

استخدام عقود خيارات الأسهم في التحوط

دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية

الأستاذ الدكتور حاتم محسن محمد
عميد كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء
المدرس المساعد حيدر خضير جوان
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء

المقدمة:-

تحتل عقود الخيارات موقعا مميزا في أسواق المال، وحصلت عقود الخيارات على هذه المنزلة المتميزة لما لها من دور كبير في تخفيض المخاطرة الناتجة عن التقلبات الكبيرة في أسعار الاستثمارات المختلفة بسبب الظروف المحيطة بتلك الاستثمارات، إذ تعد عقود الخيارات أفضل أداة مالية من حيث إعطائها تحوطا كاملا ضد أي مخاطرة قد تتعرض لها تلك الاستثمارات. ولم يقتصر التعامل بعقود الخيارات على المتعاملين الأفراد بل تعدى ذلك إلى المؤسسات المالية مثل المصارف وذلك لتحوط استثماراتها من قروض وودائع ضد تقلب أسعار الفائدة. وبالرغم من الفوائد التي توفرها عقود الخيارات للمتعاملين إلا إنها تعد من الاستثمارات الخطرة ولذلك ينصح الخبراء بالإحاطة من جميع المخاطر التي ترافق الوجود الأساسي موضع العقد وكذلك الفهم الكامل بكيفية عمل الخيارات. وعليه تضمنت الدراسة أربعة محاور تناول الأول منها منهجية البحث، وتطرق الثاني إلى عرض الإطار النظري لعقود خيارات الأسهم بينما تناول المحور الثالث التحليل التطبيقي للبحث واختتم الرابع بعدد من الاستنتاجات والتوصيات.

الأدوات المالية التي لا يمكن الاستغناء عنها في الدول المتقدمة.

وكذلك فإن قلة المعلومات عن هذه الأداة المالية المهمة بسبب قلة الدراسات العربية في هذا النوع من الاستثمار ووقوف سوق بغداد للأوراق المالية عاجزا عن تقديم عقود الخيارات للمستثمرين بسبب ظروف الاستثمار في العراق وكذلك بسبب حداثة هذا السوق أدى كل ذلك إلى تأخر استخدام هذه الأداة من لدن المستثمرين

أولاً- منهجية البحث

أ- مشكلة البحث:-

تتلخص مشكلة البحث في ازدياد المخاطرة السوقية التي يتعرض لها المستثمرون في أسهم الشركات العراقية نتيجة المتغيرات السياسية والاقتصادية التي تنعكس آثارها بشكل سلبي على الاستثمارات وعدم استفادتهم من مزايا التحوط لتقليل هذه المخاطر إلى أدنى حد ممكن باستخدام عقود الخيارات التي أصبحت من

العراقيين وبالتالي إلى بقائهم يعانون من المخاطر السوقية وعدم تمكنهم من مواكبة التطورات العالمية في هذا المجال.

ب- أهمية البحث:-

تتبع أهمية البحث من كونه يلقي الضوء على أداة استثمارية مهمة يمكن الاستفادة منها سواء من لدن المستثمرين الذين يسعون إلى تحوط استثماراتهم، أو من لدن المؤسسات المالية (مثل المصارف) عندما تسعى إلى تقديم خدمات إضافية إلى زبائنها الذين يرغبون بالاستثمار بالخيارات أو عندما ترغب في تحوط موجوداتها ضد تقلبات أسعار الفائدة، وكذلك تأتي أهميتها نتيجة افتقار سوق بغداد عموماً إلى مثل هذه الدراسات، وهذا ما تم تلمسه بشكل ملحوظ نتيجة عدم استخدام هذه العقود داخل البلد بالرغم من استخدامها منذ مدة طويلة في البلدان المتقدمة، وعليه فقد وجد الباحث أهمية القيام بمثل هذا البحث من أجل إظهار الدور الذي يمكن أن يؤديه استخدام عقود الخيارات للمستثمرين في أسهم شركات القطاع الصناعي لتحقيق التحوط الضروري لهم ضد المخاطر المختلفة. والعمل على إزالة التخوف من استخدام هذه الأداة المالية المهمة، وبالتأكيد فإن استخدام هذه الأداة لا تقتصر على المستثمرين فقط بل تمتد إلى سوق الأوراق المالية عندما يقوم بالتعامل بهذه الأداة، وجعل هذا السوق يتماشى مع متطلبات العصر والتطورات التي تحدث في أسواق الخيارات أو الأسواق المالية التي تتعامل بالخيارات، وتكمن الأهمية أيضاً بالجانب النظري وما وفره من معلومات تفيد القارئ سواء كان مستثمر أو باحث.

ج - أهداف البحث:-

يمكن تلخيص أهداف البحث من خلال النقاط الآتية:-

- 1- إجراء دراسة تحليلية لعينة من شركات القطاع الصناعي العراقية المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية وذلك من أجل معرفة كيفية عمل عقود الخيارات على أسهم هذه الشركات ومدى قدرتها على تحقيق التحوط الأمثل للمستثمرين.
- 2- التعرف على عقود الخيارات وإظهار الإيجابيات والسلبيات لهذه العقود.
- 3- تقليل بعض العقبات أمام الأطراف التي ترغب في تنظيم هذه العقود من خلال إثراء هذه الأداة المالية بالمعلومات التي تساعد هذه الأطراف في اتخاذ قراراتها.

د- فرضيات البحث:-

هناك فرضيتان للبحث هما:-

- 1- لا يؤدي استخدام عقد خيار البيع أي دور في تحوط المحفظة ضد المخاطرة النظامية واللائقراطية.
- 2- لا يمكن زيادة عائد المحفظة من خلال استخدام عقود خيارات البيع على أسهم الشركات عينة البحث.

هـ- حدود البحث المكانية والزمنية:-

أ- الحدود المكانية:-

تتمثل الحدود المكانية للبحث في أربع شركات من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية وهذه الشركات هي:-

1- شركة الهلال الصناعية.

2- شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية.

3- شركة الصناعات الخفيفة.

4- شركة الصناعات الكيماوية العصرية.

أما مفهوم عقود خيارات الأسهم فقد وردت في قاموس (Oxford) بأنه الحق في الشراء أو البيع بوقت محدد في المستقبل.

(Hornby, 2004: 892)

وقد عرفت خيارات الأسهم أيضا بأنها عقود تعطي الحق لحاملها في شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم، وبسعر متفق عليه، وخلال مدة زمنية محددة، وذلك مقابل علاوة يدفعها مشتري الخيار للكاتب، وهي غير ملزمة التنفيذ من لدن حامل الخيار على خلاف الكاتب للخيار (Vaitilingam, 1996: 115)، (1998:102) Binhammer & Sephton،

ويمكن تصنيف عقود خيارات الأسهم من حيث موعد التنفيذ على نوعين رئيسيين هما عقود الخيارات الأمريكية، التي تتيح للمستثمر الحق في شراء أو بيع كمية محددة من الأسهم بسعر متفق عليه مقدما إلى أن يتم تنفيذ هذه العقود في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنهائها.

(رمضان، 1998: 92)

أما النوع الآخر فهو عقود الخيارات الأوربي، وهي تشبه عقود الخيارات الأمريكية إلا إنها غير قابل للتنفيذ إلا في يوم انتهاء صلاحية الخيار. (www.fasb.org, 2004: 2)

ب- استراتيجيات خيارات الأسهم

هناك مجموعة من الاستراتيجيات المستخدمة من لدن المتعاملين بخيارات الأسهم وهذه الاستراتيجيات هي:-

1- إستراتيجية خيارات الشراء:-

إن خيارات شراء الأسهم هي عقود تعطي الحق لحاملها في شراء عدد معين من الأسهم

ب- الحدود الزمنية:-

تمتد مدة البحث من كانون الثاني عام (2001) ولغاية كانون الأول عام (2002) وفقا إلى (24) مشاهدة شهرية لكل شركة أي ما مجموعه (96) مشاهدة شهرية لمجموع الشركات، وقد تم اختيار هذه المدة لتوفر المعلومات الضرورية عنها والتي كانت كافية لإتمام البحث.

ثانياً : الإطار النظري للبحث

لقد ازداد التعامل بعقود خيارات الأسهم بشكل كبير مع إقامة سوق لتجارة الخيارات في شيكاغو الذي يعد أول سوق منظم لتجارة الخيارات، وسوف يتم التطرق في الجانب النظري لهذا البحث إلى مفهوم عقود خيارات الأسهم وإستراتيجيات هذه الخيارات ودوافع التعامل بهذه الخيارات وتسعيرها وأسواقها والتحوط وعلى النحو الآتي:-

أ- مفهوم عقود خيارات الأسهم:-

الخيارات هي احد أنواع العقود والعقود في اللغة هو جمع عقد والعقد هو البيع والعهد.

(الرازي، 1981: 444)

وقد جاء ذكر العقد في القرآن الكريم

بقوله تعالى (يأيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود).

(سورة المائدة/1)

ومفهوم الخيار في اللغة هو اسم مصدر

من الاختيار، يقال (أنت بالخيار) أي اختر ما

شئت وخيار الشيء أفضله

(معلوف، 1996: 201)

وفي الحديث الشريف قوله (صلى الله

عليه واله وسلم) (البيعان بالخيار ما لم يتفرقا) أي

طلب خير الأمرين أما إمضاء العقد أو فسخه.

