الأساس النظري لعقود خيارات مستقبليات السلع[1]

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

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

المستخلص

ان الخيار من وجهة نظر المشتري هو عقد يمنحه حامله الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع كمية محددة من الموجود الأساس بسعر ثابت ومعلوم سلفا" ولفترة زمنية محددة.ومن جهة نظر البائع فان الخيار هو عقد يكون المحرر بمقتضاه ملزما" بالتنفيذ إذا مارغب حامل الخيار بتنفيذ حقه.وبالتالي فان الخيار هو عقد يشتمل على حقوق والتزامات وينّفذ بأمر واختيار حامله.وهذا الأخير يستخدم حقه فقط إذا ما كان استخدامه مربحا" وبخلاف ذلك فانه لايستخدمه. وطالما ان حامل الخيار بإمكانه الاختيار فيما إذا كان من الواجب عليه تنفيذ الخيار أم عدم تنفيذه، فان العقد يقدم شكلا" من أشكال التأمين. والخيارات هي أدوات إدارة مخاطرة لا تثّبت الأسعار (كالعقود الآجلة أو عقود المستقبليات) إنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية.وخيارات المستقبليات هي أكثر تعقيدا"من الخيارات الفورية لكنها تجنب مشاكل التسليم والاستلام التي تعاني منها الخيارات الفورية.بالتالي فان خيارات المستقبليات توفر مرونة إضافية في إدارة المخاطرة السعرية لاتوفرها لاالخيارات الفورية ولاعقود المستقبليات.لذا يسعى هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف ومن أهمها بيان طبيعة وأهمية هذه العقود وخلص البحث إلى عدد من الاستنتاجات والتوصيات من أهمها ضرورة تلبية كافة المتطلبات الضرورية لإقامة سوق مستقبليات سلع في العراق وذلك لإتاحة الفرصة للتداول بعقود خيارات مستقبليات السلع.وهذا يستلزم تهيئة المناخ الاستثماري المشجع لاستقطاب المؤسسات المالية الدولية التي تلعب دورا"

[1] **بحث مستل من اطروحة الدكتوراه الموسومةبـ(استخدام خيارات مستقبليات السلع في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام–دراسة تطبيقية لتحويط المخاطرة السعرية للخام العراقي)المقدمة من قبل ميثم ربيع هادي إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد–جامعة بغداد كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال.**

هاما" في حفز الأنشطة التداولية للسوق وتفعيل حضوره الدولي بدلا"من تحجيمه وجعله ينكفئ على النماذج المحلية الضيقة للأسواق، خصوصا"وان لدى العراق الأساس المادي (في مجال النفط الخام على الأقل)الذي بالإمكان تكيفيه لإنجاح مثل هذه التجربة.

١. المقدمة :

كما هو الحال في تداول المستقبليات،فان المحوطين والمضاربين بإمكانهم استخدام الخيارات لإدارة المراكز المالية بشكل مستقل عن رغبتهم أو قدرتهم على شراء أو بيع السلعة المادية طالما ان عقود الخيارات يتم تسويتها نقدا" عادة.وهذا يعني ان الخيار من وجهة نظر المشتري او صاحب المركز الطويل،هو عقد يمنحه حامله الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع كمية محددة من الموجود الأساس بسعر ثابت ومعلوم سلفا" ولمدة زمنية محددة.ومن جهة نظر البائع (صاحب المركز القصير) فان الخيار هو عقد يكون المحرر بمقتضاه ملزما" بالتنفيذ إذا مارغب حامل الخيار بتنفيذ حقه.وبالتالي فان الخيار هو عقد يشتمل على حقوق والتزامات وينّفذ بأمر واختيار حامله.وهذا الأخير يستخدم حقه فقط إذا ما كان استخدامه مربحا" وبخلاف ذلك فانه لايستخدمه. وطالما ان حامل الخيار بإمكانه الاختيار فيما إذا كان من الواجب عليه تنفيذ الخيار أم عدم تنفيذه، فان العقد يقدم شكلا" من أشكال التأمين. وتختلف الخيارات الفورية عن خيارات المستقبليات من أذ موجودها الأساس.إذ ان الموجود الأساس للخيارات الفورية هو الأداة الفورية نفسها أما الموجود الأساس لخيارات المستقبليات فهو عقد المستقبليات على الأداة الفورية.والخيارات هي أدوات إدارة مخاطرة لا تثّبت الأسعار (كالعقود الآجلة أو عقود المستقبليات) إنما تحمي أولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية.وخيارات المستقبليات هي أكثر تعقيدا"من الخيارات الفورية لكنها تجنب مشاكل التسليم والاستلام التي تعاني منها الخيارات الفورية.بالتالي فان خيارات المستقبليات توفر مرونة إضافية في إدارة المخاطرة السعرية لاتوفرها لاالخيارات الفورية ولاعقود المستقبليات.لذا يسعى هذا البحث إلى تحقيق أربعة أهداف،والتي على أساسها تم تقسيم البحث،وهي بيان طبيعة وأهمية خيارات مستقبليات السلع، واستكشاف أشكال وخصائص هذه العقود، والنقاش التفصيلي لمواصفاتها ، وأخيرا" مقارنة هذه العقود مع عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبليات.

٢. المنهجية :

١,٢ المشكلة : تتمحور مشكلة هذا البحث علىالأبعاد الآتية:

١.هل ان شراء الخيار يختلف عن بيعه لناحية توفير التغطية التأمينية للمتعامل به؟
٢.هل ان الخيارات الفورية هي نفسها خيارات المستقبليات؟ وهل تختلف خيارات مستقبليات السلع عن خيارات المستقبليات المالية؟ وأين تتداول؟
٣.هل ان خيارات المستقبليات هي أدوات إدارة مخاطرة قائمة على تثبيت الأسعار؟
٤.هل ان خيارات المستقبليات ملزمة للجانبين،البائع والمشتري،كما هو الحال في عقود المستقبليات؟
٥.هل ان لخيارات مستقبليات السلع أشكالا"مختلفة وخصائص عامة مميزة؟
٦. هل ان لعقد خيار مستقبليات السلع عموما"والنفط الخام خصوصا"مواصفات نمطية خاصة به تميزه عن غيره من العقود؟
٧.هل ان هناك علامات فارقة تميز عقود خيارات مستقبليات السلع عن عقود الخيارات الفورية وعن عقود المستقبليات؟

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

١. يعد خيار المستقبليات واحدا" من أكثر الإبداعات نجاحا" في الأسواق المالية.فهذه الأدوات تجمع الكثير من الخصائص الأكثر جاذبية لكل من الخيارات والمستقبليات.وهو من الإبداعات المالية (Financial Innovations) الحديثة نسبيا"ومن الأدوات المهمة المساعدة في تخطيط الأعمال،فهي تسمح للمستثمرين ومدراء المخاطرة بتحديد وتقييد المخاطرة السعرية.

٢. مايميز الخيارات عن باقي أدوات إدارة المخاطرة هو ان حملتها بإمكانهم تحديد مستوى مخاطرتهم سلفا" وهذا هو مايجعلهم يتداولون من مصدر قوة وثقة عاليين.كما ان التحوط باستخدام عقود المستقبليات يقّيد أرباح المحوط إذا تحركت الأسعار على خلاف ما توقع،أما الخيارات فهي تستخدم لتقييد الخسائر وبذات الوقت تتيح فرص تحقيق أرباح كبيرة.فالمحوط يستخدم عقود الخيارات لحماية مركزه النقدي من التحركات السعرية غير المؤاتية وبذات الوقت تتيح له إمكانية الإفادة من التحركات السعرية المؤاتية،إذ انه يستغل معظم أرباح السوق النقدي إذا ما تحركت الأسعار لمصلحته.

٣. الميزة المهمة للخيارات هي تعددية استخداماتها (Versatility).فمن الممكن ان تستخدم طبقا" لتوليفة منوعة وواسعة من استراتيجيات الاستثمار.وبالنتيجة فان أي مستثمر يفهم متى وكيف تستخدم الخيارات لتحقيق أهدافه المالية بإمكانه التمتع بميزة واضحة على باقي المستثمرين الآخرين.ومن بين جميع المشتقات التي تقدمها بورصات المستقبليات،فليس هناك مايضاهي تعدد

استعمالات خيارات المستقبليات.إذ ان بإمكان المتعاملين بناء استراتيجيات تحقق الربح في الأسواق الصاعدة والنازلة وحتى المستقرة وبذات الوقت تقلل المخاطرة وتزيد الرافعة.

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

٣,٢ الأهداف : تتجسد أهداف البحث بالاتي:

١. بيان طبيعة وأهمية عقود خيارات مستقبليات السلع عموما" والنفط الخام خصوصا".

٢. استكشاف أشكال وخصائص عقود خيارات مستقبليات السلع عموما" والنفط الخام خصوصا".

٣. النقاش المعرفي التحليلي لمواصفات عقود خيارات مستقبليات السلع عموما" والنفط الخام خصوصا".

٤. المقارنة التحليلية بين عقود خيارات مستقبليات السلع وبين كل من عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبليات.

٣ . طبيعة وأهمية خيارات مستقبليات السلع

١. طبيعة خيارات مستقبليات السلع Nature of Commodity Futures Options

تعّرف الخيارات عموما" بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق،ولكن ليس الإلزام،لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفا"(Francis,1991:675);(Weston and Copeland,1992:435).الموجود المحدد بالعقد يسمى الموجود الأساس (Underlying Asset) كما ويطلق عليه بعض الأحيان اصطلاح المصلحة الأساس (Underlying Interest) (OCC,2002:3).وهو يعني الأداة التي اشتق منها عقد الخيار (PSE,2004:1).والسعر المحدد بالعقد يسمى سعر التنفيذ أو سعر الصفقة أو سعر المصافقة (Shapiro and

Balbirer,2000:221).وهو سعر ثابت منصوص عليه في عقد الخيار وربما يشترى أو يباع به الموجود الأساس إذا ما تم تنفيذ الخيار (Pinches,1990:289).والتاريخ المحدد بالعقد يعرف بتاريخ الاستحقاق أو تاريخ انتهاء الصلاحية (Hull,1989:9).وإذا لم ينفذ الخيار عند أو قبل هذا التاريخ فلن تعود له قيمة (Bodie,et.al.,1998:438).لأنه يكون ساري المفعول بعد انتهاء صلاحيته (Kolb,1997:434).وفي هذا العقد هناك مشتري وبائع.مشتري الخيار (الذي يسمى أيضا" المالك أو الحامل) لديه الحق،ولكن ليس الإلزام،لشراء أو بيع كمية محددة من موجود محدد بسعر محدد في او قبل تاريخ محدد في المستقبل. ولغرض الحصول على هذا الحق،فان المشتري يدفع مبلغا" لبائع الخيار (الذي يسمى أيضا" المحرر أو المانح) يسمى العلاوة. فإذا اختار المشتري تنفيذ حقه لشراء أو بيع الموجود فان بائع الخيار يكون ملزما" بتسليم او استلام الموجود الأساس للخيار. والخسارة المحتملة لبائع الخيار تكون غير محدودة.بالمقابل إذا ما اختار المشتري عدم تنفيذ حقه وترك الخيار لتنتهي صلاحيته فان خسارته تكون مقتصرة على العلاوة المدفوعة (Edwards and Ma,1992:490).وعلى العموم فان الاستراتيجيات التي تستند لشراء الخيارات تكون أكثر فاعلية عند توقع حدوث تحركات سعرية كبيرة أو حينما لايكون بمقدور المحوط تحمل مخاطرة الهامش غير المحدودة.فتكاليف التحوط تكون مقتصرة على العلاوة وبالتالي فان المحوط يحتفظ بقدرته على المشاركة بتحركات الأسعار المؤاتية.وبإمكان المحوط أيضا" تحقيق الربح من بيع الخيارات.فإذا لم ينفذ المشتري حقه فان البائع يحتفظ بالعلاوة.ولان مخاطرة محرر الخيار من المحتمل ان تكون غير محدودة فان الاستراتيجيات التي تستند لبيع الخيارات غير المغطاة تكون مناسبة فقط للمضاربين الراغبين والقادرين على تحمل مخاطرة كبيرة.أما بالنسبة للمحوطين،من المستخدمين التجاريين للسلع،فان بيع الخيار يساعد في تعويض تكاليف الاحتفاظ بالخزين من خلال توليد دخل العلاوة.ومن خلال قبول العلاوة،فان المتعامل يعزز دخله الحالي وتكون لديه حماية تساوي العلاوة. لكنه يتخلى عن قدرته على المشاركة بالتحركات السعرية المؤاتية إذا ماحصلت (NYMEX,2004a:8-9).واعتمادا" على هدف مشتري الخيار،فان العلاوة أما ان تمثل كلفة الحماية السعرية (بالنسبة للمحوط) أو كلفة فرصة تحقيق الربح من التحرك السعري المتوقع (بالنسبة للمضارب) (CFTC,2003:6).ولعل هذا هو الإغراء الرئيس للخيارات،فالخيار يشترى مقابل اجر لمرة واحدة (العلاوة).واعتمادا" على الكيفية التي يتحرك بها السوق فان الخيار ربما يباع مقابل ربح او ينّفذ أو يترك لتنتهي صلاحيته بلا قيمة وخسارة المشتري تكون مقتصرة على مبلغ العلاوة فقط (VanVactor,2004:24).

