

مقدمة

يعد الاستثمار أداة حيوية بالنسبة للاقتصاد وحتى الأفراد لذلك فالسعي إلى امتلاك أصول يكون هدفه تحقيق أرباح في المستقبل، ويرتكز القرار الاستثماري على عنصرين هامين هما العائد والمخاطرة، فعلى متخذي هذه القرارات حساب العائد والمخاطرة المصاحبة لاختيارهم، إذ تمكن عملية قياس هاذين العنصرين المستثمر من معرفة مدى صحة اختياره، فما هي الاستثمارات المثلى الواجب الاستثمار فيها؟ ولاتخاذ القرار السليم سيستعين بعدة استراتيجيات تساعد على توقعات بشأن العوائد المستقبلية التي يحصل عليها من جراء توظيفه للأموال، وكذلك المخاطر التي تصاحب هذه العوائد. ومن بين هذه الاستراتيجيات إستراتيجية الاستثمار في عقود الخيار التي تتضمن نوعين ، استراتيجيات تقوم على خيار واحد واستراتيجيات تقوم على عدة خيارات. وللتفصيل أكثر نجزئ هذا الفصل إلى الثلاثة مباحث التالية:

- ❖ المبحث الأول: ماهية الاستثمار.
- ❖ المبحث الثاني: استراتيجيات الاستثمار التي تقوم على اختيار واحد.
- ❖ المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار تتضمن تشكيلة من الخيارات.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

في عالم متغير كالذي نعيشه، يجد المستثمرون أنفسهم في تردد كبير عند اختيار مجال الاستثمار الذي يوظفون فيه أموالهم، وكذا اختيار أداة الاستثمار المثلى التي تسمح لهم بتحقيق أقصى عائد ممكن ضمن مستوى معين من المخاطرة، ومن ثم ينبغي دراسة وتحليل مفهوم ومجالات الاستثمار المختلفة، وما هي الأصول المالية ومن تم السوق المالية التي تسمح للمستثمر بالحصول على أكبر عائد ممكن في ظل أقل مخاطرة مقبولة.

المطلب الأول: تعريف وخصائص الاستثمار**1- تعريف الاستثمار:**

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه.

- يمكن تعريف الاستثمار في أبسط صورة على أنه ثروة ليست معدة للاستهلاك المباشر، وإنما تستخدم لإنتاج ثروة جديدة أو بمعنى آخر هو استغلال الثروة المدخرة في إنتاج السلع الرأسمالية¹.
- كما يمكن تعريفه أيضا على أنه إضافة طاقات جديدة إلى الأصول الإنتاجية الجديدة في المجتمع بإنشاء مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة، أو إحلال أو تجديد مشروعات انتهى عمرها الافتراضي، و كذلك شراء الأوراق المالية المصدرة لإنشاء مشروعات جديدة².
- و يعرف أيضا على أنه استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولا إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة³.

2- المفاهيم المختلفة للاستثمار :

هناك ثلاثة مفاهيم مختلفة للاستثمار نذكرها كما يلي :

أ- المفهوم المحاسبي للاستثمار :

تتمثل الاستثمارات في تلك الوسائل المادية، والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة، اشترتها أو أنشأتها المؤسسة، لا من أجل بيعها، بل استخدامها في نشاطها لمدة طويلة⁴. إذن الاستثمار المحاسبي هو كل سلعة منقولة أو عقار، أو سلعة معنوية (خدمة)، أو مادية متحصل عليها، ومنتجة من طرف المؤسسة. وهو موجه للبقاء مدة طويلة ومستمرة في المؤسسة. وهذا حسب المخطط الوطني الجزائري للمحاسبة (P CN).

وحسب المنظور المحاسبي للاستثمار، هو عبارة عن اكتساب للمؤسسة يسجل في جانب الأصول من الميزانية، تسجل تحت الصنف الثاني، وهو يشمل ما يلي :

¹ طارق عبد الفتاح الشريعي، "مبادئ علم الاقتصاد"، مؤسسة حورس الدولية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، دط، 2006، ص 239.

² <http://www.dzayerna.net/vb/showthread?t=32231>.

³ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي- الإدارة المالية"، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، ط1، 2006، ص 313.

⁴ محمد بوتين، "المحاسبة العامة للمؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، دط، 1991، ص 96. أنظر كذلك:

قادري الأزهر، "مبادئ في المحاسبة العامة (وفق المخطط الوطني للمحاسبة)"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1988، ص ص 24-25.

- الاستثمارات المادية (أراضي، مباني، تجهيزات، لوازم، عتاد،... إلخ).
- الاستثمارات المعنوية (محلات تجارية، براءات، العلامات التجارية، المصاريف الإعدائية...)
- الاستثمارات المالية (سندات، قروض، كفالات،... إلخ).

ب- المفهوم الاقتصادي للاستثمار:

التعريف الاقتصادي للاستثمار يتحدد حسب مفهوم المسير، فهذا الأخير " يعتبر الاستثمار هو التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة. حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار ".
ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار يتمحور حول :

- مدة حياة الاستثمار.
 - المرودية وفعالية العملية الاستثمارية
 - الخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار .
- وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبته في الاستهلاك الحاضرة. ويكون مستعدا لتحمل درجة معينة من المخاطرة. وبناءا عليه يكون من حقه أن يتوقع الحصول على عائد مكافأة لمخاطرته في فترة زمنية معينة.

ج- المفهوم المالي للاستثمار :

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه: " كل النفقات التي تولد مداخل جديدة على المدى الطويل. والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل) ". وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي، في أنهما يركزان على عامل الزمن طويل المدى¹.

3- خصائص الاستثمار:

تتميز الاستثمارات عن باقي الأصول الأخرى بعدة خصائص وهي²:

أ- تكلفة الاستثمار الأولية:

تمثل تكلفة الاستثمار الأولية الأموال المستثمرة خلال فترة أو عدة فترات، حسب طبيعة ومدة حياة الاستثمار، وتمثل نفقات حيازة أو إنشاء الاستثمار، بالإضافة إلى النفقات الملحقة المتمثلة في مصاريف الدراسات السابقة للاستثمار وإجراء التجارب.
وبصفة عامة تتضمن تكلفة الاستثمار:

¹ عبد القادر بابا، "سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003-2004، ص 35.

² <http://www.aflawa.com/showthread.php?t=3994>.

1. ثمن شراء الاستثمار.
2. نفقات نقل الاستثمار.
3. نفقات التركيب وإعداد الاستثمار للتشغيل.
4. نفقات إضافية أخرى.

ب- الإيرادات أو الأرباح الصافية:

ينتظر من الاستثمار تحقيق فائض إيرادات عن النفقات المرتبطة به.

وتتمثل الإيرادات في التدفقات التي يحققها هذا الاستثمار في نهاية كل سنة، والتي تمثل الفرق بين المقبوضات والمدفوعات الحادثة عن استغلال الاستثمار بغض النظر عن تسديد رأس المال والمصاريف المالية.

ت- مدة حياة الاستثمار:

من الضروري تقييم مردودية المشروع تبعا لمدة حياته الاقتصادية ويتطلب الأمر هذا الأخذ بعين الاعتبار مجموع الفترات التي سوف يولد المشروع فيها مردودية حقيقية، وليس مدة الحياة الجبائية التي تحدد بتقييم إداري، في أغلب الأحيان بعيد عن الحقيقة التقنية، فإذا كان أفق التنبؤ بعيدا جدا كما الحال بالنسبة للاستثمارات الثقيلة فإنه يتجه نحو تحديد تقديرات للتدفقات المالية خلال فترة أقل (عشر سنوات مثلا) كما تقدر قيمة متبقية للاستثمار في نهاية المدة.

ث- القيمة المتبقية للاستثمار:

عند نهاية الاستعمال تحتفظ بعض الأصول الثابتة بقيمة نهاية، ويتعلق الأمر هنا بالأراضي وكذلك الوسائل والمعدات، والتي يمكن بيعها بقيمة متدنية، إذ يجب أخذها بعين الاعتبار كتدفق ايجابي في السنة الأخيرة من مدة حياة الاستثمار نفس الشيء بالنسبة لاحتياجات دورة الاستغلال التي يمكن استرجاعها.

ج- نفقات الصيانة والإصلاح:

وهي النفقات التي تصرف على الاستثمار بعد ما يتم استخدامه في دورة الاستغلال.

المطلب الثاني: أنواع الاستثمار

للاستثمار أنواع مختلفة حسب أداة الاستثمار التي يختارها المستثمر، و يمكن تصنيف الاستثمار إلى الآتي¹:

- 1- الاستثمار الحقيقي و الاستثمار المالي: الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار في أصول لها كيان مادي ملموس ويظهر في مجموعة واحدة من الدفاتر المحاسبية هي مجموعة دفاتر مالك الأصل و يمكن استهلاكه محاسبيا²، أما الاستثمار المالي فهو يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض

¹ قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)"، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، ط1، 2009، ص ص 36-38.

² زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، د ط، ص 37.

النظر عن شكلها¹، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأسمال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار².

2- الاستثمار طويل الأجل و الاستثمار قصير الأجل: الاستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ الأسهم و السندات ويطلق عليه الاستثمار الرأسمالي. أما الاستثمار قصير الأجل فيتمثل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أدوات الخزينة و القبولات المصرفية أو شكل شهادات الإيداع و يطلق عليه الاستثمار النقدي.

3- الاستثمار المستقل و الاستثمار المحفز: الاستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل و الناتج القومي من قبل قطاع الأعمال أو القطاع الحكومي أو الاستثمار الأجنبي، أما الاستثمار المحفز فهو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة بينهما طردية).

4- الاستثمار المادي و الاستثمار البشري: الاستثمار المادي هو الذي يمثل الشكل التقليدي للاستثمار أي الاستثمار الحقيقي.

الاستثمار له أهمية خاصة في الدول المتقدمة حيث تخصص له هذه الدول مبالغ طائلة لأنه يساعد على زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق العالمية، و أيضا يساهم في إيجاد طرق جديدة في الإنتاج.

بينما قسم الاستثمار المادي إلى ثلاثة أنواع وهي:

- الاستثمار في رأس المال الثابت: و يقصد به الاستثمار في تأسيس المشاريع و تشييدها بالسلع الرأسمالية كالآلات و المكينات بهدف إنتاج السلع و تقديم الخدمات المختلفة.
- الاستثمار في المخزون: و يمثل الاستثمار في أنواع المخزون المختلفة (المواد الأولية، المواد نصف المصنعة، تامة الصنع) بقصد إنتاج السلع المختلفة من الشركات الصناعية أو الخدمية.
- الاستثمار العقاري: و هو يمثل الاستثمار في المباني.

أما الاستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم و التدريب.

مما سبق يمكن تقسيم الاستثمار إلى أنواع عدة حسب أدوات التصنيف أو التقسيم كما يلي:

1- حسب وسائل الاستثمار: و ينقسم إلى الأنواع التالية:

أ- استثمار مباشر: وهو الاستثمار في جميع المشاريع الإنتاجية و الخدمية الهادفة إلى إنتاج السلع و الخدمات.

¹ عبد القادر عمران، علي يورزيق، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس في العلوم التجارية، المركز الجامعي الشيخ العربي تبسي، تبسة، 2005-2006، ص 2.

² منتدى التمويل الإسلامي، "الاستثمار المالي"،

ب- استثمار غير مباشر: وهو الاستثمار في الأوراق المالية باختلاف أنواعها لشركات الأعمال بهدف الربح عن طريق البيع.

2- حسب أطراف الاستثمار: و يقسم إلى الآتي:

أ- الاستثمار العام (الحكومي): وهو الاستثمار الذي تقوم به الدولة لتنفيذ الخطط الاقتصادية و الاجتماعية، و الثقافية وغيرها من الخطط التي تخدم أهداف الدولة.

ب- الاستثمار الخاص: وهو الاستثمار الذي يقوم به فرد أو مجموعة من الأفراد المستثمرين بنشاط محدود يتمثل في شركات مساهمة أو فردية من مستثمرين يمثلون شرائح مختلفة من المجتمع.

ت- الاستثمار الأجنبي: وهو الاستثمارات الخارجية التي أصبحت في الوقت الحاضر من مصادر التمويل المهمة في المشاريع الاقتصادية للدول خاصة في الدول النامية وهذا يعود إلى أسباب عديدة من أهمها:

1- حاجة الدول النامية إلى رؤوس الأموال بهدف تنفيذ مشاريعها التنموية التي يتطلبها اقتصادها الوطني.

2- منح المستثمر الأجنبي عددا من التسهيلات و الإعفاءات والضمانات لتشجيع الاستثمار الأجنبي داخل الدولة.

3- ترابط المصالح بين عدد كبير من المستثمرين و الممولين الدوليين، دفعهم ذلك إلى إقامة شركات متعددة الجنسية لها فروع متعددة داخل وخارج الدولة.

5- استثمار تلقائي *autonomous investment* واستثمار مستحث *induced investment*. فالأول هو الذي يتقرر بصورة مستقلة عن المؤثرات الاقتصادية القائمة كمستوى الدخل العام أو معدل الاستهلاك، وهو غالبا ما يتقرر نتيجة إيجاد سلعة جديدة أو استحداث طرائق وأساليب إنتاجية غير تقليدية أو يكون ناجماً عن متغيرات اجتماعية أو نفسية أو سياسية غير مرتبطة بصورة مباشرة بالمعطيات الاقتصادية، أما «الاستثمار المستحث أو المحرض» فهو الذي يعتمد كلياً على الأوضاع والعوامل الاقتصادية القائمة والمتوقعة والذي يقدم عليه المستثمر بدافع المنفعة المادية المباشرة¹.

المطلب الثالث: قرار الاستثمار أهميته و أهدافه

ويتطلب اتخاذ قرار تخصيص رأس المال تقدير قيمة كل فرصة أو مشروع، الذي يعتمد على الحجم والتوقيت والتنبؤ بتحقيق تدفقات نقدية في المستقبل².

¹http://www.arab-ency.com/index.php?module=pnEncyclopedia&func=display_term&id=14445&m=1.

²<http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%AA>.

أ- مبادئ الاستثمار:

لكي يكون لدينا قرار استثماري محكم على متخذ القرار مع مراعاة مجموعة من المبادئ التي يمكن حصرها في¹:

1- مبدأ الاختيار:

إن المستثمر الرشيد يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها، بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفترض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين مثل هذه الخبرة.