(الخياط، 1994: 155)

لذلك الخيار إلى اقل من سعر التنفيذ فان حامل
الخيار سوف يفقد العلاوة التي دفعها للحصول
على الخيار. (مسعد، 2000: 78)
أما الاحتمال الثاني فهو إذا كان سعر
الأسهم أكبر من سعر التنفيذ فسوف يتم تنفيذ
الخيار وذلك بشراء الأسهم، ويمكن تلخيص
معادلات الأرباح الخاصة بشراء خيار الشراء على
النحو الآتي:-

بسعر محدد وخلال مدة محددة، وهو غير ملزم
لحامل الخيار، وبما إن خيار الشراء هو عقد بين
طرفين لذلك ينقسم على نوعين هما شراء خيار
الشراء وكتابة خيار الشراء ومثلما يأتي:-

أولاً- شراء خيار الشراء:-

عند شراء خيار الشراء فان المشتري
يكون أمام احتمالين، الاحتمال الأول هو إذا ما
انخفضت أسعار الأسهم في السوق وقت التنفيذ

$$\begin{array}{ll} \Pi = St - E - C & \text{If } St > E \\ \Pi = -C & \text{If } St \leq E \end{array} \dots\dots\dots (1)$$

(Chance, 1998: 185- 187)

ثانياً- كتابة خيار الشراء:-

إن كاتب خيار الشراء يتوقع أن تبقى
أسعار الأسهم ثابتة أو تنخفض، لذلك يقوم بكتابة
خيار الشراء، إلا إن مخاطرة كاتب خيار الشراء
تكون كبيرة لان الخسائر قد تكون غير محدودة
إذا حدث عكس توقعات الكاتب أما مكاسبه فهي
معروفة ومحددة بمبلغ العلاوة التي حصل عليها
من مشتري الخيار
(معروف، 2003: 160)
إذ تمثل العلاوة أكبر ما يمكن أن يحصل عليه
حامل الخيار من مكاسب محتملة.
وهناك طريقتان لكتابة خيار الشراء،
الطريقة الأولى تسمى كتابة خيار الشراء المغطاة
(Covered Option Writing) وحسب هذه
الطريقة يقوم كاتب الخيار بشراء الأسهم قبل أن
يياشر بكتابة عقد خيار الشراء عليها، بحيث إذا
قام مشتري خيار الشراء بتنفيذ العقد فان المستثمر
سوف يقوم بتسليم الأسهم من دون أي صعوبات.
(Mayo, 2001:353)

إذ إن

- (Π) تمثل الأرباح.
 - (St) سعر السهم في السوق.
 - (E) سعر التنفيذ للخيار.
 - (C) مقدار العلاوة.
- وقد تكون هناك حالة تعادل أي دون أن
يكون هناك ربح أو خسارة، وان مشتري الخيار
سوف ينفذ الخيار عند حلول مواعده في جميع
الحالات التي يكون فيها السعر السوقي للسهم
أكبر من سعر التنفيذ حتى إذا كان ذلك لا يؤدي
إلى تحقيق أرباح وذلك لإرجاع قسم من مبلغ
الطلاوة.

ومن مزايا شراء خيار الشراء تقديمه ربحاً
محتملاً غير محدود، وكذلك تقييده للخسارة
بمقدار العلاوة التي دفعها وهذا يجعل عملية شراء
الصفقة أمراً مغرباً كإستراتيجية لهؤلاء الذين لديهم
ميزانيات محدودة والذين يرغبون في الدخول في
لعبة السوق. (Chance, 1998: 185- 187)

حامل الخيار، وقد يضطر الكاتب إلى شراء الأسهم بسعر عال ولذلك قد قيدت هذه العملية بمخاطرها على قليل من التجار ذوي رأس المال الكافي. ويمكن تلخيص معادلات الأرباح الخاصة بكتابة خيار الشراء على النحو الآتي:-

$$\begin{aligned} \Pi &= C & \text{If } St \leq E \\ \Pi &= -St + E + C & \text{If } St > E \end{aligned}$$

أما الطريقة الثانية لكتابة خيار الشراء فتسمى كتابة الخيار غير المغطاة (Naked Option Writing) إذ يقوم تاجر الخيارات بكتابة خيار الشراء دون أن يمتلك الأسهم في الوقت نفسه إذ يقوم هذا التاجر بالالتزام ببيع الأسهم التي لا يمتلكها إلى مشتري الخيار ، وعند التنفيذ يشتري الأسهم من السوق ويسلمها إلى

..... (2)

(Chance, 1998:191)

2- إستراتيجيات خيار البيع:-

أولاً - شراء خيار البيع عند شراء خيار البيع فان هذا الخيار قد ينتهي من دون أن ينفذ وذلك عندما يكون سعر السهم في نهاية مدة الصلاحية أكبر أو يساوي سعر التنفيذ، أما إذا كان سعر السهم في نهاية مدة الصلاحية اقل من سعر التنفيذ فان عقد خيار البيع سوف ينفذ لأنه يقع داخل النقد، ويمكن تلخيص معادلات الأرباح الخاصة بشراء خيار البيع على النحو الآتي:-

$$\begin{aligned} \Pi &= E - St - P & \text{If } St < E \\ \Pi &= -P & \text{If } St \geq E \end{aligned}$$

إن خيار البيع هو عقد يعطي الحق لبيع كمية معلومة من موجود أساسي بسعر محدد وخلال مدة محددة وهو أيضا غير ملزم لحامل الخيار، وكما هو الحال بالنسبة إلى إستراتيجيات خيار الشراء فإن إستراتيجيات خيار البيع تقسم على قسمين أيضا هما شراء خيار البيع ، وكتابة خيار البيع وعلى النحو الآتي:-

..... (3)

(Chance, 1998: 193)

ثانياً - كتابة خيار البيع

إن كاتب خيار البيع يكون ملزماً بشراء الأسهم من مشتري الخيار، وان هذا الكاتب سوف يربح إذا ما ارتفع سعر السهم لان مشتري الخيار سوف لا ينفذ الخيار وسيحتفظ كاتب الخيار بالزيادات (العلاوة). وإذا ما حدث انخفاض في سعر السهم فان كاتب الخيار سوف يرغب على

إذ إن (P) هي مقدار العلاوة المدفوعة لكاتب خيار البيع. ويتحقق وضع التعادل عندما يكون سعر التنفيذ يساوي تماما مجموع سعر السوق وقيمة العلاوة لكل سهم.

شراء الأسهم بسعر أكبر من قيمتها في السوق،
ويمكن تلخيص معادلات الأرباح الخاصة بكتابة
خيار البيع على النحو الآتي:-

$$\begin{aligned} \Pi &= -E + St + P & \text{If } St < E \\ \Pi &= P & \text{If } St \geq E \end{aligned} \quad \dots\dots\dots(4)$$

(Chance, 1998: 197-198)

تتضمن إستراتيجية البيع الوقائي شراء
الأسهم بالإضافة إلى شراء خيار البيع لتلك
الأسهم بحيث تبقى هذه الأسهم بالإضافة إلى
خيار البيع لمدة طويلة، إذ يعمل خيار البيع على
تأمين الأسهم ضد انخفاض أسعارها، فإذا انخفض
سعر السهم يمكن لحامل الخيار بيع هذه الأسهم،
وهذا يعني إن خسارة المستثمر (حامل الخيار)
تكون محددة بمقدار العلاوة بينما الربح يكون غير
محدد. وإن إستراتيجية البيع الوقائي تحقق أيضاً
مكاسب من ارتفاع أسعار الأسهم وتزود المستثمر
بطريقة سريعة ورخيصة لتعديل مخاطرة المحفظة.
(Jones, 2000:457)

وعند ارتفاع سعر السهم فإن هذا التامين
لا يكون مطلوباً وان المكاسب التي يحصل عليها
حامل الخيار سوف تنخفض بمقدار الزيادة
المدفوعة.

ويمكن أن يصل سعر السهم إلى حد
معين يحصل فيها التعادل ويسمى هذا السعر
بسعر التعادل وذلك عندما يكون الربح في وقت
انتهاء الصلاحية يساوي صفرًا إذ يكون سعر
السهم في ذلك التاريخ يساوي سعر التنفيذ تضاف
إليه الزيادة المدفوعة.

4- إستراتيجية خيار الانتشار

على وفق هذه الإستراتيجية يقوم المتعامل
بالخيار بكتابة وشراء النوع نفسه من الخيار أي
القيام بكتابة خيار البيع وشراؤه أو بكتابة خيار

ويمكن أن تكون هناك حالة تعادل عندما
يكون سعر السهم في السوق مضافاً إليه العلاوة
للسهم الواحد يساوي سعر التنفيذ المتفق عليه.
وبشكل عام يستطيع مشتري الخيار سواء كان
خيار شراء أو خيار بيع أن يقوم بالآتي:-

- تنفيذ الخيار.
- بيع الخيار لمشتري آخر.
- ترك الخيار لتنتهي صلاحيته.

(Rose, 1999:258)

وفي عقود خيارات الأسهم يكون لكل طرف
من طرفي العقد توقعات معاكسة لتوقعات الطرف
الآخر حول احتمالية تغيير الأسعار لهذه الأسهم
وعلى النحو الآتي:-

- كاتب خيار الشراء يتوقع بأن سعر السهم سوف
يبقى ثابتاً تقريباً أو ربما يتحرك إلى الأسفل
(انخفاض أسعار الأسهم).

- مشتري خيار الشراء يتوقع بأن سعر السهم
سوف يكون اعلي نسبياً (ارتفاع أسعار الأسهم).
- كاتب خيار البيع يتوقع بأن سعر السهم سوف
يبقى ثابتاً تقريباً أو ربما يتحرك إلى الأعلى (ارتفاع
أسعار الأسهم).
- مشتري خيار البيع يتوقع بأن سعر السهم سوف
يتحرك إلى الأسفل (انخفاض أسعار الأسهم).

(Jones, 2000: 448)

3- إستراتيجية خيار البيع الوقائي

ج- دوافع التعامل بخيارات الأسهم

يمكن تقسيم دوافع التعامل بخيارات الأسهم على قسمين وهما دوافع التعامل بخيارات الشراء ودوافع التعامل بخيارات البيع وعلى النحو الآتي:-

1- دوافع التعامل بخيارات الشراء:-

إن أبرز دوافع التعامل بخيارات شراء الأسهم هي دوافع الرفع المالي و المضاربة ويقصد بالرفع المالي إمكانية تحقيق معدلات مرتفعة من الاستثمار بمبالغ صغيرة نسبياً.

