



جامعة حلب

كلية الاقتصاد

الدراسات العليا

قسم العلوم المالية والمصرفية

دور الخيارات كأداة استثمارية فعّالة في تنشيط سيولة السوق المالية

(دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة:

أمل وليد معرزا في



جامعة حلب

كلية الاقتصاد

الدراسات العليا

قسم العلوم المالية والمصرفية

دور الخيارات كأداة استثمارية فعّالة في تنشيط سيولة السوق المالية

(دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة:

أمل وليد معرزا في

إشراف:

د. عبد الله ياسين بلال

مدرس في قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية الاقتصاد - جامعة حلب



جامعة حلب

كلية الاقتصاد

الدراسات العليا

قسم العلوم المالية والمصرفية

دور الخيارات كأداة استثمارية فعّالة في تنشيط سيولة السوق المالية

(دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة:

أمل وليد معرزا في

إشراف:

د. عبدالله ياسين بلال

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

كلية الاقتصاد - جامعة حلب

2013-1434

شهادة

نشهد بأنّ العمل المقدم في هذه الرسالة هو نتيجة بحث علمي قامت به المرشحة أمل وليد معرزافي، تحت إشراف الدكتور عبدالله ياسين بلال المدرّس في قسم العلوم المالية والمصرفية في كلية الاقتصاد بجامعة حلب، وأنّ أية مراجع ذكرت في هذا العمل موثقة في نص الرسالة.

المشرف:

الدكتور عبدالله ياسين بلال

المرشحة:

أمل وليد معرزافي

تصريح

أصّح بأنّ هذا البحث:

"دور الخيارات كأداة استثمارية فعّالة وبتنشيط سيولة السّوق الماليّة"

(دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق الماليّة)

لم يسبق أن قُبِل لأي شهادة ولا هو مقدّم حالياً للحصول على شهادة أخرى.

المرشحة:

أمل وليد معرزاني

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ اللَّهُمَّ إِنَّا نَسُوا
عِلْمَكَ إِذْ مَا عَلَّمْنَا بِكَ أَنْتَ
أَنْتَ

الْعَلِيِّ الْكَافِي

32 سُورَةُ الْبَقَرَةِ: آيَةُ 32

وَعَلَّمَكَ مَا نَسِيَ نَجْوَى نَعْلَى وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ
وَعَلَّمَكَ مَا نَسِيَ نَجْوَى نَعْلَى وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ

عَظِيمًا

113 سُورَةُ النَّاسِ: آيَةُ 113

شكر و تقدير

حتى نجيب إذا سئنا

"عم علمنا ماذا عملنا به"

أقدم عملي هذا ممزوجاً بالشكر والحمد على الدوام خالصاً لوجهه تعالى
وإلى من نسير على خطاه المباركة.... إلى من أردنا صناعاً للحياة الكريمة

إلى من أهدانا السلام جيلاً بعد جيل.... إلى نور الهدى..... سيدنا ﷺ صلوات الله عليه وسلم.

أحياناً تكون الكلمات قليلة مهما كثرت....، أحياناً تبقى الحروف صامتة مهما تكلمت... أحياناً تكون عبارات الشكر قليلة أمام صنيع البعض ، ولكن...

لا يمكنني سوى أن أقف أمامك وقفة عرفان بالجميل: الدكتور **عبدالله جلال** على تفضلك تواضعاً بقبول الإشراف على هذه الدراسة ولما كنت لي عوناً وسنداً ومنازةً وجهتني إلى الطريق الصحيح، وقدوةً حسنة علمتني معنى الإصرار والجد على العمل فلك مني كل احترام وتقدير.

كما يسعدني ويشرفني أن أتقدم بوافر شكري وعظيم امتناني إلى الأساتذة أعضاء لجنة الحكم: الاستاذ الدكتور **عبد الرحمن الميحي** والاستاذ الدكتور **حسي حنوري** لتفضلهما بقبول مناقشة هذه الرسالة وتحمل عبء قراءتها وتصويبها وإظهارها بشكل علمي أفضل.

وشكري موصول للأستاذ الدكتور **سهيل الشيخ** رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية لما أحاطني به من سعة صدر ولما قدمه لي من دعم وإرشاد فجزاه الله عني خيراً.

وأشكر الدكتور **حسي ككرو** لتفضله بالقراءة الأولية والنصائح القيمة التي أغنى بها هذا العمل.

كما أخص بالشكر من أرسلتها لي العناية الإلهية لتكون روحاً تمد روحي بالأمل والتفاؤل وستاراً يحجب عن عيني أشباح الفشل الدكتور **أسهبان خلف** لكل ما قدمته لي من عون وتشجيع ودعم منذ اللحظة الأولى لوجودي في كلية الاقتصاد وحتى وقوفي في هذا المجلس.

وأقدم امتناني للأستاذ الدكتور **كجو كجو** /المشرف الداخلي ، عميد كلية الاقتصاد في جامعة البعث/ لدعمه وتشجيعه ولما قدمه لي من فيض علمه فله مني كل احترام وتقدير.

كما أتقدم بعظيم الشكر والتقدير للدكتور **محمد مروان رشيد** الذي قدم لي العون بصدر رحب ولم يبخل علي بالمعلومات والنصائح فجزاه الله عني خيراً.

وأتقدم بعميق الشكر إلى

عمادة كلية الاقتصاد "جامعة حلب" وأعضاء الهيئة التدريسية في قسم العلوم المالية والمصرفية.
عمادة كلية الاقتصاد بجامعة البعث وأعضاء الهيئة التدريسية والكادر الإداري.

ولا يفوتني أن أشكر كل من ساهم في انجاز هذا العمل من قريب أو بعيد، وكل من أمدني بيد العون ولو بكلمة طيبة مشجعة.

إلى كل هؤلاء أتود شكراً جزيلاً

أمل وألينا
معرض أفق

الإهداء

إلى الجبل الشامخ الذي استمد منه قوتي...

إلى من بث في -مي معنى الوفا... منك تعلمت ... وبك اتكيت ... وعلى عباراتك تربيته...
عبارات الشكر وكلا الأجديات تتلاشى أمام صنيعك العظيم...

والدي الفخالي

إلى من رأته بقلبي قبل عينيها... إلى من كانت الجنة تحت قدميها
إلى تلك العيون التي سئلنا بدموع الفرح وهي تقرأ كلماتي هذه..

أمي الحبيبة

إلى ملاذي الأخير في لحظاتي الصعبة... إلى من يقويني ويمسح -دمعتي بضحكته
الحبيبة وده الحنونة وثقة المتبادرة...
إلى من وضعني نجمة على جبينه... وأميرة في قلبه...

خطيبي سامي

من فيض حنانكما أثر و... ومن دفء مشاعركما أرتوي... وبعاطفكما أمضي قدماً...
شكراً لك، الذي جعلني ابتكماً...

عمي سمير ومامار ويدة

معك شمرق بالأمان... بحبك وحنانك كبرق... وبتشجيعك مشيت قدماً في مشوار
حياتي.. لقدوتي ومثلي الأمل...

أختي نسرين

إلى الابتسامة الدائمة... إلى الوجه المشرق بالتفاؤل... إلى القلب المعطاء...

أختي سعاد

إلى عظام البيت الأربعة ... لكلماتها في عيونكم صدق المحبة ورأيت في أطفالكم
معنى الوفاء ... إلى من أسند رأسي إليهم إذا جار الزمان

أخوتي: مازة، ياسر، ماهر، بشار

لكلما كنتم عقولاً من الناس والجوهر ... لمي جفني بهم القدر فكانوا لي أخوة لم
تلاهم أمي ... إلى من أشاء بهم أروي عن الشائعات ...

صهوي رشيد و صهوي حماد

إلى فسحة أملي عندما يضيء العيش ... إلى القلوب التي دفنتني للأمام ... إلى من
وسعتهم ذكري ولم تسلمهم مذكراتي ...

أصدقائي

وأخص بالذكر: صديقتي وابنة خالي رشا - أبنة طهمان، عالية الأذن، رزاه شمس
الدين، ماري سليمان، ربا السالم، سيما حيد باشا.

والى كل طالب علم وكل مهتم ... وكل من يحب ويفار على تراج وطنه الفلاني

دور الخيارات كأداة استثمارية فعالة في تنشيط سيولة السوق المالية

”دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية“

إعداد:

أمل وليد مهنزي

إشراف:

د. عبد الله ياسين بلال

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى بيان الأثر الذي يتركه التعامل بالخيارات على عملية الاستثمار في السوق المالية بشكل عام وعلى سيولة السوق المالية وتنشيط التداول بشكل خاص. وذلك من خلال محاولة ادخال الخيارات إلى سوق دمشق للأوراق المالية ووضعها تحت تصرف المستثمر بهدف تحسين سيولة السوق.

ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من أسهم 10 شركات عاملة في السوق تمثل الأسهم الأكثر نشاطاً. ونظراً لعدم وجود سوق للخيارات في بورصة دمشق تم استخدام نموذج Black & Scholes لتسعير خيار الشراء على الأسهم العشرة، ومن ثم متابعة أدائها ومقارنتها مع معدلات عائد ومخاطرة نفس المحفظة ولكن دون استخدام الخيارات لتكون مرجعاً لتقييم الأداء وذلك وفقاً لافتراضين:

1- أجل الخيار الأوروبي 3 أشهر

2- سعر التنفيذ = سعر السهم في بداية كل مدة

ووجدت الدراسة أنّ محفظة الخيارات حققت معدّل عائد مرتفع جداً مقارنةً مع معدّل عائد كل من محفظة السوق والمحفظة التي لم تستخدم فيها الخيارات عندما كان السوق بوضع ايجابي ومستقر، تحوّلت بعدها العوائد إلى سلبية محققة خسائر كبيرة في المحفظة وذلك بسبب وجود الخطر النظامي المتمثل بسوء وضع الاقتصاد الوطني. وتوصّلت الدراسة إلى أنّ ادخال الخيارات إلى سوق دمشق سيزيد من سيولة السوق على المدى الطويل.

أخيراً أوصت الدراسة بتحديد اطار زمني يتم من خلاله ادخال الخيارات كأداة مالية إلى جانب الأسهم، واختيار التوقيت المناسب لبدء العمل بها.

كلمات مفتاحية: عقود الخيارات، السيولة، سوق الأوراق المالية.

قائمة

المستويات

الفهرس العام

الصفحة	العنوان
أ	قائمة المحتويات
ب	الفهرس العام
ح	قائمة الأشكال
خ	قائمة الجداول
د - ش	الفصل التمهيدي: الإطار العام للدراسة
ذ	مقدمة
ر	أهمية البحث
ر	أهداف البحث
ز	مشكلة البحث
ز	فرضيات البحث
ز	متغيرات البحث
ز	نموذج البحث
س	حدود البحث
س	منهجية البحث
ش	الدراسات السابقة
1 - 50	الفصل الأول: عملية الاستثمار في السوق المالية
3	المبحث الأول: الاستثمار والمشاريع الاستثمارية
3	أولاً: مفهوم الاستثمار
4	1- المشاريع الاستثمارية وأنماط القرار الاستثماري
6	2- المعايير المالية لقرار الاستثمار
10	ثانياً: تبويب الاستثمار
10	1- المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار
11	2- المعيار النوعي لمجالات الاستثمار
12	خلاصة المبحث الأول
13	المبحث الثاني: الاستثمار المالي: العائد والمخاطرة
13	أولاً: محددات الاستثمار المالي
14	1- العائد على الاستثمار

16	2- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
17	ثانياً: تحديد كمية الخطر
17	1- الانحراف المعياري
18	2- معامل الاختلاف
19	3- معامل بيتا
20	ثالثاً: أساليب تقليل المخاطرة
20	1- إدارة المحفظة وتنويع الخطر
25	2- المشتقات المالية
27	خلاصة المبحث الثاني
28	المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية: الخصائص والأدوات
28	أولاً: مفهوم السوق المالية
28	1- بنية السوق المالية
29	2- أهمية سوق الأوراق المالية
31	3- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية
35	ثانياً: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
35	أ- الأدوات المالية الأساسية
35	1- أدوات الملكية
41	2- أدوات الدين
45	ب- الأدوات المالية المشتقة
49	خلاصة المبحث الثالث
50	خاتمة الفصل الأول
50 - 87	الفصل الثاني: عقود الخيارات
54	المبحث الأول: مبادئ وآلية استعمال الخيارات على أساس الأسهم
54	أولاً: ماهية الخيارات
54	1- تعريف عقود الخيارات
55	2- أركان عقد الخيار
56	3- أهمية الخيارات
56	4- الأساس الكامن لعقود الخيارات
57	ثانياً: خصائص عقود الخيارات والعوامل المؤثرة بها
57	أ- خصائص عقود الخيارات
58	ب- العوامل المؤثرة على أسعار الخيارات على أساس الأسهم

59	ثالثاً: تصنيف عقود الخيارات
60	أ- الانواع الرئيسية
61	ب- حسب تاريخ التنفيذ
61	ت- حسب التغطية
61	ث- حسب الربحية
62	رابعاً: استعمال الخيارات على أساس الأسهم
62	أ- استعمال الخيارات كأداة استثمار
63	ب- استعمال الخيارات كأداة تغطية
63	ت- استعمال الخيارات كأداة مضاربة
64	ث- ادارة المخاطر باستعمال عقود الخيارات
64	خلاصة المبحث الأول
65	المبحث الثاني: استراتيجيات التعامل بالخيارات
65	أولاً: الاستراتيجيات الأربعة الأساسية للمتاجرة بالخيارات
66	1- شراء خيار شراء
68	2- بيع خيار شراء
69	3- شراء خيار بيع
70	4- بيع خيار بيع
72	ثانياً: استراتيجيات متقدمة
72	1- استراتيجيات الدّخل
73	2- استراتيجيات المدى
76	3- استراتيجيات المجموعات
77	4- الاستراتيجيات الصناعية
78	خلاصة المبحث الثاني
79	المبحث الثالث: نماذج تقييم الخيارات
79	أولاً: القيم المختلفة لحق الخيار
80	ثانياً: كيفية تسعير عقود الخيارات
80	1- النموذج الثنائي لتسعير الخيارات
83	2- نموذج Black & Scholes
86	خلاصة المبحث الثالث
87	خاتمة المبحث الثالث
88 - 109	الفصل الثالث: الدراسة العملية بالتطبيق على سوق دمشق للأوراق المالية

90	المبحث الأول: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية
90	1- التأسيس
90	2- أهداف ومهام السوق
91	3- الإدارة
91	4- الموارد المالية
91	5- العضوية
92	6- الهيكل التنظيمي
93	7- التداول في سوق دمشق للأوراق المالية
95	8- المقاصّة والتسوية
95	9- مؤشّر السوق
96	10- الأوراق المالية المتداولة
97	11- أنواع الأوامر
97	12- تقسيمات السوق وشروط الإدراج
98	13- الأهمية الاقتصادية لتطوير السوق المالية في سورية
100	المبحث الثاني: المنهجية والدراسة التطبيقية
100	أولاً: مجتمع وعينة الدراسة
100	ثانياً: إجراءات الجانب التطبيقي
102	ثالثاً: تحليل الجدول
106	رابعاً: النتائج
108	خامساً: التوصيات
110	الملاحق
125	قائمة المراجع

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	علاقة العائد والمخاطرة	1
22	المحفظة المثلى	2
23	أثر التنويع على المخاطرة	3
32	دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية	4
46	السعر الحاضر والسعر الآجل	5
62	ربحية عقد الخيار	6
66	شراء خيار شراء	7
69	شراء خيار بيع	8
81	أسعار الخيارات والسهم في الفترة الواحدة	9
93	الهيكل التنظيمي لسوق دمشق للأوراق المالية	10
103	معدل عائد محفظة السوق	11
104	معدل عائد المحفظة التي لم تستخدم فيها الخيارات	12
105	معدل عائد المحفظة التي استخدمت فيها الخيارات	13

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	تصنيف الأسهم الممتازة وفق Standard & Poor's	1
43	تصنيف السندات وفق Standard & Poor's و Moody's	2
98	مقارنة بين شروط الإدراج في السوق النظامية والموازية	3
102	ملخص بخصائص المحافظ من الأسهم العادية وفقاً للمشاهدات ربع السنوية	4

الفصل التمهيدى

الإطار العام للدراسة

الفصل التمهيدية

الإطار العام للدراسة

مقدمة:

يؤدي الاستثمار دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي خاصةً مع التحوّلات الجارية، لذلك فقد تعدّدت وسائله وأساليبه وتتنوعت وفقاً لرؤية المستثمر وميوله. في الواقع يجد المستثمرون أنفسهم في تردّد كبير في اختيار مجال الاستثمار الذي يوظفون فيه أموالهم، وفي اختيار الأداة الاستثمارية المثلى التي تسمح لهم بتحقيق أكبر عائد ضمن مستوى معين من المخاطرة.