2- مبدأ المقارنة:

أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل لكل بديل من حيث تكلفة العائد، المخاطرة والسيولة، ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب ما يلائمه.

3- مبدأ الملائمة:

يطبق المستثمر هذا المبدأ علميا عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلاءم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله وكذلك حالته الاجتماعية ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار.

4- مبدأ التوزيع:

يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثماراتهم للحد من مخاطر الاستثمار التي من الممكن الوقوع فيها في حالة التوجه إلى استثمار واحد ووحيد.

ب- أهمية وأهداف الاستثمار:

يمكننا تلخيص أهمية الاستثمار في النقاط التالية:

- يهدف المستثمر إلى خلق مناصب شغل وبالتالي يؤدي إلى زيادة الاستهلاك الذي يحقق الرفاهية الاجتماعية.
- كذلك أن الاستثمارات هي الصورة المعبرة للنمو والتقدم الوطني وهي الصورة المعبرة عن مدى تحقق المعيشة والرفاهية الاجتماعية، ومن خلال هذه الأهمية يمكن اعتبار الاستثمارات كأداة تستعملها الدولة لتعديل الوضع الاقتصادي، وتعتبر أيضا إحدى الوسائل الأساسية الضرورية لتطوير المنشآت وتوسيعها.
- يوفر الاستثمار العملات الأجنبية عن طريق إنتاجه لمنتجات تم الاعتماد على تصديرها.

¹ زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2005، ص ص 28-29.

- النمو بالاستثمار بعد تكوين رأس مال جديد، والذي بدوره يؤدي إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة وهذا من خلال تنمية فروع الإنتاج وتوسيع مكانتها في السوق.
- كما يسعى المستثمر إلى تحقيق مجموعة من الأهداف عن طريق الاستثمار وذلك من أجل الحفاظ على مكانته وتحسين علاقته مع غيره من الأعوان الاقتصاديين وتمثل أهداف الاستثمار فيما يلي:
- 1- الهدف العام هو تحقيق العائد(الربح أو الدخل):
 - مهما يكن نوع الاستثمار من الصعب أن نجد فردا يوظف أمواله دون أن يكون هدفه تحقيق العائد أو الربح.
 - 2- تكوين ثروة وتنميتها:
 - ويقوم هذا الهدف عندما يضحى الفرد بالاستهلاك المادي على أمل تكوين الثروة في المستقبل وتنميتها.
 - 3- تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة:
 - لمواجهة تلك الحاجات ولذلك فإن المستثمر يسعى وراء تحقيق الدخل المستقبلي.
 - 4- المحافظة على قيمة المنتجات:
 - عندما يسعى المستثمر إلى التنويع في مجالات استثماره حتى لا تنخفض قيمة موجوداته مع مرور الزمن بحكم عوامل ارتفاع الأسعار وتقبلها.

المبحث الثاني: استراتيجيات الاستثمار التي تقوم على اختيار واحد

وتتم دراسة الاستراتيجيات التي تقوم على إستراتيجية اختيار واحد، من خلال دراسة كل من دوافع المشترين التي تتمثل في دوافع امتلاك اختيار الشراء ودوافع امتلاك اختيار البيع، ودوافع البائعين والتي تشمل على دافعين وهما دافع تحرير اختيار الشراء ودافع تحرير اختيار البيع، وكذا استراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعرية مختلفة.

المطلب الأول: دوافع المشترين

هناك دوافع لمشتري اختيار الشراء لدى مختلف المستثمرين و دوافع لمشتري اختيار البيع وتم عرضها كمايلي¹:

أولاً: دوافع امتلاك اختيار الشراء

يمكن التمييز بين أربعة دوافع لامتلاك اختيار الشراء وهي:

1- امتلاك اختيار الشراء

وهذا دافع للاستثمار دون التعرض للمخاطر، فالمستثمر الذي يقوم بشراء أسهم من السوق الحاضر يخشى أن تتخفص قيمتها السوقية، فيجد أن من المناسب له أن يشتري اختيار شراء من سوق الاختيار بدلا من شراء السهم من السوق الحاضر، و يترتب على هذا القرار في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، أن يشتري الاختيار خسر قيمة الارتفاع سعر الأسهم ناقصا مقدار المكافأة المدفوعة للمحرر، و يوضح المثال التالي ذلك:

مثال عن الشراء بدافع التملك

لو أن مستثمرا يريد استثمار مبلغا من المال، و لديه خيارين ما بين شراء سهم من السوق الحاضر بسعر (50) دولار للسهم، أو أن يشتريه من سوق الاختيار بشرائه لعقد اختيار بسعر (50) و تاريخ تنفيذ شهر تموز، و دفع بالمقابل مكافأة اختيار لمحرر الاختيار قدرها (3) دولارات، سيكون هناك احتمالات، الأول احتمال ارتفاع السهم ليصل إلى سعر (60) دولار في تموز.

ستكون النتيجة إن المستثمر سوف يربح (10) دولارات في كل سهم (50-60) دولار لو أن المستثمر اشترى الأسهم مباشرة من السوق الحاضر، أما في حالة شراءه للاختيار فسيفقد ربحه بمقدار (3) دولار قيمته المكافأة التي دفعها، حيث سيقوم مشتري الاختيار بتنفيذه بسعر (50) دولار ليعيد بيعه بسعر (60) دولار و يحقق ربحا صافيا (7) دولارات بعد خصم قيمة المكافأة التي سبق و لأن دفعها (10-3) و الناتج عبارة عن (7) دولار ربح صافي لكل سهم.

¹زهرة بونس محمد سودة، مرجع سابق، ص ص 159- 169.

الاحتمال الثاني انخفاض القيمة السوقية للسهم لتصبح (43) لو أن المستثمر قام بشراء السهم من السوق الحاضر سوف يخسر (7) دولارات (43-50) بينما مشتري الاختيار و بسبب انخفاض السعر فلن يلجأ إلى تنفيذ الاختيار و ستحدد خسارته - غير قابلة للرد - التي دفعها للمحرر و هي (3) دولار للعقد.

لذا المستثمر في سوق الاختيار هو شخص يخشى التعرض للمخاطر، ففي حالة ارتفاع الأسعار للسهم (في حالة شراء حق اختيار) فإن مشتري العقد الاختيار سوف يربح أقل من مشتري السهم من السوق الحاضر و سوف يخسر أقل من مشتري السهم في حال انخفضت أسعار الأسهم، و تبقى خسارة مشتري اختيار الشراء محصورة بالمكافأة، حتى لو أن السعر بقي ثابتا و هو الاحتمال الثالث و لن يخسر أو يربح مالك السهم، و النتيجة الأكيدة أن مشتري الاختيار يعلم بالحد الأعلى لخسارته، على عكس مشتري السهم و الذي يزداد خسارة بتتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم.

2- دافع المضاربة

يعرف المضارب بأنه احد المتعاملين في السوق الذي لا تحدده رغبة شراء السهم وامتلاكه لفترة طويلة، بل يقوم بشراء السهم لفترة قصيرة للاستفادة في أي تغيرات سعرية متوقعة (بالزيادة) للسهم في وقت قريب وبالتالي بيعه وكسب الربح، فيحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته وهي الفرق بين دافع المضاربة ودافع الاستثمار دون التعرض للمخاطر طالما أن المستثمر في النهاية سوف يشتري عقد الاختيار.

سبق و شرحنا عن المستثمر الذي يملك القرار في أن يشتري سهم السوق الحاضر أو عقد الاختيار من سوق الاختيار، ومزايا و عيوب كلا الاختيارين، والفرق بين المستثمر الأول والمستثمر الذي يستثمر بدافع المضاربة أن الثاني لا يملك غالبا الموارد الكافية حتى يستطيع شراء السهم فلا يكون أمامه اختيار سوى التعامل في سوق الاختيار، وقد يملكها ولا يرغب في استخدامها في استثمار كهذا

مثال على دافع المضاربة

إذا كان سعر السهم في السوق (40) دولار بتاريخ وسعر تنفيذ شهر تموز (40)، مكافأة قدرها (2) دولار للسهم، فما على المضارب إلا أن يقدم مقدار المكافأة على عقد الاختيار المكون من 100 سهم، وبالتالي يطلب منه تقديم مبلغ (200) دولار (2 دولار × 100 سهم) وذلك لشراء عقد اختيار كامل، أما في حالة أنه تعامل في السوق الحاضر فإن عليه أن يوفر مبلغ (400) دولار (40 × 100 دولار)، وحتى لو اتبع أسلوب الشراء النقدي الجزئي لتلك الأسهم، والذي يساوي 50% من قيمة المبلغ أي يجب دفع مبلغ (4000 × 50%) 2000 دولار مبدئيا وهنا يظهر الفرق الكبير بين التعامل مع أسواق الاختيار والسوق الحاضرة.

في شهر تموز وفي حال تحققت توقعات مشتري الخيار وأصبح سعر قيمة السهم السوقية (48) دولار يتوجه المشتري إلى السمسار الذي اشترى له عقد الاختيار، ويطلب تسوية نقدية cash settlement للعقد،

حيث أنه ليس بحاجة للأسهم، ويقوم المحرر بدفع فرق السعر وقدره (8) دولارات للسهم الواحد فيحقق المضارب (800) دولار ((48 - 40) × 100) وقد سبق ودفع (200) دولار مكافأة (100 سهم × 2 دولار) فيكون صافي ربحه 600 دولار (800 - 200).

من الملاحظ أن نسبة الربح هي 300% ((600 ÷ 200) × 100%)، أي (مقدار الربح الناتج مقسوم على المبلغ المستثمر) × المبلغ المستثمر.

ولكن في حال انخفاض الأسعار إلى أي حد، كما ذكرنا سابقا لن يقوم المشتري بتنفيذ الاختيار وبالتالي ستكون أكبر خسارة يخسرها المستثمر هي قيمة المكافأة أي كامل مبلغ الاستثمار ((200 ÷ 200) × 100% = 100%

3- دافع التغطية على المكشوف:

يقصد بالبيع على المكشوف قيام المضارب ببيع أسهم لا يملكها بالسعر الجاري في السوق، ويكون ذلك بان يقترض المضارب السهم من أجد السماسرة، على أمل أن ينخفض سعره في المستقبل ويقوم بشراؤه وإعادته للسماسر، وتحقق من وراء ذلك ربحا يتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للسهم، إلا أن المضارب يخشى في هذه الصفة أن يرتفع سعر السهم بدلا من انخفاضه وبالتالي يضطر إلى شراء السهم بالسعر المرتفع من السوق كي يستطيع تغطية مركزه وبذلك تخسر هذه الصفة.

ويستطيع المضارب أن يشتري السهم من السوق الحاضر، من خلال أمر إيقاف بأن يطلب من السماسر المسارعة بشراء السهم، إذا كان سعر السهم في حالة ارتفاع إلى حد معين أو تعدها وذلك في محاولة للحد من الخسائر المحتملة.

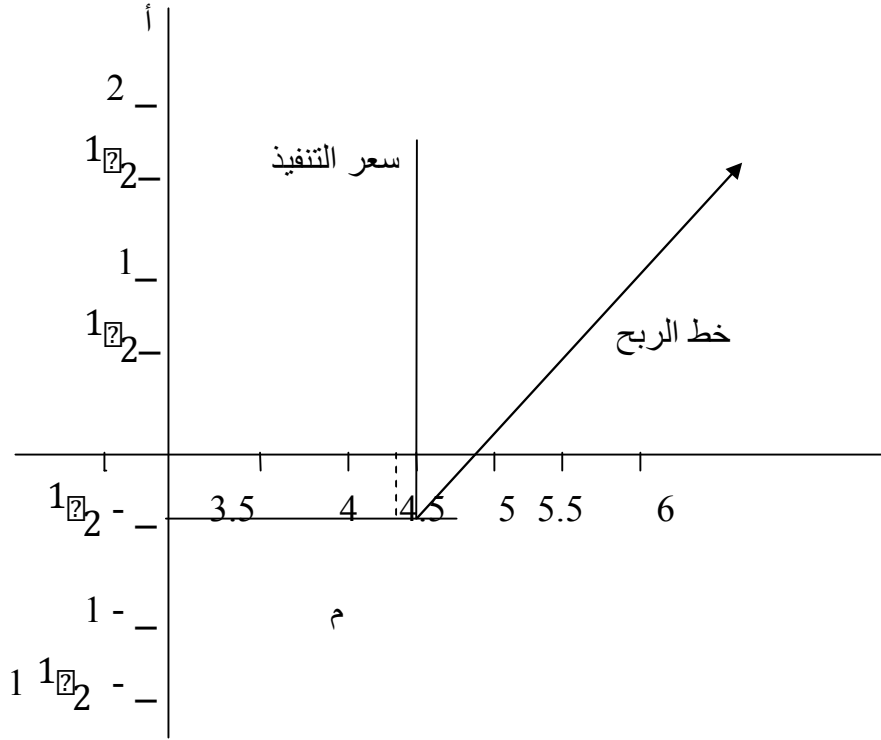
إلا أنه يعاب على أوامر الإيقاف، أنها تكون دائما منفذا للهروب من الخسارة أو تخفيضها فيجب على المضارب أن يكون لديه من المعلومات ما يؤكد تنامي ارتفاع سعر السهم قبل أن يصدر أمر الإيقاف، لأن إصدار أمر الإيقاف لن يكون دائما من صالح المضارب، فإذا كان سعر السهم يرتفع إلى المستوى المحدد في أمر الإيقاف وقام السماسر بشراؤه للمضارب، ثم ما يلبث سعر السهم ينخفض عقب ذلك - قد يكون انخفاض حاد - وبالتالي سوف يخسر المضارب الذي سوف يضطر إلى بيع الأسهم بالسعر المنخفض بعد أن قام بشرائها بسعر مرتفع، وفي حالة أخرى قد يرتفع سعر السهم ليصل مستوى قريب جدا من المستوى المحدد لأمر الإيقاف دون أن يبلغه وبالتالي بن يقوم المستثمر بشراؤه، كما يحتمل أن لا يستطيع السماسر الشراء بالسعر المذكور في أمر الإيقاف ويضطر إلى الشراء بسعر أعلى منه مما يزيد الخسارة.

