

أسواق الاختيار

المبحث الأول طبيعة التعامل في أسواق الاختيار

أسواق الاختيار هي الأسواق التي يتم فيها تداول ورقة مالية ذات سمة خاصة يطلق عليها الاختيار. والاختيار قد يكون اختيار بيع أو شراء، يعطي لحامله الحق في بيع أو شراء ورقة مالية خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر متفق عليه مقدماً. ونظراً لأن لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ عقد الاختيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الاختيار) مكافأة غير قابلة للرد، تمثل قيمة شراء حق الاختيار. ولا يعطي الاختيار لحامله حقاً مباشراً في ملكية المنشأة أو أرباحها، طالما لم يتم تنفيذه، أي لم يتحقق لمشتري الاختيار ملكية الورقة المالية محل الاختيار.

أولاً: السمات العامة لاختيار:

سيتم التركيز على الاختيار الأمريكي الذي يعطي لحامله الحق في الشراء أو بيع عدد من أسهم منشأة ما خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مسبقاً. ويعود تفضيل الاختيار الأمريكي إلى النجاح الكبير الذي حققته أسواق الاختيار في الولايات المتحدة، مقارنة بمنافسه التقليدي أي الاختيار الأوروبي، الذي لم يصل بعد إلى مستوى أسواق الاختيار الأمريكية. كما أن الاختيار الأمريكي يمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شرائه حتى التاريخ المحدد للتنفيذ، على عكس الاختيار الأوروبي الذي لا ينفذ إلا في تاريخ محدد؛ حيث إن تاريخ التنفيذ في الاختيار الأمريكي يمثل صلاحية الاختيار. ومع

هذا فهو يسمى تاريخ التنفيذ وليس فترة الصلاحية. من الناحية النظرية يمكن تنفيذ الاختيار الأمريكي في أي لحظة خلال فترة صلاحيته، بينما من الناحية العملية، فمن النادر أن يعتمد حامل الاختيار إلى تنفيذه قبل آخر يوم في صلاحيته.

ومن العناصر الأساسية في أسواق الاختيار، مشتري الاختيار Option Buyer وهو المستثمر الذي يشتري الاختيار. من طرف آخر يسمى محرر الاختيار Option Writer أما سعر التنفيذ أو ما يسمى أيضاً سعر التعاقد Striking or contract price فهو السعر المحدد مسبقاً، والذي ستشتري أو تباع به الورقة المالية محل الاختيار في تاريخ التنفيذ.

وتتمثل السمات العامة لأسواق الاختيار في:

اختيار الشراء

اختيار البيع

اختيار المؤشرات

المراجعة في الاختيار

وفيما يلي توضيح لهذه السمات:

اختيار الشراء: Call Option

في اختيار الشراء يوجد طرفان:

الأول: مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي له الحق في شراء عدد من أسهم منشأة ما، في خلال فترة زمنية تنتهي في تاريخ معين، وبسعر محدد عند التعاقد.

الثاني: محرر الاختيار، وهو الطرف الذي يبيع له هذا الحق.

واختيار الشراء لا يقرر لحامله أي شيء ملموس، طالما لم يتم تنفيذه، فليس لحامله أي حق مباشر في أرباح المنشأة، أو حتى أي علاقة بها (المنشأة).

كما أن اختيار الشراء على سهم منشأة معينة غير ممكن، إلا إذا كانت توقعات المشتري وتوقعات المحرر بشأن السعر المستقبلي للسهم مختلفة.

فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلاً، قد يقوم بامتلاك اختيار يعطيه الحق في الشراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدماً، ويمثل عادة السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق.

ولتوضيح اختيار الشراء، نفترض أن مستثمراً ما يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق، وليكن شهر حزيران القادم، وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سيكون مرتفعاً في تلك الفترة، مقارنة مع السعر الجاري الآن والذي يبلغ ٥٠ دولاراً للسهم. وحتى يتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع القيمة السوقية في تاريخ الشراء، فقد تعاقد مع طرف ثانٍ لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة

نفسها وبالسعر الجاري أي ٥٠ دولاراً للسهم مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشتري الاختيار) للطرف الثاني (محرر الاختيار) قيمتها ٣ دولارات للسهم. فإذا ارتفعت قيمة السهم في السوق في شهر حزيران إلى ٥٥ دولاراً للسهم مثلاً، عندئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بسعر ٥٠ دولاراً للسهم، وبالتالي فإن المستثمر يكون قد حقق ربحاً قدره ٢ دولار عن كل سهم، نظراً لأنه سبق أن دفع للمحرر مكافأة قدرها ٣ دولارات عن كل سهم. وكما هو واضح فإن الأرباح يتوقع أن تزداد، كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ. أما بالنسبة إلى محرر الاختيار، فسوف يتكبد خسائر قيمتها ٢ دولار من كل سهم، لأنه سيضطر إلى شراء السهم، إذا أصر مشتري حق الاختيار على استلامها ولم يمتلك المحرر الأسهم التي تعاقدها عليها. غير أن هذا الأمر غير وارد في مثل هذه العقود بمبلغ ٥٥ دولاراً ليبيعه بمبلغ ٥٠ دولاراً، وكان قد حصل سابقاً على مكافأة قدرها ٣ دولارات عن كل سهم. وبالتالي فإن خسائر محرر الاختيار ستزداد مع ازدياد القيمة السوقية للسهم على عكس مشتري الاختيار.