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

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

ويعّرف خيار المستقبليات (Futures Option) بأنه عقد يمنح حامله الحق،وليس الإلزام،لاتخاذ مركز بعقد مستقبليات محدد بسعر محدد (سعر تنفيذ الخيار) في أو قبل تاريخ محدد سلفا"

(Blank,et.al.,1991:19).أما خيار مستقبليات السلعة (Commodity Futures Option) فهو خيار على عقد مستقبليات سلعي وليس مالي.وهو يسمى أيضا" بالخيار على المستقبليات (Option on Futures) أو الخيار على عقد المستقبليات او الخيار السلعي (Commodity Option) (Johnson and Giacctto,1995:487).وهو توليفة من عقود المستقبليات وعقود الخيارات (Sharpe and Alexander,1990:628).يتداول في بورصات المستقبليات،بمعنى ان العقد المشتق والأداة المشتق[1]منها كلاهما يتداولان جنبا"الى جنب في السوق المفتوحة نفسها وهذه الحالة نادرا"ما تحصل في الخيارات الفورية.

وطالما ان عقد المستقبليات الأساس هو مشتقة من السلعة المادية فان خيار مستقبليات السلعة هو واقعا" مشتقة على مشتقة [2].

واعتمادا" على حركة سعر الخيار فان المشتري سوف يختار بديلا من بين ثلاثة بدائل لإنهاء مركزه بالخيار وهي:تنفيذ الخيار، أو عكس الخيار من خلال بيعه بالبورصة،أو تركه لتنتهي صلاحيته بلا قيمة (NYMEX,2004b:35); (Schall and Haley,1986:669).فإذا ما تم تنفيذ الخيار فيتوجب استلام او تسليم عقد المستقبليات وليس السلعة المادية.وعلى أية حال،لطالما ان عقد المستقبليات الأساس هو عقد سلعة مادية وليس أداة مالية فان خيارات مستقبليات السلع تستحق عموما" قبل استحقاق عقد المستقبليات.والسبب في ذلك هو إعطاء المتعاملين الوقت الكافي لتقرير ما يرغبون القيام به مع مراكزهم الجديدة بالمستقبليات.لذلك فهم غير ملزمين باستلام اوتسليم السلعة المادية بمجرد تنفيذ الخيار،اذ ان بإمكانهم اتخاذ مركز معاكس بعقد المستقبليات قبل استحقاقه (McMillan,1986:590).ومشتري الخيار ربما يقرر إبرام صفقة عكسية في سوق الخيارات لجني الأرباح في حال ارتفاع قيمة الخيار او لإيقاف الخسارة في حال انخفاض قيمة الخيار في محاولة منه لاسترداد جزء من مبلغ العلاوة المدفوعة.وبالإمكان إبرام الصفقة العكسية في أي وقت لغاية استحقاق الخيار(Anderson,et.al.,2004:2).ومايجعل هذا ممكنا"وسهلا"هو حقيقة ان شروط اومواصفات العقد هي نمطية وهذا هو ما سمح لها بالتداول في الأسواق المنظمة وبأسعار تحددها قوى السوق (Sharpe and Alexander,1990:587).ومركز الخيار يمكن ان يعكس من خلال الدخول بصفقة مساوية

([1]) ان أصل كلمة المشتقة هو من علم الرياضيات ، وتشير الى المتغير الذي يشتق من متغير آخر([Vora,2002:20]).

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

ومعاكسة للصفقة الأصلية.والفرق بين سعر الخيار وقت إبرام الصفقة والسعر وقت عكس الصفقة هو الربح او الخسارة الصافية من الصفقة.وحامل الخيار المربح ربما يختار تنفيذ الخيار الى عقد مستقبليات ومن ثم عكسه مقابل ربح.وهو يقوم بذلك إذا اعتقد بان الأسعار سوف تتحرك بالاتجاه المرغوب.والجدير بالذكر ان افتقار السوق للسيولة في بعض الحالات ربما يجعل حامل الخيار غير قادر على عكس مركز الخيار وربما يتعين عليه تنفيذه الى عقد مستقبليات لتحقيق الأرباح (Options University,2003:20).وبينما ان عكس الخيار هو البديل الأكثر شيوعا"،الا ان نسبة صغيرة من المشترين يختارون تنفيذ خياراتهم،الا إذا كانت استراتيجياتهم تطالبهم باتخاذ مركز طويل او قصير في عقد المستقبليات بسعر التنفيذ.والقدرة على اتخاذ وعكس المراكز هي الميزة الكبيرة للخيارات النمطية.وإذا لم يتحرك سعر المستقبليات بشكل كبير كفاية لجعل التنفيذ مجديا"،أو تحرك بالاتجاه المعاكس،فبإمكان المشترين ترك خياراتهم لتنتهي صلاحيتها بلا قيمة(NYMEX,2004a:2-3).وتتداول عقود خيارات المستقبليات للأشهر نفسها تسليم عقود المستقبليات الأساس ولها دورات استحقاق(Expiration Cycles) تستند لدورات استحقاق عقود المستقبليات الأساس (Kramer,1991:109).وتصّدر الخيارات عادة مع مجموعة مختارة من أسعار التنفيذ وتواريخ الاستحقاق.ودورات الاستحقاق هي عادة شهرية او فصلية.وتضاف الخيارات الجديدة في كل مرة يتم فيها تخطي تاريخ الاستحقاق.كما ويتم اختيار أسعار التنفيذ نسبة للسعر الحالي للموجود الأساس.ومع تغير سعر الموجود الأساس فان خيارات إضافية تتاح للتداول بأذ انه في بداية كل تداول يومي سيكون هناك دائما" سعر تنفيذ واحد على الأقل متداول في كل جانب من جانبي سعر الموجود الحالي (Duffie,1989:281).

ويصّنف خيار المستقبليات،بحسب نوع الحق الذي يمنحه،الى خيار شراء (Call) وخيار بيع (Put).فخيار الشراء ينقل لحامله حق شراء (ويلزم محرره على بيع) الموجود الأساس.وخيار البيع ينقل لحامله حق بيع (ويلزم محرره على شراء) الموجود الأساس (Kramer,1991:100).خيار الشراء الذي ينّفذ يفضي بحامله الى اتخاذ مركز طويل بعقد المستقبليات الأساس، ويفضي بمحرره لاتخاذ مركز قصير بعقد المستقبليات الأساس.وبالمثل فان مشتري خيار البيع يتخذ مركز قصير بعقد المستقبليات الأساس عند تنفيذه لحقه،ويتخذ محرر خيار البيع مركز طويل بعقد المستقبليات الأساس عند تنفيذه لخياره (Kramer,1991:109).مشتري خيار الشراء يدفع العلاوة (سعر الخيار) مقابل الخيار ويحقق الربح في حال ارتفاع سعر الموجود الأساس فوق سعر التنفيذ،وبالتالي فهو يدفع العلاوة كتأمين ضد ارتفاع الأسعار.ومحرر خيار الشراء يستلم العلاوة بوصفها دخلا"،لكنه

مسؤول عن أي ارتفاع بسعر الموجود الأساس.بمعنى انه يستلم الدخل مقابل تحرير خيار الشراء لكنه يخسر إذا ارتفعت الأسعار.ومشتري خيار البيع يدفع العلاوة مقابل الخيار ويحقق الربح في حال انخفاض سعر الموجود الأساس دون سعر التنفيذ.وبالتالي فهو يدفع العلاوة كتأمين ضد الانخفاض في الأسعار.ومحرر خيار البيع يستلم العلاوة بوصفها دخلا" مقابل تحرير خيار البيع لكنه مسؤول عن أي انخفاض بسعر الموجود الأساس.بمعنى انه سوف يخسر إذا ما انخفضت الأسعار (Brown and Errera,1987:106).وهذا يعني ان نمط عائد حامل خيار الشراء او خيار البيع هو الصورة المعكوسة لنمط عائد محرر خيار الشراء او خيار البيع (Elton and Gruber,1995:571-573).

خيار شراء المستقبليات يمنح حامله الحق لاتخاذ مركز طويل بعقد المستقبليات الأساس حينما يتّفذه والمحرر ملزم باتخاذ مركزا قصيرا بالمستقبليات إذا تم ترشيحه للتنفيذ.وعند التنفيذ فان حامل خيار شراء المستقبليات يتخذ مركزا طويلا بعقد المستقبليات الأساس بسعر التنفيذ ويؤشر العقد مع السوق مباشرة ويدفع لحامل الخيار الفرق بين سعر المستقبليات الحالي وبين سعر التنفيذ.وخيار بيع المستقبليات يخول حامله حق اتخاذ مركزا قصيرا بالمستقبليات ويلزم المحرر باتخاذ مركز طويل بالمستقبليات. لذلك،وحينما ينفذ حامل خيار البيع حقه،فانه يتخذ مركز قصير في المستقبليات بسعر التنفيذ ويؤشر العقد مباشرة مع السوق، ويدفع لحامل الخيار الفرق بين سعر تنفيذ الخيار وبين سعر المستقبليات السائد وقت التنفيذ.وبينما يدفع مشتري خيار المستقبليات العلاوة مقابل حق تنفيذ الخيار،فان المحرر يخضع لمتطلبات الهامش (Johnson and Giacctto,1995:487).وهذا يعني ان المشتري لن يخضع لمتطلبات الهامش لان العلاوة هي أقصى ما يمكن ان يخسره (CME,2004a:4).ويلخص الجدول(١)حقوق والتزامات حملة ومحرري خيارات شراء وبيع المستقبليات.

الجدول (١) حقوق والتزامات حملة ومحرري خيارات شراء وبيع المستقبليات

نوع المتعامل	خيار الشراء	خيار البيع
	لديه حق شراء عقد المستقبليات بسعر التنفيذ	لديه حق بيع عقد المستقبليات بسعر التنفيذ
حامل	يتوقع ارتفاع الأسعار	يتوقع انخفاض الأسعار
أو مشتري أو مالك	مخاطرة محدودة إذا انخفضت أو إذا لم تتغير الأسعار وأرباحه غير محدودة إذا ارتفعت الأسعار	مخاطرته محدودة إذا ارتفعت أو إذا لم تتغير الأسعار وأرباحه غير محدودة إذا انخفضت الأسعار
	يدفع العلاوة ولا يخضع لمتطلبات الهامش	يدفع العلاوة ولا يخضع لمتطلبات الهامش
محرر	يمنح الحق للمشتري وبالتالي لديه التزام لبيع المستقبليات بسعر التنفيذ	يمنح الحق للمشتري وبالتالي فهو ملزم بشراء المستقبليات بسعر التنفيذ

أو بائع	يتوقع انخفاض او ثبات الأسعار	يتوقع ارتفاع او ثبات الأسعار
أو مانح	مخاطرته غير محدودة إذا ارتفعت الأسعار وأرباحه محدودة إذا انخفضت أو إذا لم تتغير الأسعار	مخاطرته كبيرة إذا انخفضت الأسعار وأرباحه محدودة إذا ارتفعت أو إذا لم تتغير الأسعار
	يستلم العلاوة ويخضع لمتطلبات الهامش والتأشير اليومي مع السوق	يستلم العلاوة ويخضع لمتطلبات الهامش والتأشير اليومي مع السوق

