	- 2	460	615	502							
Est vol 40,000; vol Thur 33,301; open int 106,100; -1.01															
SOYBEAN MEAL (CBT) 100 lbs., \$ per ton.															
May	166.70	166.90	165.60	166.00	- 20	208.00	164.00	25,679							
July	170.00	170.50	169.50	169.70	- 20	209.00	168.00	15,430							
Aug	172.20	172.50	171.50	171.50	- 20	199.00	170.00	4,507							
Sept	175.80	176.00	175.50	175.60	+ 10	193.50	171.80	4,142							
Oct	175.80	175.80	175.00	175.40	- 20	190.00	172.50	2,152							
Dec	176.00	177.00	176.20	176.60	- 20	191.50	175.00	3,720							
MY2	177.00	177.00	176.50	176.50	- 20	190.50	177.50	998							
Est vol 2,000; vol Thur 11,672; open int 57,018; -4															
S&P 500 INDEX (CME) 500 times index															
Open High Low Settle Chg High Low Interest															
June	369.10	371.50	368.10	371.20	- 1.55	386.00	300.90	28,607							
Sept	371.20	374.25	371.00	373.95	+ 1.60	386.90	304.80	2,469							
Dec	376.65	376.80	374.00	376.65	+ 1.45	388.90	316.50	1,219							
Est vol 41,268; vol Thur 39,736; open int 122,795; +497															
Indx prelim High 368.22; Low 365.50; Close 367.60 +1.90															
NIKKEI 225 INDEX (CME)-25 times NYA															
June	2739.5	2742.5	2725.5	2722.5	- 75.0	2780.0	2165.5	4,920							
Est vol 297; vol Thur 680; open int 4,999; +73															
The Index: High 2678.72; Low 2657.75; Close 2662.19 +163.14															
NYSE COMPOSITE INDEX (NYFE) 100 times index															
June	201.90	202.25	201.25	202.00	+ 20	209.60	165.85	4,127							
Sept	202.15	204.25	202.00	202.35	+ 35	210.50	173.10	206							
Est vol 5,822; vol Thur 5,746; open int 4,357; -45															
The Index: High 201.46; Low 200.20; Close 201.17 +34															
MAJOR MINT INDEX (CBT) 1256 times index															
Apr	601.50	609.70	604.20	608.25	+ 2.25	634.50	541.75	5,902							
May	601.25	608.75	604.75	608.40	+ 2.15	634.50	604.75	294							
June	602.25	610.75	607.00	610.40	+ 2.15	636.50	607.00	54							
Est vol 2,500; vol Thur 2,234; open int 6,230; +31															
The Index: High 606.69; Low 601.72; Close 605.51 +7.02															
TREASURY BONDS (CBT)-\$100,000; pts. 1/32 of 100%															
June	94-10	94-15	94-01	94-14	+ 4	8.507	- .014	235,344							
Sept	95-21	95-25	95-12	95-24	+ 4	8.663	- .014	12,679							
Dec	95-27	95-04	95-24	95-04	+ 4	8.721	- .014	4,654							
MY2	92-10	92-19	92-10	92-19	+ 4	8.793	- .014	1,069							
June	.....	.....	.....	92-03	+ 4	8.850	- .014	514							
Sept	.....	.....	.....	91-20	+ 4	8.904	- .014	268							
Dec	.....	.....	.....	91-06	+ 4	8.955	- .014	153							
Est vol 180,000; vol Thur 263,349; open int 239,777; +3,497															
TREASURY BONDS (MCK)-\$50,000; pts. 1/32 of 100%															
June	94-11	94-20	94-01	94-19	+ 8	8.570	- .027	10,159							
Est vol 4,200; vol Thur 3,944; open int 10,216; +308															
T-BONDS (LIFFE) U.S. \$100,000; pts. 1/32 of 100%															
June	94-10	94-13	94-03	94-07	- 0.03	96.29	94-03	3,827							
Est vol 1,221; vol Thur 1,040; open int 3,827; -289															