تعدّ السّوق المالية من أهمّ القنوات التي يتوجه إليها المستثمرون للقيام بعملية الاستثمار، باعتبارها إحدى أهمّ مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح. لكن نتيجة لعدم قدرة هذه السّوق على حماية المستثمرين من المخاطر من جهة، ونتيجة المخاطرة الشديدة التي يتعرض لها هؤلاء المستثمرين أدى هذا الأمر إلى جعلهم في تحوّف كبير من القيام بعملية التّداول خوفاً من تحقيق الخسائر، لذلك جاءت مجموعة من الأدوات المالية المبتكرة لمساعدة المستثمرين في التخفيف من حدة تعرضهم للخسائر (التحوط)، إضافة إلى كونها أدوات استثمارية مهمّة من شأنها تنشيط عملية التّداول. ومن بين هذه الأدوات المواد المشتقة التي تتمثل خصوصاً في الخيارات.

وتعدّ الخيارات التي تقوم على أساس الأسهم إحدى هذه الأدوات التي وفرت للمستثمرين الفرصة في الاستثمار في السّوق المالية، إضافة إلى جعل السّوق يتمتع بالسيولة من خلال دورها في تنشيط التّداول، حيث تزايدت شعبية تداولها والمناجزة بها لدرجة أصبحت أكثر جاذبية من تداول السّهم ذاته.

ذلك أنّه من أولى متطلبات الهندسة المالية أن تقدّم الأداة الاستثمارية المبتكرة (الخيارات) خدمة فريدة للمستثمر. فالخيارات تعدّ من الأدوات التي تسمح للمستثمر بتخفيف المخاطر، فهي أداة تحوّل، كما أنها تسمح له بتحقيق أرباح غير عادية فهي أداة مضاربة، وأخيراً تعدّ الخيارات واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة في الوقت الحاضر والتي غالباً ما يكون أساسها الكامن أسهم ، سندات، مؤشر البورصة الخ.

ومن المعروف أن السّوق المالية ذات الكفاءة التوزيعية تسمح بتوجيه رؤوس الأموال باتجاه الاستثمارات الأكثر إنتاجية وذلك من خلال توفير مزيد من الأدوات المالية التي تسمح بجذب هذه الأموال. مما ينتج عنه تنشيط عملية التّداول من جهة، وبالتالي تحسين سيولة السّوق المالية، ومن جهة أخرى سوف يسمح ذلك بتطوير القطاعات الاقتصادية من خلال توفير التمويل اللازم.

وقد سعت سورية إلى توفير فرصة استثمارية محلية لمستثمريها بدلاً من هروب أموالهم إلى الخارج للاستثمار في أسواق مالية عربية وأجنبية، عن طريق إنشاء سوق مالية محلية عرفت باسم سوق دمشق للأوراق المالية Damascus Securities Exchange والتي بدأت أعمالها في 10/3/2009 بعد طول انتظار لتتري النور أخيراً وتبدأ بست شركات فقط، ما لبثت أن أصبحت الآن 22 شركة، إلّا أن هذا العدد يعدّ ضئيلاً جداً إذا ما قورن بأسواق مالية عربية وعالمية، وخصوصاً أنّ التّداول ينحصر فقط في أداة مالية واحدة هي الأسهم العادية.

ولمّا كانت الأسواق المالية وخاصةً الأسواق الناشئة (سوق دمشق للأوراق المالية) تعاني من ضعف التداول وشح في السيولة، وبالتالي قلة جذب وحضور المستثمرين نتيجة عدم توفر أدوات مالية تناسب حاجاتهم وأدواقهم. لذلك كان لابدّ من تهيئة بيئة استثمارية تتميز بتعدد أدوات الاستثمار، وذلك من خلال ابتكار أدوات مالية مشتقة تفي بغرض تحقيق السيولة للمستثمر سواءً من حيث الشراء أو البيع.

من خلال ما تقدّم، تسعى الباحثة في هذه الدراسة إلى طرح فكرة تجريبية تتعلق بإدخال الخيارات والتي أساسها الكامن هو الأسهم العادية، ليتم تداولها في سوق دمشق للأوراق المالية بشكل يسهم في زيادة جدوى الاستثمار ويحقق غايات تنشيط سيولة السوق، بهدف تحقيق حضور أوفر للمستثمرين.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في تناوله أحد أهم المواضيع التي تتعلق بسوق الأوراق المالية والمتمثل بسيولة السوق المالية من خلال استخدام أداة استثمارية مشتقة وهي الخيارات.

وتبرز أهمية هذا البحث خصوصاً لسوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية، باعتبار هذه السوق تعاني من نقص في السيولة نتيجة حداتها من جهة، وعدم توفر أدوات استثمارية مغرية للمستثمرين من جهة أخرى.

كما تظهر أهمية البحث في طرحه لفكرة التعامل بالخيارات في سوق دمشق من وجهة النظر الاستثمارية بشكل خاص، والقيام ببناء نموذجين من المحافظ الاستثمارية إحداها تقوم على الأسهم فقط، والثانية تأخذ بالحسبان وجود الخيارات (والتي أساسها الكامن هو الأسهم العادية) إلى جانب الأسهم لإظهار الأثر على العائد الذي يترتب على إدخال الخيارات كأداة استثمارية.

أهداف البحث :

يسعى البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:

1- البحث عن آلية فعّالة لدعم الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي تحسين السيولة وتنشيط التداول.

2- زيادة البدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية وتوظيف رؤوس أموالهم على النحو الذي يسهم في تطوّر واستقرار الاقتصاد.

3- تسليط الضوء على أداء استثمارية هامة تتمثل في الخيارات.

4- بيان الأثر الذي يتركه التعامل بالخيارات على عملية الاستثمار في السوق المالية بشكل عام، وعلى سيولة السوق المالية وتنشيط التداول بشكل خاص.

5- محاولة إدخال الخيارات إلى سوق دمشق من خلال وضعها تحت تصرف المستثمر بهدف تحسين السيولة التي تعاني من نقصها هذه السوق، ومحاولة التوصل إلى نتائج يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرار فيما إذا كانت هذه الأداة هي السبيل لتحقيق ذلك.

6- بناء مجموعة من المحافظ الاستثمارية والقيام بقياس أدائها.

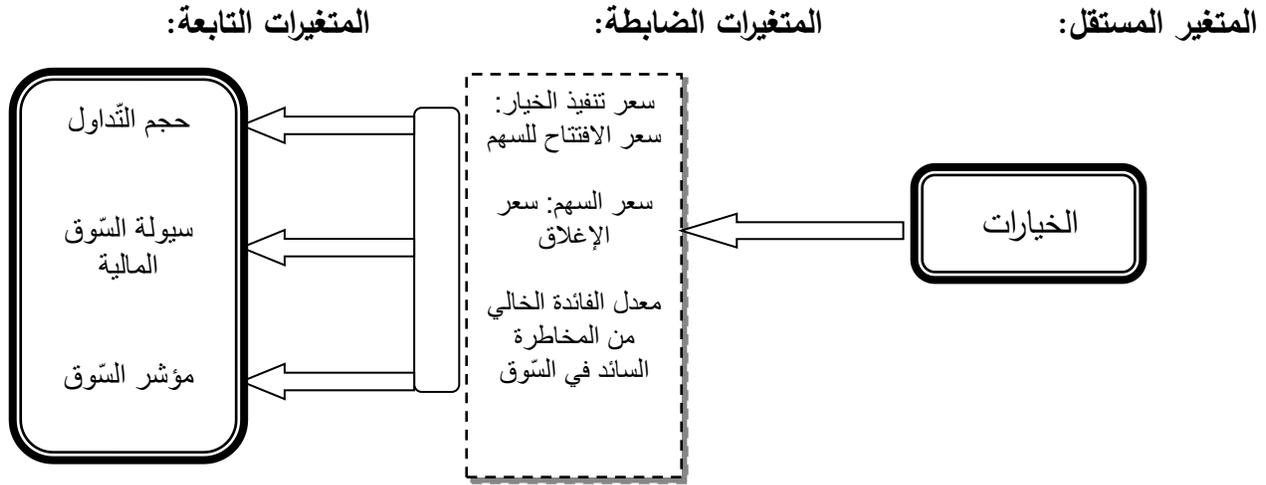
المتغيرات الضابطة:

سعر تنفيذ الخيار: سعر الافتتاح للسهم

سعر السهم: سعر الإغلاق

معدل الفائدة الخالي من المخاطرة السائد في السوق.

نموذج البحث:



حدود البحث:

الحدود المكانية والزمانية:

يشتمل مجتمع البحث على جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أما العينة المستخدمة في البحث فهي مكونة من عشرة أسهم مدرجة في السوق والتي تمثل أسهم الشركات الأكثر تداولاً، التي ستدخل في تكوين المحفظة الاستثمارية، والتي اتسمت بأعلى مستويات من العائد نسبة إلى المخاطرة (مقاسة بالانحراف المعياري) وفقاً للملاحظات اليومية التي شملت المدة من لحظة وضع مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية في التنفيذ في 31/12/2009 وحتى 30/6/2012.

منهجية البحث:

الجانب النظري:

يعتمد البحث في جانبه النظري على المنهج الوصفي القائم على جمع المعلومات من المراجع والدوريات العربية والأجنبية المتوفرة عن موضوع الدراسة، إضافة إلى الاطلاع على الدراسات السابقة التي تمت في هذا المجال ومحاولة عرضها بالشكل الذي يخدم موضوع البحث ويوضح مفاهيمه الأساسية.

الجانب التطبيقي:

سيتم استخراج معدلات العائد اليومية المتحققة للأسهم ومن ثم حساب معدل العائد المتوقع والمخاطرة للأسهم في عينة البحث، وذلك باستخدام متوسطات الأسعار اليومية (سعر الإغلاق) من خلال تطبيق برنامج اكسل على بيانات

مالية، مأخوذة من بنك المعلومات التابع لسوق دمشق للأوراق المالية، والتي تخص: القيم اليومية للمؤشر، الأسعار اليومية لأسهم العينة ممثلة بسعر الإغلاق، وذلك بالاعتماد على العائد الرأسمالي كون العائد الإيرادي المتمثل بتوزيعات الأرباح لا يشكل سوى نسبة بسيطة في ظل ظروف التضخم التي يمر بها الاقتصاد المحلي، ومن ثم استخدام الخيارات (أساسها الكامن هو الأسهم) كأداة استثمارية.

ونظراً لعدم وجود سوق خيارات في بورصة دمشق فسيتم استخدام نموذج Black & Scholes لتسعير خيار الشراء (Call) على الأسهم العشرة ومن ثم متابعة أدائها لمدة سنتين ونصف ومقارنتها مع معدلات عائد ومخاطرة نفس المحفظة من الأسهم العشرة ولكن دون استخدام الخيارات لتكون مرجعاً لتقييم الأداء وذلك وفقاً للافتراضين:

1- أجل الخيار الأوربي 3 أشهر

2- سعر التنفيذ = سعر السهم في بداية كل مدة.

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الاستثمار في الخيارات وعرضته من جوانب مختلفة ومن هذه الدراسات:

الدراسات العربية:

1- دراسة (العامري، محمد علي، و العلي، أسعد، 2002) بعنوان: استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية:

تناول الباحثان في هذه الدراسة سوق بغداد للأوراق المالية، وعملاً على تطبيق دراسة معرفية بهدف الكشف عن الأثر الذي يتركه استخدام الخيارات في حماية الأسهم العادية من المخاطرة السوقية، وكذلك أثر استخدام الخيارات في معدلات العائد، من خلال استخدام نموذج Black & scholes لتسعير الخيارات وذلك لعدم وجود خيارات في السوق.

وتوصل الباحثان إلى عدة نتائج أهمها: أن استخدام الخيارات في محفظة الأسهم العادية يؤدي إلى تخفيض مخاطرة المحفظة، ويتركز التخفيض في المخاطر النظامية، إضافة إلى تحقيق هذه المحافظ نتائج أفضل مقارنة مع نظيرتها التي لم تستخدم فيها الخيارات.

وأخيراً فقد وجد الباحثان أن هناك مبادلة مهمة بين تكاليف الخيارات وتكاليف الفرصة البديلة وطبيعة التقلبات السوقية عند استخدام الخيارات في حماية المحفظة من انخفاض الأسعار السوقية.

2- دراسة (حشاد، نبيل، 2005) بعنوان: إدارة مخاطر المشتقات وإدارة البحوث والمجلة وبنك المعلومات:

هدفت هذه الدراسة إلى بيان كيفية إدارة المخاطر الناشئة عن الأدوات المالية المشتقة من المستويات الأعلى إلى المستويات الأدنى، وضرورة المراجعة والمتابعة.

كما عرضت أهم المخاطر الناشئة عن التَّعامل بالأدوات الماليَّة المشتقَّة، وتوصلت الدَّراسة إلى أن المصرف يجب أن يكون على دراية بقوانين الضَّرائب المختلفة وكل التَّفسيَّرات الَّتِي تحكم استخدام صفَّات الأدوات الماليَّة المشتقَّة.

الدَّراسات باللُّغة الإنكليزية:

1- دراسة (Easley, D, and others: 1998) بعنوان:

Option Volume and Stock Prices: Evidence on Where Informed Traders Trade:

تتناول هذه الدَّراسة الدور المعلوماتي لحجم الصَّفقات في سوق الخيارات، وذلك من خلال دراسة العلاقة المعلوماتية بين سوق الخيارات وسوق الأسهم العادية.

وعملت الدراسة على تطوير نموذج معلومات غير متماثل للتجار المطلعين في سوق الخيارات وسوق الأسهم، من خلال اظهار ظروف المتاجرة بالخيارات، وبيحث في الآثار المترتبة على الربط بين سوقي الخيارات والأسهم. وتوصلت الدراسة إلى وجود دور هام للمعلومات المتعلقة بحجم الصفقات في أنواع معينة من الخيارات، حيث أن أحجام معينة من الخيارات هي الَّتِي تقود تغييرات أسعار الأسهم. وكذلك فإن أحجام الخيارات تحتوي على معلومات هامة عن أسعار الأسهم في المستقبل.

2 - دراسة (Shastri, K , Sarin, A, Mayhew, S: 1999) بعنوان:

What drives option liquidity?:

قامت هذه الدراسة على فحص العلاقة بين خصائص السهم الأساسي وبين تدفق الطلب على خيارات ذلك السهم. وتوصل الباحثون إلى نتائج تشير بأن سيولة الخيارات تكون أعلى للأسهم المسعرة والأسهم غير ثابتة العوائد، إضافة للأسهم الَّتِي تتداول بأحجام صفقات كبيرة، وأخيراً أسهم الشركات الصغيرة. وكذلك وجدوا بأن الأسهم الَّتِي تكون خياراتها أكثر سيولة تتمتع باتساع أقل في أسعار العرض والطلب ويعمق أكبر كما تتضمن النتائج عموماً أن حجم الخيارات يتعلق بقوة رفعهم الكامنة وبتكلفة الصفقات الأقل، إضافة إلى أن التجارة في أسواق الخيارات يتضمن أرباح احتمالية أكثر حدة.

3- دراسة (Kalodera, I, Schlag,C: 2003) بعنوان:

An Empirical Analysis of the Relation Between Option Market Liquidity and Stock Market Activity:

تتناول هذه الدراسة العلاقة بين النُّشاط اليومي للأسهم والسيولة الكامنة وراء الخيار، من خلال عينة من أسهم أكبر الشَّركات الألمانية المدرجة في مؤشر DAX ومخزون الخيارات المتداولة في بورصة مشتقات EUREX. وقد استخدم الباحثان أسلوب تحليل الانحدار لتحديد العوامل الرئيَّسية للتَّفريق بين تدابير السيولة على أساس الصفقات (أحجام التَّداول)، والتدابير القائمة على سيولة السُّوق من حيث عمق واتساع السُّوق. وتم الرِّبط في معادلة الانحدار كل من الصَّفقات والخيارات وسيولة السُّوق من خلال متغيرات تصف: عوائد الأسهم، التَّقلُّب، الحجم.

وقد وجدنا بأن حجم الصفقات في البورصة هو السبب الرئيسي لسيولة الصفقات في سوق الخيارات، وبخلاف الافتراض القائل بأن استمرار تقلب العوائد ليس له أثر كبير، فقد توصلنا إلى أنّ التدابير في الأجل القصير في حالة عدم التأكد والتمثلة في الأجزاء الإيجابية والسلبية لعوائد الأسهم وتأخر قيمها تعد عوامل تفسيرية مهمة. وإنّ العوائد السلبية تعد عامل مشترك للتأثير سواءً من حيث العمق والاتساع، في حين أنّ التقلب هو عامل ملحوظ للتأثير في عمق سوق الخيارات. فضلاً عن حجم تداول الأسهم له أثر إيجابي في حجم تداول الخيار.