المصدر : الجدول من إعداد الباحث

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

وبينما يتعين على منّفذ خيار شراء الأداة الفورية ان يدفع سعر تنفيذ الخيار للحصول على الأداة الفورية فان منّفذ خيار شراء المستقبليات سيحصل على الفرق بين سعر عقد المستقبليات الأساس وقت التنفيذ وبين سعر تنفيذ الخيار ويتخذ مركزا" طويلا" بالمستقبليات.وهنا أمامه خياران،فإما ان يعكس مركزه بالمستقبليات فور تنفيذه لخياره وبذلك يتخلص من التزامه الجديد،أو ان يظل يحتفظ بمركزه الطويل بالمستقبليات.وفي هذه الحالة فان مركزه هذا سيؤشر مع السوق يوميا" الى ان يعكسه او الى ان يصل آخر يوم لتداول عقد المستقبليات.وإما محرر الخيار فانه يدفع الفرق ويتخذ مركزا" قصيرا" بالمستقبليات عند التنفيذ.فإذا كان محررا" مكشوفا"(Naked Writer) (لم يتخذ مركزا طويلا بعقد المستقبليات لحظه تحريره لخيار شراء المستقبليات) فسيكون أمامه خيارين أيضا"،فإما ان يعكس مركزه بالمستقبليات او ان يحتفظ به لوقت معين شريطة ان يتحمل التزاماته.أما إذا كان محررا"مغطى(Covered Writer)(أي انه اتخذ مركز طويل بعقد المستقبليات الأساس لحظة تحريره لخيار شراء المستقبليات) فانه سيتحرر من جميع التزاماته بمجرد دفعه للفرق النقدي عند التنفيذ.لان مركزه القصير الجديد بالمستقبليات قد أغلق (عكس مركزه الطويل السابق) لكن المركز الطويل الذي اتخذه المحرر المغطى بعقد المستقبليات لحظة تحريره لخيار شراء المستقبليات سيخضع لعملية التأشير اليومي مع السوق.بالمقابل فان حامل خيار بيع المستقبليات لديه الحق،وليس الإلزام، لاتخاذ مركز قصير بعقد المستقبليات بسعر التنفيذ ويتعين على محرر خيار بيع المستقبليات قبول اتخاذ مركز طويل بعقد المستقبليات إذا ماتم ترشيحه للتنفيذ.وأيضا" كلا المركزين يؤشران مع السوق حال تنفيذ خيار البيع من قبل حامله (Dubofsky,1992:620).ولابد من الإشارة الى ان تحرير الخيارات المغطاة هو اقل مخاطرة من تحرير الخيارات المكشوفة. والمتمرسين والمحنكين وأصحاب الخبرة هم فقط من يمارس تحرير

الخيارات المكشوفة (BWD,2004:7).كما ان خيار الشراء وخيار البيع هما عقدين منفصلين مستقلين عن بعضهما البعض (Cohen,et.al.,1987:470).فخيار البيع هو ليس الوجه الآخر لخيار الشراء.اذ ان لكل خيار هناك حامل ومحرر،حامل خيار البيع لديه حق بيع الموجود الأساس والمحرر ملزم بالاستلام بينما حامل خيار الشراء لديه حق شراء الموجود والمحرر ملزم بالتسليم (Mckissick and Shumaker,1990:1).وشراء أو بيع احد النوعين لا يعني بيع او شراء النوع الآخر (OCC,1994:2).وتصّنف الخيارات،بحسب اسلوب تنفيذها،الى خيارات أمريكية وخيارات أوربية.فالخيار الأمريكي يتيح لحامله امكانية التنفيذ في أي وقت من تاريخ شرائه لغاية تاريخ استحقاقه،أما الخيار الأوربي فهو يتيح لحامله امكانية التنفيذ في تاريخ استحقاقه فقط(Haley and Schall,1979:244).وكلا النوعين من الخيارات من الممكن ان يتداول بحرية في أي وقت لغاية الاستحقاق(Solnik,2000:506).وحق حامل الخيار بتنفيذ الخيار تنتهي صلاحيته بتاريخ استحقاق العقد.وفي الخيارات الأمريكية فان تاريخ استحقاق الخيار ربما يختلف عن تاريخ التنفيذ.فتاريخ التنفيذ هو التاريخ الذي ينفذ فيه الخيار فعليا".أما تاريخ الاستحقاق فهو آخر يوم يمكن ان ينفذ فيه الخيار.والخيار الأمريكي يتيح لحامله التنفيذ في أي وقت،من تاريخ شراءه لغاية استحقاقه.أما في الخيارات الأوربية فان تاريخ الاستحقاق هو نفسه تاريخ التنفيذ إذا ما تم تنفيذ الخيار.لذلك فان للخيارات الأمريكية علاوة اكبر من نظيراتها الأوربية بسبب مرونة التنفيذ التي تتيحها للمتعاملين (Edwards and Bodie,et.al.,1998:441);(Ma,1992:490).والجدير بالذكر ان مصدر تسمية الخيارات "أمريكية" و"أوربية" هو غير معروف.فهما غير مرتبطين بشيوع تطبيق الخيارات في منطقة جغرافية محددة (CA,1996:1).

وكما هو الحال مع المستقبليات فان جميع شروط او مواصفات عقد الخيار هي نمطية باستثناء سعر أو كلفة أو علاوة الخيار التي يتم التفاوض عليها في حلبة التداول بالبورصة (Anderson,et.al.,2004:1).وتتحدد الكلفة الإجمالية للخيار بضرب علاوة الخيار بحجم عقد المستقبليات الأساس.على سبيل المثال،إذا كانت علاوة خيار مستقبليات الحنطة هي (١٤.$) للبوشل الواحد فان الكلفة الإجمالية للخيار هي ٧٠٠$ (١٤.$ للبوشل X ٥٠٠٠ بوشل) (Johnson,et.al.,2004:4).

٢. أهمية خيارات مستقبليات السلع Importance of Commodity Futures Options

لقد شكل نجاح التداول بالخيارات ظاهرة لافتة للنظر. وان جزءا" كبيرا" من نجاح التداول يعزى للمرونة الكبيرة جدا" التي تمنحها الخيارات للمتعاملين في تصميم استراتيجيات التداول.فالخيارات يمكن ان تستخدم لتقليل المخاطرة عبر استراتيجيات التحوط او لزيادة المخاطرة عبر استراتيجيات المضاربة. وبالنتيجة،متى ما استوعبت وطبقت بشكل مناسب فان الخيارات تكون مغرية لكل من المحوطين المتحفظين والمضاربين المجازفين (Corrado and Johnson,2000:401).فخيارات المستقبليات هي،مثل المستقبليات،مرفوعة بدرجة عالية لان علاوة الخيار تشكل نسبة صغيرة فقط من القيمة الكلية للعقد،لذلك إذا ما حدث تغير سعري صغير،فقد يفضي ذلك الى معدل عائد كبير جدا"(Howells and Bain,2000:299).وبذلك فان العلاوة تتيح لحملة الخيارات فرصة الإفادة من منافع الرافعة وبذات الوقت تحصر مخاطرهم بملغ معلوم ومحدد سلفا" (بخلاف المستقبليات) (Pike and Neale,1993:499).وبأمكان مدراء المالية والصيارفة والمنتجين والمستهلكين ومدراء المحافظ علىالعالم الاستفادة من استخدام خيارات المستقبليات بوصفها أدوات فاعلة لإدارة المخاطرة (CME,2004b:1).وهذا ما دفع (Katz,1999) للتوكيد بان المستثمرين الذين يضيفون الخيارات لقائمة منتجاتهم الاستثمارية بقصد تحقيق الأهداف المالية يكتسبون ميزة تنافسية متفردة.فهم يزيدون عدد الطرق التي بإمكانهم استخدامها لإدارة الموجودات من خلال تعزيز القدرة على بناء مراكز تعكس وبدقة توقعاتهم علىالموجود الأساس وبذات الوقت تعزيز قدراتهم على تحقيق أفضل موائمة بين المخاطرة والعائد.وهذا يعني بان الخيارات زادت من السيطرة على الموجودات من خلال توفير بدائل لم تكن متاحة في السابق (Options Institute,1999:79).اذ ان خيارات المستقبليات فتحت الباب أمام مجموعة كبيرة ومنوعة من استراتيجيات التداول،وباستخدام الخيارات لوحدها او بالتوليف مع عقود المستقبليات الأساس فان هذه الاستراتيجيات يمكن ان تغطي واقعا"أي صورة للعائد والمخاطرة او أي مدى زمني او أي اعتبار كلفوي.وتتيح خيارات المستقبليات امكانية تحويط المراكز النقدية ومراكز المستقبليات ضد التحركات السعرية غير المؤاتية بدون التضحية بمزايا التحركات السعرية المؤاتية،كما أنها تتيح امكانية التحوط عند مستويات متعددة ومختلفة من درجات الحماية فضلا" عن كونها أدوات جذابة للمضاربين (NYMEX,2004a:1).وغني عن البيان ان عقود المستقبليات هي مستخدمة على نطاق واسع وامتلاك خيارات متداولة عليها يجعل إدارة المخاطرة اكثر مرونة وفاعلية في الكلفة (Winger and Frasca,1995:429).على سبيل المثال،تستخدم شركة برتش بتروليوم (BP) وشركات التكرير التابعة لها مستقبليات وخيارات مستقبليات الطاقة لتحويط الحمولات الفورية من

النفط الخام.وبالنسبة للحمولات طويلة الرحلة[1](Long-haul) التي تكون فيها الشركة بحاجة للتحوط لأكثر من أسبوع أو أسبوعين،فان التقلب الحاد باسعار أسواق النفط الخام يجعل من الخيارات آلية التحوط المثلى (Reed,1989:40).لذا فان الخيارات هي واعدة في إدارة المخاطرة السعرية لمنتجي السلع حينما يبتعدون عن الظروف المثالية التي يمكن ان تتحدد فيها عوائد التداول بالمستقبليات مقدما". ففي الحالات الأكثر واقعية والتي يكون فيها الإنتاج عشوائيا" فان المستقبليات تكون اقل فاعلية في تخفيض المخاطرة من الخيارات (Gardner,1977:986).وغالبا" ما يفضل المستثمرون المؤسساتيين خيارات المستقبليات على المستقبليات لسببين.السبب الأول هو هيكل المخاطرة المختلف للخيار.والسبب الآخر هو ان شراء الخيار يستلزم نفقة نقدية مباشرة لكن دون المزيد من العبء المالي أو الإداري.فالمستقبليات عرضة للتأشير اليومي مع السوق والمخاطرة قد لا تقتصر على الهامش المبدأي المّودع.فضلا عن ذلك فان الكثير من المؤسسات غير مسموح لها قانونا"بالدخول في صفقات المستقبليات(Solnik,2000:527).وما تتيحه أسواق الخيارات للمؤسسات المالية من إمكانية لتخفيض المخاطرة يمّكن هذه المؤسسات من تقديم مبالغ ائتمان اكبر لزبائنها والنتيجة هي تخصيص أكثر كفاءة للأموال النادرة الموجودة داخل كل مؤسسة مالية وداخل النظام المالي ككل.كما ان أسواق الخيارات (والمستقبليات) ساعدت في تقليل تكاليف البحث وتوسيع تدفق المعلومات على الفرص السوقية لأولئك الذين يسعون لتقليل المخاطرة عبر التحوط (Rose,1997:349-351).

وكما هو معلوم فان النفط الخام يتداول في الأسواق العالمية عبر توليفة منوعة من الأدوات والتي تضم العقود الفورية والعقود الآجلة وعقود المستقبليات.وقد طرحت في الآونة الأخيرة أدوات أخرى اتسع استخدامها بشكل سريع،والأكثر أهمية من بين هذه الأدوات هي الخيارات على عقود المستقبليات(Horsnell and Mabro,1993:39).اذ شهد التداول بهذه العقود المشتقة نموا"مضطردا"وملفتا"للنظر(Ramaswamy and Sundaresan,1985:1319).ولعل من أسباب شيوع خيارات المستقبليات هي أنها تتيح امكانية تسليم عقد مستقبليات السلعة بدلا" من السلعة نفسها وهذا مهم جدا" ومفضل لأغلب السلع (خصوصا"النفط الخام).ففي الغالب يغلق عقد المستقبليات الأساس قبل حلول تاريخ التسليم.لذلك فان خيارات المستقبليات يتم تسويتها نقدا" في الغالب وهذا يشكل إغراءا" للمستثمرين الذين لديهم رأس مال محدود لان رأس المال المبدأي