GERMAN GOV'T. BOND (LIFFE)															
250,000 marks; \$ per mark (.81)															
June	84.80	84.99	84.75	84.84	- .07	84.80	81.30	69,729							
Sept	85.25	85.26	85.07	85.15	- .08	86.03	85.79	1,861							
Est vol 24,799; vol Thur 11,744; open int 71,408; +140															
TREASURY NOTES (CBT)-\$100,000; pts. 1/32 of 100%															
June	97-30	98-03	97-25	97-09	+ 2	8.298	- .010	65,009							
Sept	97-13	97-15	97-09	97-15	+ 1	8.279	- .005	607							
Est vol 8,200; vol Thur 13,700; open int 76,367; -748															
5 YR TREAS NOTES (CBT)-\$100,000; pts. 1/32 of 100%															
June	100-03	100-04	100-03	100-03	+ 1	7.17	- .01	74,499							
Est vol 4,500; vol Thur 4,298; open int 81,014; -414															
TREASURY BILLS (MMB)-\$1 MIL.; pts. of 100%															
Discount															
Open High Low Settle Chg Settle Chg Interest															
June	94.26	94.28	94.23	94.27	+ .01	5.73	- .01	32,241							
Sept	93.99	94.00	93.95	93.99	+ .02	6.01	- .02	4,817							
Dec	93.53	93.53	93.50	93.50	- .01	6.50	+ .01	609							
Yield															
Open High Low Settle Chg Settle Chg Interest															
Est vol 4,393; vol Thur 5,812; open int 39,766; +411															
LIBOR-1 MO. (MMB)-\$1,000,000; points of 100%															
June	93.63	93.67	93.62	93.65	+ .02	6.25	- .02	4,130							
July	93.62	93.65	93.62	93.63	.....	6.27	.....	1,584							
Aug	93.55	93.57	93.52	93.57	+ .01	6.43	- .01	1,981							
July	93.40	93.40	93.40	93.40	- .02	6.60	+ .02	244							
Est vol 2,205; vol Thur 1,678; open int 8,202; -320															
MUNI BOND INDEX (CBT)-\$1,000; times bond buyer MBI															
June	90-07	90-10	90-04	90-09	.....	93-02	84-26	8,520							
Est vol 500; vol Thur 1,908; open int 8,541; +284															
The Index: Close 91-12; Yield 7.43															
EURODOLLAR (MMB)-\$1 million; pts of 100%															
Yield															
Open High Low Settle Chg Settle Chg Interest															
June	92.37	92.38	92.33	92.37	+ .01	6.62	- .02	264,007							
Sept	92.06	92.07	92.01	92.06	+ .02	6.14	- .02	122,604							
Dec	92.58	92.58	92.51	92.55	- .02	7.45	+ .02	83,076							
MY92	92.38	92.39	92.32	92.36	- .01	7.64	+ .01	54,203							
June	92.07	92.08	92.03	92.08	.....	7.14	.....	37,342							
Sept	91.81	91.80	91.77	91.82	+ .02	6.18	- .02	31,777							
Dec	91.56	91.53	91.50	91.53	+ .02	8.45	- .02	24,685							
MY93	91.27	91.29	91.24	91.28	+ .02	8.51	- .02	20,089							
June	91.38	91.41	91.36	91.40	+ .02	8.60	- .02	19,070							
Sept	91.29	91.32	91.27	91.32	+ .04	8.68	- .04	12,192							
Dec	91.12	91.15	91.10	91.14	+ .03	8.84	- .03	8,305							
MY94	91.08	91.11	91.06	91.11	+ .03	8.89	- .03	5,219							
June	90.99	91.03	90.98	91.02	+ .03	8.98	- .03	4,152							
Sept	90.93	90.98	90.92	90.96	+ .03	9.04	- .03	2,824							
Dec	90.83	90.85	90.81	90.85	+ .03	9.15	- .03	2,629							
MY95	90.78	90.79	90.77	90.81	+ .03	9.19	- .03	227							
Est vol 10,679; vol Thur 10,286; open int 662,731; -1,935															
EURODOLLAR (LIFFE)-\$1 million; pts of 100%															