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى ٤٣ دولاراً للسهم مثلاً، فإن المستثمر لن يطلب تنفيذ الاتفاق؛ حيث سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة، وعندئذ فإن خسائره ستتحصر في مقدار المكافأة المدفوعة التي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها المحرر والبالغة ٣ دولارات عن كل سهم. ويحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر، نظراً إلى أن خسائره محدودة بمقدار المكافأة، أما أرباحه فهي غير محدودة كونها ترتفع بارتفاع القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ. وعلى العكس من ذلك، فإن أرباح المحرر محدودة بمقدار المكافأة، وأما خسائره غير محدودة كونها تزداد بارتفاع القيمة السوقية للسهم. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين المحرر الذي يمتلك الأسهم التي يتعاقد على بيعها، وبين المحرر الذي لا يملكها ويضطر لشراؤها بحلول تاريخ التنفيذ؛ حيث إن خسائر الأخير تكون مؤكدة، إذا ما فاقت القيمة السوقية للسهم بتاريخ التنفيذ القيمة المتفق عليها لشراء السهم، مضافاً إليها مقدار المكافأة. أما المحرر الذي يمتلك الأسهم، فإن الخسائر التي يتكبدتها تتوقف على القيمة التي سبق أن اشترى بها السهم، فإذا اشترى السهم بقيمة تقل عن القيمة المتفق عليها إضافة إلى مقدار المكافأة، عندها يستحق أرباحاً فعلية، أما إذا كانت أقل من الأرباح التي كان يمكن أن يحققها لو لم يبرم عقد الاختيار، أما إذا كان قد اشترى السهم بقيمة أكبر من ذلك فسيحقق خسائر فعلية.

اختيار البيع: Put Option

كما هو الحال في اختيار الشراء، هناك طرفان أساسان في اختيار البيع:

الأول: مشتري الاختيار، وهو الذي يعطيه الاختيار الحق في بيع عدد من الأسهم إلى طرف ثانٍ، خلال فترة معينة بسعر يتفق عليها مقدماً.

الثاني: محرر الاختيار وهو الطرف الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق، أي شراء الأسهم عندما يطلب مشتري الاختيار ذلك، خلال فترة سريان الاتفاق، في مقابل المكافأة التي يحصل عليها.

يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها. ولتوضيح فكرة هذا النوع من الاختيار، نفترض إن مستثمراً ما اشترى الآن عدداً من الأسهم، بسعر ٥٠ دولاراً للسهم، وتشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسهم في شهر حزيران القادم، بالإضافة إلى احتمال انخفاض أسعار تلك الأسهم في ذلك الشهر. ويقوم المستثمر بحماية نفسه كي يتجنب المخاطر التي قد تنجم عن ذلك من خلال التعاقد مع طرف ثانٍ لديه الاستعداد لشراء تلك الأسهم في شهر حزيران القادم، وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام التعاقد والذي قد يكون مساوياً للسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي ٥٠ دولاراً للسهم. واستناداً إلى نصوص الاتفاق، يدفع المستثمر مكافأة للطرف الآخر ٣ دولارات للسهم، مقابل إعطائه الحق في التراجع عن تنفيذ الصفقة إذا أراد، لذا يطلق على المستثمر في هذه الحالة مشتري حق الاختيار.

وفي حال انخفاض أسعار الأسهم في شهر حزيران إلى ٤٣ دولاراً للسهم، أو أقل، فإن المستثمر (مشتري الاختيار) سيطلب من محرر الاختيار تنفيذ الاتفاق أي شراء الأسهم التي يملكها المستثمر بمبلغ ٥٠ دولاراً للسهم. ونظراً إلى أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بالقيمة نفسها، فإن خسائره ستتحصر بقيمة المكافأة، ولن تزيد عنها مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه في الاتفاق، بينما خسائر محرر الاختيار غير محدودة، إذ تتوقف على ما وصل إليه الانخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ العقد.

إن انخفاض سعر السهم إلى ٤٣ دولاراً، يعني إن خسائر المحرر ستبلغ ٤ دولارات عن كل سهم، نظراً إلى أنه ملتزم بشراء السهم بسعر ٥٠ دولاراً، وسيقوم ببيعه بسعر ٤٣ دولاراً. وقد سبق له الحصول على مكافأة قدرها ٣ دولارات عن كل سهم، أما إذا انخفض سعر السهم إلى ٤٢ دولاراً، عندئذ ستبلغ خسائره ٥ دولارات عن كل سهم. أما إذا انخفض سعر السهم إلى ٤٩ دولاراً، عندئذ سيحقق ربحاً صافياً قدره ٢ دولار عن كل سهم، نظراً لأنه حصل على مكافأة قدرها ٣ دولارات.

أما في حال ارتفاع أسعار الأسهم في شهر حزيران إلى ٥٥ دولاراً للسهم، فإن المستثمر سيستخدم حقه في عدم تنفيذ الاتفاق وسيفضل بيعها في السوق بسعر ٥٥ دولاراً للسهم، وسيحقق المستثمر بالتالي ربحاً قدره ٢ دولار للسهم، نظراً

لأنه سبق أن اشترى الأسهم بسعر ٥٠ دولاراً للسهم، ودفع مكافأة قدرها ٣ دولارات عن كل سهم (٥٥ - (٣ + ٥٠) = ٢).

ويرتفع صافي الربح مع كل زيادة في القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ، فإذا ارتفع سعر السهم خلال شهر حزيران إلى ٥٨ دولاراً، فإن الربح الصافي سيبلغ ٥ دولارات عن كل سهم. أما بالنسبة إلى محرر الاختيار، فإن ارتفاع سعر السهم عن ٥٠ دولاراً يعني إجماع المستثمر عن تنفيذ الاتفاق المبرم، وبالتالي يحقق ربحاً صافياً يتمثل في قيمة المكافأة.