كما قدمت الدراسة انحدارات منفصلة لكل من بائع ومشتري الخيار، وتبين أنّ العلاقة بين عوائد الأسهم والسيولة على أساس الصفقات غير متماثلة فيما يتعلق بخيار الشراء وخيار البيع، فخيار الشراء يزداد في أيام العوائد الإيجابية وينخفض في أيام العوائد السلبية، في حين أنّ خيار البيع يسلك عكس السلوك تماماً.

وتعتبر هذه الدراسة من الأبحاث الهامة فيما يتعلق بسيولة سوق الخيارات حيث أنّها ولدت رؤى جديدة ودرست بكثير من التفصيل كل من عمق واتساع سوق الخيارات، إلا أنّها بالرغم من ذلك عانت من صعوبة فهم السيولة النقدية للصفقات. وقد خلصت هذه الدراسة إلى نتيجة أنّ سوق الخيارات هي أكبر بكثير من سوق الأسهم (الأساس الكامن للخيار) وهذا الأمر معروف ضمناً في حقيقة أنّ الخيارات هي أوراق مالية مشتقة من الأسهم.

4- دراسة (Al-Ali,A & Al-Halaseh,R: 2008) بعنوان:

“Profile Hedging with Option Strategies: An Applied Study in Amman Stock Exchnge”:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة استراتيجية الخيارات المالية المتمثلة في بيع خيار الشراء المغطى وشراء خيار البيع المحمي في تخفيض المخاطرة بنوعها النظامية وغير النظامية والحفاظ على مستوى مقبول من العائد. كما هدفت إلى اختبار مدى نجاح هاتين الاستراتيجيتين في سوق عمان المالي والتحقق من صحة الفرضيات. استخدم الباحثان العوائد ربع السنوية للأسهم المدرجة في سوق عمان خلال فترة امتدت عشر سنوات من عام 1996 إلى عام 2006 وذلك لعينة مكونة من 55 سهم، وكذلك العوائد ربع السنوية للمؤشر العام كبديل عن عائد محفظة السوق. وتمّ استخدام نموذج Black & Sholes لتسعير خيارات البيع والشراء.

وأظهرت نتائج هذه الدراسة أنّ استراتيجية بيع خيار الشراء المغطى نجحت في تخفيض المخاطرة بنوعها دون التضحية بمستويات العائد كما نجحت في رفع مستوى الأداء حسب مقاييس شارب، جنسون، ترينور، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية بينما نجحت استراتيجية شراء خيار البيع المغطى في تخفيض المخاطر غير النظامية بنسبة أقل والمخاطر النظامية بنسبة صغيرة 606% فقط إلا أنّها لم تنجح في المحافظة على مستوى العائد ولم تحقق أي نجاح حسب المقاييس المذكورة باستثناء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

وأخيراً أوصى الباحثان بإنشاء وحدة للتعامل مع الخيارات المالية في سوق عمان المالي وتطبيق الاستراتيجيتين المذكورتين.

وإنّ ما يميّز هذه الدّراسة عن الدّراسات السّابقة هو تناولها لموضوع الاستثمار في الخيارات والتي أساسها الكامن هو الأسهم العادية، وعلاقتها بسيولة السّوق الماليّة، وذلك من خلال التّركيز على الخيارات كأداة للاستثمار دون التّركيز على دورها كأداة للتّحوّط أو المضاربة، إضافة إلى القيام ببناء نموذج مقترح لإصدار الخيارات في سوق دمشق للأوراق الماليّة في محاولة من الباحثة التّوصل إلى الأثر الذي يتركه استخدام هذه الأداة على كل من سيولة وحجم التّداول في سوق دمشق للأوراق الماليّة، هذه السّوق التي لا تزال في بدايتها.

الفصل الأول:

عملية الاستثمار في السوق المالية

المبحث الأول: الاستثمار والمشاريع الاستثمارية.

المبحث الثاني: الاستثمار المالي: العائد والمخاطرة.

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية.

الخصائص والأدوات.

الفصل الأول

عملية الاستثمار في السوق المالية

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظراً لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض، فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدّخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع. هذا الاستثمار يقوم على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، وهذه الأخيرة تتنوع من حيث العوائد وتواريخ الاستحقاق، وتعد الأسهم التي تمثل صكوك ملكية، والسندات التي هي حقوق مديونية من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المالي.

وبغرض الجمع بين البائعين والمشتريين لهذه الأدوات المالية، أقيم نظام لتسهيل ذلك يتمثل في سوق الأوراق المالية التي تعد ركناً من أركان السوق الاستثمارية والتمويلية، مما يجعلها أحد الركائز المساعدة في تحقيق النمو الاقتصادي.

وللتعرف أكثر على مبادئ الاستثمار المالي وأسس والإطار الذي يتم فيه، والأوراق المالية التي يجري تداولها في السوق المالية، قسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: الاستثمار والمشاريع الاستثمارية.

المبحث الثاني: الاستثمار المالي: العائد والمخاطرة.

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية: الخصائص والأدوات.

المبحث الأول

الاستثمار والمشاريع الاستثمارية

يعد الاستثمار جوهر عملية التنمية الاقتصادية، لئله من أهمية كبيرة في تطوير المجتمع لأنه من الوسائل المحددة والضرورية لترقية الميادين السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية أو الثقافية المختلفة، فهو يعد من أهم الوسائل اللازمة لتطوير المؤسسات وتوسيعها لما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية واستغلال الموارد المادية والبشرية. وأصبح الاستثمار بصورة عامة والاستثمار المالي بصورة خاصة أحد أهم المواضيع التي تستحوذ على اهتمام الاقتصاديين باعتبار الأسواق المالية تمثل الأداة الفاعلة في تمويل العديد من المشاريع الاقتصادية. من هذا المنطلق خصص هذا المبحث للتعرف على ماهية الاستثمار والمشاريع الاستثمارية، إضافة لتناول أنماط القرار الاستثماري وأهم المعايير التي تحكم المستثمر عند اتخاذه لهذا القرار. واختتم المبحث بالحديث عن كل من الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.

أولاً: مفهوم الاستثمار:

يقصد بالاستثمار Investment التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة، وتأجيل الاستهلاك الحالي لها بقصد الحصول على عوائد مالية تعوّضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وتمكّنه من الاستهلاك بشكل أكبر في المستقبل. وهذا مع توفير عائد معقول مقابل تحمّل عنصر المخاطرة المتمثل في احتمال عدم تحقيق هذه العوائد¹.

كما يعرف الاستثمار بأنه مجموعة من التدفقات النقدية الخارجة التي يتم إنفاقها على أمل الحصول على تدفقات نقدية داخلية في المستقبل².

ويعرّفه الزاوي 2009 بأنه: التّضحية في الثروة الحالية (مؤكّدة) لثروة مستقبلية (محتملة غير مؤكّدة)³. أيضاً تعرّفه الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية بأنه: توظيف للتقود لأي أجل، وذلك للمحافظة على رأس المال أو تنميته، وسواءً كان ذلك بأرباح إيراديه أم رأسمالية، مادية أم معنوية⁴. ومن ثمّ فإنّ عملية الاستثمار هي عبارة عن القيام بتوظيف الأموال التي يمتلكها الفرد، في إحدى المجالات من أجل الحصول على العوائد التي تسد احتياجات الفرد المستقبلية مقابل قيامه بالتخلي عن عملية الاستهلاك في الوقت الحالي، وهو بذلك يتحمّل ويقبل بعنصر المخاطرة الذي يحيط بهذه العوائد المستقبلية.

¹ Reilly,F & Brown, K, "Investment Analysis and Portfolio Management", Available on: <http://books.mec.biz> , p6

² Cooremans,C," Make it strategic! Financial investment logic is not enough", Energy Efficiency, DOI 10.1007, Published online: 21 May 2011,p 477

³ الراوي، خالد وهيب: "إدارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص 66

⁴ الشوارة، فيصل محمود: "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2008، ص 32

ويهدف الاستثمار إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها تحقيق التنمية المستمرة في الثروة مع الحصول على عائد مقبول، إضافة إلى حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم، وأخيراً تحقيق النفع العام (المشروعات العامة التي تقوم بها الدولة)، أو تحقيق العائد أو الربح (المشروعات الخاصة)¹. ولفهم عملية الاستثمار سنستعرض أولاً مفهوم المشاريع الاستثمارية والفئات المختلفة لهذه المشاريع.

1- المشاريع الاستثمارية وأنماط القرار الاستثماري:

يقصد بالمشاريع الاستثمارية كل كيان تنظيمي مستقل يديره منظم أو أكثر، يقوم بدمج عناصر الإنتاج المتاحة ومزجها بنسب معينة وبأسلوب معين، بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع حاجات خاصة أو حاجات عامة خلال فترة معينة².

وإن الهدف من إنشاء المشروع هو توقع الحصول على بعض المنافع سواءً مالية مثل الدخل المتحصل من مبيعات منتجاته أو منافع اجتماعية كالمنافع المتحصلة من بناء مستشفى، مدرسة، ... الخ³.

وتتميز المشاريع الاستثمارية بمجموعة من الخصائص والتي تميز كل مشروع عن غيره من المشاريع الأخرى، وأهم هذه الخصائص ما يلي⁴:

- أ- الغرض: يعد تحديد الغرض أو الهدف المراد تحقيقه نقطة انطلاق وبداية لأي مشروع استثماري.
- ب- دورة الحياة: إن المشروع بمثابة كائن عضوي له دورة حياة حيث تبدأ ببطء ثم تتزايد الأنشطة فيه حتى تصل إلى الذروة ثم تتخفف حتى تنتهي عند اكتمال المشروع.
- ت- الانفرادية: يتميز كل مشروع بخصائص فريدة ومختلفة تميزه عن باقي المشاريع الأخرى.
- ث- الصراع: يواجه أي مشروع مواقف تتميز بالصراع، ومن هذه المواقف تنافس المشاريع فيما بينها للفوز بالعرض المحدود من الموارد البشرية والمالية والطبيعية المتاحة، إضافة إلى تعدد الأطراف المهتمة به، وأخيراً محاولة السيطرة على معظم السوق.
- ج- التداخلات: يواجه كل مشروع تداخلات مستمرة مع الأقسام الوظيفية للمشروع كالتسويق، أو التمويل، أو التصنيع، ومن جهة أخرى نشوء علاقات ترابط وتداخل مع مشاريع أخرى.

1-1- الفئات المختلفة للمشاريع الاستثمارية:

يمكن تصنيف المشاريع الاستثمارية وفقاً لعدة معايير، وسيتم عرض التصنيف وفقاً لشكل التدفق النقدي ووفقاً للغرض.

¹ حناوي، سوزان: "السلوك الاستثماري دوافعه وميوله بالتطبيق على الجمعيات التعاونية السكنية في حلب"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة حلب، 2011، ص 29.

² اندراوس، عاطف وليم: "دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 8.

³ الميداني، محمد عزت: "الإدارة التمويلية للشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، ط2، 2004.

⁴ أوسري، منور، بن حاج جيلالي مغراوة، فتحية: "دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الاستثمارية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، 2009، ص 331.

أ- المشاريع الاستثمارية وفقاً للتدفق النقدي الناتج عنها¹:

- الاستثمارات ذات العائد: وتتمثل في:
 - الاستثمارات في الأراضي والتحف والمجوهرات "استثمارات حقيقية" ويمثل التدفق النقدي المتولد عنها ثمن بيع الأصل.
 - الاستثمار في الأوراق المالية "أسهم وسندات" ويمثل التدفق النقدي المتولد عنها: الفوائد في حالة السندات، والأرباح والتوزيعات في حالة الأسهم، بالإضافة إلى قيمة الورقة في نهاية المدة أو عند القيام ببيعها (الأرباح الرأسمالية).
 - الاستثمار في المصانع والتجهيزات الضخمة: حق الانتفاع بالأرض، براءة الاختراع، ويترتب عليها مكاسب نقدية سنوية.
 - الاستثمارات منعدمة العائد النقدي: كإنشاء مطعم داخل الشركة لتقديم وجبات للعمال، ويترتب على هذا النوع من الاستثمارات تدفقات تمثل قيمة بيع الاستثمارات عند نهاية العمر الافتراضي.
- ب- المشاريع الاستثمارية حسب الغرض²:

- الاستثمارات الاستبدالية: وهي تتعلق باستبدال الآلات والتجهيزات التي تم اهتلاكها فيزيائياً بآلات جديدة أكثر كفاءة.
- الاستثمارات التوسعية: وهي تتعلق بإضافة خطوط إنتاج أو آلات جديدة بهدف توسيع الطاقة الإنتاجية لتلبية نمو الطلب في الأسواق.
- الاستثمارات الابتكارية: وهي تتعلق بإنتاج سلع جديدة أو محسنة واستعمال طرق إنتاجية وتكنولوجيا جديدة أو محسنة.

2-1- أنماط القرارات الاستثمارية:

يعد القرار الاستثماري من أهم وأصعب القرارات التي يتخذها المستثمر، فكل قرار استثماري يتخذه يهدف من ورائه تعظيم العوائد وتقليل المخاطرة، وفي ضوء ذلك يواجه المستثمر ثلاثة أنواع من القرارات هي³:

أ- قرار الشراء:

يتخذ المستثمر قرار الشراء عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية الممتلئة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها ستزيد عن سعرها السوقي، وبعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية وذلك كما يراها المستثمر، مما يوئد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من توقعه ارتفاع سعرها

¹ <http://www.djelfa.infovbshowthread.phpt=233958.mht>.

² الميداني، محمد عزت: "الإدارة التمويلية للشركات"، مرجع سبق ذكره.

³ مطر، محمد، تيم، فايز: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص: 18 - 19.

السوقي مستقبلاً. ويترتب على ما سبق تولّد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة، ممّا يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

ب- قرار عدم التداول:

يترتب على الحالة السابقة والنتيجة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الأداة الاستثمارية، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرّض على كل من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضاً التوقف عن البيع، فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول، لأنّ المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضاً، ولو مؤقتاً، المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

ج- قرار البيع:

بعد حالة التوازن التي تمر في السوق، عندما يتساوى السعر مع القيمة، تعمل ديناميكية السوق على خلق رغبات شراء إضافية للمستثمر لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد في نطاق نموذج الخاص بالقرار، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة مولداً بذلك حافزاً لدى غيره للبيع، فيكون قرار المستثمر حينئذٍ هو قرار البيع، و بذلك ينتج ظرفاً جديداً ينعكس على آلية السوق، يصل إلى نقطة يصبح فيها المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرّة أخرى، وهكذا.

ولكي يتمكّن المستثمر من اتخاذ القرار الصحيح لابدء من أن يستند إلى جملة من المعايير المالية سنأتي على ذكرها فيما يلي:

2- المعايير المالية لقرار الاستثمار:

بما أنّ القرار الاستثماري من أصعب القرارات التي تواجه المستثمر فلا بدّ أن يكون مبنياً على أسس علمية سليمة، توضّح له ربحية هذا المشروع أو ذاك وتكون مساعدة له في اتخاذ قراره. ومن المعروف أن أساس أي قرار هو قدرة البديل الاستثماري المختار على تحقيق الربح الذي يطلبه المستثمر وهناك عدة طرق تضمن القيام بعملية التقييم السليم للمشاريع الاستثمارية وهي:

1-2- الطريقة البسيطة (التقريبية) :

تتضمن الطريقة البسيطة أسلوبين هما :

أ- فترة الاسترداد Payback (Payoff) Period:

تعد هذه الطريقة من أكثر الطرق التقليدية انتشاراً، ويمكن تعريفها بأنّها عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة الاستثمارات المبدئية أو الأصلية في أي مشروع.¹

¹ ارشيد، عبد المعطي، وآخرون: "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، دار زهران عمان، الأردن، 1999، ص 101.

ويتم اتآاذ القرار وفق هذه الطرقة كما يلي¹:

إذا كانت فترة الاسترداد < فترة الهدف² = الموافقة على البديل الاستثماري

إذا كانت فترة الاسترداد > فترة الهدف = رفض البديل الاستثماري

إذا كانت فترة الاسترداد = فترة الهدف = تحتاج إلى تحليل أعمق

كما نلاحظ فإن هذه الطرقة تتميز بالبساطة ولكن يؤخذ عليها أنها تهمل التآدقات النقدية المتوقعة بعد فترة الاسترداد، إضافة إلى إهمال العمر الافتراضي للمشروع وكذلك القيمة الزمنية للنقود³.