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

المطلوب يكون اصغر.كما ان خيارات المستقبليات تسّهل عمليات التحوط والمضاربة التي تجعل الأسواق أكثر كفاءة،فضلا"عن أن تكاليف التداول بخيارات المستقبليات هي عادة اصغر من تكاليف التداول بالخيارات الفورية(Leland,2003:83).كما ان منتجي النفط الخام وشركات التكرير والتجار يستفادون من المرونة التي توفرها خيارات المستقبليات في برامج التحوط وفي توليد الدخل. فالمنتجون الذين يخططون للبيع المستقبلي لاحتياطاتهم بإمكانهم حماية مخزوناتهم ضد الانخفاض المحتمل بالأسعار من خلال،على سبيل المثال، شراء خيارات البيع كتأمين.فإذا انخفضت الأسعار فان خيارات البيع تزداد قيمتها ويمكن ان تنّفذ أو تعكس لتحقيق ربح يعوض خسارة الانخفاض باسعار السوق الفوري.وإذا ارتفعت أسعار النفط فان الأسعار السوقية الأعلى يمكن تحقيقها بالكامل ناقصا" كلفة العلاوة.لكن إذا اختار المنتج بدلا"من ذلك التحوط ضد التحرك السعري النازل ببيع المستقبليات فهو يمكن ان يقّيد مزايا الارتفاعات المستقبلية بالأسعار.وشركات التكرير بإمكانها،على سبيل المثال،شراء خيارات الشراء للتحوط ضد ارتفاع تكاليف النفط الخام.فإذا ارتفعت الأسعار فان قيم خيارات الشراء ستزداد أيضا".وبإمكان شركات التكرير إما تنفيذ خيارات الشراء والحصول على مراكز طويلة بالمستقبليات لتثبيت تكاليف النفط الخام او بإمكانها عكس خياراتها وتحقيق الربح.ويمكن ان تظل شركات التكرير تستفيد من الانخفاضات باسعار النفط الخام من خلال ترك خيارات الشراء لتنتهي صلاحيتها او من خلال عكسها.وقد وجدت الصناعة النفطية أيضا" تطبيقات وفرص مفيدة لتحرير الخيارات.على سبيل المثال، تاجر النفط الذي لديه حمولة نفط خام بإمكانه بيع خيارات الشراء لكسب الدخل والحماية ضد انخفاض أسعار النفط الخام لغاية مقدار يساوي العلاوة المستلمة.فإذا انخفضت الأسعار فان العلاوة ستعوض جزء او كل خسارة السوق الفوري.وإذا ارتفعت الأسعار فوق سعر التنفيذ زائدا" العلاوة فان تاجر النفط سوف يخسر من مركز الخيارات لكن هذه الخسارة ستعوض بارتفاع قيمة النفط الخام الفوري(NYMEX,2004a:12).ولعل الانجاز الأبرز والاهم للخيارات هي أنها سمحت للمتعاملين بتحويط المخاطرة السعرية العامة(أو السوقية أو النظامية) بطريقة تمتد لأبعد بكثير من نتائج التنويع (Reilly and Brown,2000:342)،اذ ان التنويع بإمكانه التخلص من المخاطرة الخاصة اللانظامية فقط في حين ان الخيارات تسمح بالتخلص من المخاطرة التي كانت بالأمس القريب غير قابلة للتنويع ولايمكن التخلص منها بأدوات التحوط التقليدية (Eales,1995:268).

٤. أشكال وخصائص خيارات مستقبليات السلع

١,٤ أشكال خيارات مستقبليات السلع Forms of Commodity Futures Optionsان تتداول عقود خيارات المستقبليات الآن في جميع بورصات المستقبليات الرئيسة وعلى توليفة واسعة ومنوعة من عقود المستقبليات الأساس (Whaley,1986:127).والواقع ان موجودها الأساس هو جميع عقود المستقبليات الناجحة (Dubofsky,1992:620).وهذه الأشكال الواسعة والمنوعة تندرج تحت مجوعتين وهما: خيارات المستقبليات المالية،وفيها فان الأداة الفورية لعقد المستقبليات الأساس تكون أداة مالية كمؤشرات الأسهم وسندات الخزانة والصرف الأجنبي وغيرها،أما تشكيلة المجموعة الثانية فهي تضم خيارات المستقبليات السلعية التي تعّد فيها السلعة هي الأداة الفورية لعقد المستقبليات الأساس كمنتجات الطاقة(مثل النفط الخام ومنتجاته المكررة والغاز الطبيعي وغيرها)والمعادن(مثل الذهب والفضة والنحاس وغيرها)والمنتجات الزراعية(مثل الحبوب،كالحنطة والشعير والذرة وفول الصويا وغيرها فضلا" عن منتجاتها المشتقة كالدقيق والزيت،والمنتجات الحيوانية كالماشية الحية واللحوم)وغيرها(Hull,1989:143-144).

وتعّد مستقبليات الطاقة واحدة من أسرع أصناف المستقبليات نموا"،وهذه الظاهرة انعكست بخياراتها أيضا".وحجم التداول بخيارات المستقبليات في بورصات المستقبليات الأمريكية لعام ١٩٩٠ هي خير مثال على هذه الظاهرة.اذ ان بورصة مجلس تجارة شيكاغو والتي هي الأولى في حجم تداول المستقبليات،هي الأولى أيضا" في حجم تداول خيارات المستقبليات.وبورصة شيكاغو التجارية هي الثانية،وبورصة نيويورك التجارية(بخيارات ومستقبليات الطاقة الناجحة جدا") هي الثالثة (Chance,1992:441-442).ويعرض الجدول (٢) أنشط عشرة عقود خيارات مستقبليات في عام (١٩٩٠).خيارات مستقبليات سندات الخزانة هي الأنشط، تليها خيارات مستقبليات اليورودولار لبورصة شيكاغو التجارية.والثالثة هي خيارات مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس.والواقع ان قائمة خيارات المستقبليات الأنشط هي مشابهة كثيرا" لقائمة عقود المستقبليات الأنشط.وهذا ليس بمفاجئ لان التداول في كل من الخيارات والمستقبليات يحدث جنبا"الى جنب.والمراجحة بين الخيار وبين عقد المستقبليات الأساس تلعب دورا" أساسيا" في تسعير هذه الأدوات (Chance,1992:443).

الجدول (٢) عقود خيارات المستقبليات الأنشط تداولا" في بورصات المستقبليات الأمريكية لعام ١٩٩٠

العقد (والبورصة)	حجم التداول (١٠٠٠عقد)
سندات الخزانة (CBOT)	27,315
اليورودولار (CME)	6,859
النفط الخام (NYMEX)	5,255
المارك الالماني (CME)	٣،٤٣٠

الين الياباني	(CME)	٣،١١٦
السكر	(CSCE)	2,393
الذرة	(CBOT)	2,116
فول الصويا	(CBOT)	2,089
الذهب	(COMEX)	1,932
مؤشر S&P٥٠٠	(CME)	1,638

Source:Chance,Don M.,An Introduction to Options and Futures,2nded.,ForthWorth:The Dryden Press,1992:447

وعلى مستوى خيارات مستقبليات السلع فيشير الجدول (٣) بأن خيارات مستقبليات السلع الأكثر أهمية في عام(١٩٩١) كانت للنفط الخام والذرة والسكر والذهب.إذ بلغ حجم التداول بخيارات مستقبليات النفط الخام في سوق نايمكس قرابة خمسة ملايين عقد،وتليها في النشاط عقود خيارات مستقبليات الذرة لمجلس تجارة شيكاغو ثم خيارات مستقبليات السكر لبورصة القهوة والسكر والكاكاو ثم خيارات مستقبليات الذهب لسوق كوميكس.كما ويلاحظ النشاط الواضح لخيارات مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس مقارنة بخيارات مستقبليات النفط الخام لبورصة النفط الدولية (IPE) بلندن (Gemmill,1993:224).

الجدول (٣) حجم التداول بعقود خيارات مستقبليات السلع الرئيسة في عام ١٩٩١

السلعة	البورصة	حجم التداول (عقد)
السلع الطرية :		
الذرة	CBOT	٢٠٤٨٤٢٢
الماشية الحية	CME	٧٧٦٦٢٤
السكر	CSCE	١٥١٢٩٧٦
القطن	NYCE	٣٩٢١٣٢
المعادن :		
الذهب	COMEX	١٣٩٨٤٥١
الفضة	COMEX	١٠١٩٠٩٣
الألمنيوم	LME	٣٩٦٥٠٠
النحاس	LME	٥٩٠٥٨٦
الطاقة :		
النفط الخام	NYMEX	٤٩٦٨٧٤٢
النفط الخام	IPE	٢٣٤٢٨٠

Source:Gemmill,Gordon,OptionsPricing:AnInternationalPerspective,London:McGraw –Hill Book Company,1993:224

والآن هناك تداول نشط جدا" بخيارات مستقبليات النفط الخام والذهب والفضة والكاكاو والسكر وفول الصويا والقطن والألمنيوم والنحاس (UNCTAD,1998:34)،لكن خيارات مستقبليات السلع الأكثر شهرة هي خيارات مستقبليات النفط الخام وخيارات مستقبليات الذهب (Francis and Taylor,2000:536).وتعرض بورصة النفط الدولية اليوم خيارات مستقبليات برنت وخيارات

مستقبليات زيت الغاز (IPE,2004:1).بينما تعرض بورصة نيويورك التجارية اليوم خيارات على جميع عقود المستقبليات الرئيسة وهي عقود النفط الخام الخفيف الحلو،والنفط الخام برنت،وزيت التدفئة،والكازولين الخالي من الرصاص، والغاز الطبيعي،والذهب،والفضة،والبلاتين،والنحاس،والألمنيوم (NYMEX,2004a:1).

2.4 خصائص خيارات مستقبليات السلع Features of Commodity Futures Options

تحظى خيارات مستقبليات السلع بجملة من الخصائص من أهمها الأتي:

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

الشفافية السعرية Price Transparency : اذ ان الأسعار تكون متاحة وقت تحققها عبر مجهزي البيانات الرئيسين.وبالنتيجة فان السعر الذي تتداول به الخيارات يكون متاحا" وبشكل علني لجميع المشتركين (IPE,2004:22).وهذا يضمن أسعار تنافسية وعادلة(CBOT,1998:4).اذ ان عقود خيارات مستقبليات السلع تتداول بشكل تنافسي في البورصة عبر مزايدة علنية مفتوحة لايعلن فيها عن أسماء المتعاقدين(Anonymous Auction) والتي تمثل إجماعا" للآراء على قيمها.كما ان أسعارها تنشر على نطاق واسع وفوري.لذا فهي تعمل بوصفها أسعار مرجعية عالمية للصفقات في السوق الفوري(NYMEX,2004b:4).

النمطية Standardization: ان نقطة الاختلاف الرئيسة بين الخيارات المنظمة والخيارات الموازية هي أنها نمطية. والطبيعة النمطية لهذه العقود تتيح لها إمكانية الشراء والبيع في السوق الثانوية (Waston and Head,1998:345). اذ ان التنميط يسمح للخيارات بالتداول باسلوب مشابه جدا" لاسلوب تداول الأسهم العادية وهذا يفضي الى درجة عالية من السيولة ومتاحية مستمرة

للمعلومات المتعلقة بأسعار الخيارات(Cohen,et.al.,1987:471).والهدف من هذا التنميط هو المساعدة في إقامة سوق ثانوية للعقود.والتزايد السريع في حجم التداول في أسواق الخيارات المنظمة يؤكد بأن هذه الخاصية مرغوبة مقارنة بالعقود الموازية التي يتعين الاحتفاظ بها في الغالب لغاية الاستحقاق وذلك لافتقارها للسيولة (Reilly and Brown,2000:987).

السيولة Liquidity : ان النمطية العالية لعقود الخيارات ومانتشتمل عليه من شروط أو مواصفات متماثلة تعزز من قابليتها التسويقية(Rose,1997:340).وتتمتع خيارات مستقبليات السلع بحجم تداول ضخم جدا" يوميا"،وهذا يعني ان السوق بإمكانه التداول بأية صفقة أيا" كان حجمها دون تأثر الأسعار بذلك،وماهو اكثر أهمية هو ان المتعامل بإمكانه التخلص أو تعديل مراكزه بسهولة وبالحد الأدنى من التكاليف (CBOT,1998:4).وكما أشار (فان فاكتور،٢٠٠٤) فأن السيولة وتكاليف التداول مرتبطان مع بعض بوضوح.وهما أشبه بنهايتي المقياس،بمعنى ان السوق عديم السيولة له تكاليف تداول عالية والسوق عالي السيولة له تكاليف تداول منخفضة(VanVactor,2004:22).وتسمح سيولة السوق لعقود الخيارات والمستقبليات التي تشكل موجودها الأساس بالتصفية اليسيرة قبل ان يصبح تسليم أو استلام السلعة المادية إلزاميا"(NYMEX,2004b:4).والجدير بالذكر ان أسواق خيارات مستقبليات النفط الخام تتمتع بدرجة عالية من السيولة (Akiyama and Christian,1998:33).