وإذا بلغ سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد ٥١ دولاراً، فإن المستثمر سيفضل بيع تلك الأسهم في السوق، مما ينجم عنه خسائر صافية بعد خصم قيمة المكافأة قدرها ٢ دولار عن كل سهم، وهي أقل من الخسائر التي كان سيتكبدها لو أنه باع تلك الأسهم إلى محرر الاختيار بسعر ٥٠ دولاراً للسهم. ونظراً إلى أن محرر الاختيار لن يقوم بشراء الأسهم، فإن ربحه يبقى متمثلاً في قيمة المكافأة.

ومما سبق يمكن القول إن الاختيار يسهم في حماية المستثمر من التعرض لهبوط شديد في أسعار الأوراق المالية التي يزمع بيعها في المستقبل من دون خسارة فرصة تحقيق بعض المكاسب، نظراً إلى أن أرباحه تزداد بارتفاع القيمة السوقية للسهم، أما خسائره فمحددة دائماً بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لمحرر عقد الاختيار. وتزداد قيمة المكافأة كلما طالت المدة التي تمضي منذ تاريخ التعاقد حتى التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.

أما محرر الاختيار فإن أرباحه محددة بقيمة المكافأة، أما خسائره فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم عند تنفيذ العقد عن القيمة المتعاقد عليها مطروحاً منها قيمة المكافأة.

وبما أن أرباح محرر الاختيار محدودة بينما خسائره غير محدودة، فما هو سبب قبوله إبرام مثل هذه الصفقة؟

إن الإجابة عن هذا السؤال تتمثل في تباين توقعات طرفي التعاقد، إذ من غير المتوقع أن يبرم محرر الاختيار مثل هذا التعاقد، إلا إذا كانت توقعاته على عكس توقعات مشتري الاختيار، تشير إلى أن السعر المتوقع للسهم وقت التنفيذ لن يقل عن السعر المحدد في عقد الاختيار مطروحاً منه مقدار المكافأة.

والجدير بالذكر أن عقد الاختيار لا يعني بالضرورة قيام المشتري بتسليم الأسهم محل التعاقد إلى المحرر، وذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المتفق عليه، فإذا افترضنا أن سعر السهم قد انخفض في ذلك التاريخ إلى ٤٥ دولاراً، عندئذ يقوم المحرر بدفع الفرق بين سعر التعاقد (٥٠)

دولاراً) والسعر السائد في تاريخ تنفيذ العقد (٤٥ دولاراً) إلى مشتري الاختيار، وينتهي الأمر.

وبالتالي فإن مشتري حق الاختيار يمكنه التصرف في الأسهم قبل التاريخ المحدد للتنفيذ، وذلك إذا ما دفعته الظروف إلى ذلك، فإذا حل تاريخ التنفيذ وأصرَّ محرر الاختيار على استلام تلك الأسهم - وهو أمر غير متوقع في مثل هذه العقود - فإن المستثمر يمكنه أن يشتري الكمية المتعاقد عليها بالسعر السائد ٤٥ دولاراً للسهم ويسلمه إياه. غير أنه إذا كان سعر السوق وقت التنفيذ يفوق السعر المتفق عليه فلن يكون هناك تسليم أساساً لأن المستثمر لن يقوم أصلاً بتنفيذ الاتفاق.

اختيار المؤشرات:

وهي عقود الاختيار التي تبرم على مؤشرات السوق. ويقصد بمؤشرات السوق: تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت، يعتقد بأنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضرة، ومن ثم تأخذ حركة أسعارها على أنها انعكاس للاتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك الأسواق.

أو يعبر عنها بأنها، أي مؤشرات السوق، الأداة الفعالة للمراهنة على الاتجاهات المستقبلية للأسعار في السوق الحاضرة.

والتعامل في اختيار مؤشرات السوق لا يختلف عن التعامل في اختيار الأسهم الفردية، حيث إن بنود العقد وإجراءات تنفيذه واحدة. غير أن الطرفين يجب أن يحددا المؤشر محل التعامل، وما إذا كان التعامل على عقد واحد أو على مضاعفات عقد المؤشر، نظراً لأن المؤشر ينطوي على تشكيلة من الأسهم تختلف عن التشكيلة التي يتكون منها مؤشر آخر.

ويقصد بمضاعف العقد: عدد المرات التي يضرب فيها المؤشر لنحصل على العدد الكلي للمؤشر في عقد الاختيار. وفي عقود الاختيار على الأسهم الفردية يتضمن العقد الواحد ١٠٠ سهم، أي أن عقد اختيار المؤشر يتضمن ١٠٠ وحدة مؤشر، ومن ثم مضاعف العقد يكون ٢٠٠ مؤشر، ٣٠٠ مؤشر،... وهكذا. ويعتبر مؤشر ستاندر أند بور ١٠٠ الذي يتضمن أسهم ١٠٠ منشأة من المنشآت الصناعية المكونة للمؤشر ستاندر أند بور ٤٠٠ من أهم المؤشرات التي تحظى بأعلى مستوى من التعامل في أسواق الاختيار.

ويمثل الفرق الجوهرى بين اختيار الأسهم الفردية واختيار المؤشرات، في أنه لا مجال أبداً لتسليم الأسهم محل البيع أو الشراء، في حال طلب المشتري تنفيذ عقد الاختيار؛ حيث أن تسوية عقود تلك المؤشرات، هي بالضرورة تسوية نقدية، وفقاً لسعر المؤشر في السوق الحاضر.