ب- متوسط معدل العائد Average Rate of Return:

وفقاً لهذه الطريقة يتم حساب العائد باستخدام النموذج التالي⁴:

$$ARR = \frac{\text{Average Cash Inflows (Benefits)}}{\text{Initial Investment}}$$

حيث:

ARR: تمثل متوسط معدل العائد.

Average Cash Inflows (Benefits): متوسط التآدقات النقدية (الأرباح).

Initial Investment: قيمة الاستثمار المبدئي.

تتميز هذه الطريقة باليسر والسهولة، ولكن يؤخذ عليها أنه يترتب على استخدامها قبول اقتراحات تسهم بدرجة أقل في تعظيم ثروة المستثمرين وترفض اقتراحات قد تسهم في تعظيم الثروة، ويرجع ذلك للأسباب التالية:

1- تعطي وزناً متساوياً للأرباح المحققة خلال مختلف الفترات الزمنية، من خلال احتساب متوسط الأرباح، وتتجاهل السيولة النقدية.

2- تتجاهل القيمة الزمنية للنقود⁵.

من العرض السابق نلاحظ أن الطرق التقليدية تشتترك في عيب رئيسي هو أنها لا تأخذ بالحسبان توقيت التدفق النقدي، أي أنها لا تأخذ عنصر الزمن بالحسبان، إضافة إلى عدم اتفاقها مع مفهوم الاستثمار القائم على فكرة المبادلة بين التآدقات المبدئية الخارجة والتآدقات الداخلة المتوقعة.

2-2- طريقة خصم التآدقات النقدية: Discounted Cash Flow Method:

¹ Singh, Y.P: "Accounting and Financial Management", New Age International (P) Ltd., Publishers, New Delhi, 2007, P 210.

² الفترة الهدف: هي الفترة التي وضعتها الإدارة لتغطية تكلفة الاستثمار المبدئية.

³ http://www.arab-api.org/course2c2_5_2_21.htm.mht: المعهد العربي للتخطيط، الكويت

⁴ Singh, Y.P: "Accounting and Financial Management", op , cit, P 209.

⁵ أرشيد، عبد المعطي، وآخرون: "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 107.

تسمى هذه الطريقة بالطريقة الديناميكية لأنها تجمع بين قياس العائد والأخذ بالحسبان القيمة الزمنية للنقود، وتتضمّن طريقة خصم التدفقات النقدية ثلاثة أساليب هي:

أ- صافي القيمة الحالية Net Present Value :

صافي القيمة الحاليّة عبارة عن طريقة لتّمييز قيمة الاستثمار، وتعد وسيلة للاختيار بين الاستثمارات البديلة¹. وهي تعتمد على إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار مخصومة عند معدل معين يمثل تكلفة رأس المال مطروحاً منها تكلفة الاستثمار المبدئي². وتحسب على الشكل التالي³:

$$NPV = PV (\text{Benefits}) - I (\text{Initial investment})$$

حيث:

NPV: صافي القيمة الحالية.

PV (Benefits): القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

I: معدّل الخصم

Initial investment: قيمة الاستثمار المبدئي.

إنّ معيار القبول والرّفص باستخدام هذا الأسلوب يتم كما يلي⁴:

صافي القيمة الحالية < الصفر يعد الاستثمار مربحاً ومقبولاً.

صافي القيمة الحالية > الصفر يعد الاستثمار غير مربح ومرفوضاً.

صافي القيمة الحالية = الصفر يكون الاستثمار بحاجة لدراسة أكبر ويرجّح قبوله.

نلاحظ أنّ هذا الأسلوب يتلافى العيوب التي تظهر عند حساب فترة الاسترداد لأنه يراعي إجمالي التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري، وليس جزءاً منها فقط. كما أنّه يراعي أيضاً توقيت التدفقات النقدية سواء الخارجة أم الداخلة المرتبطة بالمشروع الاستثماري.

ب- مؤشر الرّبحية Profitability Index :

يطلق على مؤشر الربحية عادةً دليل الرّبحية وهو يشير إلى نسبة الأرباح إلى التكاليف Benefits-

Cost Ratio حيث يمثّل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتبقية للمالكين (حملة أسهم) من كل وحدة من

الاستثمار. ويحسب بالشكل التالي⁵:

¹ Defusco, McLeavey, Pinto & Runkle, "Quantitative Methods for Investment Analysis", CFA Institute Series, 2ed, 2006, available on Financial E Book. Net, P 58.

² المرجع السابق، ص 109.

³ Singh, Y.P: "Accounting and Financial Management", op , cit, p 211.

⁴ حنفي، عبد الغفار: "أساسيات الإدارة المالية"، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2000، ص303.

⁵ Singh, Y.P: "Accounting and Financial Management", op , cit, p 213.

$$PI = \frac{PV (\text{Benefits})}{I (\text{Initial investment})}$$

حيث:

PI: تمثل مؤشر الربحية.

PV (Benefits): القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

I : معدل الخصم.

Initial investment : تكلفة الاستثمار المبدئية.

وبالنسبة لمعيار القبول والرفض فيكون كما يلي¹:

مؤشر الربحية $I <$ يقبل البديل الاستثماري.

مؤشر الربحية $I >$ يرفض البديل الاستثماري.

أي أن مؤشر الربحية لا يقيس ربحية أو عائد البديل الاستثمارية، وإنما يساعد في كثير من الأحيان في ترتيب البدائل تصاعدياً أو تنازلياً وفقاً لقيمة المؤشر، وبذلك فهو يأخذ في الحسبان الأهمية النسبية للفائض (صافي القيمة الحالية). لكن يعاب عليه أنه يصعب فهم عملية تقييمه للبدائل، إضافة إلى صعوبة تحديد معدل الخصم الواجب حسابه.

ت- معدل المردود أو العائد الداخلي Internal Rate of Return :

يعد هذا المعيار من المعايير المهمة التي تستخدم في المقاضلة بين المشاريع والبدائل الاستثمارية المقترحة، وذلك كونه يأخذ بعين الاعتبار وفي آن واحد التدفقات النقدية الصافية والقيمة الزمنية للنقود. وهو بالتعريف: معدل الفائدة أو الخصم الذي لو خصمت به التدفقات النقدية الخارجة والداخلية لهذا المشروع لتساوت عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة.² أي:

$$NPV = 0$$

ومنه:

$$IRR = PV (\text{Benefits}) - I (\text{Initial investment})$$

أما معيار القبول والرفض فهو بالشكل³:

$IRR <$ تكلفة رأس المال بالتالي يقبل البديل الاستثماري.

$IRR >$ تكلفة رأس المال بالتالي يرفض البديل الاستثماري.

$IRR =$ تكلفة رأس المال بالتالي يحتاج البديل لعملية دراسة أكثر.

¹ حنفي، عبد الغفار: "أساسيات الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 306.

² مطر، محمد: "إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر، الأردن، ط 3، 2004، ص 306.

³ Singh, Y.P: "Accounting and Financial Management", op , cit, p 215.

وعلى الرغم من أهمية هذا المعيار إلا أنه لم تتم دراسته كما يجب والتعمق به مقارنة مع صافي القيمة الحالية، وذلك بسبب وجود عدة مشكلات في حسابه أهمها: أنه يظهر كنسبة مئوية من أداء المشروع، إضافة إلى صعوبة حسابه وإمكانية أن يأخذ أجوبة متعددة، إلا أنه يعد مفضلاً من قبل المدراء الماليين¹.

من خلال الاستعراض السابق لطرق تقييم المشاريع الاستثمارية نجد أن كل طريقة لا تخلو من العيوب، كما أنها تحمل العديد من المزايا، ولكي نقرر أي طريقة تقييم هي الأفضل لا بد من أن نتحقق هذه الطريقة المتطلبات التالية:

- أن تأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية طيلة العمر الاستثماري المقترح.

- أن تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

- عند المفاضلة بين البدائل الاستثمارية فإن أفضل طريقة مختارة هي التي تضمن تعظيم قيمة المؤسسة.

إن أسلوب فترة الاسترداد لا يفي بالمطلب الأول، كما لا يضمن المطلب الثاني، حيث أن هذه الطريقة لا تعبر كلاً من التدفق النقدي وتواريخ توقيت تلك التدفقات أية أهمية، في حين يضمن أسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ومؤشر الربحية تحقيق المطلب الأول والثاني عند استخدامهما في تقييم المقترحات الاستثمارية المستقلة، غير أن طريقة صافي القيمة الحالية هي النموذج الوحيد الذي يفي بشروط المطلب الثالث تحت أية ظروف.

لذا ترى الباحثة أن استخدام معيار صافي القيمة الحالية يعطي المستثمر نتائج جيدة، لأن هذه الطريقة تأخذ بعين الاعتبار إجمالي التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع إضافة للقيمة الزمنية للنقود، وتضمن تعظيم قيمة المؤسسة.

ثانياً: تبويب الاستثمار:

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو يوظف أمواله في مجالات مختلفة، ويقصد بمجال الاستثمار: نوع النشاط الاقتصادي أو طبيعته التي يوظف فيها المستثمر أمواله بقصد الحصول على العائد.

يتم تبويب مجالات الاستثمار عموماً من زوايا مختلفة، ولكن أهم التبويبات المتعارف عليها نوعان هما:

- المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار.

- المعيار النوعي لمجالات الاستثمار.

1- المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار²:

تبويب الاستثمارات من زاوية جغرافية إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية أو أجنبية.

أ- الاستثمارات المحلية:

تشمل مجالات الاستثمار المحلية الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي جميعها، بغض النظر

عن أداة الاستثمار المستخدمة مثل: العقارات، الأوراق المالية والذهب، والمشروعات التجارية.

ب- الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية:

¹ Ryan R, "Corporate Finance and Valuation", Thomson Learning, London, 2006. P 50.

² مطر، محمد: "إدارة الاستثمارات الأطار النظري والتطبيقات العملية"، مرجع سبق ذكره، ص 35.

وتشمل الفرص المتاحة في الاستثمار في الأسواق الأجنبية جميعها، أيًا كانت أدوات الاستثمار المستخدمة. ويقوم بالاستثمارات الخارجية الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر.

2- المعيار النوعي لمجالات الاستثمار:

تتوب مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية وأخرى مالية.

أ- الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية:

الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي Real Investment هو الزيادة الصافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع، وبمعنى آخر: هو كل إضافة جديدة إلى الأصول الرأسمالية المملوكة للمجتمع كالآلات والمعدات والتجهيزات ووسائل النقل، وكذلك المخزون من السلع والمواد الخام التي يجري استخدامها في إنتاج سلع استهلاكية Consumer's goods أو إنتاج سلع استثمارية Investment goods، فضلاً عن الإنفاق الاستثماري على أعمال الصيانة الجوهريّة التي تؤدي إلى زيادة عمر الآلات والمعدات أو زيادة إنتاجيتها¹.

ب- الاستثمارات المالية:

يقصد بالاستثمار المالي Financial Investment الاستثمار الذي يتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية تعطي حاملها حق التصرف فيها بالبيع، بهدف الحصول على عائد نتيجة تحمّل مستوى معيّن من المخاطرة². كما يعرّف بأنه حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) وأدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظلّ مخاطرة معينة³.

ما سبق ترى الباحثة أنّ الاستثمار المالي هو عبارة عن قيام المستثمر باقتناء الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة التي يتحمّلها نتيجة هذا الاستثمار.

كما أنّه من الملاحظ والمعروف أنّ السنوات الأخيرة شهدت إقبالاً كبيراً على الاستثمار في الأصول المالية، نظراً لسهولة تحويل هذه الأصول إلى سيولة من خلال التداول في السوق الثانوية، بالإضافة إلى توفّر شريحة واسعة من الأوراق المالية التي تعكس الأدواق كافّة، بما يتناسب والحالة الماديّة للمستثمر ونزعتة النفسية لتحملّ الخطر، والتي تسمح له بتكوين محفظة استثمارية ذات تنوع جيد يتناسب مع الهدف المرغوب.

في الواقع ارتبط الاستثمار المالي تاريخياً بإنشاء شركات المساهمة وتطورها وتوسّع نشاطها ونمو عددها، وتعدّ أوروبا منذ القرن الرابع عشر نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار نظراً لما شهدته من تطوّر اقتصادي وصناعي وتجاري. وتشكّل الاستثمارات المالية مجموعة غير متجانسة من البدائل، حيث تعدّ عملية الاستثمار فيها غاية في

¹ عبد الحميد رضوان حسن، سمير: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005، ص 49.

² مطر، محمد: "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مرجع سبق ذكره، ص 79.

³ التميمي، أرشد فؤاد و عزمي، أسامة: "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، دار الميسرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 20.

الأهمية لضمان التنمية الاقتصادية، والغرض منها الربط بين المدخرات المالية والاستثمار¹. وهذا النوع من الاستثمار هو ما سيتم تناوله في هذه الدراسة.

من ناحية أخرى تختلف الأصول المالية عن الأصول الاقتصادية، ذلك أن الأصول المالية لا تمثل بحد ذاتها ثروة للمجتمع، فهي ليست أكثر من أوراق، أو عبارة عن مدخلات حاسوبية، ولا تساهم في طاقة إنتاج الاقتصاد مباشرة، بالمقابل فهي تسهم في طاقة إنتاج الاقتصاد بشكل غير مباشر كأنها تسمح بفصل الملكية عن الإدارة في الشركة، وتسهل تحويل الأموال إلى المشاريع الاستثمارية الجيدة، كما تسهم الأصول المالية في ثروة الأفراد لأن هذه الأصول تمثل حقاً لحاملها بالدخل الذي تولد نتيجة الأصول الحقيقية.

فالأصول المالية قيمتها مشتقة من قيمة الأصول الحقيقية، وبينما تقوم الأصول الحقيقية بإنتاج السلع والخدمات، تقوم الأصول المالية بتخصيص الثروة أو الدخل بين المستثمرين².

خلاصة البحث الأول:

تناول هذا البحث مفهوم الاستثمار وأساسياته بشكل عام، حيث اتضح أن الاستثمار عملية اقتصادية يقوم بها شخص طبيعي أو معنوي بهدف تحقيق عوائد غير مؤكدة.

وتم التعرض لمفهوم المشاريع الاستثمارية وفئاتها، ووجدنا أن القرار الاستثماري هو من أهم القرارات التي يتخذها المستثمر والتي تؤثر بشكل كبير على كل من عائد ومخاطرة المشروع الاستثماري.

يخضع هذا القرار لعدة معايير الهدف منها المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، وذلك لاختبار قدرة البديل المختار على تحقيق العائد الذي يطلبه المستثمر. ولقد تنوعت هذه المعايير بين الطريقة البسيطة وطريقة خصم التدفقات النقدية، ورأت الباحثة أن أفضل هذه المعايير هو صافي القيمة الحالية لقدرته على إعطاء نتائج جيدة للمستثمر.

وأخيراً جرى استعراض أهم تبويبات الاستثمار، حيث وجدنا أنه، تبعاً للمعيار النوعي، لدينا نوعان من الاستثمار هما: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي. وهذا الأخير هو الذي سيتم التركيز عليه في هذه الدراسة.

¹ سناجي، عبدالله: "سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار- دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسبية بو علي الشلف، 2009/2008، ص 4.

² Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", The McGraw-Hill, 5th Ed, 2001, P 15.