الرافعة والمخاطرة المحدودة Leverage and Limited Risk: فهذه الخيارات تحتاج لاستثمارات رأسمالية صغيرة ومحدودة مقارنة بقيمة الموجود الأساس الكبيرة.كما ان مخاطرتها محدودة لأنه وبغض النظر عن مدى تحرك السوق بالضد من حاملها فأن أقصى مايمكن ان يخسره هو العلاوة.لذلك فهو لديه رافعة من جانب وخسارة محدودة من الجانب الآخر(Reilly,1992:515-514).فمشتريّ الخيارات،سواء أكانت خيارات شراء أم بيع،يواجهون مخاطرة محدودة،فأقصى خسارة من الممكن تحّملها هي العلاوة المدفوعة مقابل الخيار.فإذا تحركت الأسعار بخلاف المتوقع بعد شراء الخيار فأن الحامل وببساطة سيترك الخيار لتنتهي صلاحيته بلا قيمة.وبينما يواجهه مشتري الخيارات مخاطرة محدودة،فأن باعة الخيارات ليست لديهم هذه الحماية طالما ان بائع الخيار يتعين عليه الدخول في الصفقة باختيار ورغبة حامل الخيار بغض النظر عن الكيفية التي تتحرك بها الأسعار.ولهذا السبب فأن بيع الخيارات يعد اخطر من شراء الخيارات (COT,2003:30-31).

5. مواصفات عقود خيارات مستقبليات السلع
Specifications of Commodity Futures Option Contracts

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

١. ساعات التداول Trading Hours: ان توقيت التداول بعقود خيارات المستقبليات هو اعتبار مهم جدا" بالنسبة لمتاحية العقد وسيولته.على سبيل المثال،توقيت التداول بخيارات مستقبليات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية يبدأ من الساعة التاسعة وخمسة دقائق صباحا" وينتهي في الساعة الواحدة بعد الظهر بتوقيت شيكاغو أما توقيت التداول بخيارات مستقبليات الذرة وفول الصويا لمجلس تجارة شيكاغو فهو يبدأ من الساعة التاسعة والنصف صباحا" وينتهي في الساعة الواحدة والربع بعد الظهر بتوقيت شيكاغو(Sartwelle,et.al.,2004:3).ويبدأ التداول بخيارات مستقبليات برنت لبورصة النفط الدولية(IPE) من الساعة التاسعة والربع صباحا" لغاية الساعة الثامنة مساءا"بتوقيت لندن (Horsnell and Mabro,1993:52).في حين ان التداول بعقد خيار مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس يبدأ في تمام الساعة العاشرة صباحا" وينتهي في الساعة الثانية والنصف بعد الظهر بتوقيت نيويورك(NYMEX,2004c:11).وكذا لخيار مستقبليات برنت لسوق نايمكس(NYMEX,2004d:3).ويسمح نظام التداول الالكتروني لبورصة نيويورك التجارية (NYMEX ACCESS) بالتداول بمستقبليات وخيارات مستقبليات الطاقة والمعادن المختلفة بعد إغلاق قاعة التداول لذلك اليوم.وجلسة التداول الالكتروني بالعقود تبدأ في الساعة الثالثة والربع بعد الظهر وتنتهي في الساعة التاسعة والنصف من صباح اليوم التالي وذلك للأيام من الاثنين لغاية الخميس.وجلسة مساء الأحد تبدأ عند الساعة السابعة مساءا" (NYMEX,2004c:٥).وعند دمج جلسة التداول الالكتروني مع جلسة النداء العلني المفتوح فأن يوم التداول يقترب من (٢٣) ساعة يوميا".فالأسواق اليوم لاتنام (NYMEX,2003:14).وقد بدأ العمل بهذا النظام منذ عام (١٩٩٣).والمحطات الطرفية موجودة في المدن الرئيسة في الولايات المتحدة الأمريكية ولندن وسدني وسنغافورة وهونغ كونغ (NYMEX,2004e:2).

٢.حجم العقد أو وحدة التداول Contract Size or Trading Unit : ان حجم عقد خيار المستقبليات يساوي حجم عقد المستقبليات الأساس(CFTC,2003:6).على سبيل المثال،حجم عقد خيار مستقبليات الذهب او الفضة لسوق نايمكس هو عقد مستقبليات ذهب او فضة واحد(Kramer,1991:110).وحجم عقد خيار مستقبليات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية

هو عقد مستقبليات ماشية حية واحد(Kramer,1991:109).وحجم عقد خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو او برنت لسوق نايمكس هو عقد مستقبليات نفط خام خفيف حلو او برنت واحد (NYMEX,2004f:2).وكذا الحال لخيار مستقبليات برنت لبورصة (IPE) (IPE,2004:23).

٣. وحدة التسعير Quotation or Pricing Unit : ان وحدة تسعير خيارات مستقبليات السلع هي نفسها لعقود المستقبليات الأساس.على سبيل المثال،خيارات مستقبليات الذهب في سوق كوميكس تتداول بالدولارات للاونسة الواحدة (Kramer,1991:110).ووحدة تسعير خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو او برنت لسوق نايمكس هي الدولارات والسنتات للبرميل الواحد(NYMEX,2004d:3).وكذا الحال لخيار مستقبليات برنت (IPE).

٤. أشهر التداول والاستحقاق Trading and Maturity Months : ان أشهر استحقاق(دورة استحقاق)خيارات مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هي جميع أشهر السنة وهي تتداول بمدى يغطي (٣٠) شهرا متعاقبا ، فضلا"عن الخيارات طويلة الأجل (٣٦،٤٨،٦٠،٧٢،٨٤ شهر) والتي تستحق في شهرين فقط وهما يونيو وديسمبر(NYMEX,2004c:11).أما خيار مستقبليات برنت لسوق نايمكس،فأشهر استحقاقه تغطي أشهر السنة لكنه يتداول لستة أشهر متعاقبة فقط (NYMEX,2004d:3).ويغطي خيار مستقبليات برنت (IPE) جميع أشهر السنة ويتداول احد عشر شهرا" متعاقبا"،وعقد الشهر الثاني عشر يطرح فور استحقاق عقد الشهر الأول (IPE,2004:24).

٥. آخر يوم للتداول(تاريخ الاستحقاق أو تاريخ انتهاء الصلاحية) Last Trading Day(Maturity or Expiration Date): هو آخر يوم بالإمكان تنفيذ الخيار فيه وتحويله الى عقد المستقبليات الأساس.وبعد هذا التاريخ فان الخيار يوقف عن التداول ولن يعد بإمكان المشتري تنفيذه كما ان البائع يتحرر من التزامه (CME,2004a:7).وبعض الخيارات تستحق قبل أبكر تاريخ لتسليم عقد المستقبليات الأساس خاصتها بأيام معدودات (Hull,1998:289).وعلى العموم فان آخر يوم للتداول هو آخر يوم يكون بالإمكان عكس مركز الخيار فيه(CME,2004b:8).على سبيل المثال،آخر يوم لتداول خيار مستقبليات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية هو آخر جمعة تسبق أول يوم عمل في شهر تسليم عقد المستقبليات على ان لا يقل الفاصل الزمني بين التاريخين عن ثلاثة أيام عمل(Kramer,1991:109).وآخر يوم لتداول خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو قبل انتهاء التداول بعقد المستقبليات الأساس بثلاثة أيام عمل على الأقل (NYMEX,2004f:2).فمثلا آخر يوم لتداول خيار مستقبليات النفط الخام استحقاق

ابريل٢٠٠٥ هو١٦مارس (NYMEX,2004c:13).وآخر يوم لتداول خيارات مستقبليات برنت لسوق نايمكس هو قبل استحقاق عقد المستقبليات الأساس بيومي عمل على الأقل (NYMEX,2004d:3).وآخر يوم لتداول خيار مستقبليات برنت(IPE)هو قبل استحقاق عقد المستقبليات الأساس بثلاثة أيام عمل على الأقل.فمثلا آخر يوم لتداول خيار مستقبليات برنت(IPE)استحقاق ابريل ٢٠٠٥ هو(١١)مارس(IPE,2004:13).

٦. الحد الأدنى للتقلب السعري Minimum Price Fluctuation : ان حجم النقطة لخيار مستقبليات السلعة هو نفسه لعقود المستقبليات الأساس.على سبيل المثال،حجم النقطة في عقد خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو (سنت واحد) للبرميل الواحد (١٠$ للعقد) (NYMEX,2004f:2) وكذا لخيار مستقبليات برنت (NYMEX) (NYMEX,2004d:3).وكذا لخيار مستقبليات برنت (IPE) (IPE,2004:23).

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

٨. حدود المركز Position Limits : ان قواعد أسواق الخيارات هي التي تحدد عموما" أقصى عدد مسموح بمسكه من الخيارات من النوع نفسه على الموجود الأساس نفسه من قبل المتعامل الواحد أو مجموعة المتعاملين العاملين مع بعض. هذه الحدود التي تسمى حدود المركز تختلف باختلاف الموجود الأساس للخيار والبورصة (OCC,1994:8-9).على سبيل المثال،ليست هناك من حدود على حجم المركز المتخذ بخيار مستقبليات برنت (IPE) (IPE,2004:24).وكذا لخيارات مستقبليات النفط الخام (NYMEX) (NYMEX,2004f:3).

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

وهدف السوق المنظمة من تحديد أسعار التنفيذ هو تنشيط حجم التداول بالخيارات.واغلب التداول يتركز بالخيارات التي يكون فيها سعر الموجود الأساس قريبا" من سعر التنفيذ.وعلى وفق ذلك فان المسؤولين بالأسواق يميلون لإدراج الخيارات التي تكون أسعار تنفيذها قريبة من السعر الحالي للموجود الأساس. ويتعين عليهم استخدام أحكامهم الشخصية لتقرير ما إذا كان سعر التنفيذ أعلى أم أدنى بكثير من سعر الموجود الأساس لتوليد حجم التداول الكافي (Chance,1998:36).وتدرج الخيارات بتشكيلة منوعة من أسعار التنفيذ.وبسبب اختلاف أسعار التنفيذ فان علاوة هذه الخيارات ستختلف هي الأخرى،فبعضها سيكون اكبر من البعض الآخر.وهذا يوفر قدر كبيرا من المرونة للمتعامل بالخيارات.على سبيل المثال،مشتري خيار الشراء،الذي يرغب بتحمل المخاطرة مقابل مبلغ صغير، بإمكانه شراء خيار شراء بسعر تنفيذ عال لان علاوته ستكون منخفضة نسبيا" (COT,2003:31).وتدرج أسعار التنفيذ بمضاعفات محددة سلفا" لكل سلعة.وأسعار التنفيذ المدرجة تتضمن سعر تنفيذ مساوي للسعر الحالي لعقد المستقبليات الأساس وأسعار تنفيذ فوق ودون السعر الحالي لعقد المستقبليات الأساس.وعادة ما تكون الإضافات بفواصل سعرية منتظمة.وبمجرد ارتفاع أو انخفاض أسعار المستقبليات فان أسعار تنفيذ إضافية ستدرج كلما كان ذلك ضروريا" (USDA-RMA,1999:2).على سبيل المثال،لخيار مستقبليات النفط الخام المتداول في سوق نايمكس (٢٠) سعر تنفيذ بإضافات قدرها (٥٠ سنتا) للبرميل فوق وتحت سعر التنفيذ المساوي للسعر الحالي لعقد المستقبليات الأساس.وتعّدل حدود أسعار التنفيذ تبعا" لتحركات أسعار المستقبليات (NYMEX,2004c:11).وكذا لخيار مستقبليات برنت (NYMEX) (NYMEX,2004d:3-4).والإضافات لسعر تنفيذ خيار مستقبليات برنت (IPE) هي أيضا" (٥٠ سنت) لكن عدد أسعار التنفيذ المدرجة هي (خمسة) لكل عقد،احدها مساوي لسعر تسوية عقد المستقبليات الأساس في يوم العمل السابق واثنين فوق واثنين تحت ذلك السعر.وخلال يوم تداول،فان البورصة ربما تضيف سعرا تنفيذا واحدا او اكثر يكون اقرب لآخر سعر مدرج (IPE,2004:23).

١٠. نوع التسوية Type of Settlement: ان خيار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو خيار تسليم مادي وليس خيار تسوية نقدية.بمعنى انه إذا ما تم الاحتفاظ بعقد المستقبليات الأساس (بعد تنفيذ الخيار) لغاية استحقاقه فانه يفضي الى تسليم او استلام السلعة المادية.في حين ان خيار مستقبليات برنت لسوق نايمكس هو خيار تسوية نقدية

(NYMEX,2004d:4).كما ان خيار مستقبليات برنت (IPE) هو خيار تسوية نقدية أيضا"(DOE,2003:60).