(العامري والعلوي، 2002: 157)

أما المضاربة فهي إستراتيجية ترمي إلى الإفادة من عدم موازنة الأسعار.

(الراوي، 1999: 343)

وإن هذه الدوافع تخص مشتري خيار الشراء، أما دوافع بائع (كاتب) خيار الشراء فهو حصوله على العلاوة لأنه يتوقع انخفاض الأسعار (www.hoovers.com, 1996: 24)

2- دوافع التعامل بخيارات البيع:-

يهدف مشتري خيار البيع إلى التحوط ضد انخفاض أسعار الأسهم. ويستعمل العديد من المستثمرين خيارات الأسهم لتحويط استثماراتهم لمدد طويلة.

(Nicholson, 1994: 184)

وكذلك يسعى حامل خيار البيع إلى تحقيق ربح يتمثل بالفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للأسهم ناقص العلاوة المدفوعة. ومن دوافع شراء خيار البيع أيضاً استخدامه في المضاربة والرفع.

(العامري والعلوي، 2002: 159)

الشراء وشرائه وللأسهم نفسها، وسعر الانتشار يتضمن الاختلاف في سعر التنفيذ عند الشراء أو البيع الآني لخيار الأسهم نفسها. ووقت الانتشار يتضمن الاختلاف في تاريخ انتهاء الصلاحية عند الشراء أو البيع الآني لخيار الأسهم نفسها. وهناك إستراتيجيتين متعارف عليهما للتعامل بخيار الانتشار هما:-

أولاً- انتشار خيار الشراء المضارب على الصعود وفيها يتم شراء خيار الشراء بسعر تنفيذ منخفض وبيع خيار شراء بسعر تنفيذ عال وللأسهم نفسها وتاريخ الصلاحية.

ثانياً- انتشار خيار البيع المضارب على الصعود وفيها يتم بيع خيار البيع بسعر تنفيذ عال وشراء خيار البيع بسعر تنفيذ منخفض وللأسهم نفسها وتاريخ الصلاحية نفسه أيضاً.

(Hirschey, 2001:744-745)

5- إستراتيجية خيارات الشد والسحب

إستراتيجية خيار الشد هي شراء خيارين شراء للأسهم نفسها والسعر نفسه وكذلك مدة الصلاحية.

أما إستراتيجية خيار السحب وهي شراء خيارين بيع للأسهم نفسها والسعر نفسه والمدة نفسها.

(معروف، 2003: 160)

6- إستراتيجية خيار الانحياز

وفي هذه الإستراتيجية يتم شراء خيار البيع وخيار الشراء للأسهم نفسها وبالسعر نفسه ومدة الصلاحية نفسها.

(Hirschey, 2001:744-745)

- لا توجد هناك أي تكاليف لعقد الصفقات.
 - لا توجد هناك توزيعات للأرباح من الأسهم المغطاة.
 - يتم تسويق الخيار بحرية.
 - إن العوامل الأساسية للنموذج وخصوصا التوزيع الاحتمالي للعائد تكون معروفة.
- (Thygerson, 1993: 135)
- ممارسة الخيار فقط عند تاريخ الانتهاء (الراوي، 1999: 315)
 - يكون سعر الفائدة معروفا على المدى القصير وثابتا طوال مدة عقد الخيار، والمستثمرون يستطيعون الاقتراض والإقراض بذلك السعر.
 - إن أسعار الأسهم تتبع طريقة السير العشوائي المستمر، (Random Walk in Continuous) التوزيع الطبيعي. (Horne, 1998: 113) قيمة خيار البيع حسب هذا النموذج توجد حسب المعادلات الآتية:- (Walmsley, 1997: 215)

أما دوافع كتابة خيار البيع فهو حصوله على العلاوة لأنه يتوقع ارتفاع الأسعار أو بقاءها على حالها.

د- تسعير خيارات الأسهم

هناك نموذجان لتسعير خيارات الأسهم وعلى النحو الآتي:-

1- نموذج (Black-Scholes) لتسعير الخيار:-

لقد تم تطوير هذا النموذج في عام (1974) وقد سمي النموذج بهذا الاسم نسبة إلى (Fischer Black & Myron Scholes) (Rao, 1992: 784) وقد كان إيجاد هذا النموذج حدثا هاما إذ اثر بشكل مباشر وغير مباشر في كل المتعاملين بالخيارات وقد دعمت عدة دراسات هذا النموذج واقترحت بان الخيارات حسب هذا النموذج يتم تسعيرها بشكل كفوء. (Jones, 2000: 467-468) ويفترض هذا النموذج ما يأتي:-

$$P^m = P^s N(d_1) - P^o e^{-(Rf*t)} N(d_2)$$

..... (5)

$$d_1 = \frac{[\ln(P^s \div P^o) + Rf]}{\sigma \sqrt{t}} + 0.5$$

.....(6)

$$d_2 = d_1 - 0.5 \sqrt{t}$$

..... (7)

المستثمر ليس بحاجة إلى التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل لتقييم خيار الشراء. (الراوي، 1999: 334)

2- نموذج ذو الحدين لتسعير الخيار*

يستخدم هذا النموذج على نطاق كبير لبيان منطق تقييم خيار معطى وكيف إن ورقة مالية معينة (مثل خيار الشراء) يمكن تكرارها من خلال مراكز ملائمة في اثنين من أوراق مالية أخرى ويمكن استخدام هذا النموذج من خلال الكمبيوتر وإمكانية استخدامه لتقدير الخيارات الفعلية، وقد استخدم كذلك بصورة شائعة لأغراض تعليمية وقد سمي هذا النموذج بالثنائي (ذو الحدين) لأنه يفترض إن خلال المدة القادمة من الوقت سيكون للسعر الفوري المعطى قيمة واحدة من قيمتين محتملتين. والصيغة المعتمدة في هذا النموذج هي:-

تفسير الرموز مثلما يأتي:-

- (P^m) علاوة خيار البيع.
- (P^s) السعر السوقي للسهم.
- (P^0) سعر التنفيذ (السعر الذي سيباع فيه السهم في المستقبل إذا رغب حامل الخيار بممارسة ذلك الخيار).
- $N(d1), N(d2)$ تشير إلى الكثافة المتراكمة (التوزيع الطبيعي) لكل من $(d1, d2)$.
- (e) يشير إلى الأساس (e) الرقم المتسامي $\approx (2.7183)$ (وهي قيمة ثابتة).
- (Rf) يشير إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- (t) يشير إلى الوقت.

وحسب هذا النموذج فإن قيمة الخيار ليست دالة مباشرة على أسعار الأسهم المتوقعة في المستقبل وإن أسعار الشراء لم تتأثر بصورة مباشرة بالأسعار المستقبلية المتوقعة وما نحتاجه فعلا هو أسعار الأسهم لتثمين خيار الشراء ولهذا فإن

$$C_0 - P_0 = S_0 - [E \div (1+RF)^t] \quad (8)$$

(الراوي، 1999: 318-366)

خيارات ملائمة ويجب أن تكون هذه الأسواق كفوءة وتتميز بسرعة الاستجابة وبشكل حيوي لسد طلب المستثمرين وتنمية هذا الطلب لديهم ، وعموما هناك نوعان لأسواق الخيارات هما:-
1- سوق الخيارات الموازي.

(Over-The-Counter Options Market)

2- سوق الخيارات المنظمة

(Organized Options Market)

وسوف يتم التطرق إلى هذه الأسواق على النحو الآتي:-

وهذا يعني إن الفرق بين سعر الشراء والبيع يجب أن يساوي السعر الحالي مطروحه منه القيمة الحالية لسعر التنفيذ للخيار مخصوما منه معدل الفائدة الخالية من المخاطرة.

(الراوي، 1999: 318-366)

ه- أسواق خيارات الأسهم:-

إن إحدى الشروط لتوفر السلامة للمصادر المالية والاقتصادية هو توفر أسواق خيارات رئيسة تساهم بشكل كبير في توفر

افتتح هذا السوق لأول مرة في (26) نيسان

(1973) عندما بدأت بورصة الخيارات لهيئة

شيكاغو بالتعامل مع خيارات الشراء وبعدها

أضفت أول خيار بيع في حزيران عام (1977).

(Chance, 1998:30)

إن الفرق بين سوق الخيارات الموازي

وسوق الخيارات المنظمة هو أن الأخير يتطلب

توفر قاعة مادية للتداول وتحديد القوانين والأنظمة

وتقيس العقود وبالخصوص تاريخ الاستحقاق

وسعر التنفيذ، وهذا يجعل الخيارات قابلة للتسويق

مثل الأسهم إذ يستطيع حامل الخيار بيع الخيار

قبل تاريخ الانتهاء ويستطيع كاتب الخيار التخلي

عن التزاماته بشراء أو بيع الموجود محل التعاقد

من خلال تنظيم صفقة إقفال في بورصة الخيارات،

والاختلاف الآخر هو وجود مؤسسة تسوية

الخيارات للبورصات المنظمة. ولقد وضعت بورصة

الخيارات لهيئة شيكاغو جميع هذه الإجراءات

فجعلت من الممكن تسويق الخيارات ومهدت

الطريق للبورصات الأخرى للقيام بذلك العمل.