ولتوضيح الفكرة نفترض أن مستثمراً ما قد اشترى اختيار شراء على مؤشر ستاندر أند بور ١٠٠، بتاريخ وسعر تنفيذ، أيلول ١٨٠، بمكافأة قدرها ٦ دولارات للوحدة الواحدة من وحدات المؤشر، أي ٦٠٠ دولار للعقد الواحد (٦

دولار $x 100$ وحدة) فإذا ارتفع السعر لوحدة المؤشر في السوق ليصل إلى 200 دولار في تاريخ التنفيذ، فإن المشتري سيطلب من المحرر عندئذ مبلغاً وقدره 2.000 دولار $\{ (200 - 180) \times 100$ وحدة}، ونظراً إلى أن المستثمر سبق له أن دفع مبلغ 600 دولار مكافأة للمحرر، فإن ربحه الصافي سينخفض إلى 1.400 دولار $(2000 - 600)$. أما إذا انخفضت القيمة السوقية للمؤشر إلى ما دون سعر التنفيذ، فلن ينفذ الاختيار ويخسر المشتري قيمة المكافأة لصالح المحرر.

وإذا افترضنا أن بنود الاتفاق السابق كانت لاختيار البيع، وأن القيمة السوقية للوحدة من المؤشر انخفضت إلى 150 دولاراً، فإن المشتري سيطلب عندئذ تنفيذ الاختيار، أي مطالبة المحرر بمبلغ 3.000 دولار $\{ (180 - 150) \times 100$ وحدة}، ويكون ربحه الصافي 2.400 دولار بعد استبعاد قيمة المكافأة $(3000 - 600)$ ، أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للمؤشر، فلن ينفذ اختيار البيع ويخسر المشتري قيمة المكافأة لصالح المحرر.

المراجعة في الاختيار:

المراجحات يمكن أن تتم داخل سوق الاختيار، وكذلك بين سوق الاختيار والسوق الحاضر الذي يتداول فيها السهم الذي حرر عليه الاختيار.

ويمكن تصنيف مراجعة الاختيار في مجموعتين، وكلاهما يتضمن التعامل في السوق الحاضر إلى جانب التعامل في سوق الاختيار هما:

مراجعة التوزيعات: Dividend Arbitrage

تحدث مراجعة التوزيعات عندما يكون سعر الاختيار في السوق اقل من قيمة التوزيعات الربع سنوية التي تجري على السهم محل الاختيار، عندئذ يتجه المراجحون إلى شراء اختيار شراء، ثم تنفيذه لامتلاك الأسهم والحصول على التوزيعات، ويتمثل الربح في الفرق بين قيمة التوزيعات وسعر الاختيار، وهذه الأرباح ستجذب مستثمرين جدد لشراء الاختيار وتنفيذه لذات الغرض، وترتفع قيمة الاختيار بزيادة الطلب عليه إلى أن تتساوى مع قيمة التوزيعات ربع السنوية، وحينها تتوقف عملية المراجعة.

مراجعة التنفيذ: Exercise Arbitrage

وتتم هذه المراجعة في الأسبوع الأخير من انتهاء صلاحية الاختيار، وتتم في لحظات. ففي الأسبوع الأخير من انتهاء صلاحية اختيار ما، يبحث المراجحون عن اختيار تكون فيه القيمة السوقية للسهم أكبر من سعر التنفيذ بمقدار القيمة الاسمية للاختيار، أي بمقدار المكافأة.

ولا يختلف التعامل في الاختيار على الأصول الأخرى كالسندات والعملات، عن التعامل في الاختيار على الأسهم.

ثانياً: الرفع في سوق الاختيار:

يقوم التعامل في سوق الاختيار على الاستفادة من فكرة الرفع، الذي يمثل الأساس الذي يقوم عليه التعامل فيها. ولهذه الفكرة مزايا وعيوب، تتمثل في أحداث تذبذب كبير في العائد المتولد عن الاستثمار.

ولتوضيح هذه الفكرة نستعرض المثال التالي: بافتراض أن مستثمراً ما يفاضل بين امتلاك السهم بشرائه مباشرة من السوق الحاضر، وبين شرائه بمقتضى اختيار الشراء.

فإذا انخفضت القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ إلى ما دون سعر التنفيذ، فلن ينفذ الاختيار، ويكون مشتري الاختيار قد خسر المبلغ المستثمر بالكامل المتمثل في قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر، وهذا المعدل المرتفع من الخسائر والبالغ ١٠٠ % من المبلغ المستثمر ما كان ليحدث لو إن المستثمر قد اشترى السهم مباشرة من السوق الحاضر.

ومن جانب آخر، إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ، فإن الاستثمار في الاختيار، سيكون أكثر ربحية من الاستثمار المباشر في السهم.

وينطوي الاستثمار في الاختيار على درجة عالية من الرفع. ولتوضيح ذلك، نستعرض المثال التالي: فإذا افترضنا أن مستثمراً اشترى سهماً في رأسمال شركة ما بسعر ٦٠ دولار، في حين قام مستثمر آخر بشراء اختيار على ذات السهم بسعر ٦ دولارات، وارتفعت القيمة السوقية للسهم في اليوم التالي إلى ٦١ دولاراً، بينما ارتفعت معها القيمة السوقية لاختيار الشراء إلى ٦.٧٥ دولارات، وبالتالي فإن حامل السهم يمكنه تحقيق عائد على الاستثمار معدله ١.٦٦ % $(\frac{61}{60})$ ، بينما يحقق حامل الاختيار عائداً معدله ١٢.٥ % $(\frac{61}{60} - 1)$.

أما إذا افترضنا انخفاض سعر السهم في السوق إلى ٥٨.٧٥ دولاراً، بينما انخفضت القيمة السوقية لاختيار الشراء إلى ٥.٢٥ دولارات، وبالتالي فإن معدل الخسائر لحامل السهم يكون ٢.٠٨ % $(\frac{60}{61} - 1)$ ، ومعدل الخسائر لحامل الاختيار ١٢.٥ % $(\frac{60}{61} - 1)$. ويمكن أن تكون خسائر مشتري الاختيار ١٠٠ % أي خسارة المبلغ المستثمر بالكامل، وذلك إذا بلغ الاختيار تاريخ التنفيذ دون أن يرتفع سعر السوق للسهم إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ.