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

٦.مقارنة عقود خيارات مستقبليات السلع مع عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبليات:

١,٦ مقارنة خيارات مستقبليات السلع مع الخيارات الفورية

Comparison Commodity Futures Options with Spot Options

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

بعبارة أخرى ان الخيارات الفورية تشترط عند تنفيذها التسليم الفوري والمباشر للأداة الفورية بينما تشترط خيارات المستقبليات تسليم الأداة الفورية في المستقبل وليس الآن (Hull,1998:289).كما ان هناك عواملا عدة تشكل مصدرا" للتمايز بين العقدين.فطالما ان اغلب عقود المستقبليات هي اكثر سيولة نسبيا" من الأداة الفورية المناظرة لها فانه من الأسهل عادة بناء استراتيجيات التحوط او المراجحة باستخدام خيارات المستقبليات مقارنة بالخيارات الفورية (Johnson and Giacctto,1995:490).ولان التنفيذ ربما يشترط اتخاذ مركزا في الأداة الأساسية،فان سيولة هذه الأداة مهمة جدا" بالنسبة للمتعامل بالخيارات.وحتى وان لم ينفذ الخيار فان تسعير الخيار في سوق المستقبليات الأكثر سيولة هو أفضل من تسعيره في السوق الفوري (Chance,1998:523).فضلا عن ذلك فان سعر المستقبليات يكون معروفا" بشكل فوري من التداول ببورصة المستقبليات في حين ان السعر الفوري للموجود الأساس ربما لا يكون متوفرا" بشكل فوري[١]. والأمثلة على الموجودات التي يكون التداول بالمستقبليات عليها أسهل من التداول بها مباشرة هي السلع.فمن الأسهل بكثير والأكثر ملائمة التسليم أو الاستلام لعقد مستقبليات الماشية الحية من التسليم أو الاستلام للماشية نفسها.كما ان خيارات المستقبليات يترتب عليها تكاليف معاملات اقل من الخيارات الفورية في الكثير من الحالات (Hull,1998:294).كما ان تنفيذ خيارات المستقبليات في الغالب يكون أسهل من الخيارات الفورية.اذ ان تنفيذ عقد المستقبليات يتم

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

ببساطة عبر اتخاذ مركز بعقد المستقبليات الأساس بينما يتطلب تنفيذ خيار الأداة الفورية في الغالب الاستلام والتسليم الفعلي للأداة الفورية (Johnson and Giacctto,1995:490).وتنفيذ الخيار الفوري يشترط تسليم الأداة الأساس.وعلى الرغم من ان هذا الاحتمال ضعيف وبعيد نوعا ما الا انه يظل هناك على الأقل بعض الاحتمال بأنه سيكون هناك عجز في عرض الأداة الفورية القابلة للتسليم[١] .وإذا تم استخدام خيار المستقبليات فلن يعود بحاجة للاهتمام بكيفية الحصول على السلعة الأساس.فعقود المستقبليات بالإمكان إيجادها بكميات غير محدودة واقعا".لكن إذا استحق الخيار الأوربي وعقد المستقبليات في آن واحد فان حامل الخيار او محرره يجب ان يبرم مباشرة صفقة عكسية في سوق المستقبليات لتجنب إلزامية الاستلام أو التسليم بمقتضى عقد المستقبليات إذا لم يكن عقد تسوية نقدية (Chance,1992:462).وبخلاف الخيارات الفورية فلا يحدث تبادل نقدي بمبلغ سعر التنفيذ عند تنفيذ خيار المستقبليات.إنما يحظى حامل خيار المستقبليات بمركز طويل او قصير بالمستقبليات والحصول على هذا المركز يكون بسعر مستقبليات يساوي سعر تنفيذ الخيار.وبعد ذلك مباشرة ونتيجة لتأشير مركز المستقبليات مع السوق عند إغلاق يوم التداول فان حملة المراكز الطويلة بالمستقبليات بإمكانهم سحب مبلغ نقدي يساوي سعر المستقبليات الحالي ناقصا" سعر تنفيذ الخيار (إذا كان الفرق موجبا") وبإمكان حملة المراكز القصيرة بالمستقبليات سحب مبلغ نقدي يساوي سعر التنفيذ ناقصا" سعر المستقبليات الحالي (إذا كان الفرق موجبا").لذلك حينما ينفذ خيار المستقبليات فان الحامل يحصل على عقد مستقبليات فضلا عن ربح يساوي القيمة التنفيذية للخيار (Whaley,1986:128).وهذا يعني بان حامل خيار المستقبليات يتخذ مركزا"بالمستقبليات في حال تنفيذه لحقه ولن يكون مطالبا" بدفع سعر التنفيذ الكامل (٢٠$ للبرميل الواحد من النفط الخام مثلا") إنما إيداع الهامش المبدأي (٢$ للبرميل مثلا").وهذا الهامش هو الذي يضمن أداء العقد.وبسبب إجراءات الهامش فان تنفيذ خيارات مستقبليات السلع لايحتاج إلى الكثير من رأس المال بخلاف تنفيذ الخيار الفوري (Gemmill,1993:220). فضلا عن ذلك فان اغلب عقود خيارات المستقبليات تتداول في بورصة المستقبليات نفسها التي يتداول فيها عقد المستقبليات الأساس،بينما اغلب الخيارات الفورية تتداول في بورصات تختلف عن بورصات موجوداتها

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

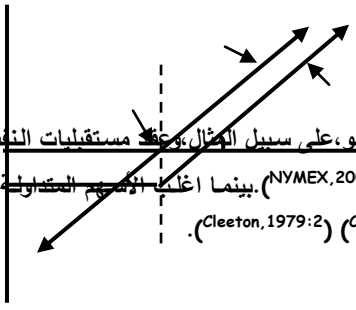
الأساس[1].وهذا بالتالي يجعل تنفيذ استراتيجيات التحوط والمراجحة أكثر سهولة واقل كلفة للمتعاملين بخيارات المستقبليات مما هو الحال بالنسبة للمتعاملين بالخيارات الفورية (Johnson and Giacctto,1995:490); (Siegel and Siegel,1990:488).إذ ان خيارات الأدوات الفورية قد تداولت في(CBOE)والعديد من بورصات الأسهم الأخرى لسنوات عدة.والأعضاء في بورصات المستقبليات ليس بإمكانهم بسهولة التداول بخيارات البورصات الأخرى.وإذا ما رغبوا في التداول بالخيارات،فيتوجب عليهم وضع أوامر عبر السماسرة الذين ينفذون الصفقات في أسواق الخيارات.وحينما طرحت خيارات المستقبليات فانها أتاحت للمتعاملين بالمستقبليات فرصة التداول بكل من المستقبليات والخيارات.وبالنسبة لأغلب العقود فان حلبات التداول بالخيارات والمستقبليات الأساسية هي متجاورة.وهذا يسّهل بشكل كبير جدا" التداول الآني بالخيار وعقد المستقبليات الأساس.ولان خيارات الأسهم لا تتداول جنبا" إلى جنب مع الأسهم الأساس،فان المتعاملين بالمستقبليات يتمتعون بميزة على أعضاء بورصات الأسهم والخيارات.لذلك فان قدرا" كبيرا" من نجاح خيارات المستقبليات جاء من المحليين(Locals).ولكن هذا لايعني بان الجمهور لم يتداول بهذه الأدوات.فلخيارات المستقبليات العديد من الخصائص الجذابة التي لاتوفرها الخيارات الفورية(Chance,1992:462).

٢,٦ مقارنة عقود خيارات مستقبليات السلع مع عقود المستقبليات

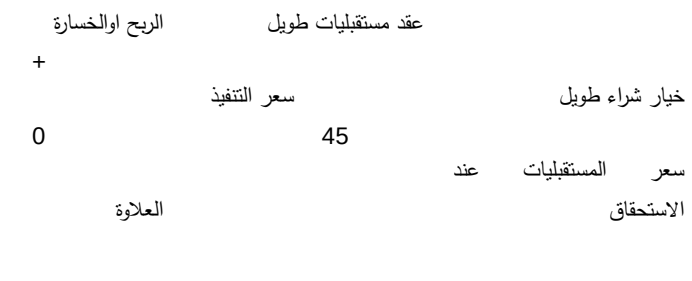
Comparison Commodity Futures Options Contracts with Futures Contracts

ان عقد المستقبليات (والعقد الآجل) يطلق عليه اصطلاح الورقة المالية المشتقة لان سعره مشتق من قيمة موجوده الأساس، وعقد الخيار هو أيضا"من المشتقات لكن الفرق الأساس بينه وبين العقدين الآخرين هو ان الخيار يمنح حامله الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع الموجود الأساس.وهذا الفرق جعل للخيارات عوائد ومخاطر تختلف جدا" في نمطها عن عوائد ومخاطر عقود المستقبليات والعقود الآجلة(Siegel and Fabozzi,et.al.,1998:526);(Siegel,1990:447).والشكل (١) يوضح ذلك.

الشكل (١) مخطط الربح والخسارة لعقد المستقبليات الطويل وخيار الشراء الطويل



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



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

إذ انه يصور فرص الربح والخسارة لكل من المركز الطويل بالمستقبليات والمركز الطويل بخيار الشراء اعتمادا" على سعر المستقبليات.ويفترض اتخاذ المركز الطويل في المستقبليات سعر تنفيذ الخيار نفسه.

وكما يوضح الشكل فان كل زيادة (أو انخفاض)بسعر المستقبليات تّولد ربحا"(أو خسارة)لحامل المركز الطويل بالمستقبليات.والمحور الأفقي هو نقطة التعادل.لذلك فان خط عائد المستقبليات له ميل قدره(٤٥°).وعند أي سعر فوق سعر التنفيذ فان خط الربح والخسارة لخيار الشراء الطويل يكون له نفس ميل خط مركز المستقبليات الطويل باستثناء انه يتحرك دون خط المستقبليات بمقدار العلاوة.وتحت سعر التنفيذ فان خط الربح أو الخسارة لخيار الشراء يكون أفقيا" لأنه وبغض النظر عن مقدار انخفاض سعر المستقبليات فان حامل خيار الشراء لايمكن ان يخسر اكثر من العلاوة المدفوعة.وحامل خيار الشراء يحدد مخاطرته ويقيدها بالعلاوة لان له الحق بالتخلي عن الخيار.فلا يتوجب عليه دفع أية طلبات هامش (بغض النظر عما إذا ارتفع سعر المستقبليات أم انخفض).وبذات الوقت لايجب ان يضحي بفرص الربح في حال ارتفاع سعر عقد المستقبليات الأساس.بالمقابل فان مشتري عقد المستقبليات يربح أيضا" من ارتفاع السعر لكنه لايضمن التعرض المحدود للمخاطرة إذا انخفضت الأسعار بدلا"من الارتفاع.وهذا يعني ان نمط عوائد ومخاطر المستقبليات هو متماثل.فإذا ارتفعت الأسعار فان عقد المستقبليات الطويل يربح بقدر الارتفاع وإذا انخفضت الأسعار فهو يخسر بقدر الانخفاض.أما نمط عوائد خيارات المستقبليات فهو غير متماثل لأنه إذا ارتفعت الأسعار فان خيار الشراء الطويل يربح بقدر الارتفاع لكن إذا

انخفضت الأسعار فهو يخسر بقدر العلاوة كحد أقصى لابقدر الانخفاض إذا كان اكبر من العلاوة (Blank,et.al.,1991:296).

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

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

وهذا الهيكل غير المتماثل للعائد والمخاطرة هو من بين ما يميز الخيارات عن المستقبليات،فهو يتيح امكانية التحوط من مخاطرة التحركات السعرية غير المؤاتية وبذات الوقت يتيح امكانية استغلال والإفادة من التحركات السعرية المؤاتية(Reilly and Brown,2000:1021).وهذا يناظر التأمين ضد الأحداث غير المرغوبة.وشأنه شأن سائر أشكال التأمين الذي يعقد بثمن،فان لتأمين الخيار ثمن يتمثل بالعلاوة.وبسبب التنوع الكبير بعقود الخيارات فان لدى المحوطين عادة مرونة كبيرة في اختيار نوع التأمين الذي يحتاجونه باستخدام الخيارات (Siegel and Siegel,1990:466).