Source : The Wall Street Journal, March 25, 1991

أما السطر التالي فيتوسطه اسم مجموعة السلع وهي هنا **grains and oilseeds** وأما السطر التالي مباشرة فيتناول الآتي:

اسم السلعة، يليها مختصر اسم البورصة، يليه حجم العقد **contract size** يليه وحدات التسعير **Units of quotation**.

أما السلعة هنا فهي "القمح" **corn** والبورصة التي تم التعامل من خلالها فهي بورصة شيكاغو للتجارة (CBT) وأما حجم العقد فهو ٥٠٠٠ باشير (**Bushels**) ويرمز إليه **Bu** وأما الأسعار فهي "بالسنتات" **in cents**.

وإذا أعدنا كتابة الصف الأول وما يليه توطئة لقراءته :

	open	high	low	settle	change	high	low	open interest	Corn
May	2533/4	2541/4	252	2533/4	+1	3061/2	235	73779	

يمكننا القول :

تشير حركة الأسعار المنشورة بجريدة وول ستريت جورنال عن يوم ٢٥ مارس ١٩٩١ إلى أن حركة الأسعار على عقود القمح لشهر مايو ٩١ كانت على الوجه الآتي :

سعر الافتتاح	253 3/4	cent لكل Bushel
أعلى سعر خلال اليوم	254 1/4	" " "
أدنى سعر خلال اليوم	252	" " "
متوسط الأسعار خلال اليوم	253 3/4	" " "
التغير ويمثل الفرق بين	+ 1	" " "

سعر التسوية اليوم وسعر التسوية لليوم السابق

المبحث الرابع عقود أخرى تتعلق بتثبيت أسعار الفائدة

تمهيد :

من العقود الأخرى التي تتعلق بأسعار الفائدة، وتستأثر بعملياتها السوق غير الرسمية، ومن ثم يجري تفصيلها وفقاً لاحتياجات المؤسسات الراغبة في التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة، هي عقود الحد الأقصى للفائدة "Caps" والتي يطلق عليها أيضاً اتفاقيات السقف، وعقود الحد الأدنى للفائدة "Floors" ويطلق عليها أيضاً عقود القاع، وأخيراً عقود الطوق "Collars" والتي تجمع في آن واحد بين العقدين المتقدمين .

وهذه العقود تلقى قبولاً وإقبالاً متزايداً عليها من قبل المتعاملين عليها في هذه الأسواق سواء كانوا من المتحوظين "Hedgers" أو من المضاربين "Speculators"، ذلك أن أية عملية يقوم بها أحد المتحوظين لأبد أن يكون الطرف الآخر لها أحد المضاربين . فالأول يُعرض عن المخاطرة ويتجنبها فيقال عنه Risk averter والآخر يقبل انتقالها إليه وتحملها مقابل الحصول على ثمن المخاطرة Risk premium.

وينسب أغلب الكتاب - شرقاً وغرباً - هذه العقود إلى عقود الاختيار إفتتاتاً على الحقيقة، أو نقلاً عن الفيردون تمحيص، أو إمعان للنظر، أو تدقيق .

وقبل أن نعرض لمختلف التعريفات لهذه العقود التي تناولتها العديد من المؤلفات، والمعاجم المتخصصة والموسوعات فقد يكون من المفيد أن نعرض بقدر من التفصيل لما أمكننا استخلاصه عن ماهية هذه العقود حتى لا يختلط علينا الصحيح منها بالسقيم .