وسوف يتم التطرق لكيفية عمل سوق

الخيارات المنظمة لخيارات الأسهم بوصفها احد

أنواع الخيارات المعروفة بشكل كبير و أقدم أنواع

الخيارات وعلى النحو الآتي:-

(1) - متطلبات الإدراج وحجم العقد:-

تصف متطلبات الإدراج للبورصات

الأسهم المؤهلة التي يمكن تداول الخيارات فيها،

إذ حددت هذه المتطلبات في السابق بإنشاء

الخيارات على أسهم الشركات الكبيرة ولكن

خففت هذه المتطلبات فيما بعد، فقد أصبح الآن

هناك عدد من الخيارات على أسهم الشركات

الصغيرة. وتحدد البورصة أدنى متطلبات ينبغي أن

1- سوق الخيارات الموازي:-

في هذا السوق لا توجد هناك قاعدة

معينة تنظم المتاجرة بالخيارات إذ إن الصفقات

تنظم بأي حجم بين الأطراف المتعاقدة مثل

المصارف والزيائن أو بين مصرفين، وتتم المتاجرة

فيه بأنواع مختلفة من الخيارات مثل العملات

وأسعار الفائدة ومؤشرات الأسهم في السوق. وفي

هذا السوق يتم التفاوض على الأسعار والشروط

الأخرى بين الأطراف المتعاقدة فيعطي كل طرف

أسعاره وشروطه التي يراها مناسبة

له.

(Samuels, etal, 1995:737)

وتتم الاتصالات في هذا السوق من

خلال الهاتف أو الاتصالات الالكترونية، ويحتوي

هذا السوق على التجار الذين يرتبون لبيع

إصدارات جديدة كضمانات مباشرة لصرف

الوحدات الفائضة وهذا ما يعرف بالوضع المباشر،

بالإضافة إلى احتواء هذا السوق على السماسرة.

(Binhammer & Sephton, 1998:86)

ويتميز هذا السوق بمجموعة من الخصائص هي:-

• إن سوق الخيارات الموازي هو سوق خاص إذ

لا يحتاج العامة أو المستثمرون إلى معرفة أي

الصفقات قد اكتملت.

• تكون قوانينه هي قوانين المجاملة والصدق

وتجدد المؤسسات التي لا تتكيف مع هذا الوضع

إنها غير قادرة على إيجاد نظراء تتاجر معهم.

• إن مدة الخيارات وشروطها يمكن تصميمها وفقا

للحاجات المحددة للطرفين.

إلا إن العيب الأساسي لهذا السوق هو وجود

مخاطر الحساب الدائن (Credit Risk).

(Chance, 1998:33)

2- سوق الخيارات المنظمة:-

أن يطرح بالسوق أكثر من سعر تنفيذي واحد على خيار معين وذلك حسب درجة تقلب السعر للسهم الذي حرر عليه الخيار فكلما ارتفعت درجة التقلب ازداد عدد أسعار التنفيذ. وإن تميّط تواريخ الاستحقاق وأسعار التنفيذ جعلت عقد الخيار المدرج في السوق المنظمة يتصف بخاصية مهمة وهي السيولة العالية (High Liquidity). العامري والعلوي، 2002:155-156)

(3) إنشاء هيئة تسوية الخيارات (Options Clearing Corporation)

ويرمز لها اختصاراً (OCC)، إن هيئة تسوية الخيارات هي كيان يسعى بالأساس إلى انجاز كل صفقات الخيارات إذ تقوم هيئة تسوية الخيارات بإدراج الخيارات على أي وثيقة مالية في خمس بورصات وكذلك في الجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية - (وقد تم تسجيل كل بورصات خيارات الولايات المتحدة من خلال لجنة بورصة الأوراق المالية تحت قانون بورصة الأوراق المالية لعام 1934)، أما فيما يتعلق بالبورصات العالمية خارج الولايات المتحدة وأعضائها فإنه لم يتم تسجيلها وان قوانين الولايات المتحدة لم تفرض عليها) - وتقوم هذه الهيئة بوظيفة مهمة هي اتخاذها اتجاهها معاكساً لكل الخيارات التي تتم المتاجرة بها إذ تكون هذه الهيئة المشتري لكل بائع خيار وكذلك البائع لكل مشتري خيار وتسمح لتجار الخيارات بالمتاجرة بهذه الخيارات من دون أن يكون لكل منهم شريك معاكس (نظير)، وتقوم هذه الهيئة أيضاً بضمان أداء العقود وتعطي الثقة لكل من البائع والمشتري بانجاز العقد حسب الشروط المتفق عليها وبذلك تخفف بشكل جوهري مخاطر الائتمان، (Hirschey, 2001:725)

يلبها السهم كي يبقى ضمن قوائمها، وعند الإدراج فإن خيار الشراء لسهم معين يدرج كصنف خيار وخيار البيع للسهم نفسه يدرج كصنف آخر. وإن مجموع الخيارات لصنف معين له سعر التداول نفسه وتاريخ الانتهاء يسمى سلسلة الخيارات. وإن البورصة هي التي تحدد فيما إذا كان سهم شركة معينة يدرج أو لا، ولا تستطيع الشركة التأثير أو الرفض لعدم إدراج الخيارات على أسهمها. أما فيما يتعلق بحجم عقد الخيار فإن حجم العقد القياسي المتداول في البورصة يتألف من (100) سهم منفرد ويظهر الاستثناء لحجم عقد الخيار القياسي عندما يتجزء السهم أو تعلن الشركة عن مقسوم أرباح السهم، ففي تلك الحالة يعدل عدد الحصص الممثلة بالعقد القياسي كي يعكس التغيير في مجموع رأس مال الشركة. (Chance, 1998: 35-36)

(2) - تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ:-

إن تاريخ الاستحقاق لأي خيار في السوق الموازي يمكن أن يكون في أي يوم عمل في المستقبل أما في سوق الخيارات المنظمة فيطرح السوق ثلاثة تواريخ ثابتة يطلق عليها دورات (Cycles) أو سلاسل (Series) ربع سنوية فكل خيار يطرحه السوق يعين إلى واحد من هذه الدورات الثلاث وتبدأ الدورة الأولى في يناير (كانون الثاني) والدورة الثانية في فبراير (شباط) والدورة الثالثة تبدأ في مارس (آذار) وبغض النظر عن تاريخ إصدار الخيار فإن التعامل به يمتد إلى تسعة أشهر وهو الأجل المعياري لكل خيار. أما سعر التنفيذ فعندما يطرح أحد الخيارات للتداول فإن سعر التنفيذ لذلك الخيار يضع من قبل هيئة التسوية (OCC) وغالباً ما يكون قريب من السعر السوقي السائد للموجود الأساسي ويمكن

وتظهر الحاجة إلى التحوط في جميع أنواع التجارة والأعمال فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من ارتفاع أسعار الفائدة، والمستثمر أو المقترض بحاجة لحماية نفسه من انخفاض أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم، ومنتجو اللحوم والمعلبات والحبوب والمجوهرات بحاجة لحماية أسعار منتجاتهم من تقلبات أسعار هذه المنتجات. (شكري و عوض، 2004: 313)

وهناك إستراتيجيتان يتم استخدامها للتحوط باستخدام عقود خيارات الأسهم وعلى النحو يأتي:-

1- إستراتيجية شراء خيار البيع:-

وحسب هذه الإستراتيجية إذا كان هناك شخص يمتلك مجموعة من الأسهم ويرغب في الاحتفاظ بها، إلا أنه يتوقع انخفاض أسعارها فهو بذلك يستطيع شراء خيار البيع لتلك الأسهم ويحمي نفسه ضد الانخفاض في قيمة هذه الأسهم، إلا أن هذه الإستراتيجية قد تكون مكلفة وغير ضرورية بالنسبة للمستثمرين الصغار. (Gough, 2001: 183)

ويمكن توضيح هذه الإستراتيجية من خلال الشكل (1-2).

إذ يسعى المستثمر إلى إزالة الخطر الذي يتمثل بالجانب السلبي من هذا الشكل، ويعمل خيار البيع عمل بوليصة التأمين ومثلما هو معروف إن التأمين المرغوب لا يكون من دون ثمن (مجانى) ولكي يحصل المستثمر على هذا التأمين فإنه يقوم بدفع ثمنه.

(www.sakson.com,2001:4)

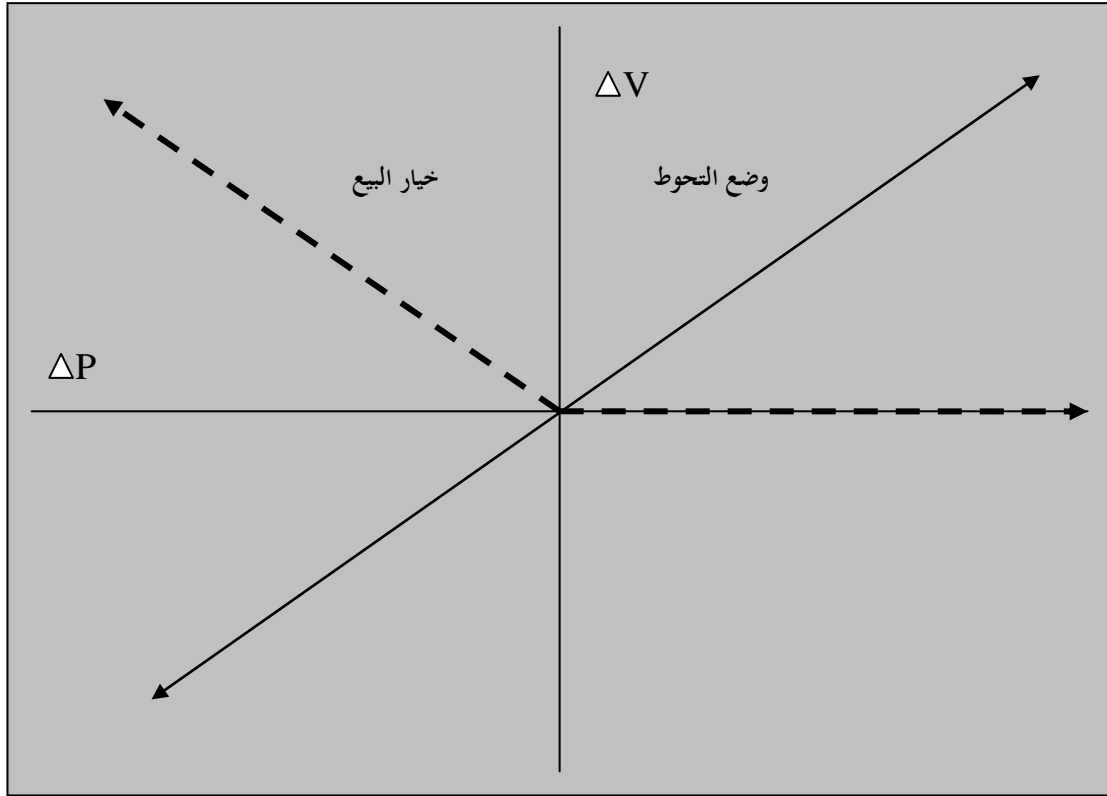
وعندما يريد المستثمر (حامل الخيار) تنفيذ الخيار فإنه يقوم بإعلام السمسار الذي بدوره يقوم بإعلام مؤسسة التسوية إذ تختار هذه الهيئة بشكل عشوائي سمساراً ممن يمسك مواصفات العقد المكتوب نفسه والسمسار يختار بدوره وبشكل عشوائي مستثمر كاتب عنده هذا الخيار نفسه، والكاتب المختار بهذا الأسلوب يتم إخباره على تنفيذ التزامه المحدد، وعندما يتحدد الكاتب للخيار فإنه لا يستطيع أن يتخلى عن التزامه بحيث كاتب خيار الشراء يجب أن يلتزم ببيع الوثائق المالية الأساسية وكاتب خيار البيع يجب أن يشتري هذه الوثائق. (Jones, 2000:450)