وهذا ما جعل خيارات المستقبليات جذابة للكثير من المستثمرين،فمشتري الخيار مطالب بدفع العلاوة للبائع وبالمقابل لديه مستوى مخاطرة محدد سلفا".العائد المحتمل يكون عال لكن التعرض للمخاطرة يكون صغير نسبيا" لان العلاوة ليست كبيرة جدا"،بينما العائد المتوقع العالي من المستقبليات عادة ما يكون مصحوب بمستوى عال من المخاطرة.لذا فان المخاطرة المحدودة والمعلومة سلفا" هي من النقاط المميزة لخيارات المستقبليات على المستقبليات (Blank,et.al.,1991:25).وجعلها أداة تزود المحوطين بمرونة اكبر في إدارة المخاطرة السعرية من عقود المستقبليات (Edwards and Ma,1992:572).وبخلاف المستقبليات فان مشتري الخيار غير مطالب بإيداع الهامش لدى دار التصفية لان أقصى مخاطرة يتعرض لها هي العلاوة التي يدفعها بالكامل وقت اتخاذ المركز.ولكن بائع الخيار يكون عرضة لمخاطرة كبيرة وبالتالي فهو مطالب بإيداع هامش نقدي الاسلوب نفسه الذي يشتري أو يبيع فيه عقد المستقبليات (Blank,et.al.,1991:15).وعلى الرغم من ان الخيارات تمنح الحقوق مقابل كلفة (العلاوة) الا ان خسائر المستقبليات نتيجة عمليات التسوية اليومية وما يتمخض عنها من طلبات هامش يمكن

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

ان تكون اكبر بكثير من هذه الكلفة (Francis,1991:789).وطالما ان عقود المستقبليات هي ملزمة للطرفين (المشتري والبائع) فان مخاطر الطرفين تكون متماثلة بينما عقود خيارات المستقبليات هي عقود ملزمة للبائع فقط،لذلك فان مشتري الخيار يكون عرضة لمخاطرة سعرية اقل بكثير من البائع كون مخاطرته مقتصرة على العلاوة كحد أقصى بينما مخاطرة البائع تتناسب مع التحرك السعري المحتمل (Blank,et.al.,1991:274).وبخلاف المستقبليات فان حقوق والتزامات باعة ومشتريّ الخيارات هي ليست متماثلة.فمشتري الخيار يحصل على حقوق بينما يتحمل البائع الالتزامات.ويدفع المشتري العلاوة للبائع مقابل الحقوق التي يمنحها إياه لأنه ليس من المنطقي ان يتحمل البائع الالتزامات دون أية تعويضات (Ritter,et.al.,2000:161). وبالتالي يمكن النظر للخيارات على إنها أدوات مالية تفصل الحقوق عن الالتزامات التي تجمع مع بعض في عقود المستقبليات (Garbade,1982:360).بمعنى ان احد الاختلافات الأساسية بين العقدين يتعلق بالحقوق والالتزامات.فعقود المستقبليات هي التزامات يجب الوفاء بها.بينما تمنح الخيارات حملتها الحق وليس الإلزام لتنفيذ حقوقهم متى ما كان ذلك مربحا" (Tompkins,1991:3) ; (Cohen,et.al.,1987:480).

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

من جانب آخر فان المحوطون الذين يستخدمون المستقبليات يحاولون تثبيت السعر.بينما يسعى المحوطين الذين يستخدمون الخيارات لوضع حد أدنى (أرضية Floor) أو حد أقصى (سقف Ceiling) للسعر وليس تثبيته.فمحوط المستقبليات يتخذ عموما" مركزا" بالمستقبليات معاكس لمركزه بالسوق الفوري على أمل تعويض أية خسائر من المركز الفوري بأرباح مركز المستقبليات.بالمقابل فان محوط الخيارات بإمكانه وضع حد أدنى لسعر البيع (باستخدام المركز الطويل بخيار البيع)أو حد أقصى لسعر الشراء (باستخدام المركز الطويل بخيار الشراء) ويظل يحتفظ بإمكانية تحقيق الربح من التحركات السعرية المؤاتية (Edwards and Ma,1992:588).والخيارات تستخدم بشكل ناجح جدا" في وضع هذه الحدود (EIA,2003:12).بعبارة أخرى ان التحوط باستخدام المستقبليات مصمم للتخلص من حالة اللاتأكد بكلا نتائجها الايجابية والسلبية بينما التحوط باستخدام الخيارات هو مصمم للتخلص من النتائج السلبية فقط واستغلال

النتائج الايجابية وهذا يبرر تفضيل الخيارات على المستقبليات في التحويط في بعض الحالات (Solnik,2000:526).على سبيل المثال،شركة تكرير النفط التي تشتري النفط الخام هي عرضة لمخاطرة ارتفاع أسعار النفط الخام وتستفيد حينما تنخفض الأسعار.فكلما قلت كلفة النفط الخام كلما انخفضت تكاليف التصنيع وازداد هامش الربح.ولغرض الحماية ضد الزيادات بكلفة النفط الخام فان شركة التكرير بإمكانها أما شراء مستقبليات النفط الخام او شراء خيار شراء مستقبليات النفط الخام.وبافتراض ان سوق النفط الخام يتداول عند (٢٧$) للبرميل لكن شركة التكرير تخشى من ارتفاع أسعار احتياجاتها من النفط الخام في الفصل القادم.هي بإمكانها شراء خيار الشراء (٢٧$) لكل شهر من الأشهر الثلاث القادمة مقابل علاوة قدرها (٧٠ سنت) للبرميل (٧٠٠$ للعقد).فإذا ارتفع سعر المستقبليات الى (٣٠$) للبرميل فان شركة التكرير تجني ربحا" قدره (٣٠٠٠$) للعقد الواحد يطرح منه العلاوة المدفوعة (٧٠٠$) والربح الصافي هو (٢٣٠٠$).وهذا الربح سيعوض (٢,٣$) من الزيادة البالغة (٣$) للبرميل بتكاليف النفط الخام.لكن إذا انخفض سعر المستقبليات والسعر الفوري كذلك الى (٢٥$) للبرميل فان الشركة ستترك الخيار لتنتهي صلاحيته وتشتري احتياجاتها من النفط الخام من السوق الفوري بسعر (٢٥$) للبرميل.وبذلك تصبح كلفة شراء البرميل (٢٥,٧$) (السعر الفوري+العلاوة المدفوعة).ولأغراض المقارنة افترض بان شركة التكرير قامت بتحويط مركزها الفوري عبر شراء مستقبليات النفط الخام بسعر (٢٧$) للبرميل وارتفع السعر الى (٣٠$) للبرميل.في هذه الحالة،ربح مركز المستقبليات سيكون (٣٠٠٠$) للعقد أو ٣$ للبرميل والذي سيعوض بالكامل الزيادة بتكاليف النفط الخام.لكن إذا انخفض السعر الى (٢٥$) للبرميل فان شركة التكرير تكون قد ثبتت تكاليفها عند (٢٧$) للبرميل وتضحي بالأسعار المؤاتية التي هي دون ذلك.اذ ان مركز المستقبليات سيعطيها كلفة شراء مستقرة للنفط (٢٧$) بغض النظر عن اتجاه حركة الأسعار لكن على حساب ضياع فرصتها في المشاركة في الانخفاض باسعار مدخلاتها.لذلك وبينما تكون الخسارة التي بالإمكان تحملها من الخيار مقتصرة على العلاوة،فان الخسارة التي يمكن تحملها من عقد المستقبليات هي كلفة الفرصة البديلة الناشئة من تثبيت السعر والتضحية بمنافع التحركات المؤاتية في السوق.وعلى الرغم من ان خيارات المستقبليات والمستقبليات هما مرتبطين بقوة،الا أنهما ليسا بديلين متماثلين فلكل مزاياه وعيوبه ويمكن ان يستخدم بشكل منفصل او في توليفة لتحقيق طيف منوع من أهداف إدارة المخاطرة والاستثمار (NYMEX,2004a:10-11).كما ان أسعار خيارات مستقبليات السلع من الممكن ان تتحرك بسرعة لتجسيد المعلومات الجديدة وتحقيق حالة التوازن.والسبب في ذلك هو انه

ليس هناك من حدود سعرية مفروضة على المقدار الذي يمكن ان يتحرك به سعر الخيار في اليوم الواحد.بينما أسعار المستقبليات التي تخضع لمثل هذه الحدود لا تتحرك دائما" بسرعة وبشكل كامل لتجسد المعلومات الجديدة.على سبيل المثال،سعر المستقبليات،وبعد نشر معلومات مثيرة، ربما يتحرك للحدود على مدى أيام متعاقبة قبل الوصول الى حالة التوازن (Camerer,1982:63).وتتشابه الخيارات مع المستقبليات في توفير طريقة يمكن ان يحصل من خلالها المستثمر على نوع من الرافعة،لكن هناك فارقا مهما بين الاثنين اذ ان مخاطرة الخيارات محدودة بينما مخاطرة المستقبليات غير محدودة (Hull,1998:10-11).فما ان تتحرك الأسعار بخلاف ما توقع حامل الخيار ذي المسؤولية المحدودة فانه يترك الخيار ببساطة لتنتهي صلاحيته لكن مشتري المستقبليات لا يتمتع بمثل هذه الحماية،اذ يتعين عليه تحمل الخسائر الى ان يغلق مركزه (Options University,2003:20).ولان عقد المستقبليات لا يمنح حامله الامتياز الذي يمنحه الخيار لحامله فان شراءه لا يكلف شيئا"(Cuthbertson and Nitzsche,2001:9).ولعل خيارات المستقبليات جاءت لتعالج مشاكل التحوط باستخدام المستقبليات.فليس هناك من متطلبات هامش على المراكز الطويلة،كما أنها قادرة على استغلال التحركات السعرية المؤاتية،فضلا عن مخاطرتها المحدودة بخلاف المستقبليات التي قد تعرض المحوط لمخاطرة غير محدودة.لكن لابد من الإشارة الى ان التحوط بالخيارات،وبسبب العلاوة،قد يحقق عائدا" اقل من عوائد التحوط بالمستقبليات في حالات سوقية معينة(Lutgen,2004:2).وعلى العموم فان المحوط الواثق من توقعاته علىحركة الأسعار المستقبلية(وهذه حالة قليلة الحدوث)فلربما يستخدم المستقبليات أما المحوط غير المتأكد من حركة الأسعار المستقبلية(وهذا هو الحال في الغالب)فان الخيارات تكون مفضّلة على المستقبليات (Howells and Bain,2000:305). ويلخص الجدول (٤) الاختلافات الرئيسة بين المستقبليات وخيارات المستقبليات (Edwards and Ma,1992:512).

الجدول (٤) الاختلافات الرئيسة بين المستقبليات وخيارات المستقبليات

المراكز البديلة	حقوق المتعامل	التزامات المتعامل	العلاوة مدفوعة أم مستلمة	هل ان الهوامش مطلوبة	التعرض للمخاطرة	الربح المحتمل
مشتري عقد المستقبليات	-	استلام السلعة بسعر العقد	-	نعم	غير محدود	غير محدود
بائع عقد المستقبليات	-	تسليم السلعة بسعر العقد	-	نعم	غير محدود	غير محدود
مشتري خيار الشراء	شراء عقد المستقبليات بسعر التنفيذ	لا توجد	مدفوعة	كلا	محدود	غير محدود
بائع خيار الشراء	-	بيع عقد المستقبليات بسعر التنفيذ	مستلمة	نعم	غير محدود	محدود
مشتري خيار البيع	بيع عقد المستقبليات بسعر التنفيذ	لا توجد	مدفوعة	كلا	محدود	كبير*
بائع خيار	-	شراء عقد	مستلمة	نعم	كبير*	محدود

البيع		المستقبليات بسعر التنفيذ				

* الربح والخسارة كبيرة ولكن ليست غير محدودة لان سعر المستقبليات لا يمكن ان ينخفض تحت الصفر
Source:(Edwards,Franklin R. and Cindy W. Ma,Futures and Options,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1992:513

الاستنتاجات

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

٢.ان الخيارات الفورية تختلف عن خيارات المستقبليات من أذ الموجود الأساس.فالموجود الأساس للخيارات الفورية هو الأداة الفورية نفسها أما الموجود الأساس لخيارات المستقبليات فهو عقد المستقبليات على الأداة الفورية.ويعد خيار مستقبليات السلعة خيارا" محررا"على عقد مستقبليات سلعي وليس مالي.وهو يتداول في بورصات المستقبليات، بمعنى ان العقد المشتق والأداة المشتق منها كلاهما يتداولان جنبا"إلى جنب في السوق المفتوحة نفسها وهذه الحالة نادرا"ما تحصل في الخيارات الفورية.

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

٤.ان خيارات المستقبليات هي ملزمة لجانب واحد (Unilateral) وهو المحرر.بالمقابل فان عقود المستقبليات هي عقود ملزمة للجانبين.وهذا الإلزام الأحادي هو الذي ولّد الحاجة إلى النوعين المختلفين من الخيارات (خيارات الشراء وخيارات البيع) وذلك لتغطية جميع الصفقات المحتملة.

٥.ان لخيارات مستقبليات السلع أشكالا"متنوعة تختلف باختلاف السلع الفورية لعقدها الأساس.وتتمتع كل هذه الخيارات بمجموعة من الخصائص العامة المتفردة كالشفافية والنمطية والسيولة والرافعة العالية والمخاطرة المحدودة.

٦.ان لكل خيار من خيارات مستقبليات السلع(بما في ذلك النفط الخام)شروطا"أو مواصفات نمطية،تحددها بورصة المستقبليات التي تتداول فيها هذه العقود،تميزه عن بقية أنواع أو أشكال الخيارات.