وبالتالي فإن فكرة الرفع تبدو واضحة، حيث إن أرباح حامل الاختيار إذا تحققت تكون نسبتها كبيرة، والخسائر إذا تحققت تكون نسبتها كبيرة، وذلك مقارنة بالأرباح والخسائر التي يمكن أن يحققها حامل السهم ذاته.

ثالثاً: محددات سعر (مكافأة) الاختيار:

يمثل سعر الاختيار قيمة المكافأة التي يحصل عليها المحرر، أو سعر إعادة البيع. ويتحدد سعر الاختيار في البورصة بقوى العرض والطلب، أي بتوازن العرض والطلب، وهذا التوازن يتأثر بعدد من المتغيرات أهمها:

القيمة السوقية للسهم

سعر تنفيذ الاختيار

تاريخ التنفيذ

التقلب في سعر السهم

مستوى أسعار الفائدة

التوزيعات النقدية لحملة الأسهم محل الاختيار.

وفيما يلي توضيح لهذه المتغيرات:

القيمة السوقية للسهم:

إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم في السوق الحاضر، فإن سعر ارتفاع اختيار الشراء، سيميل إلى الارتفاع، بينما يميل سعر اختيار البيع إلى الانخفاض.

يحقق اختيار الشراء الربح لمشتريه في حال ارتفاع القيمة السوقية للسهم، بينما يحقق مشتري اختيار البيع الأرباح في حال انخفاض القيمة السوقية للسهم. كما أن القيمة السوقية للورقة المالية محل الاختيار تؤثر على مقدار المكافأة، فالمخاطر (الخسائر المحتملة) المصاحبة لتحرير اختيار على سهم قيمته في السوق الحاضرة مرتفعة، تفوق المخاطر المصاحبة لتحرير اختيار على سهم قيمته في السوق الحاضرة منخفضة.

سعر التنفيذ:

إن العلاقة بين سعر التنفيذ والقيمة السوقية للسهم تؤثر على قيمة المكافأة التي يطلبها المحرر. فإذا كانت القيمة السوقية للسهم ٦٠ دولاراً، فإن اختيار شراء بسعر تنفيذ قدره ٥٠ دولاراً، تكون له قيمة سوقية أكبر مقارنة باختيار شراء على نفس السهم بسعر تنفيذ ٧٠ دولاراً، أي أنه كلما ارتفع سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للسهم، تنخفض قيمة المكافأة، والعكس صحيح. أما في حالة اختيار البيع، تكون الصورة عكسية، فكلما ارتفع سعر التنفيذ ارتفعت قيمة الاختيار، والعكس صحيح.

تاريخ التنفيذ:

عند بلوغ اليوم الأخير لصلاحية الاختيار، يكون الحد الأدنى لقيمه (قيمه الذاتية) مساوياً لقيمه السوقية، أي أن القيمة الزمنية التي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للاختيار وقيمه الذاتية، ستساوي الصفر، أي أنه ليس للاختيار قيمة زمنية.

فالاختيار تكون له قيمة زمنية، عندما تكون هناك فترة زمنية متبقية حتى بلوغ تاريخ انتهاء الصلاحية. وكلما امتدت تلك الفترة الزمنية، ارتفعت القيمة الزمنية للاختيار. ولتوضيح ذلك نستعرض المثال التالي:

إذا افترضنا أن اختيار شراء بسعر تنفيذ ٥٠ دولاراً، بينما القيمة السوقية للسهم ٤٨ دولاراً، والتاريخ الباقي للتنفيذ أربعة أشهر، وأن القيمة السوقية للاختيار ٢ دولار. ولكي يكون لهذا الاختيار قيمة حقيقية، يجب أن ترتفع القيمة السوقية للسهم خلال الأربعة أشهر المتبقية إلى أكثر من ٥٠ دولاراً، عندئذ يكون الاختيار قابلاً للتنفيذ.

ويمكن خلال الفترة المتبقية على تنفيذ الاختيار أن تتحقق التوقعات، وترتفع القيمة السوقية للسهم إلى المستوى الذي يكون فيه للاختيار قيمة ذاتية في تاريخ التنفيذ. وهذه الاحتمالات هي التي جعلت للاختيار قيمة سوقية قدرها ٢ دولار، رغم أن القيمة الذاتية تساوي صفراً.

إن القيمة السوقية للاختيار - والقيمة الزمنية بالتبعية - لا بد وأن تنخفض إلى أقل من ٢ دولار، وتزداد القيمة السوقية انخفاضاً كلما اقتربنا من تاريخ التنفيذ. وفي هذا التاريخ تصبح القيمة الزمنية للاختيار مساوية للصفر، وهو السبب الذي من أجله يطلق على الاختيار: الأصل العادم.

والجدير بالذكر أن ٢ % فقط من الاختيارات المتداولة، يتم تنفيذها، ويعود ذلك إلى ثلاثة أسباب:

الأول: أن القيمة الذاتية للاختيار قد تكون مساوية للصفر، أي أن سعر السهم في السوق لم يرتفع عن سعر التنفيذ في حال اختيار الشراء، أو لم ينخفض عن سعر التنفيذ في حال اختيار البيع.

الثاني: النسبة الأكبر من المتعاملين في سوق الاختيار هم المضاربون الذين لا يهدفون من تعاملهم إلى شراء أو بيع أسهم، وبالتالي يقومون ببيع الاختيار الذي يملكونه بدلاً من تنفيذه.

الثالث: أن الاختيار على مؤشرات الأسهم بطبيعتها ليست قابلة للتنفيذ.