وإن الطريقة التي تضمن بها هيئة التسوية التزامات كاتب الخيار هي إنها تطلب من كاتب الخيار إيداع هامش نقدي أو خطاب ضمان حسن التنفيذ. (شكري و عوض، 2004: 334)

وتصل هذه الضمانات إلى هيئة التسوية عن طريق شركة السمسار إذ تأخذ الأخيرة هذه الضمانات من السمسار، وكضمانات إضافية تحتفظ هذه الهيئة بصندوق استثمار خاص يدعمه أعضاءها الآخرون لضمان بقائها وبقاء سوق الخيارات عموماً، وبالتأكيد فإن سوق الخيارات الموازي لا توجد فيه هيئة تسوية، ويتعرض المشتري إلى مخاطرة الائتمان من جانب الكاتب للخيار. (Chance, 1998:47-49)

و- التحوط (Hedge)

التحوط حسب قاموس (Merriam) هي حماية الأموال ضد الخسائر المتوقعة من تقلب الأسعار. (Mish, 1999 :538)



(Ross, etal, 1998: 665)

الشكل (1-2):- شراء خيار البيع

إستراتيجية شراء خيار البيع على أسهم محفظة تضم أسهم هذه الشركات. وسوف يتكون عقد خيار البيع بوصفه عقدا منظما تتوفر فيه مجموعة من الخصائص وهذه الخصائص هي أن تكون مدة صلاحية العقد ثلاثة أشهر، ويكون حجم العقد من (100) سهم (وهو الحجم القياسي المستخدم في عقود الخيارات الأمريكية المنظمة)، وهناك علاوة خيار(السعر) يجب دفعها لبائع الخيار، وهذه العلاوة يمكن استخراجها حسب المعادلة (5) . إذ يتطلب نموذج (Black and Scholes) عند تطبيقه توافر ما يأتي:-

- سعر السهم في السوق:- إذ سيتم استخلاص أسعار الأسهم للشركات المختارة من خلال الاستعانة بالنشرات الشهرية لسوق بغداد للأوراق المالية.

2- إستراتيجية كتابة خيار الشراء المغطاة:-

يمكن أن يستخدم التحوط من لدن كاتب الخيار، ووفقا لهذه الإستراتيجية فان كاتب خيار الشراء يقوم بشراء الأسهم ومن ثم يقوم بكتابة الخيار عليها وبذلك يستطيع هذا الكاتب من الوفاء بالتزاماته عندما يتم تنفيذ الخيار لأنه يمتلك الأسهم محل التعاقد وبالتالي فقد قام الكاتب لخيار الشراء بتحويط نفسه ضد ارتفاع سعر السهم. (Hirschey, 2001:741)

ثالثا:- التحليل التطبيقي للدراسة

يهتم هذا المبحث بتحليل نتائج التحوط للشركات المختارة من خلال استخدام عقود الخيارات على أسهمها، وسوف يتم تبني

• معدل العائد المستمر للمدة = $0.068 \times$

$$0.983 = 0.25$$

• معامل الانحراف المعياري والتباين لعوائد

الأسهم الشهرية بالتركيب المستمر، ويمكن استخراج عوائد الأسهم الشهرية للتركيب المستمر من خلال قسمة سعر السهم لذلك الشهر على سعر السهم للشهر السابق وإيجاد اللوغاريتم الطبيعي لحاصل القسمة.

وبعد إيجاد المتطلبات الضرورية لعقود

خيار البيع المغطاة للشركات المدروسة مثلما هي مبينة في الجدول (1) لشركة الهلال الصناعية، والجدول (2) لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية، والجدول (3) لشركة الصناعات الخفيفة، والجدول (4) لشركة الصناعات الكيماوية العصرية.

فسوف تتم مناقشة إستراتيجية التحوط

على أسهم هذه الشركات على أساس المدد التي يغطيها كل عقد خيار بيع مغطى.

• سعر التنفيذ:- بما إن سعر التنفيذ في اغلب الأحيان يكون قريبا من سعر السهم في السوق لذلك سوف نفترض بان سعر التنفيذ يتطابق مع السعر السوقي للسهم.

• معدل العائد الخالي من المخاطرة المستمر:- من خلال التقرير السنوي لمصرف الرافدين بوصفه احد المصارف الحكومية نستخرج معدل العائد، ومعدل العائد هذا يعد خاليا من المخاطرة وقد بلغ (7%)، وان هذا المعدل ثابت وليس مستمرا

لذلك سوف تتم معالجته بواسطة اللوغاريتم الطبيعي بحسب الصيغة $Ln(1 + RF)$ (الراوي، 1999: 330)

وبذلك فان معدل العائد الخالي من المخاطرة

المستمر على أساس سنوي سيكون (0.068)

• مدة صلاحية الخيار:- وهي ثلاث اشهر، وسوف يتم ضرب هذه المدة في معدل العائد الخالي من المخاطرة المستمر على أساس سنوي ليتم استخراج معدل العائد المستمر للمدة وعلى النحو الآتي:-

• الجدول (1):-عقود خيارات البيع المغطاة لشركة الهلال الصناعية (المبالغ بالدينار العراقي)

ت	التاريخ	أسعار الأسهم خلال مدة العقد		علاوة خيار البيع للسهم الواحد	عائد الأسهم عند تحوط المحفظة	عائد الأسهم عند تحوط المحفظة
		أول المدة	آخر المدة			
العقد 1	2001	30.8	28.9	0.73	(0.73)	(1.9)
العقد 2		28.9	27.6	0.72	(0.72)	(1.3)
العقد 3		27.6	32.7	0.59	4.51	5.1
العقد 4		32.7	13.5	2.17	(2.17)	(19.2)
العقد 5	2002	13.5	10.4	0.19	(0.19)	(3.1)
العقد 6		10.4	12.05	0.27	1.38	1.65
العقد 7		12.05	19	0.73	6.22	6.95
العقد 8		19	15.2	1.19	(1.19)	(3.8)

الجدول (2):- عقود خيارات البيع المغطاة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية

(المبالغ بالدينار العراقي).

ت	التاريخ	أسعار الأسهم خلال مدة العقد		علاوة خيار البيع للسهم الواحد	عائد الأسه م عند تحوط المحفظة	عائد الأسه م عند عدم تحوط المحفظة
		أول المدة	آخر المدة			
العقد 1	2001	16.6	19	0.48	1.92	2.4
العقد 2		19	16.95	0.46	(0.46)	(2.05)
العقد 3		16.95	16.2	0.28	(0.28)	(0.75)
العقد 4		16.2	16.55	0.68	(0.33)	0.35
العقد 5	2002	16.55	16.45	0.28	(0.28)	(0.1)
العقد 6		16.45	21.75	0.7	4.6	5.3
العقد 7		21.75	13.15	0.89	(0.89)	(8.6)
العقد 8		13.15	16.25	0.34	2.76	3.1

الجدول (3):- عقود خيارات البيع المغطاة لشركة الصناعات الخفيفة (المبالغ بالدينار العراقي).

ت	التاريخ	أسعار الأسهم خلال مدة العقد		علاوة خيار البيع للسهم الواحد	عائد الأسه م عند تحوط المحفظة	عائد الأسه م عند عدم تحوط المحفظة
		أول المدة	آخر المدة			
العقد 1	2001	32.9	32.9	0.96	(0.96)	0
العقد 2		32.9	30.85	0.88	(0.88)	(2.05)
العقد 3		30.85	16.65	0.56	(0.56)	(14.2)
العقد 4		16.65	15.1	1.23	(1.23)	(1.55)
العقد 5	2002	15.1	12.2	0.27	(0.27)	(2.9)
العقد 6		12.2	13.95	0.27	1.48	1.75
العقد 7		13.95	10.65	0.45	(0.45)	(3.3)
العقد 8		10.65	16.85	0.33	5.87	6.2

الجدول (4):-عقود خيارات البيع المغطاة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية (المبالغ بالدينار العراقي).