4- الدافع النفسي:

قد يشتري المستثمر اختيار الشراء لدوافع نفسية لأنه يتفاعل بامتلاك هذا السهم ويريد دوما أن يكون مالكا لهذا النوع من الأسهم أملا منه في تحقيق الأرباح، لأنه في الوقت نفسه يخشى الخسارة من أن يشتري السهم من السوق الحاضر مباشرة خوفا من انخفاض سعر السهم السوقي، فيقوم المستثمر بشراء عقد

الاختيار لهذا السهم، و في حال ارتفاع سعر السهم في السوق فسوف يحقق ربحا يقل بقدر المكافأة التي دفعها للمحرر كما كان سوف يربحه لو اشترى السهم من السوق أما إذا انخفض سعر السهم فتكون خسارته العظمى مقدار المكافأة، و عادة يكون دافع المستثمر النفسي في شراء أسهم لشركة معينة نتيجة للأرباح التي سبق و حققها من شرائه لهذه الأسهم التي تترك في نفسه أثر طيبا يتفاعل بإعادة التعامل بأسهمها.

الشكل (1-3) شراء حق الاختيار



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 164.

ن: نقطة التعادل.

سعر التنفيذ يمثل 4.5.

أ، ب: يمثل الأرباح و الخسائر.

م: مكافأة.

ج، د سعر الاختيار بالدولار.

✓ من شكل السابق (1-3) يتبين أن خسارة مشتري الحق تتمثل بقيمة المكافأة وهي محدودة قيمتها

$1\frac{1}{2}$ دولار للسهم.

✓ قيمة المكافأة تساوي 0.5 و قيمة سعر التنفيذ للسهم = 4.5 لذا سعر التعادل = 5 دولار (4.5 +

0.5).

✓ نلاحظ أن نقطة التعادل (ن) تبعد عن سعر التنفيذ بمقدار بعد المكافأة.

✓ أي ارتفاع للسعر أكثر من 5 دولار بمعنى تحقيق الربح لمشتري الاختيار و إذا لم يرتفع سعر السهم في السوق أو بقي محددا لسعر التنفيذ تتحدد خسارة المشتري بقيمة المكافأة (172) دولار.

و بذلك تظهر محدودية المخاطر في ظل إستراتيجية اختيار البيع مقارنة باختيار إستراتيجية البيع على المكشوف، مع أن أرباح المضارب في البيع على المكشوف هي أكبر من أرباح مالك اختيار البيع بقيمة المكافأة إلا أن خسارة الأول هي غير محددة في حال ارتفعت أسعار الأسهم في السوق على عكس مالك اختيار البيع و الذي تتحدد خسارته بالمكافأة.

و يبقى السؤال لماذا يتعامل المضاربين بعمليات البيع على المكشوف طالما أن التعامل باختيار البيع وسيلة آمنة أكثر ذات مخاطر أقل؟

يوجد هناك أكثر من سبب لذلك أولهما أن البيع على المكشوف لا ينطوي على أي استثمار من قبل المضارب فلا يتطلب منه دفع مكافأة كما في سوق الاختيار، ثانيها أن احتمالات انخفاض الأسعار قد تكون كبيرة (شبه مؤكدة) بشكل يشجع المضارب على البيع على المكشوف بدلا من خسارة المكافأة التي سوف يدفعها في حال استخدام اختيار البيع، و ثالثهما قد تكون الميول الشخصية للمضارب تجعله يفضل البيع على المكشوف بدلا من التعامل في سوق الاختيار، و نستطيع أن نضيف أن التعامل في الأسواق المالية بشكل عام يتضمن المخاطر ويحتاج إلى الجرأة في الإقدام على التعامل فيها، و بالتالي الذي يتوقع قد لا يكثرث بزيادة القليل من المخاطرة، حيث زيادة توقع المخاطر تقابلها زيادة في الأرباح المتوقعة أو الخسارة في المقابل.

ثانيا: دوافع امتلاك اختيار البيع

أهم الدوافع لشراء اختيار البيع أما دافع المضاربة على انخفاض القيمة السوقية للسهم أو دافع التغطية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأسهم يمتلكها المستثمر.

1- دافع المضاربة

يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق البيع إذا ما تحقق توقعاته و انخفضت أسعار السوق عن سعر التنفيذ بأعلى من قيمة المكافأة، و المتعامل في هذه الحالة لا يملك الأصول المالية التي سوف تبلى و إنما يضارب على ارتفاع سعر حق الاختيار أو الاستفادة من فرق سعر التنفيذ مع سعر السوق، فيمكن المضارب اغتنام الفرصة و تحقيق الأرباح أما بيع السهم على المكشوف أو شراء اختيار بيع.

مثال على البيع على المكشوف

فإذا باع السهم على المكشوف بالسعر الجاري فرضا 50 دولار ثم حدث انخفاض في القيمة السوقية للسهم إلى 40 دولار، يمكنه شراء السهم من السوق بسعر 40 دولار وإعادته للسمسار الذي اقترضه إياه محققا ربحا 10 دولارات للسهم.

أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم لتصل إلى 60 دولار مثلا، سوف يتعرض المضارب إلى خسارة كبيرة في كل سهم (60 - 50) بمقدار 10 دولار، 10×100 سهم 1000 دولار لكل عقد. و السؤال كيف تتلاشى هذه الخسارة المحتملة؟

مثال على امتلاك اختيار بيع بدافع المضاربة

ننتقل إلى الأسلوب البديل و هو شراء اختيار بيع على تلك الأسهم و سوف تفترض أن قيمة الاختيار على السهم الواحد 3 دولارات و تاريخ التنفيذ شهر تشرين أول، و سعر التنفيذ 50 دولار فإذا انخفضت قيمة السهم الواحد 40 دولار حينئذ، سيقوم المضارب بتنفيذ اختيار البيع بأن يشتري السهم بسعر 40 دولار و يبيعه بسعر 50 دولار محققا ربح مقداره 10 دولارات للسهم الواحد (50-40) 10 دولار للسهم، 10×100 سهم = 1000 إجمالي الربح، و بنا أنه سبق و دفع مبلغ المكافأة مبلغ (3 دولار \times 100 سهم) 300 دولار فتكون أرباحه 1000-300 = 700 دولار.

أما إذا لم تتحقق توقعات المضارب و ارتفاع سعر السهم إلى 60 دولار فكل ما سيفعله المضارب هو عدم تنفيذ عقد الاختيار و تنحصر خسائره في قيمة المكافأة التي سبق و دفعها للمحرر و قدرها 300 دولار.

2- دافع التغطية

يقوم المستثمر بشراء اختيار بيع التخلص من المخاطر الخاصة بالمنشأة التي يملك من أسهمها، و تكون هذه المخاطر نتيجة انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة، و بسببها قد يتعرض المستثمر للخسارة و يطلق على تلك المخاطر بالمخاطر غير المنتظمة أو مخاطر ألفا Alpha Risk، فالمستثمر الذي يملك أسهم المنشأة يخشى أن تتعرض المنشأة لمخاطر تؤدي إلى انخفاض في قيمة أسهمها، و يستطيع المستثمر تجنب هذا النوع من المخاطر غير المنتظمة بتنوع المحفظة الاستثمارية خاصته، إلا أنه قد لا يمكنه ذلك إذا كانت حجم موارده المتاحة صغيرة، فيكون شراء اختيار بيع لتغطية مركزه هو بين البدائل الممكنة له.

فإذا كان سعر التنفيذ في عقد الاختيار مساويا للقيمة السوقية التي اشترى منها السهم، في حال انخفضت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ حينئذ يقوم مشتري الاختيار بتنفيذ العقد أي بيع السهم بسعر التنفيذ المنفق عليه، محددًا خسائره بمقدار المكافأة التي سبق له دفعها، أما في حال ارتفاع سعر سهم المنشأة، فإن يكون المستثمر بحاجة إلى تنفيذ اختيار البيع، و بالتالي ستحدد خسارته بمقدار قيمة المكافأة، كما أنه بذلك يحقق أرباحا تتمثل بالفرق بين سعر شراء السهم و قيمته السوقية التي ارتفعت، و بذلك يكون المستثمر قد واجهه المخاطر غير المنتظمة التي قد يتعرض لها.

أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة العامة التي تصيب أسهم كافة المنشآت المطروحة للتداول في أسواق رأس المال فلا يمكن مواجهتها بعقد اختيار على سهم معين، بل ينبغي التعامل في عقود اختيار على مؤشرات السوق فهذه المؤشرات تعكس حالة السوق، فإستراتيجية التغطية من خلال تلك المؤشرات كفيلة

بالتغلب على المخاطر المنتظمة (المخاطر من الارتفاع في أسعار الأسهم أو الانخفاض)، رغم أن آثارها تمتد لأسعار الأسهم المتداولة في السوق كافة.

مثال على استعمال التغطية بغرض التحوط

افترض أن أحد البنوك سوف يستلم 500.000 دولار مقابل بيع مارك بعد ثلاثة شهور نتيجة نفس القيمة أجل ثلاثة شهور وهو يتوقع انخفاض سعر الدولار خلال هذه الفترة، لكي يتجنب البنك المخاطر انخفاض سعر الدولار نفترض أن البنك اشترى حق اختيار بيع دولار بسعر 1.55 مارك دولار و سعر المكافأة 1.5% من المارك لكل دولار وأن البنك اشترى حق بيع بمبلغ 5000.000 دولار.

الحل: نحتسب العلاوة كالتالي: $1.5 \div 100 \times 500.000 = 7500$ مارك

يصبح في هذه الحالة صافي السعر الذي سوف يستلمه البنك في حالة تنفيذ حقه في البيع هو:

0.0150- 1.5300 مارك لكل دولار.

بفرض أن أسعار الدولار مارك بتاريخ الاستحقاق – بعد ثلاثة شهور- أصبح سعر الدولار مارك

1.48 فإن البنك سوف يمارس حقه في البيع و سوف يستلم 500.000 بسعر التنفيذ 1.53،

ربح البنك = $500.000 \times (1.48 - 1.53) = 25000$ مارك

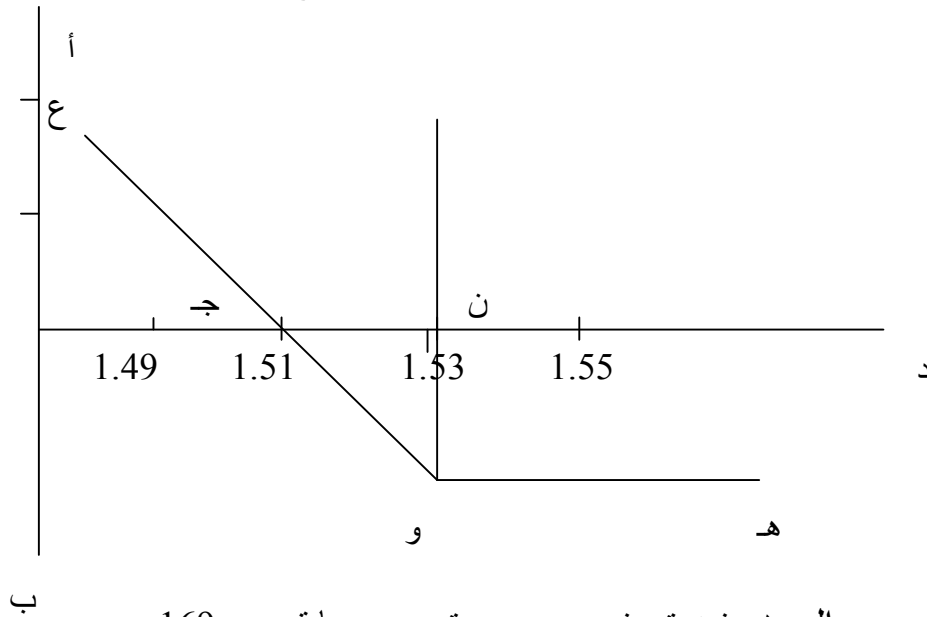
صافي ربح البنك = $500.000 \times (1.48 - 1.515) = 17500$ مارك

أما إذا لم يشتري البنك حق البيع فيكون قد تسبب بخسائر نتيجة انخفاض الأسعار، بينما هو حسن

مركزه المالي بضافي الربح البالغ 17500 مارك.

الحالة الأخيرة إذا أصبح سعر الدولار بتاريخ الاستحقاق 1.56 مارك دولار (أعلى من سعر التنفيذ) أي الأسعار اتجهت بعكس ما توقع البنك فلن يمارس حقه في البيع و سوف يبيع ما يملكه من الدولارات بسعر السوق، و سوف يكون مقدار ربحه الفرق بين سعر الدولار السابق و السعر الحالي الذي ارتفع ليصل له و من ثم تنخفض قيمة المكافأة التي سبق و دفعها البنك، أما بالنسبة لخسارة البنك في حال انخفضت أسعار الدولار فتتحدد خسارة البنك بمقدار المكافأة.

الشكل (2-3) شراء حق البيع



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 169.

م: مكافأة

جـ: الأرباح و الخسائر

ن: نقطة التعادل

هـ.و: ع: شراء حق البيع.

المطلب الثاني: دوافع البائعين

في البداية لا بد من التمييز بين دوافع تحرير اختيار الشراء ودوافع تحرير اختيار البيع وذلك من منطلق أن المحرر هو بائع الاختيار¹.

أولاً: دوافع تحرير اختيار الشراء

محرر اختيار الشراء هو البائع لهذا الحق، والذي يعطي المشتري الحق في ممارسة عملية الشراء بأن يشتري منه السلعة أو الأصل المعين بسعر محدد (سعر التنفيذ) ضمن فترة معينة، وبعبارة أخرى هو ملتزم ببيع الأصل المعين في العقد بسعر التنفيذ مهما كان السعر السائد في السوق.

أما بالنسبة لدوافع تحرير اختيار الشراء فهي التغطية، وتحقيق المزيد من الأرباح، والاستفادة من الزيادة في سعر الاختيار أي ارتفاع قيمة المكافأة أكثر مما ينبغي.

1. دافع التغطية:

إن للمخاطر غير المنتظمة والتي تربط بالمنشأة الصناعية التي تنتمي إليها، آثار عكسية على القيمة السوقية للسهم الذي أصدرته تلك المنشأة، وبالتالي تلحق الخسائر بالمستثمر مالك هذا السهم، وسبق وذكر

¹ زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص ص 169-176.