تقلب سعر السهم:

يعتبر تقلب سعر السهم محل الاختيار أحد المتغيرات الأساسية في تحديد سعر الاختيار، حيث أن التقلبات الكبيرة في سعر السهم تمثل فرصة أمام المشتري لتنفيذ الاختيار وتحقيق أرباح على حساب المحرر، أي مطالته بمكافأة أكبر على الاختيار لتعويض الخسائر (المخاطر) في حال وجود فرصة سانحة لتنفيذ الاختيار. وينطبق هذا الأمر على كل من اختيار الشراء والبيع.

أسعار الفائدة:

يترتب على ارتفاع أسعار الفائدة أن تكون قيمة المكافأة كبيرة بشكل يشجع المستثمر على تحرير اختيار، وتفضيله على استثمارات بديلة، تنطوي على قدر ضئيل أو معدوم من المخاطر.

وإذا لم يحصل المستثمر على مكافأة عالية مقابل الاختيار الذي يحرره، فسيكون من الأفضل له بيع السهم الذي يملكه بدلاً من تحرير اختيار عليه، واستثمار الحصيلة في مجالات أقل مخاطرة كالسندات والودائع المصرفية.

كلما كانت مستويات الفائدة مرتفعة كانت مكافأة اختيار الشراء كبيرة، ومكافأة اختيار البيع صغيرة، والعكس صحيح، فمع ارتفاع أسعار الفائدة يرغب المستثمرون في الاستفادة من الرفع الذي يقوم عليه التعامل في الاختيار، أي التعاقد على شراء الأسهم، مقابل دفع مبلغ ضئيل من القيمة السوقية للسهم، بدلاً من شراء السهم نفسه من السوق الحاضر ودفع قيمته نقداً.

والمبالغ المتوفرة يمكن استثمارها بمعدل عائد مرتفع، في ظل ارتفاع أسعار الفائدة في السوق.

كما أن معدل الفائدة المرتفع في السوق، يعني انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي يدفعه المشتري، وبالتالي زيادة الطلب على اختيار الشراء وزيادة سعره في السوق.

بينما أثناء ارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة لاختيار البيع، فتكون القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي سيدفعه المحرر منخفضة، وبالتالي زيادة عرض اختيار البيع وانخفاض سعره في السوق بالنتيجة. إجراء توزيعات نقدية:

يمثل تاريخ التسجيل التاريخ الذي يقرر فيه مجلس الإدارة إجراء توزيعات نقدية. وفي حال قيام المستثمر بشراء السهم في اليوم التالي لهذا التاريخ، فليس من حقه المطالبة بتلك التوزيعات، إلا أنه سيدفع في شرائه مبلغاً يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم.

ويتوقع أن يصاحب هذا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حالة اختيار الشراء، نظراً إلى أن الانخفاض في القيمة السوقية يترتب عليه انخفاض احتمال تنفيذ الاختيار، وبالتالي انخفاض المخاطر التي يتعرض لها المحرر، والعكس يحدث في حالة اختيار البيع.

إن انخفاض القيمة السوقية للسهم يتيح فرصة أكبر لوصول سعر السهم في السوق إلى مستوى أقل من سعر التنفيذ، الأمر الذي قد يحقق لمشتري الاختيار بعض الأرباح، حيث إن مشتري اختيار البيع يمكنه شراء السهم من السوق بالسعر المنخفض، وبيعه إلى المحرر بسعر التنفيذ الذي عادة ما يكون مساوياً للقيمة السوقية للسهم قبل إجراء التوزيعات. وفي ظل زيادة المخاطر التي يتعرض لها محرر اختيار البيع، يتوقع أن تكون المكافأة المطلوبة أكبر.

المبحث الثاني

تنظيم وإدارة أسواق الاختيار

أولاً: أنواع أسواق الاختيار:

يوجد نوعان من أسواق الاختيار في الولايات المتحدة، كما هو الحال بالنسبة إلى السوق الحاضر، وهما:

الأسواق المنظمة

الأسواق غير المنظمة

الأسواق المنظمة:

السوق المنظم هو سوق مركزي، يوجد له مكان محدد يجري فيه التعامل، وهو بذلك يختلف عن السوق غير المنظم الذي يجري فيه التعامل من خلال بيوت السمسرة.

وقد أنشئ أول سوق منظم للتعامل في الاختيار في مدينة شيكاغو عام ١٩٧٣، وأطلق عليه سوق (بورصة) شيكاغو للاختيار. ومنذ إنشائها عملت السوق على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق غير المنظم، بما يساهم في جعل التعامل في الاختيار أكثر يسر وسهولة. وإلى جانب اقتصار نشاطها على الاختيار على أسهم الشركات المعروفة، فقد أدخلت إدارة البورصة تعديلات في مجالين:

الأول: يتعلق بشروط التعاقد

الثاني: بتحديد المسؤولية عن الصفقات.

واستهدفت هذه التعديلات بالدرجة الأولى تحسن سيولة الاختيار، بالشكل الذي يمكن حامله من التصرف فيه بأقل تأثير ممكن على قيمته السوقية.

الأسواق غير المنظمة:

إن التعامل في اختيار البيع والشراء قبل إنشاء بورصة شيكاغو للاختيار، كان يتم في السوق غير المنظم، أو ما يطلق عليه سوق التعامل على المنضدة من خلال بيوت السمسرة ومكاتب التجار، الذين كانوا قبل إنشاء السوق المنظم يلعبون

دور الوسيط بين مشتري ومحرر الاختيار. ونادراً ما كانوا يمارسون دور المشتري أو المحرر. وكان يتم دور الوساطة من خلال إعلان التاجر أو السمسار في الصحف المختصة عن استعداده لإبرام الصفقات.

إن عقود الاختيار في هذه الأسواق يتم إبرامها على أساس التفاوض، لذا فإنه يصعب تمييز بنود العقود، حيث إن عقود الاختيار على سهم منشأة معينة قد تختلف لمجرد اختلاف طرفي التعاقد.