المبحث الثاني

الاستثمار المالي: العائد والمخاطرة

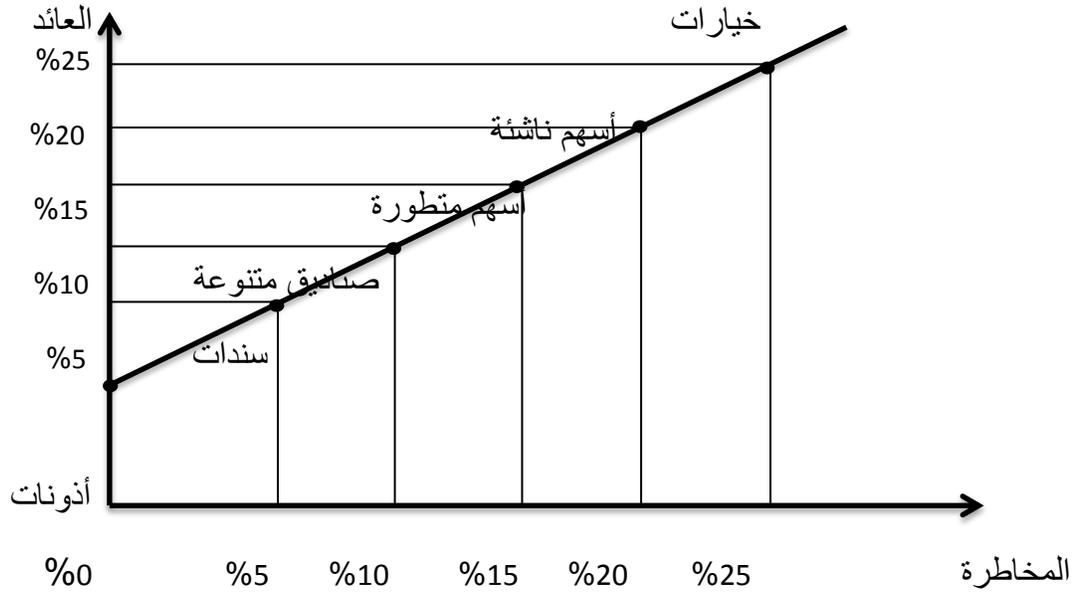
رأينا في نهاية المبحث الأول أن الاستثمار يتكوّن من نوعين أساسيين هما: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، وفي واقع الأمر فإنّ كلا النوعين لا غنى لأحدهما عن الآخر. وفي ضوء هذه الدراسة ما يهمنا هو الاستثمار المالي، لذا كان لابدّ من التّوسع في دراسته من خلال دراسة محدّداته التي يمثّل العائد والمخاطرة العامل الأهم فيها، الأمر الذي جعل الباحثة تقوم باستعراضهم بشيء من التفصيل من خلال تخصيص هذا المبحث لكل من عائد الاستثمار المالي ومخاطرته.

أولاً: محدّدات الاستثمار المالي:

تؤكد المفاهيم العلميّة المعاصرة في حقل الاستثمار المالي أنّ التّوظيف الأمثل للموارد الماليّة يستند إلى ركيزتين أساسيتين هما: العائد والمخاطرة Risk & Return ، ولقد أثبتت المداخل الحديثة أنّ زيادة فرص العوائد يرافقه غالباً زيادة في مستويات المخاطرة، والعكس صحيح¹. فكلما زادت توجّهات المستثمر نحو تعظيم العوائد ارتفعت درجة المخاطرة التي يتعرض لها هذا المستثمر، ولأنّ إمكانية تحقيق الأرباح تقابلها إمكانية تحمّل الخسائر في أي وقت، فإنّ القرارات الاستثمارية عادةً ما تسبقها دراسات مكثّفة بهدف التّقليل من فرص التّعرض للمخاطرة المصاحبة للاستثمار. وفي الواقع، إنّ كل مستوى من العائد يطابق مستوى معيناً من الخطر، وكلّما كان الاستثمار يحمل مخاطرة أكبر كان المستوى المتوقّع من العائد مرتفعاً. وبالمقابل الاستثمار الذي يتسم بمخاطرة أقلّ تنخفض فيه العوائد المتوقّعة. وبالتالي مع استثمار خال من المخاطرة سيحصل المستثمر على معدّل فائدة دون خطر. والشكل (1) أدناه سيوضّح لنا هذه الفكرة من خلال تحديد موقع الأصول الماليّة الأساسيّة من حيث العائد والمخاطرة. وعملياً تنحصر العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة في خطوتين أساسيتين هما: حساب العوائد وقياس المخاطرة المصاحبة للاستثمار².

¹ العمري، محمد علي والعلي، أسعد: "استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد الأول، العدد الرابع، 2002، ص 160.

² مزاهدية، رفيف: "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 120.



الشكل (1) علاقة العائد والمخاطرة

المصدر:

1- العائد على الاستثمار:

في غالبية النشاطات الاستثمارية يُقدم المستثمر، فرداً كان أم منظمة، على التخلي عن مبالغ نقدية الآن على أمل الحصول على مبالغ نقدية أكبر في المستقبل. ومن هنا يمثل مفهوم العائد Return طريقة مفهومة للتعبير عن مستوى جودة الأداء المالي لاستثمار ما¹. بالمقابل لا بدّ وأن يشتمل على علاوة مخاطرة تعكس درجة المخاطرة الخاصّة بكل استثمار.²

من هنا يمكن تعريف العائد بأنه المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يتطّلع دائماً إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعميم أملاكه³.

وهو يتخلّى عن منفعة، أو مستوى إشباع معيّن، كان بإمكانه تحقيقه من استهلاك حالي لبعض السلع والخدمات، على أمل الحصول على عائد أو مردود يمكنه من الحصول على منفعة أو مستوى إشباع أكبر من استهلاك مستقبلي. ويرتبط تحقق العائد المتوقع بالحصول على تدفقات نقدية مستقبلية.

لهذا فإنّ معدّل العائد يعد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنّه يقيس السرعة التي تزداد ثروة المستثمرين من خلالها أو تنقص، وعليه فإنّ أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته،

¹ برغام، أجين: "الإدارة المالية"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، ط1، 2010/ ترجمة: محمود فتوح وعبد الكريم محمد، ص232.

² عرب، هاني: "المساعد في أساسيات الاستثمار"، 2007، متوفر على موقع الأنترنت www.rsscra.com، ص 5.

³ أرشيد، عبد المعطي رضا وآخرون: "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، دار زهران للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص 40.

والتي يجسدها معدّل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقاً للتعبير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن¹. وتأتي عوائد المستثمرين من مصدرين:

الأول يمثّل التّوزيعات التي يحصل عليها المستثمر جرّاء امتلاكه للأصل، والثاني يمثّل الأرباح الرأسمالية التي يحصل عليها المستثمر عند قيامه ببيع الأصل².

أي أنّ العائد الإجمالي = التّوزيعات التقديمية + الأرباح الرأسمالية.

ويمكن التّفريق بين نوعين من العائد هما: العائد الفعلي والعائد المتوقّع. ويتمثّل العائد الفعلي TR بالعائد الذي حصل عليه المستثمر فعلاً، وبحسب هذا المعدّل بالنسبة للسّهم العادي وفق المعادلة التّالية³:

$$TR = [D_t + (P - P_B)] / P_B$$

حيث:

D_t : التّوزيعات المخصّصة للسّهم خلال فترة الاحتفاظ.

P : القيمة السّوقية للسّهم (سعر البيع)، P_B : سعر شراء السّهم.

أمّا بالنسبة للعائد المتوقّع $E(R)$ فهو يشير إلى معدّل العائد الذي يتوقّع المستثمر الحصول عليه، والذي يكون مبنياً على الأداء التّاريخي للاستثمارات المماثلة ومعدّلاً بتوقّعات المستثمر للمستقبل. وهو يأخذ شكل توزيعات احتمالية وبحسب بالعلاقة⁴:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n P_i R_i$$

حيث:

P_i : احتمال الحصول على العائد.

R_i : العائد المتوقّع i .

n : عدد العوائد المحتملة.

وعندما يكون العائد المتحقّق لا يساوي العائد الذي يتوقّع المستثمر الحصول عليه ينشأ ما يسمّى بالخطر وهو ما سيتمّ التّعرّض له في الفقرة القادمة.

¹ الزبيدي، حمزة محمود: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن 2001، ص 21.

² Corrado, Ch: "Fundamentals of Investments", 2002, http://books.mec.biz/book/Fundamentals_of_Investments/NDI4NjQ3MDg4, P 3.

³ Look:

Corrado, Ch: "Fundamentals of Investments", op, cit , p 4-9.

⁴ Reilly, F & Brown, K: "Investment Analysis and Portfolio Management", op, cit, p 11.

2- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

من الممكن تعريف الخطر Risk بأنه حالة عدم انتظام العوائد، فتذبذب العوائد عن قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكّل عنصر المخاطرة. وترجع عملية عدم انتظام العوائد إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية.¹

وبذلك ترتبط المخاطرة في الاستثمار باحتمال وقوع الخسائر، فكلما زاد احتمال وقوع الخسارة كلما كان الاستثمار أكثر خطراً، وبما أنّ معدّل العائد هو العنصر الأساسي في الاستثمار فإنّه يمكن تحديد قياس كمي للمخاطرة. وعليه، فإنّ الخطر يرتبط باحتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقّع على الاستثمار، والذي يقاس بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المتوقّع.

2-1- أشكال المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية:

تتعدّد المخاطر التي يتعرّض لها المستثمر عند قيامه بعملية الاستثمار في السوق المالية، كما تختلف بحسب الأداة الاستثمارية التي يستخدمها، لذلك ينبغي على المستثمر معرفة هذه المخاطر لكي يتمكّن من تجنّبها. وتأتي في مقدمة هذه المخاطر التي يتعرّض لها المستثمر مخاطر السوق، ومخاطر سعر الفائدة، ومخاطر النشاط الاقتصادي، والدورات التجارية، والتضخم ومخاطر التوقّف عن السداد إضافةً للمخاطر الإدارية، ويمكن تصنيف المخاطر الكلية إلى مخاطر يمكن تجنّبها بالتنويع وهي المخاطر غير المنتظمة، والمخاطر المنتظمة التي تصيب الشركات والأوراق المالية ككل.

وسيتم فيما يلي توضيح كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة:

أ- المخاطر المنتظمة Systematic Risk :

تعود المخاطرة المنتظمة لذلك الجزء من التباين بين العوائد المحقّقة والعوائد المتوقّعة، الذي يحدث بسبب عوامل تؤثر على أسعار جميع الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معيّنة أو قطاع معين، حيث تصيب المخاطرة المنتظمة جميع الاستثمارات في السوق، بفعل عوامل مشتركة في النظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية... إلخ، ودون أن يكون لمتّخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، مثل حالات الاضطراب العام أو الحروب أو حالات الكساد أو حالات التضخم أو التغيرات في معدّلات أسعار الفائدة وغيرها من العوامل التي يصعب التّحكم في تأثيرها، ولذلك فإنّ هذا النوع من المخاطر إنّما يسهم بشكل أساسي في تبيان العائد المتوقّع.²

وتنقسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.

- تؤثر في جميع المؤسسات الاقتصادية، لذلك فهي تصيب الاستثمارات كلها.

¹ أرشيد، عبد المعطي رضا وآخرون: "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 41.
² الزبيدي، حمزة محمود: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الواروق، الأردن، 2001، ص 66.

- يصعب على المستثمر التخلص من تأثيرها أو تخفيضها بتنوع مكونات محفظته الاستثمارية¹.
- يمكن قياسها بمعامل بيتا².

ب- المخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk³:

تعد المخاطر المنتظمة ذلك الجزء من المخاطرة الكلية⁴ الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وهذه المخاطرة ترتبط بأحداث إدارية أو مالية أو تسويقية أو إنتاجية أو فنية لشركة معينة، تؤثر على مبيعات الشركة وأرباحها وبالتالي على أسعار أسهمها. وتتميز المخاطر غير المنتظمة بالخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها.
- تؤثر فقط على المؤسسة المعنية.
- يمكن تجنبها بالتنوع.
- مقياسها المطلق الانحراف المعياري والتباين أو معامل الاختلاف.

ثانياً: تحديد كمية الخطر:

يمكن تحديد درجة المخاطرة المرتبطة باستثمار ما من خلال معرفة درجة تشتت معدل العائد على هذا الاستثمار عن قيمته المتوقعة، حيث كلما زادت درجة التشتت زادت درجة المخاطر⁵. ويمكن قياس المخاطرة بثلاثة نماذج إحصائية لكل منها استخدام خاص. وتتمثل هذه النماذج في الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، ومعامل بيتا.

1- الانحراف المعياري (المقياس المطلق للمخاطر):

يعد الانحراف المعياري Standard Deviation المقياس المناسب لمدى تقلب معدل العائد حول قيمته المتوقعة، ووفقاً لهذا المقياس فإنه كلما كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع درجة تقلب عوائد الورقة المالية عن عوائدها المتوقعة، وبالتالي أصبح الاستثمار في هذه الورقة محفوفاً أكثر بالمخاطر وأقل جاذبية، وبالمقابل فإنه إذا كان الانحراف المعياري مساوياً للصفر (انعدام التقلب في العوائد) يكون ذلك مؤشراً على خلو الاستثمار من المخاطر، وهي حالة مستحيلة في عالم الاستثمار⁶. ويتم حساب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية⁷:

¹ UBS Financial Services Inc, "The Benefits of Diversification", Fundamentals Series, December, 2004, p 2.

² هذا المعامل هو عبارة عن معامل خط الانحدار في معادلة خطية تربط بين عائد السوق كمتغير مستقل وعائد السهم المعني كمتغير تابع.

³ انظر

رمضان، زياد: "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص: 333.

سناجقي، عبدالله: "سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال"، مرجع سبق ذكره، ص 26 - 27.

⁴ تجدر الإشارة إلى أن مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة والكلية تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

⁵ مطر، محمد: "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مرجع سبق ذكره، ص 55.

⁶ مزاهدية، رفيف: "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁷ Reilly, F & Brown, K: "Investment Analysis and Portfolio Management", op, cit, p 14.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i [R_i - E(R)]^2}$$

حيث:

σ : تمثّل الانحراف المعياري.

P_i : احتمال الحصول على العائد.

R_i : العائد المتوقع i .

n : عدد العوائد المحتملة.

أما الرمز $E(R)$ فيمثّل القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة حيث¹:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n P_i R_i$$

وعلى الرغم من القوة التفسيرية لنتائج الانحراف المعياري، إلا أنها تبقى غير حاسمة إلى الحد الذي يمكن الاعتماد عليها وحدها في اتخاذ القرار الاستثماري، إذ لا بدّ للمستثمر من أن يأخذ بعين الاعتبار مقاييس أخرى من بينها معامل الاختلاف.

2- معامل الاختلاف (المقياس النسبي للمخاطر):

إنّ استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً إذا كانت القيمة المتوقعة لعوائد الاستثمارات المعروضة متساوية. أمّا إذا اختلفت القيمة المتوقعة لعوائد الاستثمارات المراد المقاضلة بينها فإنّه يكون من الضروري الاعتماد على معامل الاختلاف Coefficient of Variation كمقياس نسبي للمخاطر، لأنّ الاعتماد عليه يساعد في التغلّب على مشكلة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها².
ويحسب هذا المعامل بقسمة قيمة الانحراف المعياري على العوائد المتوقعة كما في المعادلة التالية³:

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

حيث يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد، والتي تؤدّي إلى مقارنة ذات معنى، ويفضّل استخدامه في قياس المخاطرة في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مضلّة⁴.
وعملياً يمكن تفضيل الورقة ذات معامل الاختلاف الأقل، طالما أنّ ذلك يعني انخفاض درجة مخاطرها⁵.

¹ Reilly,F & Brown, K: "Investment Analysis and Portfolio Management", op, cit, p 11.

² بوراس، أحمد: "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، قسنطينة، الجزائر، عدد11، حزيران، 1999، ص 190.

³ Reilly,F & Brown, K: "Investment Analysis and Portfolio Management", op, cit, p 15.

⁴ سناجقي، عبدالله: "سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار- دراسة حالة مجمع صيدال"، مرجع سبق ذكره، ص 33.

⁵ صبح، محمود: "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، البيان للطباعة والنشر، بدون مكان نشر، ط3، 2000، ص 94.

3- معامل بيتا (مقياس المخاطرة المنتظمة):

يقيس هذا المعامل مدى حساسية عوائد الورقة المالية لأحداث السوق غير المتوقعة¹. ووفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي يعد من أهم الطرق المستخدمة في قياس المخاطرة المحيطة بالأصول، أو الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة الاستثمارية، من خلال مساهمتها في مخاطرة المحفظة ككل. ويتم حساب معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في أصل استثماري (الأسهم)، من خلال الصيغة الرياضية التالية²:

$$E(R_i) = RFR + \beta_i (R_m - RFR)$$

حيث:

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للمحفظة.

RFR : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_i : الخطر المنتظم للأصل i .

$(R_m - RFR)$: علاوة مخاطرة السوق السائدة.

ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية ولعائد السوق، ويفضل أن يتم احتسابها بناءً على فترة سنتين شهراً³، حيث يعدّ المقياس الأنسب للمخاطر المنتظمة، ويقاس معامل بيتا بالتباين المزدوج بين عائد السهم وعائد السوق مقسوماً على تباين عائد السوق، والذي يحسب وفق الصيغة التالية⁴:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حيث:

β : معامل بيتا.

$Cov(R_i, R_m)$: التباين المزدوج بين عائد السهم R_i وعائد السوق R_m .

$Var(R_m)$: تباين عائد السوق.

تعد بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحفظة، إذ تستخدم كمؤشر مفيد سواءً في عملية بناء المحفظة أو في عملية إحلال الأصول المكونة لها⁵.