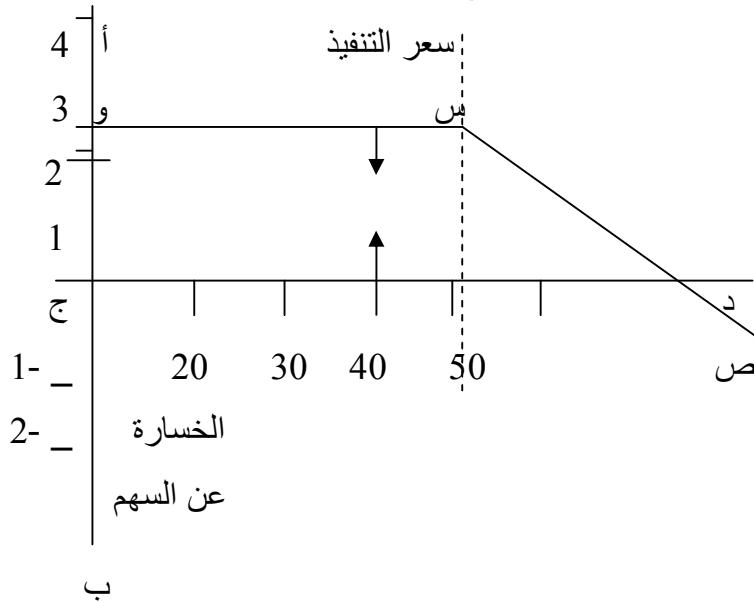
أن شراء المستثمر اختيار بيع يحقق التغطية ضد تلك المخاطر، إلا أن ذلك ليس المخرج الوحيد الذي يتيح سوق الاختيار، إذ يمكن للمستثمر تحرير اختيار شراء في محاولة لتعويض بعض الخسائر التي قد يتعرض لها.

مثال على التغطية

إذا اشترى المستثمر سهما بسعر 40 دولار، ثم حرر عليه اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر تشرين الثاني 40 دولار، ومكافأة 3 دولارات للسهم، وإذا أفترض أن سعر السهم ارتفع في السوق عن سعر التنفيذ، حينئذ سيطلب مشتري الاختيار تنفيذه، أي يقوم المحرر الاختيار بتسليم السهم إلى المشتري بسعر التنفيذ، ويكون بذلك قد حقق ربحا صافيا يتمثل في قيمة المكافأة على العقد (100 سهم) وقدرها (3 دولارات \times 100 سهم) 300 دولار، وذلك على أساس أن السهم قد سبق شراؤه بسعر يعادل سعر التنفيذ للاختيار، أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى ما دون سعر التنفيذ - الذي هو ذاته سعر شراء السهم - فلن يقوم مشتري الاختيار بتنفيذه، ويكون المحرر قد حصل على قيمة المكافأة (300) دولار والتي تعوضه عن جزء من الخسائر التي حصلت له بسبب انخفاض القيمة السوقية للسهم الذي يملكه.

فالتغطية من خلال تحرير اختيار شراء هو بديل يلائم المستثمر المحافظ بتحرير هذا النوع من الاختيار يحدد الأرباح بمقدار المكافأة لا أكثر ولا أقل، غلا أنه يساهم في تخفيف حدة الخسائر التي قد يتعرض لها المستثمر إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم.

الشكل (3-3): بيع اختيار الشراء



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 171.

أ ، ب : يمثل الأرباح والخسائر.

ج ، د : سعر السهم.

و ، س ، ص ك بيع حق الاختيار.

س ، ص : خسائر محدودة.

م : مكافأة.

ونستنتج من الشكل السابق:

✓ أن أرباح بائع حق الشراء محدودة بقدر المكافأة.

✓ أن خسائر البائع غي محددة وخاصة إذا ارتفع سعر السهم كثيرا وكان مركزه غير مغطى (لأنه سوف يضطر إلى شراء الأسهم من السوق بسعر السوق - المرتفع - وبيعه إلى المشتري للحق، مما يكلفه أكثر).

✓ بقدر ما تكون أرباح المشتري غير محدودة تكون خسائر البائع كذلك غير محدودة.

✓ والدافع من تحرير اختيار الشراء تحقيق المزيد من الأرباح على أسهم يمتلكها المستثمر بالفعل.

مثال على تحرير اختيار الشراء:

إذا كان المستثمر قد سبق واشترى 100 سهم بسعر 40 دولار للسهم ومن ثم ارتفعت قيمته السوقية إلى 50 دولار، فهذا المستثمر يستطيع تحقيق المزيد من الأرباح بان يقوم بتحرير اختيار شراء مقابل مكافأة قدرها 5 دولارات للسهم وتاريخ تنفيذ وسعر شهر تشرين الثاني 50 دولار، فلو ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 60 دولار، حينئذ سيطلب المشتري تنفيذ الاختيار، وفي الحقيقة لن يستفيد المحرر من تلك الزيادة ولكنه عوض جزءا منها بحصوله على مكافأة العقد (100 سهم × 5 دولارات = 500 دولار) إضافة إلى الربح الأساسي وقدره 10 دولارات للسهم (50 سعر السوق - 40 سعر التنفيذ)، $1000 = 100 \times 10$ دولار.

أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى اقل من سعر التنفيذ فلن يقدم المشتري على تنفيذ الاختيار، ويكسب المحرر قيمة المكافأة لتعويضه كليا أو جزئيا عن انخفاض القيمة السوقية للسهم، وفي جميع الحالات يكون للمحرر حرية كاملة في بيع أسهمه إذا أراد و الاحتفاظ بها أملا منه في سعر أفضل.

2. الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة

عادة ما ترتفع قيمة المكافأة (سعر الاختيار) كلما اقترب تاريخ التنفيذ، لذا يقوم المستثمرون بتحرير اختيار شراء بتاريخ تنفيذ قريب، في الوقت الذي قد لا يكونوا مالكين لهذا السهم محل الاختيار.

مثال على تحرير اختيار شراء لوقت قريب

إذا افترضنا أنه بتاريخ وسعر تنفيذ، أدار 70 دولار وقيمة المكافأة 3 دولارات - باعتبار أن شهر آذار هو اقرب شهر لتنفيذ القرار - في ظل هذه العروض لو ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى 72 دولار،

وأقدم مشتري الاختيار على تنفيذه فسوف يحقق المحرر ربحا بمقدار دولار واحد عن كل سهم أي 100 دولار عن العقد الواحد، ويكون ذلك بأن محرر الاختيار سوف يشتري الأسهم من السوق بالسعر السائد 72 دولار ويبيعه لمشتري الاختيار بسعر 70 دولار (سعر التنفيذ) ويخسر بذلك 2 دولار للسهم، فتصبح أرباحه الصافية (3 دولارات مكافئة - 2 دولار فرق سعر السهم بالخسارة) واحد دولار لكل سهم، وفي الحالة الثانية إذا لم ترتفع أسعار الأسهم بل انخفضت فإن المحرر للاختيار سوف يربح قيمة المكافأة بالكامل.

ثانيا: دوافع تحرير اختيار البيع

من الدوافع التي تجعل محرر اختيار البيع أن يقوم فيه ارتفاع المبالغ في سعر الاختيار، أي الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة كما هو الحال في اختيار الشراء، ومن بين الدوافع أيضا الاستفادة من اتجاه حركة أسعار الأسهم في المستقبل، سبق وذكرنا أن بائع حق اختيار البيع لا يفكر بطريقة مشتري هذا الحق والذي يتوقع أن تنخفض الأسعار وبهذا يضمن البيع بسعر محدد، فبائع حق الاختيار يتوقع أن ترتفع الأسعار لهذا الاختيار ومن ثم لن يمارس تنفيذه مشتري الحق وسوف يستفيد (بائع الحق) بالتالي من قيمة العلاوة التي سبق وأن أخذها، والفكرة هنا أن المتعاملين في الأسواق للاختيار لا يفكرون بطريقة واحدة، كذلك لا تتطابق توقعاتهم لذا نجد مشتري حق من جهة وبائع له من جهة أخرى، فلو كانت الوضع غير ذلك وتطابقت تنبؤات الجميع فلن تجد هناك مضاربون في سوق الاختيار، كذلك لن يكون النشاط في أسواق الاختيار الفعلية و الإقبال عليه كما يكون الوضع عادة فيه.

1. الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة

كلما اقترب تاريخ لاختيار البيع، كلما كان سعر تنفيذ الاختيار على فيمكن للمستثمر تحرير اختيار بيع وتحقيق الأرباح، وبنفس ذلك المنطق يتحقق فيه الربح في حالة تحرير اختيار الشراء.

مثال على الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة

إذا كان العقد لاختيار بيع 70 دولار وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 65 دولار، حينئذ سيقوم المشتري بتنفيذ العقد، وهذا يعني من ناحية نظرية أن يقوم المشتري للاختيار لشراء السهم بسعر 67 دولار، ويخسر المحرر بذلك دولارين في كل سهم، وحيث أنه سبق و حصل على مكافأة قدرها 3 دولارات عن كل سهم، وبالتالي قد حقق المحرر ربحا صافيا بمقدار دولار للسهم الواحد أي 100 دولار على العقد الواحد

هذا و من الخطأ تحرير اختيار (بيع أو شراء) على سهم أو سهمين، فمثل هذه الإستراتيجية لا ينبغي أن تستخدم إلا عندما تكون لدى المستثمر إمكانيات مالية تكفي لتحرير اختيارات على عدد كبير نسبيا في أسهم، تصدرها منشآت تعمل في أنشطة مختلفة، بهدف تحقيق مستوى عالي من التنوع في محفظة الاختيار. كما أن تحرير اختيار الشراء للاستفادة من المبالغ الناتجة عن قيمة المكافأة في حال كان المستثمر (المحرر)

غير مالك للأسهم محل الاختيار فلا بد أن يكون مالكا لموارد مالية كافية، و كذلك أن يملك أعصابا من حديد كي يستطيع مواجهة أي احتمالات سيئة.

2. الاستفادة من ارتفاع محتمل في سعر السهم

قد يعمل المستثمر على تحرير اختيار بيع إذا ما توقع ارتفاع سعر سهم ما في المستقبل، بأن يقوم باقتنائه فينتهي تاريخ تنفيذه قبل حدوث ارتفاع حاد في سعر السهم و يجني الأرباح المحرر من وراء ذلك.

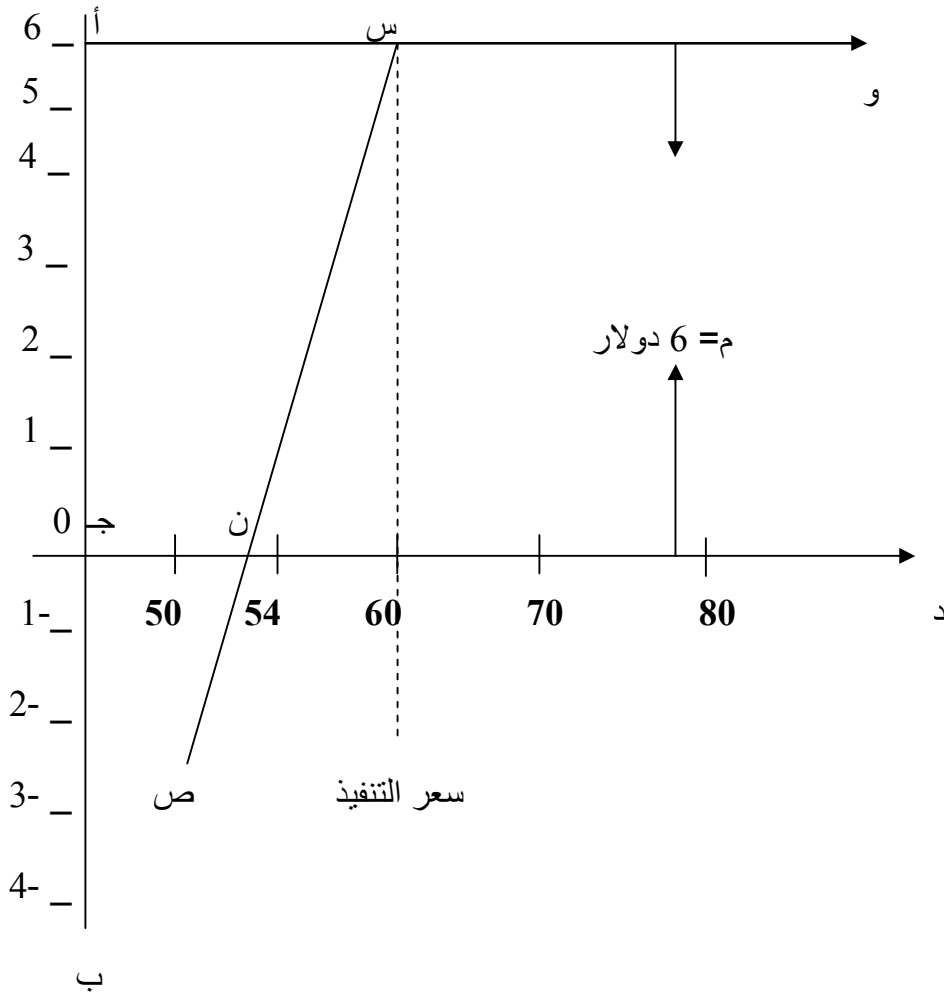
مثال على الاستفادة من ارتفاع محتمل في سعر السهم

إذا حرر المستثمر اختيار بيع بتاريخ و سعر تنفيذ كانون الثاني 60 دولار، بمكافأة قدرها 6 دولارات للسهم، إذا حصل وانخفض سعر السهم في تاريخ التنفيذ إلى 50 دولار فمن المفترض أن مشتري الاختيار يبيعه للمحرر بسعر 60 دولار، و بذلك يخسر 10 دولارات عن السهم الواحد، و بما أن المحرر سبق وحصل على مكافأة قدرها 6 دولارات فتنحصر خسائره بمقدار 4 دولار للسهم الواحد.

و بذلك يكون المحرر كأنه اشترى السهم بمبلغ 54 دولار و أنه لم يدفع من أمواله الخاصة سوى 4 دولارات، و إذا ما تحققت توقعات المحرر عند التنفيذ و ارتفعت قيمة السهم - الذي اشتراه - إلى 65 دولار مثلا حينئذ يمكنه بيع سهم في السوق وتحقيق ربح صافي في السهم الواحد قدره 11 دولار (65-54)، و تعد هذه الإستراتيجية أفضل بكثير عما إذا اشترى السهم من السوق الحاضر عندما كان سعره 60 دولار (أي سعر التنفيذ).