في الحياة العملية تلجأ العديد من المنشآت إلى الاقتراض من البنوك، أو طرح سندات في السوق الأولية للاكتتاب العام من قبل الجمهور بفرض تمويل نشاطها الجاري أو الاستثماري بقروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وفقاً لاحتياجات المشروع . أما الفائدة التي تتحملها هذه المنشآت كثمن للاقتراض فليست دائماً ثابتة ذلك أن أسعار الفائدة المعومة صارت أكثر جاذبية في التعامل وخاصة لدى البلدان والشعوب التي تسيطر عليها نزعة المضاربة وحب المخاطرة .

ويعد سعر "الليبور" "Libor" والذي يمثل متوسط أسعار الفائدة للبنوك القائمة في لندن London Inter-Bank Offered Rate هو الأكثر شيوعاً في الاستخدام بالنسبة لأسعار الفائدة المعومة Floating Interest Rates .

ولكن نظراً لأن أسعار الفائدة تتقلب صعوداً وهبوطاً من حين لآخر، لذلك فإن هذه المنشآت تتوجس خيفة من ارتفاع أسعار الفائدة، لأن ذلك يعني ارتفاع تكاليف التمويل، وزيادة التكاليف الثابتة، مما يؤثر على نتائج أعمال المنشأة . لذلك لم يكن مستغرباً والأمر كذلك أن تبحث المنشأة عن أفضل البدائل بين الأدوات والعقود المالية المتاحة لتأمين

نفسها ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة . وقد يقع اختيار المنشأة على عقد اتفاقية مبادلة لأسعار الفائدة **Interest Rate Swap** تبادل من خلالها دفعات الفائدة المعومة بأخرى ثابتة وذلك بعد تحديد المنشأة لسعر التعاقد والذي يكون غالباً قريباً جداً من أسعار الفائدة السائدة . وقد تقرر الدخول في اتفاقية مبادلة اختيارية **“Swaption” Swap option** ، أو الدخول في عقد خيار على أسعار الفائدة **Interest Rate option** وهو ما يطلق عليه أيضاً خيار المقترض، وقد تلجأ إلى عقد اتفاقية الحد الأقصى لسعر الفائدة **Cap** أو ما يسمى بعقود السقف، محل هذا العرض . والمفاضلة بين جميع هذه العقود أو الاتفاقيات - كبداية متاحة - يدخل في إطار استراتيجيات التحوط التي تتبناها المنشأة، وتنبؤاتها بتوجهات أسعار الفائدة، والدراسات المقارنة التي تعدها والتي تعتمد على استخدام النماذج الرياضية المعقدة للوصول إلى أدنى تكلفة كئمن للاقتراض يمكن أن تتحملة المنشأة .

فإذا ما وقع اختيار المنشأة على إنشاء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة (**Cap**) كأفضل البدائل المتاحة لتأمين المنشأة ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، فإنها تقوم بعقد اتفاقية مع طرف آخر يتم من خلالها تحديد سعر التعاقد **Exercise price** وهو هنا سعر الفائدة، والمقدار الذي يتم على أساسه احتساب الفائدة **“Notional Amount”** ومدة العقد وعدد الدفعات .

كما تقوم المنشأة بدفع تعويض للطرف الثاني **Up-front premium** مقابل التزامه بتعويض الطرف الأول عن أية زيادة في سعر "الليبور" على سعر التعاقد، وسواء طرأت هذه الزيادة عند استحقاق بعض هذه الدفعات أو تمت عليها جميعاً الواحدة تلو الأخرى . فإذا لم يطرأ أي تغير في سعر "الليبور" بالزيادة أو اتجهت الأسعار في المسار العكسي أي بالنزول، فليس هناك أي التزام على الطرف الثاني يتمين عليه الوفاء به . وفي الحالة الأخيرة فإن التعويض المدفوع للطرف الثاني مقابل تحمله للمخاطرة التي لم يشأ الطرف الأول في تحملها يعد من الخسائر اليقينية للطرف الأول، وإن كانت الخسائر في هذه الحالة حدها الأقصى مقدار التعويض المدفوع من الطرف الأول (المقترض) للطرف الثاني.