ووفقاً لنموذج السوق Market Model إذا كانت قيمة المعامل بيتا أكبر من الواحد، فيعني ذلك أنّ مخاطر الورقة المالية أكبر من مخاطر السوق. أما إذا كانت قيمة المعامل مساوية للواحد فيدل ذلك على أنّ مخاطر الورقة مساوية

¹ Corrado, Ch: "Fundamentals of Investments", op, cit, P 991.

² Reilly, F & Brown, K: "Investment Analysis and Portfolio Management", op, cit, p 248

³ خطاب، سامي: "المحفظة الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007، ص 20.

⁴ بوراس، أحمد: "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة"، مرجع سبق ذكره، ص 191.

⁵ ففي الأحوال التي تظهر لديهم مؤشرات تنبؤ عن انتعاش محتمل في سوق رأس المال، فإنهم يعمدون إمّا إحلال أصول استثمارية ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً، أو ذات معامل بيتا مرتفع محل أصول ذات معامل بيتا منخفض، وذلك طلباً لزيادة العائد المتوقع على الاستثمار في الأصول المالية. والعكس يحدث في حالة وجود معلومات تشير إلى انكماش في السوق وتوقع هبوط عام في العائد السوقي للأوراق المالية، حيث يحاول المستثمر استبدال المحفظة ذات معامل بيتا المرتفع بأصل آخر يحمل معامل بيتا منخفض، و ذلك لتخفيض خسارته المحتملة إلى الحد الأدنى.

لمخاطر السوق، وعندما تكون قيمة المعامل أقل من الواحد فيعني ذلك أنّ مخاطر الورقة أقل من مخاطر محفظة السوق¹.

ويواجه معيار بيتا بالرغم من أهميته، بانتقاد فريق من المتخصصين الذين يشككون في مصداقيته، وذلك لضعف الارتباط بين العوائد والمخاطر بسبب طبيعة العوائد التي لا يمكن تقديرها بدقة.

ثالثاً: أساليب تقليل المخاطرة:

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى مجموعة من المخاطر التي يمكن أن تقلل من العائد المتوقع من الاستثمار، ولتفادي هذه المخاطر هناك مجموعة من الوسائل التي يمكن من خلالها تقليل حجم المخاطر أو الحد منها. وسيتم التعرف إلى هذه الوسائل من خلال:

- إدارة المحفظة و تنويع الخطر.

- المشتقات المالية.

1- إدارة المحفظة وتنويع الخطر:

تعد المحفظة الاستثمارية أداة من أدوات الاستثمار المركبة لأنها غالباً ما تتكون من مجموعة من الأصول المختلفة من حيث نوعيتها وجودتها وكذلك مصدرها.

وتعرف المحفظة الاستثمارية على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة².

كما تعرف بأنها عبارة عن سلّة من الأوراق المالية لشركات مختلفة، يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية، لكي تعطي أعلى عائد، وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن³.

وعلى الرغم من أنّ المحفظة الاستثمارية، بمفهومها الواسع، تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية، حيث تتضمن إلى جانب الأصول الحقيقية (الذهب والسلع)، أصولاً مالية (الأسهم والسندات) وتكون بذلك خليطاً من أصول حقيقية ومالية، إلا أنّ المفهوم الضيق للمحفظة الاستثمارية يمكن أن يكون أكثر تخصصاً بحيث تشمل فقط على الأصول المالية. وهذا المفهوم المتخصص للمحفظة هو ما نقصده في هذه الدراسة.

ويتضح من التعاريف السابقة أنّ هناك أهدافاً تدفع المستثمر لإنشاء محفظة استثمارية بدلاً من الاستثمار المفرد، يأتي في مقدمتها تقليل درجة المخاطرة وزيادة العائد، إضافة إلى تحقيق مستوى مقبول من السيولة وذلك من خلال المزج بين أدوات ذات درجات مختلفة من السيولة.

ويتم تكوين المحافظ الاستثمارية بناءً على مجموعة من السياسات يمكن أن نميز منها سياسات ثلاث¹:

¹ عبد الحفيظ، محمد كريم: "اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1994-2004)", ورقة بحث منشورة، مجلة العلو الانسانية، الجزائر، العدد 29، يوليو، 2006، متوفر على الموقع www.ulum.nl

² مطر، محمد: "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مرجع سبق ذكره، ص 107.

³ رزق، عادل: "الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي"، دار طيبة للنشر، بدون مكان نشر، 2004، ص 70.

- السياسة الهجومية (غير المتحفظة): يتم اعتماد هذه السياسة عندما يكون الهدف الرئيسي جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات الحاصلة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن الاهتمام يكون موجهاً نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار. ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محافظ رأس المال"، ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية بحيث تشكل (80-90)% من قيمة المحفظة. وأفضل وقت لاتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي.

- السياسة الدفاعية (المتحفظة): يتم اعتماد هذه السياسة إذا كان هناك تحفظ شديد تجاه عنصر المخاطرة، وذلك بسبب التركيز الشديد على عامل الأمان، بحيث يكون هناك أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين (60-80)%.

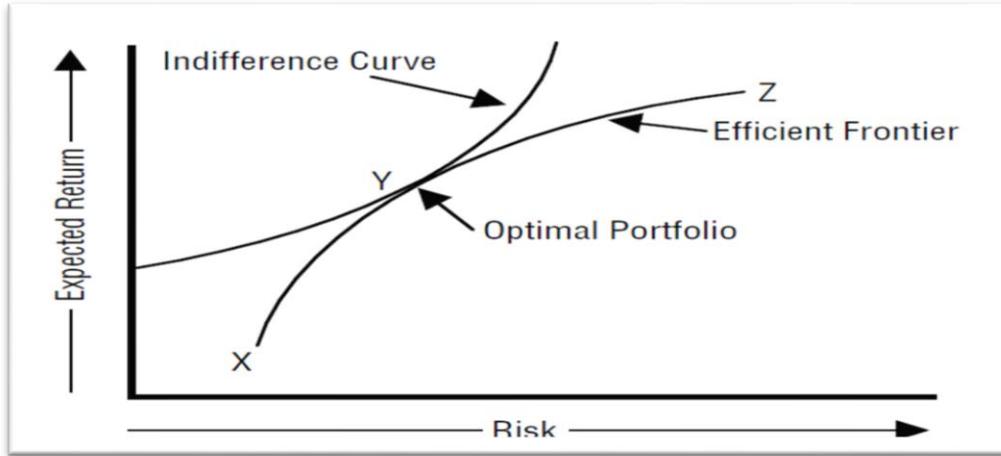
- السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية): وهي السياسة التي يتم تبنيها من غالبية المستثمرين ومدراء المحافظ، بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة بمستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حال توفرها. تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل عالية السيولة كأذونات الخزينة، يضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والممتازة والسندات طويلة الأجل... إلخ. إن ما يميز هذه المحفظة هو قدرتها على تحقيق أرباح رأسمالية في حال ارتفاع الأسعار، وتوفير دخل ثابت يخفف إمكانية تحقيق الخسارة في حال هبوط الأسعار.

وقد قدمت نظرية المحفظة Markowitz² مفهوم المحافظ الكفوة التي تعظم العائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو تقلل المخاطر لأدنى حد عند مستوى معين من العائد. ويفترض Markowitz أن هناك محفظة واحدة من جميع البدائل المتاحة للمحافظ الاستثمارية هي الأفضل من حيث العائد بالقياس إلى المخاطرة، وهي المحفظة المثلى Optimal Portfolio، وللقيام ببناء هذه المحفظة يجب على من يقوم بإدارة المحفظة تحديد ما يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه منحنى الحد الكفاء Efficient Frontier. يمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى، ويرسم عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصر العائد والمخاطرة³.

¹ بن موسى، كمال: "المحفظة الاستثمارية - تكوينها و مخاطر ها- " مجلة الباحث، عدد 3، 2004، ص 40.

² هو العالم الاقتصادي هاري ماركويتز والذي فاز بجائزة نوبل في الاقتصاد ويعد من مؤسسي نظرية المحفظة الاستثمارية.

³ خطاب، سامي: "المحفظة الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 13.



الشكل (2) المحفظة المثلى

Resource : Hagin, R, "Investment Management – Portfolio Diversification, Risk, and Timing Fact and Fiction", Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, Published simultaneously in Canada, 2004, p 115.

ولعلّ من أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة، هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي Major Mix Decision والذي يتم من خلاله تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة، وبمعنى آخر يحدّد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوباً لرأسمالها الكلي. وتبرز في هذا القرار مهارة المستثمر (مدير المحفظة) في الوصول إلى ما يعرف بالمحفظة المثلى Optimal Portfolio والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع¹، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنويع أهمها: تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق.

1-1- تنويع جهة الإصدار

يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على أوراق مالية عدّة تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنويع وهما التنويع الساذج وتنويع ماركويتز (Markowitz)².

أ- التنويع الساذج Naive Diversification:

يقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية بغرض تكوين المحفظة، ويعتمد على فكرة مفادها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرّض لها عائدها³.

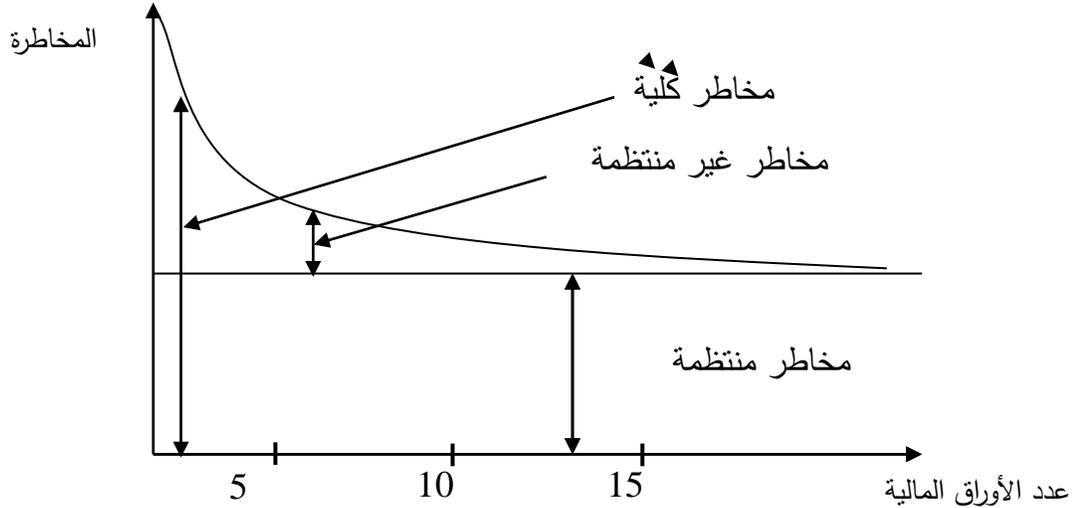
¹ نوري موسى، شفيري، وأبو عرابي، مروان: "مدى استخدام البنوك لسياسة التنويع للحد من المخاطر/ دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 20، شهر 4، 2009، ص 9.

² العلي، أحمد: "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، منشورات جامعة دمشق، 2008، ص 28.

³ [Httpwww.philadelphia.edu.jo/academics/iananzeh/upload/Investment%20management.pdf](http://www.philadelphia.edu.jo/academics/iananzeh/upload/Investment%20management.pdf).

حيث يستطيع المستثمر، من خلال التنويع، الوصول إلى مستوى أقل من المخاطر لنفس مستوى العائد¹. ويمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالمثل الشعبي الذي يقول: "Not Putting all The Eggs in One Basket" أي: "لا تضع كل البيض في سلة واحدة"².

وتشير الدراسة الشهيرة التي قام بها (Even and Archer 1968) على أن احتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر غير المنتظمة³، ويمكن توضيح ذلك باستخدام الشكل أدناه حيث يظهر في الشكل نوعان من المخاطر: المخاطر المنتظمة ومثلت بشكل خط مستقيم، مما يعني أن هذه المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع مهما كان عدد الأوراق المالية، والمخاطر غير المنتظمة التي تتناقص تدريجياً كلما زاد عدد الأوراق المالية حتى يصل عدد هذه الأوراق إلى 15 ورقة مالية حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى عديم الفائدة في تخفيض هذه المخاطر.



الشكل (3) أثر التنويع على المخاطرة

المصدر: مطر، محمد، ونيم، فايز: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص: 172.

ب- تنويع ماركويتز⁴ Markowitz Diversification:

على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي باختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائياً، نجد أن أسلوب ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات وذلك على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن

¹ عمران، عبد القادر، بوزريق، علي: "مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية- دراسة حالة مجمع رياض صطيف"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي- تبسة، الجزائر، 2006/2005، ص 56.

² <http://www.ingretirementplans.com/SponsorExtranetdiversification.pdf>.

³ العلي، أحمد: "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره ص 29.

⁴ انظر:

Reilly, F & Brown, K: "Investment Analysis and Portfolio Management", op, cit, p 244 – 245.

Grover, J, Lavin, A: "Modern Portfolio Optimization: A Practical Approach Using an Excel Solver Single-Index Model", The Journal Of Wealth Management, Summer, 2007, p 60 – 64.

الاستثمار. فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية، ولما كان معامل الارتباط يتراوح بين $(1+)$ و $(1-)$ فقد استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

هنا يجدر بنا أن نتذكر نقطة هامة، مفادها أنه بإضافة أسهم للمحفظة (غير مرتبطة ارتباطاً تاماً) مع الأسهم الموجودة في المحفظة فإننا نستطيع إنقاص الانحراف الكلي للمحفظة. ولكن لن نستطيع إهمال التغير/التقلب. والانحراف المعياري للمحفظة سيصل أخيراً إلى مستوى محفظة السوق¹، حيث سنكون قد نوعنا جميع المخاطر غير المنتظمة، ولكن مازال لدينا مخاطر سوقية أو مخاطر منتظمة.

من خلال الاستعراض السابق لأسلوب التنوع نجد أن التنوع الساذج ملائم فقط عندما يكون المستثمر غير قادر على التمييز بين العوائد المتوقعة للورقة المالية وانحرافها المعياري، أو حتى معاملات الارتباط بين الأوراق المالية عندها فقط يكون هذا الأسلوب هو الحل للتغلب على المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية وهو أسلوب لا ينصح به، على العكس من ذلك فإن التنوع الكفاء (تنوع ماركويتز) يكون أكثر فعالية حيث أثبت قدرته على التخلص من المخاطر غير المنتظمة وجزء من المخاطر المنتظمة أيضاً.

2-1- تنوع تواريخ الاستحقاق Maturity Diversification:

تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع:

- الأسلوب الهجومي.
- تدرج تواريخ الاستحقاق.
- التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل.

أ- الأسلوب الهجومي:

يقوم هذا الأسلوب على تحوّل المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل، والعكس، وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإنّ المستثمر يسارع لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاضاً في سعر الفائدة فإنّ عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل².

¹ محفظة السوق: هي المحفظة التي تتضمن كافة الأصول الخطرة.

² هندي، منير ابراهيم: "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 203، ص 215.

إن نجاح هذا الأسلوب يعتمد على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر فإنه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلاً فإن المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة¹، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار.

ب- تدرج تواريخ الاستحقاق Laddered Maturity Structure:

ويقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج، ويقضي هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق التي يمكن قبولها، و أخيراً يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة². تتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في نفس الوقت، حيث أن استرداد قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، واستثمار الأموال في الأوراق طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد³.

ج- التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل Barbell Maturity Structure:

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل (من سنة إلى ثلاثة سنوات)، والأوراق المالية طويلة الأجل (من 7 إلى 10 سنوات)، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر، في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد، وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة. أما الأوراق المالية متوسطة الأجل فهي لا تحقق أيًا من هدفي السيولة أو الربحية لذلك فإنه يجب تجنب الاستثمارات في هذا النوع من الأوراق⁴.

إن الواقع العملي يشير إلى أن تنوع الاستثمارات بين الأجل القصير والأجل الطويل يعتمد على توقعات سعر الفائدة كما في حالة الأسلوب الهجومي، فإذا توقع المستثمر ارتفاع أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، وإذا توقع انخفاض أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل⁵.

2- المشتقات المالية Derivatives:

المشتقات: هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) وهذه الأخيرة تنتوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ⁶.

وفي السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية متزايدة نظراً للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر والحد منها.

¹ العلي، أحمد: "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² هندي، منير ابراهيم: "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 216 - 217.

³ مطر، محمد، وتيم، فايز: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 180 - 181.

⁴ رزق، عادل: "دعائم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 168.

⁵ هندي، منير ابراهيم: "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 220 - 222.

⁶ حماد، طارق عبد العال: "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 5.