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر و ارتفعت القيمة السوقية للسهم بعد التعاقد مباشرة، فلن يقوم المشتري بتنفيذ الاختيار و يكسب المحرر قيمة المكافأة للعقد و هي (100 سهم × 6 دولارات) 600 دولار وهي أقل من الربح الذي كان يتوقعه لو أنه حدث الاحتمال الأول (انخفاض ليعتبعه ارتفاع في الأسعار للسهم المشار له)، كما وقد يستخدم الإستراتيجية ذاتها من قبل المستثمر الذي لا يملك السهم، لكنه يتوقع ارتفاعا في قيمة السهم السوقية بمرور الوقت حتى تاريخ تنفيذ الاختيار، إذ أن بيع أسهمه في السوق يكون في صالحه، أو ليحصل المحرر على قيمة المكافأة ربحا بكاملها.

الشكل (3-4) تحرير عقد خيار البيع



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 175.

أ ، ب : يمثل الأرباح و الخسائر.

ج ، د : يمثل سعر السهم.

م : المكافأة.

ن : نقطة التعادل.

س ، ص : يمثل الخسائر في حالة انخفاض الأسعار.

نستنتج من السابق أن استخدامات تحرير اختيار البيع يكون لأغراض المضاربة إذا تأكد محرر اختيار البيع بأن الأسعار سوف ترتفع أو تبقى كما هي أو تنخفض قليلاً، كما قد تكون لأغراض الاستثمار إذ حدد محرر عقد اختيار البيع سعر مناسب له لشراء الأصل و هو عادة أقل من سعر السائد وقت إبرام عقد البيع وهو يحتفظ بالسيولة الكافية لإتمام عملية الشراء إذا ما تم تنفيذه من قبل المشتري.

نستطيع أن نستنتج التالي عن بيع (تحرير) عقود الخيار:

- ✓ لا بد من التأكد على أن عقود بيع حقوق الاختيار تشكل مخاطر وخسائر كبيرة غير محددة لذا ينصح بالتعامل مع هذه العقود قبل أشخاص متمرسين ومحترفين وان يتعامل المبتدئين مع عقود الشراء بشكل أكبر.
- ✓ عقود الشراء تشكل حقوق تحوط تناسب أو ضاع مالية كثيرة بينما عقود حقوق البيع لا تشكل أدوات تحوط.
- ✓ من الأفضل بيع حقوق الشراء في حال وجود أصول لدى البائع (عملية تغطية) وان عدم وجود هذه الأصول تعتبر عمليات مضاربة خطيرة (حالة عمليات غير مغطاة).
- ✓ لا بد على المتعاملين بهذا النوع من العقود متابعة تحركات الأسعار من قبل بائعي الحقوق والعمل على إغلاق مراكزهم المتعلقة بهذه الحقوق في الوقت المناسب وذلك بشراء حقوق تغطي الحقوق المباعة.

المطلب الثالث: إستراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعرية مختلفة:

يتم تحرير الاختيار بناء على الاتجاهات المتوقعة للأسعار في السوق، فهناك عدة إستراتيجيات للتعامل في عقود الخيار تستخدم بناء على هذه الاتجاهات السعرية للأسهم في السوق، ويمكننا التمييز بين ثلاثة أنواع من الإستراتيجيات، حالة استقرار الأسعار، حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط وحالة اتجاه الأسعار نحو الصعود¹.

أولاً: حالة استقرار الأسعار

إذا كانت الاتجاهات المتوقعة لأسعار الأسهم في السوق تتسم بدرجة عالية من الاستقرار، يمكن للمستثمر أن يحرر اختيارات بيع على ما يملكه من أسهم، فهذه الإستراتيجية من شأنها أن تحقق له عائداً، يضاف إلى التوزيعات المتولدة عن هذه الأسهم، فبسبب حالة استقرار الأسعار لن يقدم مشتري الاختيار على تنفيذه وبالتالي يكسب المحرر قيمة المكافأة، وغالبا يفضل أن يقوم المستثمر بإقفال مركزه قبل تاريخ التنفيذ للعقود، وذلك بشراء اختيار مماثل للاختيار الذي حرره بهدف التغطية وعادة تكون مكافأة شراء الاختيار التي دفعها أقل من مكافأة تحرير الاختيار التي سبق وحصل عليها ويكون الفرق بتن المكافأتين عبارة عن الربح الذي يحققه.

وسبب التباين بين مكافأة الشراء والبيع أن قيمة اختيار الشراء تنخفض باقتراب تاريخ التنفيذ بينما تزداد قيمة اختيار البيع، لذا يكون هناك تباين بين مكافأة اختيار الشراء والتي تكون قريبة من تاريخ التنفيذ وبين اختيار البيع الذي قام المستثمر بتحريره، وبذلك يكون محرر الاختيار قد أقفل مركزه، ويمكن للمحرر

¹ زهرة بونس محمد سودة، مرجع سابق، ص ص 176-178.

أن يحرر اختيار بيع جديد بتاريخ تنفيذ أبعد ثم إقفال مركزه مرة أخرى في مقابل حصوله على الفرق بين المكافأتين، وذلك إذا ما استمرت حالة استقرار الأسعار.

ثانياً: حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط

في حال اتجهت الأسعار نحو الهبوط يكون من الأفضل للمستثمر تحرير اختيار شراء على ما يمتلكه من أسهم، والسبب في ذلك أن انخفاض الأسعار يعني عدم إقدام المشتري على تنفيذ الاختيار، وبالتالي قد تعوض المكافأة التي حصل عليها محرر الاختيار من مشتري الاختيار الانخفاض الذي طرأ على سعر السهم، وفي حالة تنالي انخفاض سعر هذا السهم في السوق وكان المستثمر مازال يحتفظ بهذا السهم ولا يريد التخلي عنه، فتصبح الإستراتيجية الأنسب في هذه الحالة هو تحرير اختيار شراء جديد على السهم، ليحل محل الاختيار الذي انتهت صلاحيته..... وهكذا.

ثالثاً: حالة اتجاه الأسعار نحو الصعود

إذا كانت الأسعار في السوق تتصاعد، حينئذ يكون من الأفضل للمستثمر أن يحرر اختيار بيع على أسهم يملكها.

مثال على إستراتيجية ارتفاع الأسعار

إذا اشترى مستثمر سهماً بسعر 56 دولار، فيمكنه تحرير اختيار بيع بسعر تنفيذ 60 دولار ومكافأة 5 دولارات على سبيل المثال، فإذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى سعر 61 دولار، فلن يقدم المشتري على تنفيذ الاختيار وكون المستثمر (المحرر) قد حقق ربحاً قدره 10 دولارات ويتمثل في قيمة المكافأة 5 دولارات التي حصل عليها، إضافة إلى الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه $(61-56)=5$ دولارات، أي أنه حصل على 10 دولارات بالمجموع كما يستطيع المستثمر الاحتفاظ بالسهم إذا أراد وتتحصر أرباحه في قيمة المكافأة في تلك الحالة.

المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار تتضمن تشكيلة من الاختيارات

ومن خلال دراسة الاستراتيجيات التي تتضمن تشكيلة من الاختيارات التي تشتمل على إستراتيجية تتضمن توليفة من اختيارات شراء واختيار شراء وبيع، وكذا استراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق والتي تقوم بدراسة توقع ارتفاع الأسعار وتوقع انخفاضها، وإستراتيجية تأمين المحفظة والتي تدرس تأمين المحفظة مع اختيارات البيع وتحرير عقد شراء السهم وتحرير عقود اختيار شراء وبيع مغطاة وكذلك دراسة استراتيجيات أخرى، أما استراتيجيات التغطية على الأوراق المالية باستخدام عقود الاختيار فتقوم بدراسة التغطية ضد المخاطر باستخدام بيع حق اختيار الشراء وشراء اختيار البيع بهدف المحافظة على مركز السهم، و التغطية ضد المخاطر باستخدام شراء اختيار الشراء و التغطية ضد المخاطر باستخدام اختيار البيع وكذا التغطية ضد المخاطر من خلال استخدام عقود الاختيار المنتشرة.

المطلب الأول: إستراتيجية تتضمن توليفة من اختيارات شراء وبيع**I. استراتيجيات تتضمن توليفة من اختيارات شراء**

في هذه الإستراتيجية يعتمد المستثمر على شراء وبيع (تحرير) اختيار شراء على نفس السهم وفي نفس الوقت، ويطلق على هذه العملية إستراتيجية المدى، والقصد من إستراتيجية المدى أن هناك اختلاف بين الاختيارين، اختلاف سعري (مدى سعري) واختلاف زمني (مدى زمني) كما تسمى هذه الإستراتيجية أيضا بالمراجعة.

والهدف من هذه الإستراتيجية هي تغطية مركز للمستثمر حتى يقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها، وتكون التغطية لمركز طويل تتمثل في شراء اختيار شراء على سهم بمركز قصير أي يتم تحرير اختيار شراء على نفس السهم، فيقوم المستثمر بالتغطية مركز قصير اتخذه من خلال بيع اختيار شراء، من أجل تغطية مركز طويل هو شراء اختيار الشراء على نفس السهم، وتقسّم إستراتيجية المدى إلى قسمين¹:

-مدبالسعر: إستراتيجية مدى السعر ويطلق عليها اصطلاح المدى الرأسي وتتضمن شراء اختيار شراء على سهم ما بتاريخ وسعر تنفيذ معينين، وبيع اختيار الشراء على نفس السهم بنفس تاريخ التنفيذ ولكن بسعر مختلف.

- مدى الزمن: تسمى إستراتيجية مدى الزمن الأفقي، شراء وتحرير اختيار على نفس السهم وبنفس السعر ولكن بتاريخ تنفيذ مختلفة.

وكامتداد لإستراتيجية المدى هناك إستراتيجية مدى الفراشة Butterfly Spread وتتضمن شراء اختيار شراء واحد وتحرير اختيارين للشراء إما بتاريخ التنفيذ نفسه لكن بسعر مختلف أو بالسعر ذاته بتاريخ مختلفة، ويقول بعضهم أن إستراتيجية الفراشة تتألف من أربعة عقود اختيار، عقدين شراء حق الشراء وعقدين حق الشراء ولكن بأسعار تنفيذ مختلفة بنفس الطريقة سابقة الذكر ولذلك سميت بالفراشة بسبب

¹زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص ص 178- 187.

شكلها في حال تم رسمهم مجموعة الحقوق على المتعامل معها رسم بياني في آن واحد، ويتم اللجوء إلى الإستراتيجية حين يعتقد المتعامل بأن تقلبات الأسعار بطيئة وأن الأسعار سوف ترتفع قليلا، ليستفيد من ممارسة هذه الحقوق.

II. إستراتيجيات تتضمن اختيار شراء وبيع

نستطيع أن نفرق بين ثلاث إستراتيجيات تتضمن اختيارات شراء وبيع وهي: تشكيلة اختيار شراء وبيع، إستراتيجية تتضمن توليفة من اختيارات لبيع واختيار شراء وإستراتيجية تتضمن توليفة عن اختيارات للشراء واختيار بيع¹.

أولاً: شراء اختيار بيع واختيار شراء

تقوم هذه الإستراتيجية على تشكيلة مكونة من اختيار بيع واختيار شراء على السهم نفسه وبذات تاريخ وسعر التنفيذ، أي يقوم المشتري بشراء اختيار بيع وشراء اختيار لشراء على نفس السهم وبنفس التاريخ والسعر مع مراعاة أن يكون كل منهما قابل للتنفيذ بمفرده، بذلك يستطيع حاملها أن يتصرف بأحدهما دون الآخر كأن يبيع اختيار ويحتفظ بالثاني، هذه الطريقة تمكن المستثمر من حرية طلب تنفيذ أي عدم تنفيذ أي من الاختيارين من محريها، وتستخدم هذه التشكيلة من الاختيارات في حال كان المستثمر يعتقد أن سعر السهم محل الاختيار عرضه لتقلبات كبيرة من انخفاض وارتفاع، ومع ذلك غير متأكد من اتجاهات التقلب التي سيتخذها سعر السهم في المستقبل، أي أنه غير أكيد من أن السهم سوف يرتفع أو سوف ينخفض، وليس من الضروري أن يلتزم مشتري الاختيار بالمحور نفسه من الاختيارين، وإنما قد يشتري حق شراء من محرر ويشتري حق البيع من محرر آخر.

مثال على شراء حق اختيار شراء وحق اختيار بيع معا

إذا افترض أن القيمة السوقية للسهم 33 دولار وأن سعر كل من اختيار الشراء واختيار البيع بتاريخ وسعر تنفيذ شهر حريزان 30، يبلغ 4 دولارات، إذا قام المستثمر بهذه الإستراتيجية فإن عليه أن يدفع مبلغ 400 دولار (4×100 سهم) ثمن اختيار الشراء ونفس المبلغ ثمن اختيار البيع للمحور فيكون المجموع هو 800 دولار مبلغ الاستثمار، فإذا ارتفع سعر السهم إلى 45 دولار فلن ينفذ المستثمر اختيار البيع طالما أن سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ ، بينما سوف ينفذ اختيار الشراء أي سوف يحصل على السهم بسعر شراء 33 ليبيعه في السوق بسعر 45 دولار يحقق ربحا بمقدار 12 دولار للسهم، ويكون إجمالي الربح 1200 دولار (12 دولار×100 سهم)، وبما أنه سبق أن دفع مبلغ 800 دولار مكافأة اختيارين البيع و الشراء فيكون صافي ربحه 400 دولار (1200-800).

كما أنه في حال انخفاض سعر السهم إلى سعر 21 دولار فإن المستثمر مشتري هذه التشكيلة سوف يحقق نفس مقدار الربح إلا أنه لن ينفذ اختيار الشراء بل ينفذ اختيار البيع.

¹المرجع نفسه، ص ص 187- 191.