وإذا كان هذا هو شأن المقترض، فإن المقرض يكون على التقيض من ذلك تماماً، فالذي يمنح قرضاً بسعر فائدة معوم يخشى دئما انخفاض أسعار الفائدة، وأئى له أن يأمن توجهات السوق بينما الأسعار تتقلب من حين لآخر، لذلك فإنه يلجأ إلى استخدام إحدى الأدوات أو العقود المالية لاستخدامها في التحوط ضد مخاطر انخفاض الأسعار . وقد يقع اختيار المقرض على اتفاقية مبادلة أسعار الفائدة **Interest Rate Swap**، وقد يلجأ إلى عقد اتفاقية الحد الأدنى لسعر الفائدة، (أو ما يطلق عليه اتفاقية القاع) **“Floor”** وهي الاتفاقية محل هذا العرض، فيحدد سعراً للتعاقد، يمثل الحد الأدنى لسعر الفائدة الذي يمكن أن يقبله كئمن للأموال التي أقرضها للغير، ويدفع تعويضاً للطرف الثاني (بائع العقد) **(Seller)**

(or writer) مقابل التزام هذا الأخير بتعويض الطرف الأول عن أية فروق في أسعار الفائدة تنتج عن انخفاض سعر "الليبور" عن سعر التعاقد.

ولما كانت المخاطرة تحيط بمن يشتري هذه العقود من كل جانب، رغم أن استخدامه لها كان بغرض درء المخاطر أو تقليدها إلى أدنى حد ممكن، فالمقترض يخشى ارتفاع أسعار الفائدة فيشتري عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة، ولكنها قد لا ترتفع فيخسر ثمن شراء العقد وهو الثمن المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وقد يكون مقرضاً ويخشى انخفاض أسعار الفائدة فيشتري عقد انخفاض الحد الأدنى لسعر الفائدة، وقد لا تتخفف فيخسر أيضاً ثمن شراء عقد القاع على سبيل المثال. لذلك فإن كلاً من المقرض و المقترض قد يلجأ إلى شراء عقد الطوق "Collar" والذي يجمع بين عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة Cap وعقد الحد الأدنى لسعر الفائدة Floor، فهو يقوم بشراء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة Cap إن كان يخشى ارتفاع الأسعار ويدفع ثمن انتقال المخاطرة للطرف الآخر، وفي نفس الوقت يبيع عقد الحد الأدنى لسعر الفائدة Floor ويقبض من الطرف الآخر تعويضاً مقابل تحمله لمخاطر انخفاض أسعار الفائدة. فإذا لم ترتفع الأسعار فإن التعويض الذي يقبضه مقابل تحمله مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، يعوضه عن الخسائر المتمثلة في الثمن المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة. وغالباً ما يكون التعويضين متماثلين.

ومع ذلك فإن هذا العقد أيضاً لا يخلو من مخاطرة لأن من يشتريه يفترض استقرار الأسعار وعدم صعودها أو نزولها إلا بقدر طفيف في أسوأ الحالات.

ولكن أرايت إن انخفضت الأسعار، في هذه الحالة فإن المقترض يخسر التعويض المدفوع من جانبه للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر ارتفاع سعر الفائدة، ويخسر مرة أخرى بتعويض مشتري عقد الحد الأدنى لسعر الفائدة "Floor" بقيمة الفرق بين سعر التعاقد وسعر الليبور.

فإذا قيل إنه لم يخسر شيئاً لأن التعويض الذي حصل عليه يعوض خسائره، قلنا نعم، يعوضه عن خسائر العقد الأول ولكن لا يعوضه عن خسائر العقد الثاني.

فإذا قيل وما فائدة هذا العقد إذن. قلنا إنما ينيد في حالة واحدة وهي ثبات الأسعار وعدم تقلبها صعوداً أو هبوطاً، أو تقلبها تقلباً طفيفاً غير مؤثر.

ونتناول فيما يلي أهم التعريفات لعقود الحد الأقصى لسعر الفائدة التي تناولتها مختلف المؤلفات .