ومن أهم الأدوات المستخدمة في هذا المجال الخيارات والمستقبلات، وسنقتصر على استعراض دور المستقبلات عقود المبادلة في التقليل من المخاطر، وسيتم التحدث عن دور الخيارات في الفصل الثاني الذي جرى تخصيصه بشكل كامل للحديث عن الخيارات.

أ- إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلات:

العقد المستقبلي Future Contract هو اتفاق بين طرفين (بائع ومشتري) ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصلاً حقيقياً أو أصلاً مالياً في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد¹.

تقدم التغطية² Hedging من خلال العقود المستقبلية خدمة مميزة للمستثمرين هي تخفيض المخاطر، ويمكن التمييز بين صورتين للتغطية هما: تغطية المركز الطويل، وتغطية المركز القصير. وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر ارتفاع قيمة الأصل أو انخفاضها. ويتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاماً عليه أخذ مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر³.

ب- إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة:

تعد عقود المبادلة إحدى أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة. وتعد عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداماً، والهدف الرئيسي منها تخفيض تكلفة التمويل، وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة لأوراق مالية سبق وأن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالتزام أي منهما الأصلي على الورقة المالية، والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كلا منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى، طبقاً لظروفها وتوقعاتها، أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل

¹ هندي، منير: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات / الجزء الثاني"، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص 92.

² التغطية أو التحوط: هي فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات.

³ هندي، منير: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات / الجزء الثاني"، مرجع سبق ذكره ص 234 - 250.

فائدة متغير، رأيت المؤسسة الثانية النقيض، وبأن مصلحتها وطبقاً لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة¹.

خلاصة المبحث الثاني:

ركّز هذا المبحث على مفهوم الاستثمار المالي بشيء من التفصيل، حيث بدأت الباحثة باستعراض محددات الاستثمار المالي الرئيسية المتمثلة بالعائد والمخاطرة، والتلازم فيما بينهما. كما تمّ تناول أشكال المخاطرة التي تتعرض لها الأوراق المالية والتي تتضمن المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

وباعتبار أنّ عنصر المخاطرة يعد من العناصر المهمة في اتخاذ القرار الاستثماري، فإنّ الاهتمام بتحديد كمّيته وقياسها سيمكّن المستثمر من بناء قراراته على أسس سليمة، حيث توجد عدّة طرق لقياس المخاطرة أهمّها الانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف، ومعامل بيتا، فهذه الطرق تمكن المستثمر من القياس الكمي للمخاطرة والتي على أساسها يتخذ قراراته بالاستثمار أو عدم الاستثمار.

ولتفادي هذه المخاطر استعرضت الباحثة مجموعة من الوسائل التي يمكن من خلالها تقليل حجم المخاطر، أو الحد منها، تمثلت في إدارة محفظة متنوعة على أسس علمية سليمة، حيث وجدنا أنّ هناك مجموعة من السياسات التي تخضع لها عملية إدارة المحفظة بحسب توجهات المستثمرين، وأمّا فيما يخص التنويع فهناك نوعان للتنويع بناءً على جهة الإصدار والذي له أسلوبان: التنويع الساذج الذي يقوم على فكرة الاختيار العشوائي وتنويع ماركويتز القائم على فكرة الاختيار الدقيق للأوراق المالية على أساس معامل الارتباط بين العوائد. والتنويع بحسب تواريخ الاستحقاق والذي بدوره يقوم على ثلاثة أنواع من السياسات: الأسلوب الهجومي، وتدرج تواريخ الاستحقاق، والتّركيز على الاستثمارات طويلة الأجل. والوسيلة الثانية للحد من المخاطر هي استخدام المشتقات المالية من خلال استعراض دور كل من المستقبلات وعقود المبادلة في تفادي المخاطر.

¹ مطر، محمد، وتيم، فايز: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 291.

المبحث الثالث

سوق الأوراق المالية: الخصائص والأدوات

بعد أن تعرّفنا في المبحثين الأول والثاني على ماهية الاستثمار وأنواعه الأساسية، وقمنا بشرح أهم محدّداته التي تمثّلت في العائد والمخاطرة، وتطرّقنا إلى كيفية إدارة الخطر. نأتي الآن إلى الميدان الذي يمارس فيه الاستثمار المالي بشكل واسع ألا وهو سوق الأوراق المالية.

سيتم في هذا المبحث التعرف على مفهوم السوق المالية وأهدافها وأهم الوظائف الاقتصادية لهذه السوق، بعد ذلك سيتم الانتقال للتعرف على أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والمتمثلة بالأدوات المالية الأساسية التي تتكوّن من أدوات الملكية، وأدوات الدين، وستنتقل بعدها إلى النوع الآخر من الأدوات وهو الأدوات المالية المشتقة حيث سيتم الحديث عن أهم هذه الأدوات من خلال عرض العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود المبادلة، تمهيداً للانتقال إلى الفصل الثاني الذي تمّ تخصيصه للأداة الرئيسية المتداولة في هذه الدراسة وهي عقود الخيارات.

أولاً: مفهوم السوق المالية Financial Market :

تعرف سوق الأوراق المالية: بأنها المكان الذي تباع وتشتري الأدوات المالية فيه، وهي بمثابة الجهاز العصبي المركزي للاقتصاد، ويتم فيه تناقل المعلومات والأسعار بسرعة وبذلك تمكن السوق المالية كلاً من الشركات والأفراد من الحصول على التمويل اللازم لنشاطاتهم واستثمار السيولة المتوفرة لديهم¹.

وبالتالي فإن عناصر سوق الأوراق المالية تتمثل في:

أ- الأوراق المالية: وتمثّل السلعة التي يتم تداولها في السوق.

ب- المتعاملون: وهم البائعون والمشترون والسّامسة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.

ت- المعلومات: وتمثّل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرقبين².

إنّ السوق المالية تمثّل الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة.

1- بنية السوق المالية:

يشتمل تعبير السوق المالي على نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد و أسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال في آجال استحقاق الأوراق المالية المتداولة فيها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات العاملة في كل من السوقين.

¹ Cecchetti, S: "Money, Banking, and Financial Markets", The McGraw-Hill, New York, 2006, p 44.

² حماد، طارق عبد العال: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية جامعة عين شمس، 2000، ص 19.

وتعرّف أسواق النقد money market : بأنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السّامسة والبنوك التجاريّة والجهات الحكوميّة وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحليّة¹. أمّا النوع الثاني فهي أسواق رأس المال، والتي تسمّى غالباً بالسّوق طويلة الأجل حيث يتم في هذه الأسواق التّعامل بأدوات ماليّة طويلة الأجل كالأسهم والسّندات، وتؤدي هذه السّوق دوراً كبيراً في تمويل الاحتياجات الماليّة للمؤسسات الماليّة والمشاريع الاقتصاديّة مقابل التّخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة، أو بإصدار سندات دين ونفس الشّيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة². و نستطيع التّمييز بين مجموعة أشكال يمكن أن يأخذها سوق رأس المال³:

أ- السّوق الأوليّة والسّوق الثّانويّة (Primary and Secondary Market):

حيث تعرّف السّوق الأوليّة: بأنها المكان الذي يتم فيه بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة.

أما السّوق الثّانويّة: فهي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي جرى إصدارها في وقت سابق.

ب- السّوق المركزيّة والسّوق خارج البورصة Centralized Exchange and Over The Counter Markets:

ونعني بالسّوق المركزيّة: بأنها سوق ثانوية حيث يوجد فيها الباعة والمشترون للأوراق المالية، ويتقابلون في مكان موجود ومحدد.

بينما السّوق OTC: فهو سوق ثانوية غير مركزيّة، يكون التّجار فيها على استعداد لبيع الأوراق الماليّة وشرائها بشكل الكتروني، دون وجود مكان محدّد لهذه السّوق وإنّما يقتصر وجودها على شبكة الأنترنت.

ت- السّوق الفوريّة وسوق العقود الآجلة(المشتقات) Debt and Equity and Derivatives Market:

يقصد بالسّوق الفوريّة: السّوق التي تباع وتشتري الأوراق المالية فيها ويتم الدّفع مباشرة.

أمّا السّوق الآجلة: فهي السّوق التي تعتمد فيها قيمة الأصول الماليّة المتداولة على أصول أخرى، ويتم الدّفع في وقت لاحق في المستقبل.

2- أهميّة سوق الأوراق المالية:

إنّ وجود سوق للأوراق المالية في أي دولة، وخصوصاً الدّول النامية يحقق العديد من الفوائد الآتية والاستراتيجيّة ذلك أنّ هذه السّوق لها أهميّة كبيرة من خلال تحقيقها للعديد من الفوائد أهمها⁴:

¹ هندي، منير ابراهيم: "الأوراق المالية وسوق رأس المال"، كلية التجارة، جامعة طنطا، 2006، ص 94.

² الهيتي، نواز: "مقدمة إلى الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا والعلوم التطبيقية، طرابلس، 1998، ص 23.

³ Cecchetti, S: "Money, Banking, and Financial Markets", op, cit, P 46 – 50.

⁴ انظر:

حسين، عصام: "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص 29.
الداعور، جبر، ونواف، عابد: " أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)"، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد السابع عشر، العدد الأول، يناير 2009، ص 816- 818.

أ- ءمفم المءءرات الوطنفة واسءقءابها، فء طالما وصفء البءءان النامفة، والفقرفة ءاصةً بأنفا ءعانف من ضعف فف اءءاراتها الوطنفة المطلوبة لنءاء عملفة النءمة الاقءصاءفة.

ب- ءمافة المءءرات الوطنفة من قءاصف الفرص المءلفة أو ءءف هروفها نحو الءارء، وذلك عن طرفق النءام المصرفف الفءال الواءب فءاءه فلى ءانب السوءء المالفة.

ء- اسءقءاب رؤوس الأموال الأءنبفة المءارة فضافةً لنءك المءلفة.

ء- ءلق السولة الكاففة للمءءرات عنء رءبة المءءرفن فف ءسفل اسءءمارءهم فف الأءوات المالفة، من ءلال فمكانفة ءءوبل الأءوات المالفة طوفلة الأءل فلى أصول سائلة بسهولة وسعر معقول، مما فعنف ءوففر قءوات اسءءمارفة ءءفة.

ء- ءوففر فمكانفة الاسءءمار فف مءارفع ءبفرة وأساسفة لعملفة النءمة، وبالنآلف ءشعلل أكبر عءء من البفء العاملة المءلفة.

ء- الءءفف من الآءار السلبفة المءءمة للسوءء الءالفة فرر الرسمة وذلك من ءلال:

- الءءفف من ءءة المضاربة، عن طرفق وضع قءانفن وآءاء ءءابفر وإءراءء صارمة، مع ءوء هفئة مءءصة لنءبفققها وبالنآلف ءمافة الفرء المسءءمر، والاقءصاء ءكل من الآءار السلبفة للمضاربة.
- ءوففر المءلوماء الصءفءة والءقفقة وإمكانفة ءصول المسءءمر علفها فف الوءق المناسب وبطرف فعالة.
- فمكانفة الءءقق من الصءماء المالفة والاقءصاءفة الءارءفة، وذلك عن طرفق ورود المءلوماء الءقفقة وءوفر الأءوات الاسءءمارفة الءف ءسهل من عملفة الءءوء ضء هءه المءاظر.
- ءسهفل عملفة آءاء القرار الاقءصاءف وءفعفله من قبل الءكومة بسبب ارءفاع مسءوى اسءءءابة السوءء.

ء- ءمارس الاسواق المالفة ءوراً مهمأ فف فزفاءة معدلاء النءم الاقءصاءف بسبب ما ءوفره من رؤوس أموال لقطاعات واسعة من الأعمال من ءهة، وما ءضففه من أرباء وفواء لمءءمف ءلك الأموال من ءهة أخرى¹.

ء- آءفراً اسءءءام مؤشرات ءالة السوءء أءاة للءنبؤ بالوضع الاقءصاءف، وبالنآلف ءهفئة القراراء الاقءصاءفة اللآزمة للءءفف من ءءة الأزماء الاقءصاءفة.

3- الوءائف الاقءصاءفة لسوءء الأوراق المالفة:

ءقوم سوءء الأوراق المالفة بمءموعة من الوءائف المءءءة والمءنوءة، والءف ءءءء نءفءة للءءور الءف ءعرضء له هءه الأسواق، وما فببع ذلك من الءاءة لءءسفن أءائفها، وءللءص هءه الوءائف بما فلف²:

¹ الزفءف، فباء فلاح: " ءءاسة اقءصاءفة مءارنة لءطوفر الاءاء الاقءصاءف للسوءء المالف الفراقف"، ءءاسة مءءمة اسءءمالا لمءءلءابء الءصول على ءرءة المءءسءفر فف العلوم الاقءصاءفة، الاكاءفمفة العربفة المءءوءة فف ءنمارك، آءار، 2009، ص 31.

² انظر: عمران، عبء القاءر، بوزرفق، على: "مءاظر الاسءءمار فف الأوراق المالفة- ءءاسة ءالة مءمع رفباض صءطفف"، مءءرة مءءمة لنبل شهاءة اللفسانس فف العلوم الاقءصاءفة، المركز ءامعف الشفء العربف الءبسف- ءبسة، ءزائر، 2006/2005، ص 25- 26. ءءوء، ءءوء، شفءا، أفمن: "الأسواق المالفة"، منشوراء ءامعة ءلب، 2005، ص 36 - 37.

3-1- الوظيفة التمويلية:

تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تملك قدرة تمويلية، وتتوافر لديها فوائض مالية عن برامجها الاستثمارية والاستهلاكية، وتحويلها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز وتبحث عن التمويل، فتقدمها لها في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات، وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية.

3-2- تقديم المعلومات المالية:

يتم تقديم المعلومات المالية التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي للأفراد والمشاريع، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرًا من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كأنها مؤسسات مالية متخصصة، كما تسهم في رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية، وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.

3-3- موازنة الأسعار:

تعد عملية الموازنة بين الأسعار من أهم الوظائف التي تقوم بها السوق المالية، ويقصد بها عمليات الموازنة في الأسعار التي يباع بها سهم أو سند معين في أسواق دولة معينة، أما في حالة الأسهم الدولية تكون حالة الموازنة بين أسواق الدول المقيدة بها أسهم هذه الشركات، حيث تتم عملية المراجعة Arbitrage إلى أن يتم تحقيق التوازن في السعر في كافة الأسواق وتلغى الفروقات ويصل السعر إلى السعر التوازني.

3-4- الوظيفة التتموية:

تسهم السوق المالية في دعم وتحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال مجموعة من القنوات:

- أ- يشجع وجود قطاع مالي متطور على زيادة نسبة الادخار في الاقتصاد.
- ب- يسهم القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات.

علاوة، عاطف: "الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، 17 - 18/11/2008، ص 7-8.

الجيلاتي، محمد: "الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وأسس الاستثمار فيها"، سوق دمشق للأوراق المالية، دمشق، 2009، ص 2 - 3. خضر، حسان: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، آذار، 2004، السنة الثالثة، ص 10 - 12. مزاهدية، رفيف: "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2007/2006، ص 15.

الداعور، جبر وعابد، محمد نواف: "أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)"، مرجع سبق ذكره، ص 816-817.

لعمارة، جاول، حدة، رايس: "تحديات السوق المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص 3 - 4.

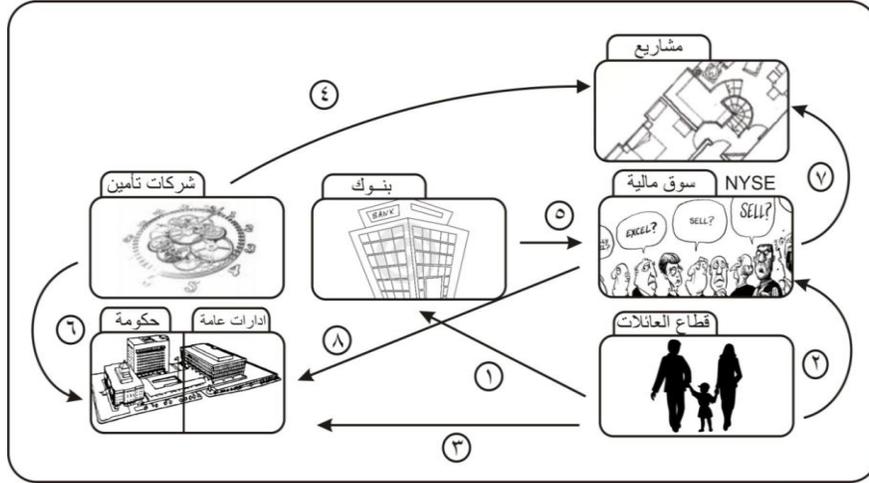
- A.Choinel & G.Rouyer, "Les marches financières: structure et acteurs", Panque édition, paris, 7^{me} edition, 1999, P:35.