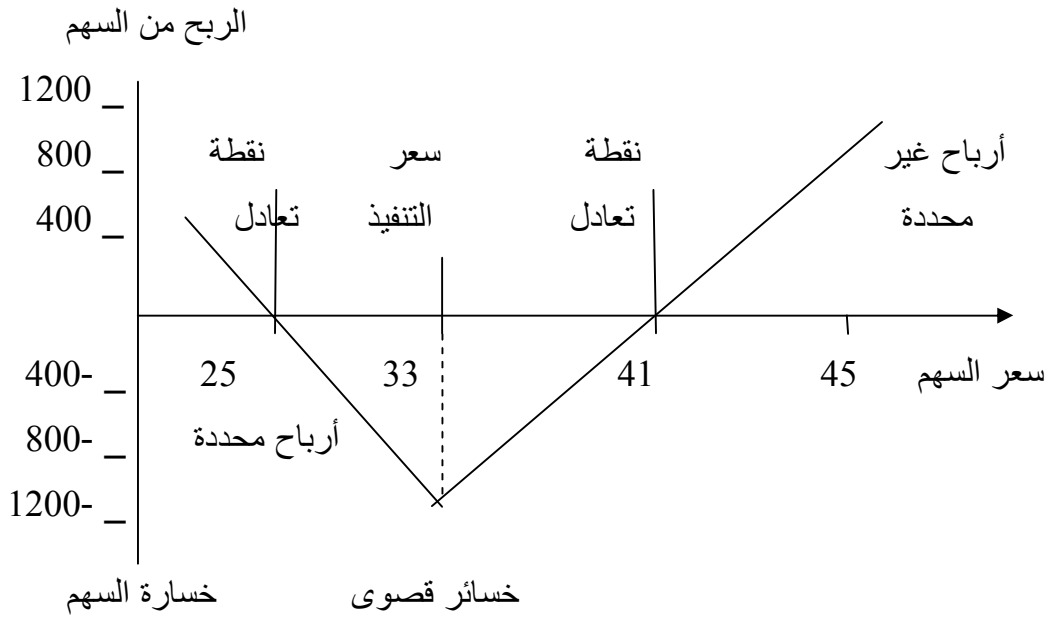
ويبقى هناك تساؤلاً حول المحرر الذي هو على استعداد لبيع تلك التشكيلة لابد أن يكون المحرر الذي شارك في هذه الصفقة لديه اعتقاداته و توقعاته الخاصة والتي تختلف نوعاً ما عن توقعات مشتري الاختيار، فمن الممكن أن هذا المحرر يعلم بأن سعر هذا السهم يتقلب لكن هذا التقلب محصور في حدود ضيقة غير مبالغ فيها كما هو الحال عند مشتري العقود، فإذا حدث وأن تغير سعر السوق للسهم إلى 37 دولار لمعطيات المثال السابق بالنسبة للمحرر فإن مشتري الاختيار سوف ينفذ اختيار الشراء ولا ينفذ اختيار البيع، وبهذه العملية سوف يقوم المحرر بشراء السهم من السوق بمقدار 37 دولار ليبيعه لمشتري الاختيار بسعر 33 دولار أي يخسر بالسهم مقدار 5 دولار، وبما أن مشتري الاختيار لن يقوم بتنفيذ اختيار البيع فتكون الحصيلة أن المحرر قبض 8 دولار من هذه البيعة ودفع 5 دولار وينتج عن ذلك ربح قدره 3 دولار للسهم (8-5) أي 300 دولار (3×100 سهم).

ربح المحرر نتيجة هذه الصفقة هو نفس المبلغ الذي خسره المستثمر مشتري العقدين، فقد قام بدفع مكافأة قدرها 800 دولار واستعاد منها 500 دولار فقط نتيجة تنفيذ اختيار الشراء، وستكون النتيجة ذاتها لو أن سعر السهم ينخفض ليصل إلى 27 دولار، حيث سيقوم المستثمر بتنفيذ اختيار البيع ولن يقوم بتنفيذ اختيار الشراء.

وكقاعدة عامة سوف يمني المستثمر بالخسارة، طالما أن التقلب في سعر السهم و الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ أقل من قيمة مكافأة الشراء مضافاً إليها قيمة مكافأة البيع. ويقصد بهذه القاعدة تبعاً للمثال السابق، أنه إذا ارتفع السعر إلى 41 دولار أب بزيادة 8 دولارات قيمة مجموعة المكافأتين عن سعر التنفيذ أو انخفض إلى سعر 25 دولار وهي بانقاص 8 دولارات من سعر التنفيذ لتصل إلى نقطة التعادل والتي لا يتحقق بها ربح أو خسارة، وتكون نقطة التعادل لهذه الإستراتيجية بالنسبة للمستثمر عبارة عن (سعر التنفيذ + قيمة مكافأة اختيار الشراء + قيمة مكافأة اختيار البيع) ونقطة التعادل الثانية هي (سعر التنفيذ - قيمة مكافأة اختيار الشراء - قيمة اختيار البيع).

ونقطة التعادل للمستثمر مشتري الاختيارين هي نفسها نقطة التعادل لمحرر الذي أرباحه تتحدد بمجموع المكافأتين كحد أعلى وخسائره لا حدود لها، ويظهر ذلك في الرسم البياني التالي الذي يبين إستراتيجية شراء اختيار بيع واختيار شراء تطبيقاً على معطيات المثال السابق بالنسبة إلى مشتري الاختيارين ويطلق البعض على هذه السياسة أو الإستراتيجية بسياسة ستر دال Straddle.

الشكل (3-5): إستراتيجية شراء اختيار بيع واختيار شراء



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 190.

نستخلص من الشكل السابق أن الخسارة القصوى للمستثمر مستخدم سياسة سترادال هي قيمة المكافأة المدفوعة لكلا الاختيارين وهي 800 دولار، بينما أرباحه غير محدودة، ويحقق المستثمر مشتري الاختيار في حال حدث تغيرات كبيرة في الأسعار انخفاض أكيد أو ارتفاع كبير للأسعار، أما في حال أن سعر السهم انحصر في منطقة ما بين أ- ب فإن المستثمر مشتري الاختيارين سوف يمني بخسارة على عكس محرر الاختيارين الذي سوف يربح جزءاً من المكافأة وقد يحصل على كامل المكافأة في حال بقاء سعر السهم محل الاختيار ثابتاً.

ثانياً: شراء اختياري بيع واختيار شراء

إذا كانت التوقعات للمستثمر تشير إلى انخفاض محتمل للقيمة السوقية للسهم في الوقت الذي يرغب فيه التأمين ضد ارتفاع الأسعار، يكون من الملائم للمستثمر أن يشتري تشكيلة مكونة من اختياريين للبيع و شراء Strip، على أن تكون هذه الاختيارات محررة في الوقت نفسه بنفس تاريخ وسعر التنفيذ، وأن تكون منفصلة عن بعضها بحيث يستطيع مشتريها (المستثمر) بيع أو تنفيذ أي منها إذا أراد.

مثال على اختياريين بيع واختيار شراء

بافتراض أن سعر التنفيذ لكل اختيار من التشكيلة هو 50 دولار، وسعر الاختيار (المكافأة) للسهم الواحد 4 دولارات، في حالة انخفاض سعر السهم السوقي إلى 40 دولار، فالمستثمر يملك اختياريين بيع واختيار شراء، وانخفاض السعر يعني عدم تنفيذ اختيار الشراء بل تنفيذ اختياريين بيع، وبذلك يحقق المستثمر من خلال تنفيذ اختياري البيع أو بالأحرى تتم تسوية نقدية مقدارها 10 دولارات للسهم الواحد (50-40) وبما أن المشتري كان قد اشترى عقدين أي 200 سهم يكون مجمل ربحه 2000 دولار

(200 سهم × 10 دولارات)، ولا ننسى أنه سبق ودفع مكافأة على الثلاثة عقود المشتراة بمقدار 4 دولار للسهم أي (4 دولار × 300 سهم) 1200 دولار مجموع المكافآت فتصبح صافي أرباح المستثمر تساوي 800 دولار (2000-1200)، أما بالنسبة لمحرر الاختيار فتكون نتائج استثماراته أنه قام بتنفيذ اختياري البيع بأن اشترى كل منها بسعر 40 دولار في السوق وباعها للمشتري، والأصح أنه قام بتسوية نقدية مقدارها 2000 دولار (200 سهم × 10 دولارات) وبما أنه سبق وقبض مبلغ 1200 دولار مجموع المكافآت نتيجة لتحريره الاختيارات الثلاثة، فيكون صافي خسارته (2000 - 1200) 800 دولار وهي نفس مقدار ربح مشتري تشكيلة الاختيارات.

ثالثاً: اختيار بيع واختياري شراء

يستخدم المستثمر هذه الإستراتيجية وهي شراء اختيار بيع واختياري شراء، في حال توقع المستثمر ارتفاعاً كبيراً في سعر السهم في المستقبل، وتكون عملية التحرير والشراء للاختيارات كما في الحالتين السابقتين في نفس الوقت والتاريخ وسعر التنفيذ، وبناء على الأمثلة السابقة يمكن للقارئ وضع مثال ومعرفة مقدار أرباحه وخسائره.

المطلب الثاني: استراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق وتأمين المحفظة

I. إستراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق

تعتبر عمليات شراء أو بيع حقوق اختيار المؤشرات السوق عبارة عن عمليات مضاربة بحتة، إلا إذا كان مركز أسهم long أو short وبهذا تصبح هذه العمليات لأغراض التحوط، ولا تختلف استراتيجيات الاختيار لمؤشرات السوق عن إستراتيجية الأسهم الفردية¹.

¹زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص ص 192-194.

جدول رقم (3-1) مثال على أسعار الاختيار لمؤشرات ستاند انديور 100.

تواريخ التنفيذ				
سعر التنفيذ	شهر حزيران	شهر أيلول	شهر كانون الثاني	سعر الإقفال للمؤشر
اختيار شراء				
160	$5\frac{2}{2}$	$7\frac{2}{2}$	$8\frac{2}{2}$	165.48
165	$2\frac{2}{22}$	$4\frac{2}{2}$	$4\frac{2}{2}$	165.48
170		$2\frac{2}{2}$	$3\frac{2}{22}$	165.48
اختيار بيع				
160	$1\frac{2}{2}$	$1\frac{2}{2}$	$2\frac{2}{2}$	165.48
165	$3\frac{2}{2}$	$3\frac{2}{2}$	$4\frac{2}{2}$	165.48
170	$7\frac{2}{2}$	$7\frac{2}{2}$	8	165.48

المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 192.

والجدول السابق (3-1) والذي يحتوي على سعر الاختيار لمؤشر ستاندراند بور 100 في توضيح لحالتي توقع المستثمر ارتفاع أسعار الأسهم في السوق الحاضر وأثر ذلك على القيمة السوقية لمؤشرات السوق، وتوقعه لانخفاض الأسعار في السوق والآثار المرافقة.

1- توقع ارتفاع الأسعار

هناك مجموعة من الاستراتيجيات التي قد يستخدمها المستثمر في حال توقعه لارتفاع للأسعار في السوق بصفة عامة نذكرها مع الأمثلة، شراء عقد اختيار شراء بسعر تنفيذ أقل أو أعلى من السعر الجاري للمؤشر وقدره 165.48 دولار.

1-بناء إستراتيجية مدى السعر price spread كان يشكل المستثمر تشكيلة مكونة من شراء اختيار بتاريخ وسعر تنفيذ شهر كانون أول 165، مقابل مكافأة $4\frac{2}{2}$ دولار 4.875 دولار لوحدة قدرها $\frac{2}{22}$ من قيمة المؤشر وبمكافأة للعقد كله قدرها 487.5 دولارا.

2-أو على سبيل المثال أن يحرر (بييع) عقد اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيار 170 دولار، مقابل مكافأة قدرها $3\frac{2}{22}$ دولار، (3.0625 دولارات) للوحدة الواحدة وبذلك تبلغ مكافأة العقد كله 306.25 دولارات.

وبالتالي في ظل هذه الإستراتيجية ستبلغ تكلفة الإستراتيجية:

$$-487.5 - 25.306 = 418.25 \text{ دولار .}$$

3- بناء إستراتيجية مدى تشكيلة على أساس السعر ، فمثلا يمكن للمستثمر عمل تشكيلة مثل شراء عقدين لاختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ ، شهر أيلول 165 مقابل مكافأة للوحدة قدرها $4\frac{2}{2}$ أي تكلفة كلية للعقدين قدرها $2 \times 4.25 = 8.5$ ، $8.5 \times 100 = 850$ دولارا، كما يمكن للمستثمر تحرير ثلاثة اختيارات شراء بتاريخ وسعر تنفيذ أيلول 170 ومكافأة يحصل عليها بقيمة $2\frac{2}{2}$ دولار بمجموع كلي $(2.25 \times 3 \times 100 = 675)$ دولارا، و ستبلغ التكلفة الكلية لهذه الإستراتيجية: $675 - 850 = 175$ دولار.

2- توقع انخفاض الأسعار

في حال توقع المستثمر انخفاض الأسعار فليده أكثر من إستراتيجية مثل:

• أن يشتري عقد واحد لاختيار بيع على سبيل المثال بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر حزيران 160، مقابل مكافأة للعقد قدرها $1.25 \times 100 = 125$ دولار.

• بناء إستراتيجية مدى سعريه كأن يعمل:

أ- تشكيلة اختيارات شراء تتكون من شراء عقد لاختيار شراء وليكن بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيلول 165، مقابل مكافأة للعقد قدرها $4.25 \times 100 = 425$ دولار.

ب- يحرر عقد لاختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ، شهر أيلول 160، مقابل مكافأة يحصل عليها للعقد الواحد قدرها $7.75 \times 100 = 775$ دولار.

وبالتالي يكون المستثمر قد حقق وفورات قدرها $775 - 245 = 345$ دولار، أو أن يستخدم بديلا آخر بتكوين تشكيلة اختيار بيع كالتالي:

أ- شراء عقد اختيار بيع بتاريخ وسعر تنفيذ ، شهر كانون أول 170 مقابل مكافأة قدرها $3\frac{2}{2}$ دولار، $3.0625 \times 100 = 306.25$.

ب- تحرير عقد اختيار بيع بتاريخ وسعر تنفيذ كانون أول 165، مقابل مكافأة $4\frac{2}{2}$ ، $4.75 \times 100 = 475$ دولار.

وفي ظل هذه الإستراتيجية سوف تبلغ وفورات الاستثمار:

$475 - 306 = 169$ دولار، كما وقد يستخدم إستراتيجية مدى نسبية على أساس السعر ضمن تشكيلة أخرى من الاختيارات¹.

¹زهرة يونس محمد سوذه، مرجع سابق، صص 200 - 205.