(عقود السقف) Caps عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة

أولاً: عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة

يعرف "Robert Brook & Benton Gub" عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة بالآتي :

" عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة هو اتفاقية مالية والتي تضع الحدود لتعرض المقترض بسعر فائدة معوم لمخاطر حركات الصعود في أسعار الفائدة . وعقد الحد الأقصى لسعر الفائدة هو سلسلة من عقود اختيار أسعار الفائدة والتي يضمن بائعها للمشتري أية زيادة في أسعار الفائدة على قرضه إذا ما ارتفع السعر فوق سعر التعاقد ."

" An interest rate cap is a financial arrangement that limits the exposure of a floating rate borrower to upward movements in interest rates . A cap is a series of Interest rate call options in which the writer guarantees the buyer whatever additional interest he must pay on his loan if the rate on that loan goes above an agreed rate".

والتعريف المتقدم تناول هذا العقد على أنه سلسلة من عقود اختيارات الشراء لأسعار الفائدة مع أن عنصر التخيير هنا لا وجود له على الإطلاق على خلاف العقد الذي أشار إليه والذي يعطي للمقترض الحق في طلب تنفيذ العقد إذا اتجهت الأسعار في غير صالحه بالصعود أو فسح العقد في حالة استقرار أسعار الفائدة أو انخفاضها .

وإلى نفس المعنى ذهب "Antony Saunders" بقوله:

" إن شراء عقد الحد الأقصى هو شراء عقد خيار شراء أو سلسلة من عقود الخيار على أسعار الفائدة ، فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة فوق سعر التعاقد (الحد الأقصى) فإن البائع لهذه العقد - وهو في الغالب بنكاً - يعوض المشتري . ولذلك فإن شراء عقد الحد الأقصى يشبه بوليصة تأمين ضد أية زيادة في أسعار الفائدة ."

وبالنظر إلى التعريف المتقدم، فعلى الرغم من سلاسته ومحاولة تقريب المعنى إلى ذهن القارئ إلا أن تبني فكرة الخيار كانت شدة وضوحاً من التعريف الذي سبقه عندما تناول صراحة أن عقد الحد الأقصى هو عقد خيار شراء ولذلك فنحن نتساءل هنا أيضاً أين نحن من عقود اختيارات الشراء في هذا العقد ؟؟

" Buying a cap means buying a call option or a succession of call options on interest rates , if interest rates rise above the cap rate , the seller of the cap - usually a bank - compensates the buyer . As a result buying an interest rate cap is like buying insurance against an (excessive) increase in interest rates . The exercise dates in a cap agreement can be one or many".

بينما ذهب "Reilly" إلى تعريف عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة "Cap" بأنه سلسلة من التسويات النقدية لعقود خيارات أسعار الفائدة، فبائع هذا العقد يكون ملتزماً

في مقابل حصوله على ثمن الخيار المدفوع له عند إنشاء العقد بأن يدفع لمشتري العقد الفرق بين سعر " الليبور" وسعر التعاقد (وفقاً للمبلغ الذي تحتسب على أساسه الفائدة) عندما يكون هذا الفرق إيجابياً.

" A cap agreement is a series of cash settlements interest rate options, typically based on LIBOR . The seller of the cap in return for the option premium that is usually paid at origination, is obliged to pay the difference between LIBOR and the exercise when ever the difference is positive.

وقد تناول الكاتب في تعريفه ثمن الخيار The option premium ونحن نتساءل بدورنا وأين الخيار الذي بذل المشتري ثمنه لكي يكون له الحق في تنفيذ العقد أو فسخه؟ ما زال سؤالنا مطروحاً على بساط البحث، يبحث عن إجابة لما أثاره أغلب الكتاب الغربيين.