٧.هناك مجموعة من العلامات الفارقة التي تمنح عقود خيارات مستقبليات السلع عموما"والنفط الخام خصوصا" التميز والتفرد على عقود الخيارات الفورية وعقود المستقبليات.

التوصيات

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

٢.اخذ الوقت الكافي للتحري عن أي شركة أو شخص لم يتم التعامل معه مسبقا".على سبيل المثال،جميع الشركات والأفراد الذين يعرضون عقود خيارات المستقبليات في البورصات الأمريكية يكونون مطالبين قانونا" بالتسجيل لدى هيأة التداول بمستقبليات السلع(CFTC)ويجب ان يكونوا أعضاء لدى جمعية المستقبليات الوطنية(NFA).وبالتالي بالإمكان إجراء هذا التحري بسرعة وبسهولة وبدون كلفة عبر الولوج لمركز(BASIC)التابع للجمعية(NFA)والذي له مكان في موقع(NFA)على الشبكة الدولية (WWW.nfa.Futures.org).وهذا المركز يقدم معلومات تفصيلية عن حالة تسجيل الشركة/أو الفرد فضلا"عن آية إجراءات ضبطية كانت قد اتخذتها(NFA) أو(CFTC)أو أية بورصة أمريكية بحقه.

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

٤.تلبية المتطلبات الضرورية كافة لإقامة سوق مستقبليات سلع في العراق وذلك لإتاحة الفرصة للتداول بعقود خيارات مستقبليات السلع.وهذا يستلزم تهيئة المناخ الاستثماري المشجع لاستقطاب المؤسسات المالية الدولية التي تلعب دورا" مهما في حفز الأنشطة التداولية للسوق وتفعيل حضوره الدولي بدلا"من تحجيمه وجعله ينكفئ على النماذج المحلية الضيقة للأسواق، خصوصا"وان لدى العراق الأساس المادي(في مجال النفط الخام على الأقل)الذي بالإمكان تكيفيه لإنجاح مثل هذه التجربة.

قائمة المصادر

آ. الكتب

1.Blank,Steven C.,Colin A. Carter and Brian H.Schmiesing,Futures and Options Markets:Trading in Financials and Commodities,N.J.:Prentice–Hall International,Inc.1991.
2.Bodie,Zvi,Alex Kane and Alan J.Marcus,Essentials of Investments,3rd ed.,Boston:Irwin/McGraw–Hill,1998.
3.Brown,StewartL. and Steven Errera,Trading Energy Futures:Manual for Energy Industry Professionals, N.Y.:Quorum Books,1987.
4.Chance,Don M.,An Introduction to Options and Futures,2nd ed.,ForthWorth:The Dryden Press,1992.
5.———,An Introduction to Derivatives,4th ed.,Forth Worth:The Dryden Press,1998.
6.Cleeton,Cland E.,Strategies for the Options Trader,N.Y.:John Wiley and Sons,1979.
7.Cohen,Jerome B.,Edward D. Zinbarg and Arthur Zeikel,Investment Analysis and Portfolio Management ,5th ed.,Homewood,Illinois:Irwin Inc.,1987.
8.Corrado,Charles J. and Bradford D. Jordan,Fundamentals of Investments:Valuation and Management, Boston:Irwin/McGraw-Hill,2000.
9.Cuthbertson,Keith and Dirk Nitzsche,Financial Engineering:Derivatives and Risk Management,Chichester :John Wiley and Sons,2001
10.Dubofsky,David A.,Options and Financial Futures:Valuation and Uses,N.Y.:McGraw–Hill,Inc.,1992.
11.Duffie,Darrell,Futures Markets,N.J.:Prentice–Hall,1989.
12.Eales,Brian A.,Financial Risk Management,London:McGraw–Hill Book Company,1995.
13.Edwards,Franklin R. and Cindy W. Ma,Futures and Options,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1992.

14.Elton,Edwin J. and Martin J. Gruber,Modern Portfolio Theory and Investment Analysis,5th ed.,N.Y.: John Wiley and Sons,Inc.,1995.
15.Eun,C. S.and B. G.Resnick,International Financial Management,2nd ed.,Boston:Irwin/McGraw-Hill,2001.
16.Fabozzi,Frank J.,Franco Modigliani and Michael G.Ferri,Foundations of Financial Markets and Institutions,2nd ed.,N.J.:Prentice–Hall International,1998.
17. Francis,JackClark,Investments:Analysis and Management,5th ed.,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1991.
18.———,and Richard W. Taylor,Theory and Problems of Investments,2nd ed.,N.Y.:McGraw–Hill,2000.
19.Garbade,Kenneth,Securities Markets,N.Y.:McGraw–Hill Book Company,1982.
20.Gemmill,Gordon,Options Pricing:An International Perspective,London:McGraw–Hill Book Company,1993.
21.Haley,Charles W. and Lawrence D. Schall,The Theory of Financial Decisions,2nd ed.,Auckland:McGraw–Hill ,1979.
22.Horsnell,Paul and Robert Mabro,Oil Markets and Prices:The Brent Market and the Formation of World Oil Prices,London:Oxford University Press,1993.
23.Howells,Peter and Keith Bain,Financial Markets and Institution,3rd ed.,UK:Prentice–Hall,2000.
24.Hull,John C.,Options,Futures,and Other Derivative Securities,N.Y.:Prentice–Hall,1989.
25.——,Introduction to Futures and Options Markets,3rd ed.,N.Y.:Prentice-Hall,1998.
26.Johnson,Stafford R. and Carmelo Giaccotto,Options and Futures:Concepts,Strategies,and Applications, Minneapolis:West Publishing Company,1995.
27.Kolb,Robert W.,Understanding Futures Markets,5th ed.,UK:Blackwell Publishers,1997.
28.Kramer,Andrea S.,Financial Products:Taxation,Regulation,and Design,N.Y.:John Wiley & Sons,1991.
29.McMillan,Lawrence G.,Options As A Strategic Investment,2nd ed.,N.Y.:NYIF Corporation,1986.
30.Options Institute(The Educational Division of the Chicago Board Options Exchange),Options:Essential Concept and Trading Strstegies,3rd ed.,N.Y.:McGraw-Hill,1991.

31.Pike,Richard and Bill Neale,Corporate Finance and Investment:Decisions & Strategies,N.Y.:Prentice-Hall ,1993.
32.Pinches,GeorgeE.,Essentials of Financial Management,3rdeded.,N.Y.:Harper Collins Publishers,1990.
33.Redhead,Keith,Introduction to Financial Futures & Options,N.Y.:Woodhead-Faulkner,1994.
34.Reilly,Frank K.,Investments,3rded.,Fort Worth:The Dryden Press,1992.
35.—— and Keith C. Brown,Investment Analysis and Portfolio Management,6thed.,FortWorth: The Dryden Press,2000.
36.Ritter,Lawrence S.,William L. Silber,and Gregory F.Udell,Principles of Money,Banking,and Financial Markets,10thed.,Reading:Addison-Wesley,2000.
37.Rose,Peter S.,Money and Capital Markets:Financial Institutions and Investments in Global Marketplace ,6thed.,Boston:Irwin/McGraw-Hill,1997.
38.Samuels,J.M.,F.M.Wilkes,and R.E.Brayshaw,Management of Company Finance,6thed.,London: Champman & Hall,1995.
39.Schall,L. D.and Charles W.Haley,Introduction to Financial Management,N.Y.:McGraw-Hill ,1986.
40.Shapiro,Alam C.and Sheldon D.Balbirer,Modern Corporate Finance:A Multidisciplinary Approach to Value Creation,N.J.:Prentice-Hall,2000.
41.Sharpe,William F. and Gordon J. Alexander,Investments,4thed.,N.J.:Prentice-Hall,1990.
42.Siegel,Daniel R.and Diane F.Siegel,Futures Markets,Chicago:The Dryden Press,1990.
43.Smith,Richard L.and Janet Kiholm Smith,Entrepreneurial Finance,N.Y.:John Wiley & Sons,2000.
44.Solnik,Bruno,International Investments,4thed.,Reading:Addison-Wesley,2000.
45.Sprecher,Ronald C.,Essentials of Investments,Boston:Houghton Mifflin Company,1978.
46.Tompkins,Robert,Options Explained,N.Y.:Stockton Press,1991.
47.VanHorne,James C.,and John M. Wachowicz Jr.,Fundamentals of Financial Management,11thed., N.J.:Prentice-Hall,2001.
48.Waston,Danzil and Anthony Head,Corporate Finance:Principles & Practice,UK:Financial Times Pitman Publishing,1998.
49.Weston,Fred J.and Thomas E.Copeland,Managerial Finance,9thed.,FortWorth:The Dryden Press,1992.

50.Winger,Bernard J. and Ralph R. Frasca,Investments:Introduction to Analysis and Planning,3rded., N.J.: Prentice-Hall,1995.

ب. الدوريات :

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

ج.شبكة المعلومات الدولية :

58.Akiyama,Takamasa and Jeffrey Christian,Effective Risk Management Strategies:Cases of Hedging by Governments,Firms and Smallholders,July 1998.
59.Anderson C.,J.Smith,D.McCorkle,and D.O'Brien,Hedging With a Put Option,Texas Agricultural Extension Service,The Texas A&M University,2004.
60.BWD-RensBurg Investment Management(Investment Analysis Company),Terms and Conditions for Options,Futures,and Contracts for Differences,2004.
61.CA-Contingency Analysis Co.,Options: Basics,1996.
62.CBOE-Chicago Board Options Exchange, Options Basics,2004.
63.CBOT-Chicago Board Of Trade, Futures Options Booklet,1998.
64.CCOC-Canola Council Of Canada,Options on Futures,July 19,2001.
65.CFTC-Commodity Futures Trading Commission, Economic Purposes of Futures Trading,2003.
66.CME-Chicago Mercantile Exchange,Feature of Futures Markets:Basics of Trading,2004a.
67.————— ,Options on Futures:An Introductory Guide,2004b.
68.Cortazar,Conzalo,and Eduardo S. Schwartz,Implementing a Stochastic Model for Oil Futures Prices,July 2002.
69.COT-Commodity Option Training(Web Site),Commodity and Option Basic Training,2003.
70.CSI(Global Education Inc.),Option Basics:It All Started With Tulips,2003.
71.DOE-Department of Energy/USA,The Pricing of Crude Oil,2003.
72. EIA-Energy Information Administration(USA),Derivatives and Risk Management in Energy Industries,2003.
73.IPE-International Petroleum Exchange,Energy Futures and Options Trading,2004.
74.Johnson,Jason,Jackie Smith,Kevin Dhuyvetter,and Mark Waller,Factor Affecting Option Premium Values,2004.

75.Kaminski,L.,Introduction to Energy Derivatives and Fundamentals of Modeling and Pricing,2000.
76.Leland,H.E.,Modification of Black-Scholes Model,2003.
77.Lutgen,Lynn H.,Evaluating Options Vs Futures Contracts,2004.
78.Mckissick,J. C.and G. A.Shumaker,Commodity Options:Price Insurance for the Farmer,April 1990.
79.NYMEX-New York Mercantile Exchange,Why Do They Need to Yell and Make Funny Gestures?,2003.
80.———————— ,Options Information,2004a.
81.———————— ,A Guide to Energy Hedging,2004b.
82.———————— ,Light, Sweet Crude Oil,2004c.
83.———————— ,Brent Crude Oil,2004d.
84.———————— ,A Practical Guide to Hedging,2004e.
85.————————,Crude Oil Futures Prices,2004f.
86.OCC-Options Clearing Corporation,Characteristics and Risk of Standard Options,February1994.
87.———————— ,Put and Call Options,April 12,2002.
88.Options University,Commodity and Option Trading Basics,2003.
89.PSE-Prague Stock Exchange,Trading Rules Applicable to Options and Futures Contracts,2004.
90.Sartwelle,James D.,Daniel O'Brien,Craig Fincham,and Jamie Bennett,Specifications of Futures and Options Contracts,Texas Agricultural Extension Service,The Texas A&M University,2004.
91.UNCTAD-United Nations Conference on Trade and Development,A Survey of Commodity Risk Management Instruments,Report by the UNCTAD Secretariat,April6,1998.
92.USDA-RMA(US Department of Agricultural-Risk Management Agency),Options on Futures Contracts,1999.
93.VanVactor,Samuel A.,Flipping the Witch:The Transformation of Energy Markets,Submitted for a ph.D.,Scott Polar Research Institute,Darwin College,University of Cambridge,February 12,2004.
94.Vora,Bhavech,Derivatives-Futures and Options:An Introduction,IT Review,May 2002.