II. إستراتيجية تأمين المحفظة

يطلق مصطلح المحفظة على صناديق الاستثمار و هي تعد فكرة هامة راجت في أسواق الاستثمار، إذ يقوم المستثمر باختيار مجموعة من الأوراق المالية متنوعة من حيث نوعها و أجلها، و يكون ذلك بعد أن يقوم بتقدير المبلغ الذي يريد استثماره و الوقت الملائم لذلك و أن يكون قد قام بدراسة للأوراق المالية المعروضة في الأسواق المالية و تحديد أهداف المستثمر و الغالب أن يكون الهدف تحقيق الربح، و هذا التنوع في الاستثمار لن يكون بشكل دائم بنفس الأسلوب فبتغيير الزمن يتم إعادة النظر في الأدوات المالية المملوكة، فقد تكون ورقة في بداية فترة مالية مرغوب فيها أن تبقى في المحفظة و أخرى غير مرغوب فيها بالاستثمار فيها، إلا أنه في الفترة التالية إذا تم إعادة النظر في تقييم المحفظة الاستثمارية قد تنقلب الأمور و المفاهيم تبعاً للتغيرات في السوق و الأسعار و كذلك الموقف الشخصي للمستثمر، لذا في بناء أي محفظة استثمارية يجب الاهتمام بالعناصر التالية:

- 1- الانتقاء و الذي يعتمد على التنبؤ الجزئي و هو تحليل الأوراق المالية بالتركيز على سهم فردي.
- 2- التوقيت و يكون قيمة التنبؤ كلي على جميع الأسهم.
- 3- عملية التنوع بالأوراق المالية بحيث الأخذ بعين الاعتبار تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في إطار مجموعة مع العقود.

من بين وسائل الحد من المخاطر الاستثمار في الأوراق المالية أو ما يطلق عليها بتأمين المحفظة هو عمل تشكيلة من السندات و الأسهم، مع امتلاك لحقوق الاختيار كاختيار البيع و ذلك لحماية المحفظة من التعرض للخطر بضمان حد من الربح، و هناك صور مختلفة لتأمين المحفظة.

أولاً: تأمين المحفظة مع اختيار البيع

أن يقوم المستثمر بتوجيه جزء من الموارد المالية المتاحة لاختيار بيع ثم استثمار ما تبقى من الموارد في استثمار تقليدي، و مثل هذا التأمين عادة يكون له تكلفة اختيار حق البيع، فإذا ما ارتفعت أسعار الأسهم فبإمكان المستثمر بيع هذا السهم بسعر مرتفع و يحقق الأرباح إلا أنه سوف يخسر المكافأة التي سبق و دفعها لعقد اختيار البيع، و الذي لن يستفيد من تنفيذه، إلا أن هذه الخسارة برأينا أنها عبارة عن ضريبة يدفعها المستثمر مقابل الحد من خسارته إلى أدنى حد، و هي في حال انخفاض سعر السهم يستطيع هذا المستثمر تنفيذ عقد البيع بالسعر الأول (الأعلى) و بذلك تتجدد خسارته بمقدار المكافأة المدفوعة و التي أحياناً تكون صغيرة بالنسبة إلى الخسارة التي يمنى بها المستثمر المالك بنفس هذه الأسهم و لم يتم بعمل عقد اختيار البيع، و يستطيع المستثمر القيام بتأمين المحفظة بشراء اختيار شراء، مثل أن يشتري اختيار شراء طويل المدى، و يملك سند خزينة على المدى الطويل، أيضاً ستزداد قيمة المحفظة بسبب مدفوعات قيم الاستثمار على اختيار الشراء الطويلة.

ثانياً: تحرير عقد شراء لسهم

و يقصد بذلك أن يقوم المستثمر بتحرير عقد شراء على أسهم مملوكة في المحفظة، و هو عرف شائع بين المستثمرين، حيث يعود الزيادة في التدفقات النقدية الفورية إلى المحفظة و التي تنشأ عن عملية تحرير العقد لصالح المستثمر، و تكون تكلفة ذلك هو الحد من تقييم سعر المحفظة.

ثالثاً: تحرير عقود اختيار شراء و بيع مغطاة

في هذه الإستراتيجية للحد من مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية و التي لا يتوقع حدوث تغيرات في أسعار بشكل كبير في المدى القصير.

و الهدف من هذه الإستراتيجية زيادة في عائد المحفظة في الأجل الصغير أثر المكافآت التي يحصل عليها من تحرير العقود، و قد يستخدم أكثر من إستراتيجية استثمارية من عقود الاختيار لتأمين المحفظة كأن يقوم المستثمر بشراء اختيار شراء لسند مملوك في المحفظة و تحرير عقد اختيار بيع لسهم آخر أو لنفس السهم للتأمين أو الخد من الخسارة التي قد تحدث.

رابعاً: استراتيجيات أخرى**1- إستراتيجية هامش الشراء النسبي**

و يقصد بهذه الإستراتيجية شراء عقد حق الشراء بسعر تنفيذ قريب إلى سعر السوق و بيع عدة عقود شراء (2-5 عقود)، بسعر تنفيذ مختلف ابعده من سعر الشراء الأول، و تستخدم هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاد المستثمر أن الأسعار لن ترتفع، فيشتري عقد واحد و يبيع عدة عقود ليستفيد من العلاوات (المكافآت)، و يكون ربح المستثمر محدد بين سعر تنفيذ عقد الشراء و سعر تنفيذ عقد البيع، و النتيجة أن الخسارة سوف تكون جسيمة إذا تحركت الأسعار إلى الارتفاع و تم ممارسة عدة عقود البيع ضد المستثمر.

2- إستراتيجية هامش بيع النسبي

و هذا الإستراتيجية معاكسة للإستراتيجية السابقة حيث يتوقع فيها المستثمر ارتفاع الأسعار فيقوم بشراء عقد اختيار بيع و يبيع عدة عقود من (2-5) حق بيع بسعر تنفيذ مختلف، و قد تكون خسائر المستثمر كبيرة في حال لم تتحقق توقعاته و انخفضت الأسعار بشكل كبير.

3- استخدامات أخرى للاختيارات الأسهمية

تستخدم المؤسسات و الجهات المحترفة التعامل مع اختيارات الأسهم أحياناً لتنفيذ مخططات استثمارية معينة أو لإدارة مركز أسهمي معين لحساب أو حساب عملائها، مثل استخدام أسواق اختيار لإخفاء خطط لشراء نسبة عالية من سهم معين، ذلك بشراء تدريجي لكميات أسهم صغيرة لا تلفت الاهتمام، و تقوم بشراء اختيار شراء على السهم ذاته مع نيتها لتنفيذ حق الشراء من خلال عقد الاختيار.

كما تلجأ بعض المؤسسات إلى شراء أو بيع كميات كبيرة من الأسهم من خلال أسواق الاختيار دون الإضرار بالأوضاع السوقية للسهم نتيجة الطلب أو العرض الكبير عليه، و يكون ذلك لتفادي حدوث خسائر

كبيرة من جراء تقلبات أسعار الأسهم، و يكون القصد من بيع اختيارات الشراء و البيع الحصول على علاوات لكسب حماية جزئية مؤقتة لأي تحرك في السعر لغير صالح الصفقة التي سبق و أن اشترتها بكمية كبيرة، و تقوم مباشرة بشراء حقوق بيع في حال خشيت انخفاض الأسعار و تشتري حقوق شراء عندما تتوقع حدوث ارتفاع الأسعار حتى تتمكن المؤسسة من تعديل لمركزها الجديد دون إحداث اضطراب في سعر الصرف المعني في الأسواق، كما قد تقوم المؤسسة بشراء اختيارات أسهم شركة في حال علمت هذه المؤسسة أن شركة أخرى تحاول الاستيلاء على هذه الشركة، فتقوم المؤسسة باستباق باقي المستثمرين و شراء اختيارات الأسهم الشركة التي سوف يتم الاستيلاء عليها، و بذلك تضمن أسعار شراء منخفضة.

المطلب الثالث: استراتيجيات التغطية على الأوراق المالية باستخدام عقود الاختيار

إن عملية استحداث عقود الاختيار كأدوات مشتقة في سوق المال لم تكن بغرض إتاحة الفرصة للمستثمرين بتحقيق الأرباح فقط، وإنما الأهم من ذلك هو تجنب هؤلاء المستثمرين مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية التي يملكونها أو التي ينوون التعامل فيها مستقبلاً.

وقد لجأ المستثمرون إلى استخدام إستراتيجيات مختلفة للحد من المخاطر وذلك باتخاذ موقف قصير الأجل من حقوق الاختيار، وموقف طويل الأجل بالنسبة للأوراق المالية (الأسهم) أو العكس.

التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستخدام نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مختلفة. في الغالب لا تكون عمليات كاملة، أي أن المستثمر لا يستطيع التخلص من كل خسائره المحتملة في كل الحالات، فالهدف من عملية التغطية هو الحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة. ومن هذه الاستراتيجيات¹:

أولاً: التغطية ضد المخاطر باستخدام بيع حق اختيار شراء

في حالة أن المستثمر يمتلك السهم موضوع الاختيار، يقوم ببيع اختيار شراء على ذلك السهم عندما تشير توقعاته إلى أن الأسعار لن تتغير أو أنه سيحدث تغيراً طفيفاً في أسعار السهم.

مثال على تغطية اختيار الشراء المصدر

بفرض أن المستثمر يمتلك 10 أسهم من أسهم شركة ما والتي تتداول أسهمها في السوق المالي بسعر 40 دولار للسهم في شهر تموز، وتوقعات المستثمر عدم حدوث تغير يذكر لأسعار هذا السهم خلال الأشهر الثلاثة التالية، فيقوم ببيع اختيار الشراء المحدد تاريخ تنفيذ ويعر تنفيذ، تشرين أول 40 دولار، مقابل مكافأة يحصل عليها بمقدار 2 دولار للسهم.

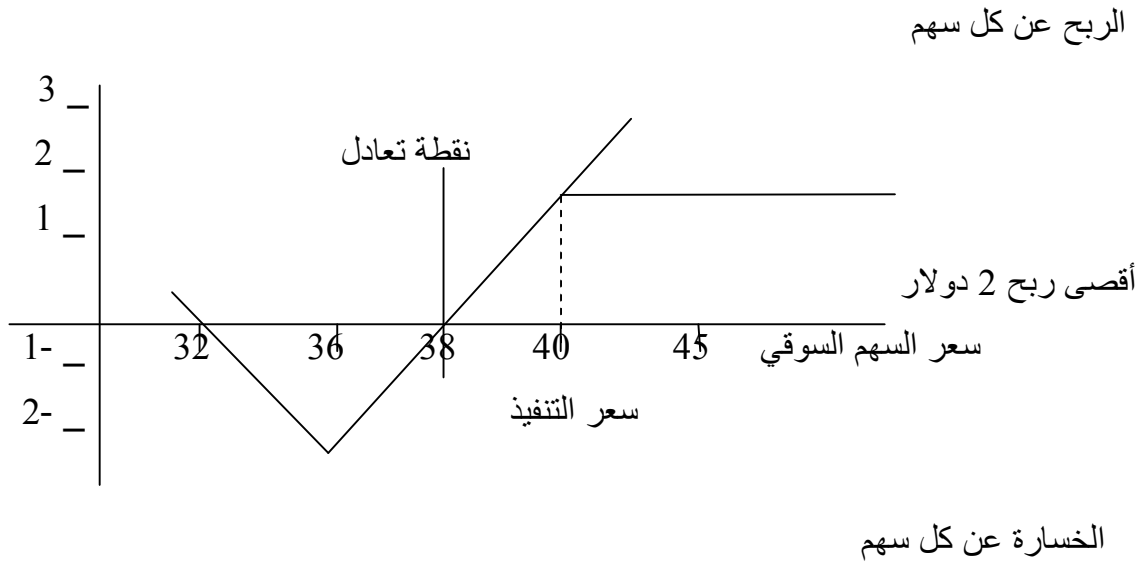
إذا ارتفع سعر السهم عند لحظة التنفيذ إلى 41 دولار للسهم فيقوم مشتري اختيار الشراء بتنفيذ الاختيار وتتم تسوية بين المستثمر وبائع الاختيار (مالك السهم) وبين مشتري الاختيار، وذلك بدفع 1 دولار عن كل سهم

¹زهرة بونس محمد سودة، مرجع سابق، ص ص 195- 201.

(41 - 40) × 100 دولار لمشتري الاختيار وبما أن بائع الاختيار سبق واتخذ مكافأة بمقدار 2 دولار عن العقد فتكون صافي أرباحه 100 دولار (200-100).

الحالة الثانية استقرار في أسعار السهم وتكون النتيجة طلب مشتري الاختيار بتنفيذ العقد أو عدمه لا يؤثر على بائعه والنتيجة حصوله على 200 دولار على العقد، مبلغ المكافأة عقد الاختيار، أما إذا ما انخفضت الأسعار بهذا السهم فلن يقوم مشتري الاختيار بطلب التنفيذ فإذا ما أصبحت سعر السهم 37 دولار وتكون الخسارة عند المستثمر بمبلغ 3 دولارات للسهم (40 - 37) إجمالي 300 دولار للعقد الواحد، وبما أنه سبق وحصل هذا المستثمر على 200 دولار كمكافأة وبالتالي تقلل من إجمالي خسارته لتصبح صافي الخسارة 100 دولار.

الشكل (3-6) عملية التغطية لاختيار الشراء المصدر



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 196.

ونلاحظ - كما في الشكل (3-6) - أنه في حال انخفاض سعر السهم أكثر من قيمة المكافأة فإن المستثمر بائع اختيار الشراء سوف يخسر بتزايد مع كل تزايد في انخفاض سعر السهم بمقدار الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق مطروحا منه مقدار المكافأة والتي ستقلل من قيمة الخسارة بقدرها. ويتضح من هذه الإستراتيجية أن لبيع اختيار شراء هدفان - في ظل عدم التغيير أو التغيير الطفيف لأسعار الأسهم التي يمتلكها المستثمر - أولهما إضافة دخل أو ربح ينتج عن تملك الأسهم وعمليات المراجعة، ويكون الدخل الطبيعي من يملك الأسهم عبارة عن توزيعات ناتجة عن هذه الأسهم والدخل الإضافي لنفس السهم والناتج عن بيع اختيارات شراء مغطاة.