ولعل أدق هذه التعريفات هو الذي تناه به "روبرت ميرتون" الحائز على جائزة نوبل في المشتقات والذي المح إلى وجوه الشبه بين هذا العقد وعقود الخيار على أسعار الفائدة، لا من حيث الخيار ولكن من حيث الغاية التي ينشدها المقترض الذي يطلب الحماية ضد تقلب الأسعار وما قد يصاحبها من ارتفاع لأسعار الفائدة المعومة Interest floating rate

وقد عرف "روبرت ميرتون" عقود الحد الأقصى للفائدة بالآتي :

" عقد الحد الأقصى للفائدة (Cap) هو عقد بين طرفين والذي يوافق من خلاله أحد الطرفين (وهو البائع للعقد) على أن يدفع للطرف الآخر (مشتري العقد) الفرق بين سعر الفائدة المعوم والسعر الثابت السابق تحديده على مقدار معين ثابت طوال مدة العقد عند كل تسوية . وفي المقابل فإن مشتري العقد يدفع إلى البائع تعويضاً عند إنشاء العقد ."

ويضيف "ميرتون" ويمكن تشبيه هذا العقد بسلسلة من عقود خيار الشراء على أسعار فائدة معومة والتي تخول للمشتري الحق في الفرق بين السعر المعوم وسعر التعاقد.

" A cap is a contract between two counterparties in which one counterparty (The seller or writer) agrees to pay to the other (The buyer) the difference between a floating rate (The reference rate) and a predetermined Fixed rate (The strike rate) on a fixed notional amount over the life of the contract at each settlement date. In return the buyer pay the seller an up front premium. A cap can be likened to a series of call option on a floating interest rate".

ويكشف التعريف المتقدم النقاب عن أسباب الخلط بين مختلف الكتاب ذلك أن "ميرتون" هو من الكتاب الذين لهم باع طويل في المشتقات وممن يقتدي به وينقل عنه، وهو الحائز على جائزة نوبل عام ١٩٩٥ . وحينما أشار في تعريفه إلى أنه يمكن تشبيه عقد السقف أو الحد الأقصى لأسعار الفائدة بعقود خيار الشراء على أسعار الفائدة المعومة ساوى بعض الكتاب بينهما مع أن وجه الشبه يتعاقى بالغاية ولكنهما ليسا شيئاً واحداً والدليل على ذلك ما ذكره "Reilly" في تعريفه السابق والذي قدم له بالآتي :

"Interest rate cap and floor agreements are equivalent to portfolios of interest rate option contracts."

فجاء الخلط كما يبين مما تقدم نتيجة المحاكاة والنقل عن الغيردون الوقوف على مراد ومقصود من نقلوا عنه أو مفهوم التعريف ومنطوقه الذي ذكروه في كتبهم.

ولكن إذا كان هذا شأن كتاب الغرب فالأمر هين، ولكن حينما يتناول اتحاد المصارف العربية هذه العقود في دورياته التي تعتمد عليها كافة البنوك العربية ويطلق على عقود الحد الأقصى للفائدة "خيارات الغطاء Caps"، و"خيارات القاع Floors"، و"خيارات الطوق Collar option" مع أن الخيار في اللغة هو الاسم من الاختيار وهو طلب خير الأمرين إما بإمضاء العقد أو فسخه فليس ذلك إنصافاً للحقيقة العلمية بل هو انحدار به إلى الهاوية .

ونتناول فيما يلي مثلاً تطبيقياً لعقود الحد الأقصى لسعر الفائدة "Caps"

في الثاني من يناير اقترضت منشأة ٢٥ مليون دولار أمريكي ليتم سدادها على مدى عام . أما عن سداد الفائدة فسيتم على دفعتين، ربيع سنوية في ٢٥ إبريل، ٢٥ يوليو، ٢٥ أكتوبر، ٢٥ يناير التالي فإذا ما كان سعر "الليبور" الحالي ١٠٪، فإن المنشأة ستحدد سعر التعاقد عند ذات مستوى سعر "الليبور" حالياً وهو ١٠٪، ولذلك فإنها تقوم بشراء عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة (السقف) "Caps" وتدفع تعويضاً مقدماً قدره ٧٠ ألف دولار أمريكي للطرف الآخر (البائع) "Seller or writer". أما الفائدة الخاصة بكل دفعة فتحسب وفقاً لعدد الأيام وعلى أساس السنة التجارية ٣٦٠ يوماً وعلى هذا الأساس فسوف يتم احتساب الفائدة.