ونظراً إلى أن بنود العقد تحدد وفقاً لما يلائم ظروف الطرفين، فإنها تصبح عقوداً شخصية يصعب في ظلها بيع الاختيار، دون التنازل عن جزء من القيمة التي سبق أن اشترى بها. كما أنه في بعض الأحيان قد يستحيل التخلص من الاختيار قبل تاريخ انتهاء صلاحيته.

هذه الصعوبات أدت إلى ضعف سيولة الاختيار، وانصراف المستثمرين عنه. وهذا ما يظهر من تعاملات السوق التي لا تتجاوز نسبتها ١٠ % من إجمالي حجم التعامل في عقود الاختيار في الولايات المتحدة.

١-٢- تطور العمل في الأسواق المنظمة:

إن بورصة شيكاغو للاختيار كانت أول سوق منظم للتعامل في الاختيار، وفي البداية تركز نشاطها على أسهم ١٦ شركة. ونظراً إلى النجاح الكبير الذي حققته، دخلت بورصات أخرى إلى هذا المجال، حيث تتعامل الآن في أسهم بضع مئات من الشركات، إلا أن بورصة شيكاغو هي أكبر أسواق الاختيار، سواء من حيث حجم التعامل أو من حيث نصيبها في عدد الأسهم التي يصدر عليها اختيار والذي يبلغ المئات.

وقد اقتصر تعامل البورصات على اختيار الشراء حتى عام ١٩٧٧، حيث سمحت لجنة الأوراق المالية والبورصة بالتعامل على اختيار البيع لأسهم خمس شركات فقط.

وفي عام ١٩٨٠ أصبح من الممكن إصدار اختيار بيع للأسهم التي يصدر عليها اختيار شراء، إلا أن عدد عقود اختيار الشراء يفوق بكثير عدد عقود اختيار البيع. ويعود ذلك إلى أن المستثمرين يميلون إلى التعامل بكثافة أكبر عندما يكون المستقبل مبشراً. وبالتالي يقومون بالشراء للاستثمار على أمل ارتفاع الأسعار وتحقيق أرباح. وهذا ما يحققه اختيار الشراء. بينما اختيار البيع يمثل بيعاً على المكشوف، يقوم على تصور متشائم بشأن أسعار الأسهم في السوق، والذي في ظله ينكمش حجم التعامل في أسواق الاستثمار بصفة عامة.

ثانياً: تنظيم التسجيل والعضوية:

لتسجيل اختيار ما في البورصة شروط بعضها يتفق مع شروط تسجيل الأسهم في الأسواق الحاضرة، أما بالنسبة لوظائف أعضاء السوق فإنها تتباين من سوق اختيار إلى آخر.

التسجيل في سوق الاختيار:

إن الجزء الأكبر من عقود الاختيار المسجلة في الأسواق المنظمة للاختيار، هي على أسهم في بورصة نيويورك، في حين أن جزءاً صغيراً نسبياً يعقد على أسهم متداولة في السوق الأمريكية للأسهم. كما أن العقود المسجلة في بورصة معينة، يمكن أن يتم تداولها في بورصات أخرى.

وتتمثل الشروط الضمنية لتسجيل السهم في أسواق الاختيار في:

أن تكون المنشأة المصدرة للسهم محل الاختيار معروفة.
أن يتسم التعامل على السهم في السوق الحاضر بقدر ملموس من النشاط، بشكل يعكس مستوى عال من السيولة لسوق السهم، بما يساهم في تحقيق قدر من الاستقرار في قيمته السوقية.
وتساهم هاتين الصفتين في تحقيق الانتظام لسوق الاختيار، بحيث لا تحدث تغيرات كبيرة في سعر الاختيار من صفقة لأخرى.

أعضاء السوق المنظمة للاختيار:

يتعامل كل متخصص في الأسواق الحاضرة في أسهم معينة، وذلك من خلال قيامه بوظيفتين:

الأولى: إمساك دفتر الأوامر المحددة لكل سهم يتعامل فيه، الأمر الذي يتطلب متابعة الأسعار في السوق، حتى يمكنه مطابقة أي مقابلة أو توفير أوامر الشراء بأوامر البيع التي تحمل ذات السعر لنفس السهم. وبالتالي فإن المتخصص يمارس دور السمسار الذي يحصل في مقابل تلك الخدمة على عمولة.

الثانية: وهي وظيفة صانع السوق، وفيها يقوم المتخصص بتنفيذ أوامر الشراء والبيع لحسابه بالأسعار المعلنة، بشكل يضمن توفير سوق يتسم بالانتظام والعدالة للسهم محل التعامل، الأمر الذي يتطلب ضرورة احتفاظه بمخزون كاف من الأسهم التي يتعامل فيها حتى يمكنه تلبية أوامر الشراء.

وتعكس هاتان الوظيفتان مركزاً احتكارياً للمتخصص في السوق الحاضر. وفي محاولة بورصة شيكاغو للتغلب على السمة الاحتكارية للمتخصص في السوق الحاضر، فقد عهدت بدفتر الأوامر المحددة للاختيار لأعضاء يطلق عليهم سماسرة المجلس، أي سماسرة البورصة، ثم أطلق عليهم فيما بعد مسؤولي دفتر الأوامر الصادر عن المستثمرين، وهم في مقدمة أعضاء البورصة. وبالتالي فصلت بورصة شيكاغو الوظيفتين التي يؤديها المتخصص في السوق الحاضر

المنظم، وعهدت بالوظيفة الأولى، أي مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء، إلى مسؤول دفتر الأوامر، بل إن الدفتر أصبح متاحاً للجميع للاطلاع عليه. الأمر الذي يعني أن بورصة شيكاغو وغيرها من بورصات الاختيار لا تعمل بنظام المتخصصين، حيث تتحدد أسعار البيع والشراء من خلال الدور الذي يمارسه مسؤول دفتر الأوامر، وليس من خلال المتخصصين، كما هو الحال في الأسواق الحاضرة المنظمة وبعض الأسواق الأخرى للاختيار.