ت	التاريخ	أسعار الأسهم خلال مدة العقد		علاوة خيار البيع للسهم الواحد	عائد الأسه م عند تحوط المحفظة	عائد الأسه م عند تحوط المحفظة
		أول المدة	آخر المدة			
العقد 1	2001	563	175	20.02	(20.02)	(388)
العقد 2		175	354.8	31.55	148.25	179.8
العقد 3		354.8	301.8	5.78	(5.78)	(53)
العقد 4		301.8	240	23.6	(23.6)	(61.8)
العقد 5	2002	240	182.3	4.06	(4.06)	(57.7)
العقد 6		182.3	175	3.07	(3.07)	(7.3)
العقد 7		175	152	2.79	(2.79)	(23)
العقد 8		152	148.2	2.69	(2.69)	(3.8)

(0.48) دينارا لذلك فان العائد من فرق السعر سوف ينخفض من (2.4) دينارا إلى (1.92) دينارا.

وخلال هذه المدة فقد بقي سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة يساوي (32.9) دينارا في بداية المدة وفي نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف يترك الخيار لينتهي دون تنفيذ أو ينفذ لان في كلا الحالتين لا توجد هناك فروق في السعر وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل العائد بمقدار مبلغ العلاوة البالغة (0.96) دينارا.

إلا إن هذه المدة قد شهدت انخفاضا كبيرا في أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية إذ انخفضت من (563) دينارا في أول المدة إلى (175) دينارا في نهاية المدة، وان عقد الخيار في هذه الحالة سوف يتم تنفيذه من خلال بيع حجم معين من أسهم هذه الشركة حسب عدد

المرحلة الأولى:- وتمتد من (2001\1\1) ولغاية (2001\3\31):-

خلال هذه المدة انخفض سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (30.8) دينارا في أول المدة، إلى (28.9) دينارا في نهاية المدة، وان هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار وبيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة (0.73) دينارا و الانخفاض في السعر كان (1.9) دينارا، ولذلك فان الهدف من الخيار قد تحقق.

وفي هذه المدة قد ارتفع سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (16.6) دينارا في بداية المدة إلى (19) دينارا في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف يترك الخيار دون تنفيذ، لان تنفيذه سوف يكون ذا قيمة سالبة للمحفظة، وبما إن العلاوة قد بلغت

وخلال هذه المدة فقد انخفض سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (32.9) ديناراً في بداية المدة إلى (30.85) ديناراً في نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف يتم تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل الخسارة من (2.05) ديناراً لكل سهم وتحديدًا بمقدار العلاوة البالغة (0.88) ديناراً.

وفي هذه المدة قد ارتفعت أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية من (175) ديناراً في أول المدة إلى (354.8) ديناراً في نهاية المدة، وان عقد الخيار في هذه الحالة سوف يترك الخيار لينتهي دون تنفيذ ما دامت أسعار هذه الشركة قد ارتفعت، وبما إن مبلغ العلاوة كان (31.55) ديناراً فان عائد محفظة السوق سوف ينخفض إلى (148.25) ديناراً عن أسهم هذه الشركة بدلاً من (179.8) ديناراً.

ويلاحظ في هذه المدة إن أسعار أسهم جميع الشركات قد انخفضت لذلك كان خيار البيع هنا قد حقق إستراتيجية التحوط بشكل جيد، وخلال هذه المدة كان مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (33.61) ديناراً عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة خسارة مقدارها (185.2) ديناراً فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائداً خلال هذه المدة مقداره (151.59) ديناراً.

المرحلة الثالثة:- وتمتد من (2001\7\1) ولغاية (2001\9\30):-

عقود الخيار، وبما إن مبلغ العلاوة كان (20.02) ديناراً فان محفظة السوق سوف تحوط ضد خسارة مقدارها (388) ديناراً عن أسهم هذه الشركة. ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (22.19) ديناراً عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة من خسارة مقدارها (389.9) ديناراً فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائداً خلال هذه المدة مقداره (367.71) ديناراً.

المرحلة الثانية:- وتمتد من (2001\4\1) ولغاية (2001\6\30):-

خلال هذه المدة انخفض سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (28.9) ديناراً في أول المدة، إلى (27.6) ديناراً في نهاية المدة، وان هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة (0.72) ديناراً والانخفاض في السعر كان (1.3) ديناراً، ولذلك فان الهدف من الخيار قد تحقق.

وفي هذه المدة انخفض سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (19) ديناراً في بداية المدة إلى (16.95) ديناراً في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف ينفذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف تحدد الخسارة بمبلغ العلاوة البالغة (0.46) ديناراً بدلاً من الفرق في السعر والبالغ (2.05) ديناراً عن كل سهم.

(5.78) ديناراً عن كل سهم بدلاً من (53) ديناراً وهو الفرق بين السعرين.

ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (7.21) ديناراً عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة من خسارة مقدارها (67.95) ديناراً فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائداً خلال هذه المدة مقداره (60.74) ديناراً.

المرحلة الرابعة:- وتمتد من

(2001\10\1) ولغاية (2001\12\31):-

خلال هذه المدة انخفض سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (32.7) ديناراً في أول المدة، إلى (13.5) ديناراً في نهاية المدة، وإن هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار وبيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة (2.17) ديناراً و الانخفاض في السعر كان (19.2) ديناراً، ولذلك فإن الهدف من الخيار قد تحقق.

وفي هذه المدة قد ارتفع سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (16.2) ديناراً في بداية المدة إلى (16.55) ديناراً في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف يترك الخيار دون تنفيذ، لأن تنفيذه سوف يكون ذا قيمة سالبة للمحفظة، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.68) ديناراً وهي أكبر من الزيادة في السعر لذلك فإن المحفظة سوف تخسر مبلغ مقداره (0.33) ديناراً رغم هذه الزيادة في السعر. وخلال هذه المدة فقد انخفض سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (16.65)

خلال هذه المدة ارتفع سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (27.6) ديناراً في أول المدة، إلى (32.7) ديناراً في نهاية المدة، وإن هذا الارتفاع سوف يؤدي إلى الترك دون تنفيذ، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.59) ديناراً لكل سهم فإن العائد سوف ينخفض من (5.1) ديناراً إلى (4.51) ديناراً.

وفي هذه المدة انخفض سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (16.95) ديناراً في بداية المدة إلى (16.2) ديناراً في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف ينفذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.28) ديناراً عن كل سهم لذلك فإن الخسارة سوف تنخفض من (0.75) ديناراً إلى (0.28) ديناراً.

وخلال هذه المدة انخفض سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (30.85) ديناراً في بداية المدة إلى (16.65) ديناراً في نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف يتم تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل الخسارة من (14.2) ديناراً لكل سهم وتحديدتها بمقدار العلاوة البالغة (0.56) ديناراً.

وفي هذه المدة انخفضت أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية من (354.8) ديناراً في أول المدة إلى (301.8) ديناراً في نهاية المدة، وإن عقد الخيار في هذه الحالة سوف يتم تنفيذه من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وبذلك فإن خسارة المحفظة من انخفاض أسعار هذه الشركة قد تم تحديدها بمقدار العلاوة البالغة

(0.19) ديناراً و الانخفاض في السعر كان (3.1) ديناراً، ولذلك فإن الهدف من الخيار قد تحقق. وفي هذه المدة قد انخفض سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (16.55) ديناراً في بداية المدة إلى (16.45) ديناراً في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف ينفذ الخيار ويتم بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وان هذا الانخفاض كان قليلاً إذ بلغ (0.1) ديناراً لكل سهم وان مبلغ العلاوة كان أكبر إذ بلغ (0.28) ديناراً لذلك فإن الخيار هنا قد زاد من الخسارة.

وخلال هذه المدة انخفض سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (15.1) ديناراً في بداية المدة إلى (12.2) ديناراً في نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف يتم تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل الخسارة من (2.9) ديناراً لكل سهم وتحديدها بمقدار العلاوة البالغة (0.27) ديناراً.

وفي هذه المدة قد أخفضت أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية من (240) ديناراً في أول المدة إلى (182.3) ديناراً في نهاية المدة، وان عقد الخيار في هذه الحالة سوف يتم تنفيذه من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يتم تقليل الخسارة من (57.7) ديناراً عن كل سهم إلى (4.06) ديناراً المتمثل بمبلغ العلاوة.

ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (4.8) ديناراً عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة من خسارة مقدارها

ديناراً في بداية المدة إلى (15.1) ديناراً في نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف يتم تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل الخسارة من (1.55) ديناراً لكل سهم وتحديدها بمقدار العلاوة البالغة (1.23) ديناراً.

وفي هذه المدة قد انخفضت أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية من (301.8) ديناراً في أول المدة إلى (240) ديناراً في نهاية المدة، وان عقد الخيار في هذه الحالة سوف يتم تنفيذه من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها حسب عدد العقود لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف تنخفض الخسارة من (61.8) ديناراً عن كل سهم وتحديدها بمقدار العلاوة البالغة (23.6) ديناراً. ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (27.68) ديناراً عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة من خسارة مقدارها (82.55) ديناراً فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائداً خلال هذه المدة مقداره (54.87) ديناراً.

المرحلة الخامسة:- وتمتد من (2002\1\1) ولغاية (2002\3\31):-

خلال هذه المدة انخفض سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (13.5) ديناراً في أول المدة، إلى (10.4) ديناراً في نهاية المدة، وان هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار وبيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة

من فرق السعر سوف ينخفض من (1.75) ديناراً إلى (1.48) ديناراً.

وفي هذه المدة انخفضت أسعار أسهم شركة الصنائع الكيماوية العصرية من (182.3) ديناراً في أول المدة إلى (175) ديناراً في نهاية المدة، وان عقد الخيار في هذه الحالة سوف يتم تنفيذه من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يتم تقليل الخسارة من (7.3) ديناراً عن كل سهم إلى (3.07) ديناراً المتمثل بمبلغ العلاوة.

ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (4.31) ديناراً عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة من خسارة مقدارها (7.3) ديناراً فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائداً خلال هذه المدة مقدارها (2.99) ديناراً.

المرحلة السابعة:- وتمتد من (2002\7\1) ولغاية (2002\9\30):-

خلال هذه المدة ارتفع سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (12.05) ديناراً في أول المدة، إلى (19) ديناراً في نهاية المدة، وان هذا الارتفاع سوف يؤدي إلى ترك الخيار لتنتهي صلاحيته دون تنفيذ، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.73) ديناراً لذلك فإن العائد من فرق السعر سوف ينخفض من (6.95) ديناراً إلى (6.22) ديناراً.

وفي هذه المدة قد انخفض سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (21.75) ديناراً في بداية المدة إلى (13.15) ديناراً في نهاية المدة، وان هذا

(63.8) ديناراً فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائداً خلال هذه المدة مقدارها (59) ديناراً.

المرحلة السادسة:- وتمتد من (2002\4\1) ولغاية (2002\6\30):-

خلال هذه المدة ارتفع سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (10.4) ديناراً في أول المدة، إلى (12.05) ديناراً في نهاية المدة، وان هذا الارتفاع سوف يؤدي إلى ترك الخيار لينتهي دون تنفيذ لان تنفيذه سوف يكون ذا قيمة سالبة للمحفظة، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.27) ديناراً فان عائد المحفظة من أسهم هذه الشركة سوف ينخفض من (1.65) ديناراً لكل سهم إلى (1.38) ديناراً.

وفي هذه المدة قد ارتفع سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (16.45) ديناراً في بداية المدة إلى (21.75) ديناراً في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف يترك الخيار دون تنفيذ، لان تنفيذه سوف يكون ذا قيمة سالبة للمحفظة، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.7) ديناراً لذلك فإن العائد من فرق السعر سوف ينخفض من (5.3) ديناراً إلى (4.6) ديناراً.

وخلال هذه المدة ارتفع سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (12.2) ديناراً في بداية المدة إلى (13.95) ديناراً في نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف لا ينفذ الخيار وبما إن العلاوة قد بلغت (0.27) ديناراً لذلك فإن العائد

المرحلة الثامنة:- وتمتد من

(2002\10\1) ولغاية (2002\12\31):-

خلال هذه المدة انخفض سعر السهم في السوق لشركة الهلال الصناعية من (19) دينارا في أول المدة، إلى (15.2) دينارا في نهاية المدة، وان هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار وبيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة (1.19) دينارا والانخفاض في السعر كان (3.8) دينارا، ولذلك فإن الهدف من الخيار قد تحقق. وفي هذه المدة ارتفع سعر السهم لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية من (13.15) دينارا في بداية المدة إلى (16.25) دينارا في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف يترك الخيار دون تنفيذ، لان تنفيذه سوف يكون ذا قيمة سالبة للمحفظة، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.34) دينارا لذلك فإن العائد من فرق السعر سوف ينخفض من (3.1) دينارا إلى (2.76) دينارا.

وخلال هذه المدة ارتفع سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (10.65) دينارا في بداية المدة إلى (16.85) دينارا في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف يترك الخيار دون تنفيذ، لان تنفيذه سوف يكون ذا قيمة سالبة للمحفظة، وبما إن العلاوة قد بلغت (0.33) دينارا لذلك فإن العائد من فرق السعر سوف ينخفض من (6.2) دينارا إلى (5.87) دينارا.

وفي هذه المدة قد انخفضت أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية من (152) دينارا في أول المدة إلى (148.2) دينارا في نهاية المدة، وان هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار وبيع أسهم الشركة المتفق عليها

الانخفاض سوف يؤدي إلى تنفيذ الخيار وبيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة (0.89) دينارا و الانخفاض في السعر كان (8.6) دينارا، ولذلك فإن الهدف من الخيار قد تحقق.

وخلال هذه المدة فقد انخفض سعر السهم لشركة الصناعات الخفيفة من (13.95) دينارا في بداية المدة إلى (10.65) دينارا في نهاية المدة وفي هذه الحالة سوف يتم تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل الخسارة من (3.3) دينارا لكل سهم وتحديدها بمقدار العلاوة البالغة (0.45) دينارا.

وفي هذه المدة أخفضت أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية من (175) دينارا في أول المدة إلى (152) دينارا في نهاية المدة، وفي هذه الحالة سوف يتم تنفيذ الخيار من خلال بيع أسهم الشركة المتفق عليها لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، وسوف يؤدي هذا الوضع إلى تقليل الخسارة من (23) دينارا لكل سهم وتحديدها بمقدار العلاوة البالغة (2.79) دينارا.

ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (4.86) دينارا عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنيب هذه المحفظة من خسارة مقدارها (34.9) دينارا فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائد خلال هذه المدة مقداره (30.04) دينارا.

ويلاحظ أيضا إن جميع الشركات قد حققت عائد للمحفظة خلال المدة وكان مجموع ما حققته من عائد لهذه المحفظة نتيجة حيازتها لسهم واحد عن كل شركة من هذه الشركات الأربع مجتمعة (103.39) دينارا.

في حين لا تستطيع هذه المحفظة تجنب خسارة نتيجة انخفاض أسعار أسهم كل شركة موجودة في العينة عندما لا تستخدم إستراتيجي ة التحوط من خلال شراء عقود الخيارات المغطاة إذ سوف تخسر خلال مدة العامين نتيجة انخفاض أسعار أسهم شركة الهلال الصناعية (15.6) دينارا على كل سهم، وتخسر نتيجة انخفاض أسعار أسهم شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية (0.35) دينارا على كل سهم. وتخسر نتيجة انخفاض أسعار أسهم شركة الصناعات الخفيفة (16.05) دينارا على كل سهم،

وتخسر نتيجة انخفاض أسعار أسهم شركة الصناعات الكيماوية العصرية (414.8) دينارا على كل سهم، ويلاحظ أيضا إن جميع الشركات قد حققت خسارة للمحفظة خلال المدة وكان مجموع ما خسرت هذه المحفظة من حيازتها لسهم واحد عن كل شركة من هذه الشركات الأربع مجتمعة (446.8) دينارا.

لتحوط المحفظة من هذا الانخفاض، إذ بلغت العلاوة (2.69) دينارا والانخفاض في السعر كان (3.8) دينارا، ولذلك فإن الهدف من الخيار في تحوط المحفظة قد تحقق مع أسهم هذه الشركة. ويلاحظ في هذه المدة إن مقدار ما تم دفعه من علاوة لتحوط المحفظة قد بلغ (4.55) دينارا عن أسهم الشركات الأربع مجتمعة، بينما قام الخيار بتجنب هذه المحفظة من خسارة مقدارها (7.6) دينارا فقط، وهذا يعني إن النتيجة ستكون موجبة أي إن هناك عائدا خلال هذه المدة مقداره (3.05) دينارا.

ويوضح الجدول (5) العائد خلال المدة من أسهم الشركات الأربعة عينة البحث، ويلاحظ من هذا الجدول بان المحفظة المحوطة استطاعت الإفادة من فروق الأسعار للسهم الواحد من شركة الهلال الصناعية بمجموع صافي قدره (7.11) دينارا، واستطاعت الإفادة من فروق الأسعار للسهم الواحد من شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية بمجموع صافي قدره (7.04) دينارا، واستطاعت الإفادة من فروق الأسعار للسهم الواحد من شركة الصناعات الخفيفة بمجموع صافي قدره (3) دينارا، واستطاعت الإفادة من فروق الأسعار للسهم الواحد من شركة الصناعات الكيماوية العصرية بمجموع صافي قدره (86.24) دينارا.

الجدول(5):-عائد المحفظة خلال مدة العامين للشركات الأربع عينة البحث

ت	اسم الشركة	عائد المحفظة المحوطة	عائد المحفظة غير المحوطة
1	شركة الهلال الصناعية.	7.11	(15.6)
2	شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية.	7.04	(0.35)
3	شركة الصناعات الخفيفة.	3	(16.05)

4	شركة الصناعات الكيماوية العصرية.	86.24	(414.8)
	المجموع.	103.39	(446.8)

رابعاً: الاستنتاجات والتوصيات

أ- الاستنتاجات

هناك مجموعة من الاستنتاجات التي تم التوصل إليها في هذا البحث وقد قام الباحث بتقسيم هذه الاستنتاجات على قسمين، القسم الأول يتعلق بالإطار النظري والقسم الثاني يتعلق بالإطار التطبيقي وعلى النحو الآتي:-

الاستنتاجات المتعلقة بالإطار النظري:-

- 1- هناك دور مهم وكبير تساهم فيه عقود الخيارات في تخفيض المخاطرة التي يتعرض لها أي استثمار من خلال شراء عقود خيارات البيع (Put) عليها.
- 2- إن مخاطرة كاتب الخيار غير محدودة فقد تكون كبير وتؤدي إلى إفلاس المتعامل عندما تكون التغيرات في الأسعار حادة لأنه لا يستطيع أن يرفض تنفيذ الخيار إذا طلب منه مالك الخيار من القيام بذلك في حين تكون مخاطرة مالك الخيار محدودة بمبلغ العلاوة.
- 3- لا تتطلب عقود الخيارات أن يكون المتعامل فيها مالكا للموجود الأساسي محل التعاقد لأنه يستطيع أن يكتب خيار بيع غير مغطى.
- 4- لا تتطلب عقود الخيارات مبالغ كبيرة من المتعامل فيها فهو يستطيع شراء خيار البيع أو الشراء بالعلوة التي لا تشكل إلا مبالغ بسيطة من قيمة الموجود الأساسي.