قيمة القرض (عدد الأيام ÷ ٣٦٠) × سعر التعاقد

فإذا ما كان سعر الليبور يزيد على سعر التعاقد يلتزم البائع للعقد بسداد الفرق بين سعر الليبور وسعر التعاقد.

التاريخ	عدد الأيام	سعر الليبور %	الفائدة المستحقة بالدولار	التعويض المدفوع والمقبوض \$	القيمة الإستراتيجية \$	صافي التدفقات النقدية \$	صافي التدفقات النقدية بدون استخدام العقد \$
٢٥ يناير	—	١٠	—	(٧٠٠٠٠)	—	٢٤٩٢٠٠٠٠	٢٥٠٠٠٠٠٠
٢٥ إبريل	٩١	١٠,٦٨	٦٢١,٩٤٤	—	—	(٦٢١٩٤٤)	(٦٢١٩٤٤)
٢٥ يوليو	٩١	١٢,٣١	٦٧٤,٩١٧	٤٢٩٧٢	—	(٦٢١٩٤٤)	(٦٧٤٩١٧)
٢٥ أكتوبر	٩٢	١١,٥٦	٧٨٦,٤٧٢	١٤٧٥٨٢	—	(٦٢٨٨٨٩)	(٧٨٦٤٧٢)
٢٥ يناير	٩٢	—	٧٢٨,٥٥٦	٩٩٦٦٧	٢٥٠٠٠٠٠	(٢٥٦٢٨٨٨٩)	(٢٥٧٢٨٥٥٦)
			٢٨٢١,٨٨٩	٢٢٠٢٢٢	٢٥٠٠٠,٠٠٠	(٢٦١١٦٦٦)	٢٨٢١٨٨٩

{ الأرقام بين القوسين سالبة }

وبالنظر إلى الجدول المتقدم فسوف يدعى انتباهنا الآتي :

- جملة الفائدة المستحقة عن جميع الدفعات للمقترض (عمود رقم ١). (\$٢٨٣١٨٨٩)
- الوفورات التي حققها المقترض نتيجة شرائه لعقد الحد الأقصى للفائدة ويمثل الفرق بين التعويض المقبوض والمدفوع (عمود رقم ٢). \$٢٢٠٢٢٢
- صافي التدفقات النقدية وتمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة (Inflows - Outflows) والخارجة (\$٢٦١١٦٦١)
- بعد الدخول في الاتفاقية { العمود رقم (١) - العمود رقم (٢) = العمود رقم (٤) }.
- مكسب الشركة المتحولة وهو \$٢٢٠٢٢٢ يمثل خسارة المضارب بنفس القيمة.
- افترض المثال المتقدم صعود سعر الليبور ولو حدث وأن استقر السعر خلال تلك الفترة أو تراجع لكانت خسارة الشركة المشتية للعقد ٧٠ ألف دولار أمريكي تمثل قيمة التعويض المدفوع للطرف الآخر مقابل تحمله مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

أما احتساب الفائدة وفقاً لسعر الليبور فقد تم وفقاً للمثال المتقدم على الوجه التالي :

$$\$ ٦٣١٩٤٤ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٧٤٩١٧ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٧٨٦٤٧٢ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٧٣٨٤٥٦ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

ووفقاً لسعر التعاقد على النحو التالي :

$$\$ ٦٣١٩٤٤ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٣١٩٤٤ = \frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٣٨٨٨٩ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$

$$\$ ٦٣٨٨٨٩ = \frac{10}{100} \times \frac{92}{360} \times ٢٥,٠٠٠,٠٠٠$$