ثانياً: شراء اختيار البيع بهدف المحافظة على مركز السهم

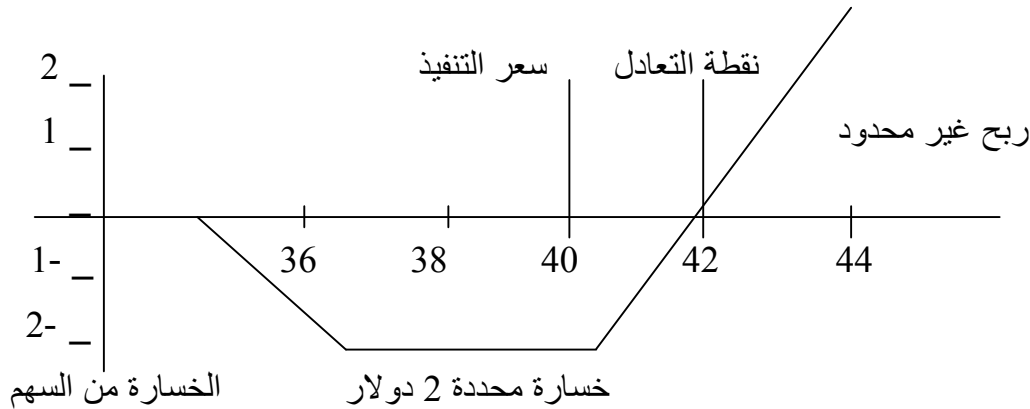
ويعني شراء اختيار البيع للمحافظة على مركز السهم المملوك حالياً، ويهدف بذلك المساهم إلى تحجيم المخاطر خلال فترة اختيار البيع مع إمكانية تحقيق أرباح كبيرة، ويؤخذ بهذه الحالة عندما يتوقع المستثمر

ارتفاعاً للأسهم أو انخفاضاً لها أي عدم التأكد مما سيحدث إنما هناك توقعات شبه أكيدة لتغير في الأسعار، وبالرجوع إلى المثال السابق إذا كان المستثمر يسعى لتأمين مركز السهم وقام في شهر تموز بشراء اختيار بيع بتاريخ تنفيذ وسعر، شهر تشرين أول 40 دولار مقابل مكافأة يدفعها 2 دولار.

إذا بلغ سعر السهم 45 دولار في تاريخ التنفيذ فيكون المستثمر حقق أرباحاً عن كل سهم بمقدار 5 دولار (5 دولار \times 100) = 500 دولار بسبب ارتفاع الأسهم من 40 إلى 45 دولار ولكنه سوف يخسر المكافأة التي سبق ودفعها و 2 دولار أي صافي أرباحه (500-200) 300 دولار مقدار ربحه.

أما إذا انخفضت الأسعار على سبيل المثال إلى 36 دولار للسهم فالنتيجة أنه سوف يخسر 4 دولار بالسهم (40-36)، إلا أنه وبسبب عقد اختيار البيع الذي اشتراه سوف يربح مبلغ 2 دولار صافي فقط حيث أنه يربح مبلغ 4 دولار عن كل سهم من جراء التسوية للعقد وسبق أن دفع 2 دولار مكافأة لمحرر اختيار البيع، فتكون إجمالي أرباحه 200 دولار من عقد الاختيار وإجمالي خسارته في السهم 400 دولار والنتيجة صافي خسارة 200 دولار (200-400).

الشكل (3-7) شراء اختيار البيع



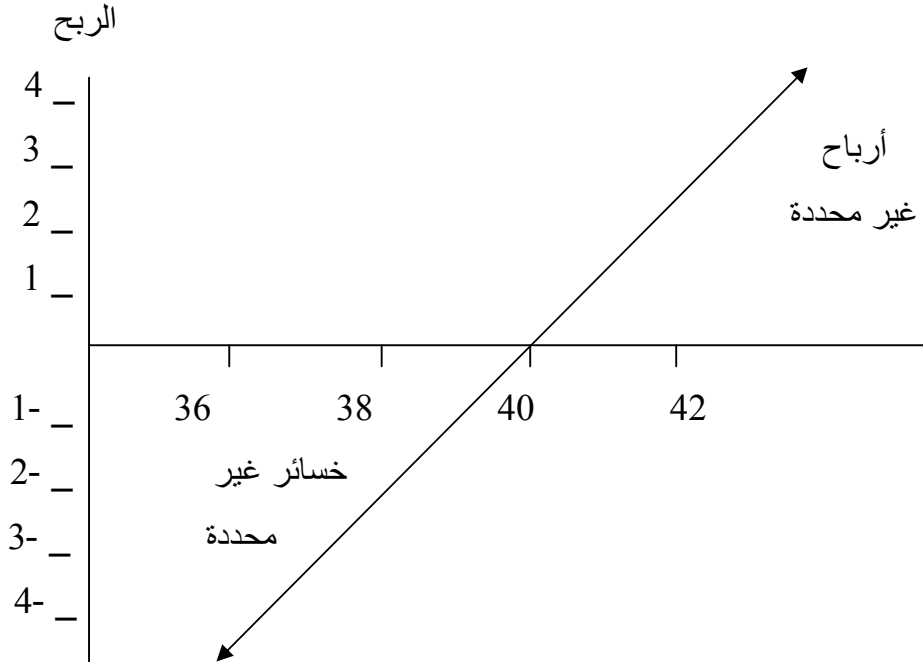
المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 198.

ونلاحظ أن المساهم لا يجد من فرصة إمكانية تحقيق الربح من خلال شراء اختيار البيع، فكلما زاد سعر السهم كلما زادت أرباحه، لذلك نجد أن الأرباح التي يحققها من تملك السعر يجب أن تتجاوز خسائر اختيار البيع، فنقطة التعادل كما في الشكل (3-7) تكون عند سعر 42، (سعر السهم الأصلي + ثمن الاختيار).

الخسارة من السهم وان الانخفاض في الأسعار سيقابله تعويض في أرباح الاختيار، أما في حال ارتفاع الأسعار للسهم فيقابلها ارتفاع لأرباح المستثمر منقوصة بمبلغ صغير نسبياً إذا ما قورنت بالارتفاع الكبير لأسعار الأسهم، والذي سبب هذا النقص القليل في الربح عن المستثمر الذي لم يتم بتغطية أسهمه بشراء اختيار البيع بمقدار مبلغ المكافأة المدفوع، إلا أنه شتان ما بين الخسارة التي يمتد بها المستثمر الذي قام بشراء اختيار البيع والمستثمر مالك السهم الذي لم يتم بشراء عقد الاختيار سابق الذكر وسنوضحها في

الشكل (3-8) الذي يوضح الأرباح والخسائر للمستثمر الذي لم يحم بشراء عقد اختيار بيع إذا نقص السعر 40 دولار تطبيقاً على المثال ويملك الأسهم سابقة الذكر.

الشكل (3-8): شراء اختيار البيع غير مغطى الخسارة



المصدر: زهرة يونس محمد سودة، مرجع سابق، ص 199.

ثالثاً: التغطية ضد المخاطر باستخدام شراء اختيار الشراء

وتكون تغطية الشراء بقيام المستثمر بشراء عقد اختيار شراء على أصل من سوق العقود المستقبلية بتواريخ تتفق مع توقيت الحاجة إلى هذا العقد بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار. أي أن المستثمر مالك هذا الأصل يريد أن يشتري اختيار على نفس الأصل ولنوضح ذلك نضع المثال التالي:

مثال على التغطية بشراء اختيار شراء

إذا افترضنا أن المستثمر يملك 100 سهم في شركة ما يتم تداول أسهمها في السوق المالي وفي الأسواق المستقبلية يتم التعاقد على هذه الأسهم، ويبلغ سعر السهم 10 دولار، وكان المستثمر غير متأكد من أن الأسعار سوف ترتفع أو تنخفض في تاريخ التنفيذ وقام بشراء اختيار شراء بتاريخ تنفيذ وسعر تنفيذ، شهر كانون أول 100، مقابل مكافأة يدفعها 5 دولار للسهم، ويكون هدف المستثمر هو التحوط ضد ارتفاع أسعار السهم مستقبلاً.

فإذا انخفض سعر السهم عن 100 دولار و أصبح 80، فتكون قيمة الاختيار صفر و لا يقوم مشتري الاختيار بالتنفيذ و النتيجة خسارة المستثمر مقدار المكافأة 500 دولار (5 دولار × 100 سهم) أما إذا ارتفع

سعر السهم أكثر من 100 دولار و ليكن 110 دولار فيقوم المشتري بتنفيذ الاختيار ليحصل على 10 دولار على كل سهم (100 - 110) ، $10 \times 100 = 1000$

و بما أنه سبق و دفع 5 دولار قيمة المكافأة للسهم يصبح صافي أرباحه (10 - 5) $100 \times 5 = 500$ دولار. أما إذا استخدم المستثمر إستراتيجية تغطية أخرى كأن يقوم ببيع الأسهم ثم شرائها بعد انخفاض سعرها، و أن يشتري اختيار شراء للأسهم تحسبا إذا ما ارتفعت أسعارها، هنا يكون المستثمر اتخذ موقفا قصير فيما يتعلق بالأسهم (بمعنى بيع الأسهم) و اتخذ موقف طويل فيما يتعلق بشراء اختيار الشراء فهو يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة، إذا كان المستثمر يملك هذه الأسهم كما في المثال السابق، و انخفض سعر السهم، فإن المستثمر يستطيع شراء الأسهم من السوق و تحقيق عائد، فإذا انخفض سعر السهم إلى 80 دولار مثلا يقوم المستثمر بشراء الأسهم من السوق و يحقق عائد 2000 دولار من خلال تنفيذه لعقد البيع الذي يحوز عليه، بما أنه سبق و دفع مكافأة قدرها 500 دولار نظرا لعدم تنفيذ حق اختيار الشراء فتصبح أرباحه الصافية 1500 (2000-500) دولار و هذه الأرباح تخلو من المخاطر بقدر كبير، إذا أن المستثمر لو اتخذ موقف قصير يحقق أرباح تبلغ 2000 دولار، ولو أنه اتخذ موقف طويل فقط تحقق خسائر بمبلغ 500 دولار، أما وضع التغطية تضمن له تحقيق أرباح فقط في ظل انخفاض سعر السهم تبلغ 1500 دولار دون التعرض للخسائر، لذا يقال أن أرباح التغطية في هذا الحال تخلو من قدر من الخطر.

رابعا: التغطية ضد المخاطر باستخدام اختيار البيع

في حال أن المستثمر يملك أسهم بمعنى أنه اتخذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم، و اتخذ موقف قصير لعد اختيار أي بيع، و يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا اعتقد أن أسعار الأسهم سوف ترتفع في المستقبل فيقوم بشرائها ويكون مالكا لها في الأصل، ومن ثم يقوم بتحرير عقد اختيار بيع لمستثمر آخر بغرض بيع هذه الأسهم إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك، وبغنى عن وضع مثال نظرا لمجموعة الأمثلة السابقة الشرح، فباتباع نفس هذه الأمثلة بإمكان مقدار الربح والخسارة التي يتعرض لها تبعا لتغير الأسعار والتي سوف تسفر عن خسائر محددة بقيمة المكافأة ولا حدود في هذه الحالة للأرباح.

خامسا : التغطية ضد المخاطر من خلال استخدام عقود الاختيار المنتشرة

يقصد بالانتشار الوضع الذي تكون فيه اختيارات الشراء أو البيع الخاصة بذات الأصل متباينة من حيث سعر الممارسة أو التنفيذ ، وقد تكون متماثلة أو مختلفة من حيث تاريخ التنفيذ النهائي،ويمكن أن يتم اختيار اختيارات مختلفة لذات الأصل وتشكيلها وفق لتوقعات المستثمر لزيادة أو استقرار أو حتي انخفاض أسعار أسهم لها.

ويلجأ عادة المستثمر لإتباع هذه الإستراتيجية على المدى الطويل، فإذا كانت لديه توقعاته على أسعار ما لديه من أوراق مالية تشير إلى هناك تغيرات واسعة في السعر.

أما بالنسبة لإستراتيجية الانتشار قصيرة الأجل في نفس تاريخ تنفيذ والسعر ذاته وتنطوي على تحرير عقد اختيار بيع وعقد اختيار شراء في ظل افتراض رئيسي، وهو أن أسعار السهم لن تتغير بشكل ملموس، سبق وشرحنا عنها تحت عنوان إستراتيجيات تتضمن اختيارات شراء وبيع .
وتقسم إستراتيجيات الانتشار على أساس رأسي أي على أساس أسعار التنفيذ أو على أساس تاريخي أي على أساس تاريخ انتهاء العقد أو على أساس مختلط أي على أساس كل من أسعار التنفيذ وتاريخ الانتهاء.

خلاصة الفصل

وأخيرا نستطيع القول أن هناك عدد كبير من الاستراتيجيات يمكن للمستثمر استخدامها في التعامل بعقود الاختيار وهي كثيرة ويمكن أن تكون كافية لفهم أساسيات الاستثمار في سوق الاختيار ويمكن استحداث استراتيجيات جديدة ومميزة ، ذلك لأن التعامل في سوق الاختيار يعتمد بشكل كبير على عمليات التنفيذ لأسعار الأسهم والعملات والمؤشرات وغيرها، حيث يعتمد التنبؤ الصحيح على:

- 1- معرفة المؤشرات الاقتصادية وبالتالي بناء نظام تنبؤ أساسي.
- 2- معرفة التحليل الفني باستعمال نظام بهذا الخصوص.
- 3- سلوك نفسي مستقل وخبرة كافية ومعلومات وافرة مثمرة عن السوق بالإضافة إلى استعمال النظامين السابقين الأساسي والفني.

وفي الختام لا بد من الإشارة إلى انه بالرغم من دراسة حيثيات إمكانية الاستثمار بعقود الاختيار مع مجموعة كبيرة من الاستراتيجيات مع الشرح والأمثلة والرسم البياني، وحاولنا توضيح الاستراتيجيات الأكثر انتشارا واستخداما في هذه الأسواق، إلا أن فرص الإبداع في هذا المجال لا حصر لها وتعتمد على ذكاء وقدرة المستثمرين على الاستفادة من الفرص الموجودة، بأنماط وتشكيلات منها البسيط ومنها المعقد. وقد يتم التساؤل لماذا أغفلت بعض التكاليف الخاصة بعمولات التأمين والتي تنطوي على جميع أنماط التعامل وهو أمر مهم للمستثمر حتى ينجح باستثماراته.