- 5- لا يقتصر استخدام عقود الخيارات على المتعاملين الأفراد بل يتعداها إلى المؤسسات المالية من مثل المصارف، إذ تقوم هذه المصارف بشراء أو بيع عقود خيارات الشراء أو البيع إلا إنها في الغالب تكون مشتريه لخيارات البيع وتوجد هناك قوانين في بعض البلدان التي توجد فيها بورصات الخيارات مثل الولايات المتحدة الأمريكية تمنع المصارف من التعامل بهذه العقود في المناطق التي تشهد مخاطرة وتقلبات اقتصادية كبيرة.

الاستنتاجات المتعلقة بالإطار التطبيقي:-

- 1- إن التحوط باستخدام عقود الخيارات قد جنب المحفظة الاستثمارية من خسارة كبيرة لجميع الشركات من دون استثناء وبالتالي فان فرضية البحث الأولى قد تم رفضها.
- 2- أدى التحوط باستخدام عقود خيارات البيع إلى انخفاض العائد عندما ترتفع أسعار أسهم أي شركة من الشركات التي تمثل العينة وذلك لان الخيار سوف يترك في مثل هذه الحالة من دون تنفيذ.
- 3- أدى التحوط باستخدام عقود خيارات البيع إلى تقليل الخسارة وتحديدها بمبلغ العلاوة عندما تنخفض أسعار الأسهم لأحد الشركات.
- 4- أدى استخدام عقود الخيارات إلى زيادة عائد المحفظة الاستثمارية خلال المدة التي جرى فيها البحث وبالتالي فان فرضية البحث الثانية قد تم رفضها.

وشروطها والتزاماتها والنتائج التي تترتب على كاتب الخيارات والامتيازات التي يحصل عليها كل من الكاتب والمشتري للخيار.

3- إنشاء مجلة متخصصة تعنى بشرح عقود الخيارات للمستثمرين وسعيها إلى إقناعهم بأهمية القيام بهذه العقود وضرورتها وترك التخوف من الدخول فيها.

4- إنشاء سوق خيارات موازي يقوم على أساس الثقة وحسن النية بين طرفي العقد.

5- تشجيع إجراء دراسات مشابهة في القطر تعنى باستخدام عقود الخيارات للمضاربة أو الاستثمار أو التحوط وللمدة نفسها أو لفترات أخرى للشركات نفسها أو في شركات أخرى، من خلال تقديم التسهيلات المتمثلة بتزويد الباحثين بالبيانات والمعلومات الضرورية لإنشاء مثل هذه الدراسات.

ب- التوصيات

في ضوء الاستنتاجات التي تم إدراجها فقد تم التوصل إلى مجموعة من التوصيات بهدف الإفادة منها وهي تتضمن ما يأتي:-

- 1- ضرورة إنشاء سوق منظم في العراق ليتم فيه تداول عقود الخيارات أما أن يكون بشكل مستقل أو من خلال التداول في السوق العراقي الحالي.
- 2- قيام هذا السوق بتثقيف المستثمرين من خلال العمل على إقامة دورات وبرامج تطوير لكافة المستثمرين الراغبين في التعامل بعقود الخيارات لإيصال المعلومات عن آلية عمل الخيارات

ملحق (1):- أسعار الأسهم للشركات عينة البحث (الأرقام بالدنانير)

1- أسعار أسهم شركة الهلال الصناعية:-

السنوات		الأشهر
2002	2001	
12.50	33.35	كانون الثاني
11.85	30.00	شباط
10.40	28.90	آذار
10.10	31.40	نيسان
11.35	27.90	أيار
12.05	27.60	حزيران
12.65	28.50	تموز
13.25	29.55	آب
19.00	32.70	أيلول
10.75	14.75	تشرين الأول

12.75	13.50	تشرين الثاني
15.20	13.25	كانون الأول

2- أسعار أسهم شركة الكندي لإنتاج اللقاحات و الأدوية البيطرية:-

السنوات		الأشهر
2002	2001	
16.50	19.50	كانون الثاني
16.65	19.15	شباط
16.45	19.00	آذار
16.15	18.90	نيسان
20.80	19.90	أيار
21.75	16.95	حزيران
12.10	16.90	تموز
12.90	17.05	آب
13.15	16.20	أيلول
12.10	16.55	تشرين الأول
14.10	16.40	تشرين الثاني
16.25	16.55	كانون الأول

2- أسعار أسهم شركة الصناعات الخفيفة:-

السنوات		الأشهر
2002	2001	
14.25	37.45	كانون الثاني
14.20	33.50	شباط
12.20	32.90	آذار
12.30	35.55	نيسان
13.65	30.60	أيار
13.95	30.85	حزيران
10.05	24.75	تموز
10.25	17.45	آب

10.65	16.65	أيلول
12.60	16.25	تشرين الأول
13.70	15.00	تشرين الثاني
16.85	15.10	كانون الأول

3- أسعار أسهم شركة الصنائع العصرية:-

السنوات		الأشهر
2002	2001	
200.00	550.00	كانون الثاني
190.85	550.00	شباط
182.30	175.00	آذار
184.20	393.45	نيسان
175.00	365.85	أيار
175.00	354.75	حزيران
175.00	320.00	تموز
161.00	302.65	آب
152.00	301.80	أيلول
152.00	355.20	تشرين الأول
144.40	175.00	تشرين الثاني
149.00	240.00	كانون الأول

ج- الكتب:

- 1- الخياط، عبد العزيز ، (نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي)، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1994.
- 2- الرازي ، محمد بن أبي بكر الرازي،(مختار الصحاح)، طبعة دار الكتاب العربي ، بيروت، 1981.
- 3- الراوي، خالد وهيب، (الاستثمار، مفاهيم- تحليل- إستراتيجية)، الطبعة الأولى، دار المسرة للنشر والتوزيع والطباعة- عمان، 1999.

المصادر

أولاً: المصادر والمراجع العربية

- أ- القرآن الكريم
- ب-النشرات الرسمية
- 1- سوق بغداد للأوراق المالية، (النشرات الشهرية لأسعار الأسهم للمدة من كانون الثاني 2001 إلى كانون الأول 2002).
- 2- التقرير السنوي والميزانية العمومية لمصرف الرافدين، 2002.

Management) 7th.ed, Harcourt College Publishers,2001.

9-Mish,Frederick C:(Merriam-Websters Collegiate Dictionary) 10th.ed, 1999.

10- Nicholson, Walter: (Intermediate Microeconomics And Its Application) 6th.ed, The Dryden Press Harcourt Brsce College Publishers,1994.

11- Rao, Ramesh, K. S: (Financial Management: Concepts and Applications) 2nd.ed, Singapore: Macmillan Publishing ,1992.

12- Rose, peter S: (Commercial Bank Management) 4th.ed, Irwin / Mc Graw – Hill,1999.

13- Ross, Stephen A; Westerfield, Jaffe: (Fundamentals of Corporate Finance) 4th.ed, Irwin McGraw –Hill, 1998.

14-Samuels, J.m; Wilkes,F.m ; & BraYshaw, R.e: (Management of Company Finance) 6th ed, Published by Chapman &Hall,2-6 Boundary Row, 1995 .

15- Thygerson, Kenneth J: (Financial Markets & institutions), Harper Collins College Publishers, 1993.

16-Vaitilingam, Romesh: (Guide to Using the Financial Pages) 3rd. ed , Pitman Publishing, 1996.

17- Walmsley, Julian: (International Money & Foreign Exchange Markets) John Wiley & Sons, 1997.

ب- الشبكة الدولية للمعلومات:-

1- www.fasb.org.

2- www.hoovers.com.

3- www.sakson.com.

* ويسمى أيضا بنموذج (Cox- Ross- Rubinstein).

(Walmsley, 1996: 209)

* تعد الأرقام بين الأقواس في الجدول قيما سالبة.

4- رمضان، زياد،(مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي)الطبعة

الأولى، دار وائل- عمان، 1998.

5- شكري وعوض؛ ماهر كنج، مروان،(المالية الدولية، العملات

الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق) الطبعة

الأولى معهد الدراسات المصرفية- عمان، 2004.

6- معروف، هوشيار، (الاستثمارات والأسواق المالية)

الطبعة الأولى، دار الصفا للنشر- 2003.

7- معلوف، لويس،(المنجد في اللغة)،الطبعة الخامسة

والثلاثون، أنت شارث فرحان،1996.

د- المجالات:-

1- العامري والعلي؛ محمد علي إبراهيم، أسعد حميد عبيد

(استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم) المجلة

العراقية للعلوم الإدارية، المجلد (1)، العدد (4)،

2002.

2- مسعد، أنطوان مسعد، (الاستثمار في المعاملات

المستقبلية) مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد (20)

العدد (233). 2000.

ثانيا-المصادر الأجنبية:-

أ-الكتب الأجنبية:-

1- Binhammer, H.H: Sephton, Peter.S: (Money Banking & the Canadian Financial System) 7th.ed, An International Thomson Publishing Company, 1998.

2- Chance, Don M: (An introduction to derivatives) 4th.ed, The Deyden Press Harcourt Brace college Publishers,1998.

3- Gough, Leo :(Investors Guide How The Stock Market Really Works) 3rd.ed, Financial Times Prentice Hall, 2001.

4- Hirschey, Mark: (Investments: Theory & Applications) Harcourt College publishers, 2001.

5-Hornby, A. S. and Parnwell, E. C. “English – Arabic Reader’s Dictionary”. Oxford University Press. London, 2004.

6. Horne , C. , James , “ Financial Management of Policy . ” , 11th ed. , prentice – Hall International , Inc. , 1998 .

7- Jones , : (Investments) 7th.ed, John Wiley & Sons, Inc, 2000.

8-Mayo, Herbert B: (Financial Institutions, Investment, &