العضو الثاني في البورصة هو صانع السوق Market Maker للاختيار، والذي يقوم بالوظيفة الثانية للمتخصصين في السوق الحاضر، فهو يقوم بالبيع والشراء لحسابه الخاص، بينما لا يسمح له بتنفيذ أوامر الجمهور، كما لا يسمح له بإدارة الوظيفة الأولى للمتخصصين في السوق الحاضر، والمتمثلة في مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع المحددة التي ترد من المستثمرين عبر السماسرة، وبالتالي لا يوجد احتكار في أداء وظيفة صانع السوق.

ويقوم صانع السوق في بورصة شيكاغو بمسؤولية تصريف الإصدارات الأولية، أي الاختيار الذي يصدر لأول مرة، وذلك لثلاثة أو أربعة أسهم، إلى جانب مسؤوليته عن ثلاثة أو أربعة اختيارات أخرى متداولة بالفعل في السوق، إلا أنه يشترط أن يكون حوالي ٧٠ % من تعاملات صانع السوق مركزة في الإصدارات الأولية المخصصة له. ويمكن لصانع السوق أن يعمل كسمسار صالة في الاختيارات المخصصة لصانع سوق آخرين.

العضو الثالث هم سماسرة الصالة الذين ينفذون الأوامر لصالح بيوت السمسرة. وهناك كذلك تجار الصالة الذين يتعاملون لحسابهم الخاص فقط، وذلك في محاولة لاغتنام فرصة وجود اختيار يباع أو يشتري بقيمة أكبر أو أقل مما يجب.

وبصورة عامة فإن وظيفة سماسرة الصالة وتجار الصالة، لا تختلف عن تلك التي يمارسها نظراؤهم في السوق الحاضر.

والجدير بالذكر أن أعضاء البورصة في الولايات المتحدة، ليسوا أفراداً بل منشآت لها شخصية اعتبارية. ويخضع هؤلاء الأعضاء للتوجيه والإشراف من قبل إدارة البورصة، في حين تخضع إدارة البورصة للإشراف من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصة التي تشرف أيضاً على الأسواق الحاضرة.

ثالثاً: تأثير سوق الاختيار على السوق الحاضرة:

تمثل أسواق الاختيار بصورة أساسية سوقاً للمضاربة، لذا فمن غير المتوقع أن تجذب موارد المستثمرين الرئيسة، أي الذين يستثمرون أموالهم بهدف تنمية ثروتهم من خلال النمو المضطرد في القيمة السوقية للأوراق المالية التي

يملكونها، أو الذين يستثمرون أموالهم للحصول على توزيعات دورية تفي بمتطلباتهم المعيشية.

بالإضافة إلى أن قسماً من المستثمرين في سوق الاختيار، هم مستثمرون في السوق الحاضر، ويهدفون من تعاملهم في سوق الاختيار، إلى تغطية مراكزهم في تلك السوق، وغالبيتهم من صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد كافية تمكنهم من التغطية من خلال التنويع.

ويمكن أن تشكل سوق الاختيار أداة مساعدة لجذب الموارد للسوق الحاضر، من خلال إتاحة المجال لتغطية المراكز الاستثمارية، الأمر الذي يشجع مدخرين كانوا يحجمون عن استثمار مدخراتهم في السوق الحاضر خشية تعرضها للمخاطر.

وبالنسبة إلى الرفع في سوق الاختيار، فليس له تأثير على التعامل في الأسواق غير المنظمة، نظراً إلى أن التعامل في تلك السوق عادة ما يكون على أسهم منشآت صغيرة الحجم، من غير المحتمل أن تكون أسهمها مدرجة أساساً في سوق الاختيار. يضاف إلى ذلك أن البيع النقدي الجزئي في تلك الأسواق عادة ما يكون في حده الأدنى. ويعود ذلك إلى صغر القيمة السوقية للسهم ونوعية المستثمرين. وفي هذا الإطار كشفت دراسة أجراها مركز تحليل الإدارة إلى أنه لا يوجد تأثير على الإطلاق لتعاملات بورصة شيكاغو على حجم الموارد المتاحة للسوق الحاضرة.

كما أنه لا يوجد أي تأثير لسوق الاختيار على مدى استقرار أسعار الأسهم في السوق الحاضر، حيث أنشئ أول سوق للاختيار عام ١٩٧٣، وأنشئ بعدها عدد آخر من الأسواق، من دون ظهور أي دلائل تشير إلى هذا التأثير، بل إن التقلبات في السوق الحاضر بعد إنشاء أسواق الاختيار، كانت أقل من التقلبات قبل إنشائها، يضاف إلى ذلك أن أسواق الاختيار لم تذكر في أي تقرير رسمي أو غير رسمي أنها كانت سبباً أو لعبت دوراً في أزمة الاثنين الأسود.

وعلى الرغم من النجاح الذي حققه سوق الاختيار ولا سيما في الولايات المتحدة، إلا أنه لا يزال يعاني من انتقادات أهمها:

ارتفاع نسبة الرفع، الأمر الذي جعل مزاياه مقتصرة على المضاربين والمستثمرين المحافظين الذين يرغبون في تغطية مراكزهم الاستثمارية.

ليس للاختيار قيمة اقتصادية واضحة، فهو لا يعتبر أداة تمويل للمنشآت كالأسهم والسندات، ولا هو أداة تتيح للمستثمر امتلاكاً فعلياً لأصل ملموس.