ت- تحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالية في عملية النمو الاقتصادي.

ث- تحفيز الرقابة الإدارية، فالسوق المالية يمكن وصفها بأنها سوق كفوة تسهل عملية ربط كفاءة مدراء الشركات بأداء سهم الشركة في السوق، مما يحفز إدارات هذه الشركات على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج، واستخدام أساليب الحوكمة في إدارتهم لشركاتهم.

أي أن السوق المالية تسمح بتجميع رؤوس الأموال، وتحويل مدخرات قطاع العائلات، بشكل مباشر، إلى مصادر تمويل طويلة الأجل للمشاريع الخاصة الصناعية والتجارية وللحكومة. ومقابل الحصول على هذه الأموال، تقوم الدولة والمشاريع الخاصة بإصدار أوراق مالية تجسد حقوق هؤلاء الذين جلبوا رؤوس الأموال.

ويمكن أن نوضح هذه الوظيفة للسوق الأولية من خلال المخطط التالي الذي يمثل التدفقات الصافية بين مجموعة المتعاملين الاقتصاديين الأساسيين :



الشكل رقم (4): دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية

المصدر:

من الشكل نلاحظ:

1- التدفقات الصافية الصادرة عن قطاع العائلات والتي تُقدر بثلاث:

التدفقات رقم (1): تمثل رؤوس الأموال الموظفة من قبل قطاع العائلات لدى المؤسسات المالية: وتشتمل هذه التدفقات على الودائع تحت الطلب، والودائع لأجل في البنوك وصناديق الادخار وعقود التأمين على الحياة والتقاعد.

التدفقات رقم (2): تمثل الأوراق المالية المكتتب عليها من قبل قطاع العائلات في السوق المالية.

التدفقات رقم (3): تمثل، بشكل أساسي، وداائع قطاع العائلات لدى الإدارات العامة من خلال الاكتتاب على أذونات الخزينة وشهادات الاستثمار.

2- التدفقات المالية الصادرة عن المؤسسات المالية والتي تُقدر بثلاث:

التدفقات رقم (4): تمثل القروض الممنوحة بواسطة المؤسسات المالية للمشاريع الصناعية والتجارية.
التدفقات رقم (5): تمثل الأوراق المالية (أسهم وسندات) المكتتب عليها من قبل المؤسسات المالية الموجودة في السوق. من هذه المؤسسات، نستطيع أن نذكر شركات التأمين، والبنوك، وصناديق التقاعد.
التدفقات رقم (6): تمثل أذونات الخزينة المكتتب عليها من قبل البنوك والوسطاء الماليين الآخرين، كما تمثل أيضاً القروض الممنوحة بواسطة صناديق الودائع والادخار وشركات التأمين للإدارات والمنظمات العامة والحكومية.

3- السوق المالية تسمح أيضاً بقاء طالبي وعارضي رؤوس الأموال الطويلة الأجل :

التدفقات رقم (7): تعد الأكثر أهمية وتخص إصدارات السندات والأسهم الموجهة للمشاريع سواء أكانت قطاعاً عاماً أم خاصاً.

التدفقات رقم (8): تمثل التمويل الموجه للإدارات الحكومية، من خلال إصدار السندات في السوق المالية: قروض الدولة، وقروض للإدارات المحلية (منطقة، مدينة، قرية).

من خلال ما تقدّم، نلاحظ أنّ السوق المالية تسمح بتحويل المصادر المالية في الزمن وبين مختلف القطاعات الاقتصادية وأيضاً بين مختلف البلدان مما يسمح بتحقيق التنمية الاقتصادية.

3-5- توفير السيولة:

وهي أهم وظيفة تؤديها السوق المالية بعد عملية تجميع المدخرات، إذ توفر السوق المالية سوقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة.

حيث تعبّر سيولة السوق عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً، وتعد مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في السوق المالية. وتسمح السيولة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال، لأنها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدّخراتهم أو تغيير مكونات المحفظة الاستثمارية لديهم.

إنّ المنافع من وجود أسواق سائلة **liquid Market** أي ذات سيولة عالية واضحة للعيان، تسمح للمستثمر بالتداول أو التعامل بالسوق عندما تظهر حاجة للتقد أو هناك فائض متاح من الأموال¹.

وتشجّع ميزة السيولة المستثمرين على توظيف مدّخراتهم في شراء الأوراق المالية طالما أنّه يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة وسهولة ودون خسارة كبيرة في القيمة.

وهناك عدّة محدّدات لفكرة السيولة ، نذكر الأساسيات :

- **فورشيت الأسعار:** أو الفرق بين سعري الشراء والبيع (Bid-Ask Spread).
- **عمق السوق:** الذي يُطابق لحجم الصفقات الممكن تنفيذها بشكل مباشر وبسعر قريب من سعر التوازن. ويمكن القول: إنّهُ كلما انخفض المدى بين Bid-Ask كلما ازداد العمق ومن ثمّ ازدادت السيولة.

¹ الزاوي، خالد وهيب: "إدارة المخاطر المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 89.

• **مرونة السوق:** سرعة السعر من أجل العودة إلى مستوى التوازن بعد خلل في توازن تدفقات أوامر الشراء والبيع. وفي ظل غياب السيولة عن السوق المالية، فإن إقدام المستثمر على المشاريع الضخمة ذات العوائد المرتفعة يكون قليلاً. غير أن سوق الأوراق المالية قد تدفع السيولة إلى الارتفاع، من خلال توفيرها أصولاً مالية كالأسهم التي تصدرها الشركات في سبيل زيادة رأسمالها، وتسمح السيولة للمستثمر بأن يستعيد مدخراته خلال مدة المشروع الاستثماري بشكل سريع وبسهولة من خلال التخلص من الأوراق المالية التي يحوزها كلما دعت الضرورة إلى ذلك. فسيولة السوق تدعم الاستثمارات الطويلة الأجل.

وهناك العديد من المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة أهمها معدّل التداول Value Traded Ratio الذي يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول)، خلال فترة معينة، كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أي حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد، ومعدّل الدوران Turnover Ratio الذي يقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للسوق، ويدل المعدّل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات¹. ونظراً لأهمية السيولة بالنسبة للسوق المالية فقد ركزت بعض الدراسات على هذا الجانب، وقامت بتقسيم السوق من حيث درجة سيولتها إلى أربع مجموعات رئيسية، تضم المجموعة الأولى الأسواق التي مازالت في مراحلها الأولى كسوق كينيا والمجر، وهي تتسم بقلّة عدد الشركات المقيدة فيها وانخفاض عدد الأسهم المتداولة فيها، إلى جانب انخفاض سيولة أوراقها المالية.

المجموعة الثانية تنطوي على الأسواق التي تتميز بأوراقها المالية بسيولة أكبر مقارنة بسابقتها، وعموماً تتميز بالتنوع بما يوفر فرصة أكبر للمستثمرين لتحقيق أرباح من خلال تكوين محافظ استثمارية أكثر عائداً وأقل مخاطرة. وأبرز الأسواق التي تنتمي لهذه الفئة هي المغرب ومصر والهند.

تتميز أسواق المجموعة الثالثة بتحقيق قدر من الاستقرار في أسعار أوراقها المالية، بالإضافة إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المقيدة فيها، وأهم أسواقها الأرجنتين وماليزيا.

أخيراً المجموعة الرابعة تضم الأسواق الناشئة التي تحقّق درجة كبيرة من النضج في نشاطها، باعتبارها وصلت إلى تحقيق درجات عالية من السيولة، وتتسم بكبير حجم تعاملاتها واتساع نطاقها، وتضم على الخصوص أسواق هونغ كونغ وتايوان وسنغافورة².

من خلال ما تقدّم، فإن الأسواق المالية توفر السيولة للمستثمرين وتعطيهم إمكانية تخفيض أفق الاستثمار إذا أرادوا من خلال التخلص بسهولة من أصولهم المالية بتكلفة قليلة وفي أي لحظة، مخفّضين بذلك صفة عدم التأكد المرتبطة بالأصول المالية الطويلة الأجل. في هذه الشروط، يستطيع المستثمر تعريض نفسه للمزيد من الخطر مع طلب

¹ انظر:

نزال، عبدالله ابراهيم: " كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التيسير بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، الجزائر، 2011/1/5، ص 8.

مباركي، سامي: "الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية"، لا يوجد تفاصيل، ص 7 – 8.

² خبابة، حسان: "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، فيفري، 2004، ص 6.

مردودية ضعيفة من استثماراته (تخفيض علاوة الخطر)، وينتج عن ذلك قدرة المشاريع على الحصول على التمول بالآلزم بتكلفة ضعيفة.

ثانياً: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تجدر الإشارة بدايةً إلى أنّ الأوراق المالية هي: عبارة عن الأسهم والسندات التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها وتعد صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً¹. وبمعنى آخر تمثل الأوراق المالية مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطلب المستثمر.

وتنقسم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية إلى أوراق أو أدوات مالية أساسية Fundamental وأوراق أو أدوات مالية مشتقة Derivatives.

تتضمن المجموعة الأولى ضمن ما تتضمنه السندات والأسهم بشقيها العادي والممتاز، والتي تمثل عصب أسواق المال الحاضرة Spot Markets التي يتم فيها اتخاذ الإجراءات اللازمة لنقل الملكية. هذا إضافة إلى أنّ تلك الأسواق، أي الأسواق الحاضرة والأصول المالية المتداولة فيها، تعد مطلباً أساسياً لوجود المجموعة الثانية من الأوراق المالية أي عقود المشتقات².

أ- الأدوات المالية الأساسية Fundamental Instruments :

وتسمى أيضاً بالأوراق المالية التقليدية وهي تقسم بدورها إلى أدوات ملكية وأدوات دين

1- أدوات الملكية Equity Instruments :

تلجأ الشركات إلى إصدار أوراق الملكية Equities مقابل الحصول على رؤوس الأموال، وقد يتم الحصول على أوراق الملكية عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال (يتم الحصول عليها من السوق الأولي)، أو من سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية)³. ويندرج ضمن أوراق الملكية الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، وحقوق الاكتتاب وشهادات الاستثمار. وسيتم الحديث عن النوعين الأساسيين وهما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1-1- الأسهم العادية Common Stocks :

يعد السهم العادي أحد أبرز أدوات سوق الأوراق المالية، ويعرّف على أنه: أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد ثابتة من الجهة المصدرة له، بجانب حصته برأس مال الشركة المصدرة والمثبتة بشهادة السهم⁴.

¹ خضر، حسان: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، آذار، 2004، السنة الثالثة، ص 4.
² هندي، منير: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات / الجزء الثاني"، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص 5.
³ مبارك، سامي: "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2003/2004، ص 47 - 48.
⁴ الداغر، محمود: "الأسواق المالية مؤسسات، أسواق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 43.

والسهم العادي يمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، فالقيمة الاسمية هي عبارة عن القيمة المدونة على قسيمة السهم ويكون منصوفاً عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، في حين تمثل القيمة السوقية القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وقد تكون هذه القيمة مختلفة تماماً عن كل من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية¹. يتميز السهم العادي بالعديد من الخصائص تلتخص في أنه يعطي مالكة الحق في ملكية الشركة بما يتناسب مع مقدار ما يمتلكه من أسهم، كما يمتلك الحق في التصويت على الأمور المهمة في الشركة المصدرة، ويمتلك الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة. وفيما يتعلق بالتوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم العادي فهو يستلم حصته من أرباح الشركة بعد دفع الديون والفوائد والالتزامات الأخرى، علماً أن قيمة هذه التوزيعات غير مضمونة من حيث الكمية والتوقيت وهي تتغير تبعاً لأرباح الشركة، كما أنه بناءً على قرار مجلس الإدارة قد لا تتم عملية توزيع للأرباح، فضلاً عن أن مالك السهم العادي آخر من يحصل على نصيبه في حال تصفية الشركة². أخيراً فإن قيمة السهم العادي قد ترتفع إذا كانت الفرص المستقبلية للشركة في تحسن مستمر، بالمقابل فإن هذه القيمة قد تتخفف، أو قد يفقد السهم قيمته في حال تعثر الشركة أو حدوث كساد في الاقتصاد ككل، وهذا يعني أن خطر امتلاك السهم العادي كبير مقارنة مع ما سنراه في الأدوات الأخرى ويظهر هذا الأمر واضحاً بشكل خاص في أسهم الشركات الصغيرة³.

وإلى جانب الأسهم التقليدية المعروفة فقد ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين أنواع مستحدثة من الأسهم العادية وهي⁴: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية⁵: ترتبط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة⁶: وهي الأسهم التي يجري فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

الأسهم العادية المضمونة⁷: وهي الأسهم التي تعطي حاملها الحق في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض إذا ما انخفض سعر أسهمها في السوق خلال فترة معينة. بحيث يحصل المستثمرون عادةً على عدد من الصكوك يطلق

¹ صافي، عمار: "محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009/2008، ص 27.

² انظر:

Corrado, Ch: "Fundamentals of Investments", 2002, Available on : http://books.mec.biz/book/Fundamentals_of_Investments/NDI4NjQ3MDg4P 112 – 118.

Cecchetti, S: "Money, Banking, and Financial Markets", op, cit, p 178 – 180.

³ سناجي، عبدالله: "سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار- دراسة حالة مجمع صيدال"، مرجع سبق ذكره، ص 63-66.

⁴ الشواورة، فيصل محمود: "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 82.

⁵ أول من أصدرها شركة جنرال موتورز في الثمانينات من القرن العشرين، وكانت عبارة عن مجموعتين من الأسهم ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم قطع غيار الطائرات في الشركة.

⁶ بدأ استعمال هذه الأسهم في الثمانينات عقب اصدار تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت-التي تباع حصة من أسهمها العادية للعاملين فيها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة- بالاستفادة من مزايا خصم إيرادات هذه الأسهم من الضرائب.

⁷ ظهرت هذه الأسهم لأول مرة عام 1984 في الولايات المتحدة الأمريكية.

عليها "حقوق التعويض Rights" مقابل الأسهم المشتراة ، كما يطلق على الأسهم والحقوق معاً تسمية الوحدات Units ، وأما المستثمر حامل الوحدة فيدعى Unit holder.

أما في الأسواق العالمية فتصنّف الأسهم العادية وفقاً لطبيعتها إلى¹:

الأسهم المتميزة: وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة، حيث يكون لهذه الأسهم سمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان والدخل، وتكون أسعارها عادةً مرتفعة. أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً، أي توزيع الأرباح يكون بصفة مستمرة ومستقرة، وغالباً ما يكون هذا النوع من الأسهم لشركات ذات امتياز في إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة الأمر الذي يجعل توزيعاتها تتصف بالاستمرارية والاستقرار.

أسهم النمو: على عكس أسهم الدخل، إذ لا يتوقع حاملها توزيع الأرباح في نهاية السنة بشكل دائم لكنه يتوقع ارتفاعاً كبيراً في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، وهذه الأسهم تكون عادةً لشركات تتعامل بمنتجات تكنولوجية عالية. من خصائص هذه الأسهم هو تمتعها بدرجة عالية من المخاطرة، إذ أنه في حال عدم الوصول إلى التطوير المناسب، سيؤدي ذلك إلى انخفاض كبير في القيمة السوقية لهذا النوع من الأسهم.

أسهم المضاربة: هذه الأسهم تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة، وهو ما يبحث عنه المضاربون رغبةً منهم في تحقيق الربح السريع. وفي العادة تكون هذه الأسهم لشركات حديثة التأسيس وبالتالي تكون معرضة لاحتمال الفشل أو النجاح.

أسهم موسمية: وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون هذه الأسهم لشركات تمارس نشاطاً إنتاجياً لسلع موسمية، وبالتالي يرتبط الطلب على منتجاتها بتحسّن الاقتصاد وانتعاشه.

أسهم دفاعية: على عكس الأسهم الموسمية فهذه الأسهم لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون عائدة لشركات تنتج سلعاً أساسية، حيث يتميز الطلب عليها بنوع من الثبات في مختلف الأوضاع.

أسهم الشركات الصغيرة: وهي الأسهم الخاصة بالشركات التي يتميز رأسمالها وحجم أصولها وكذلك عدد العاملين فيها بالصغر، وعادةً يتضمن الاستثمار في هذه الأسهم مخاطر عالية.

• تقييم الأسهم العادية:

إنّ قيمة أية ورقة مالية تتعلق بالعوائد المتوقعة في المستقبل والمخاطرة المرتبطة بها. تنطلق نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده: أنّ القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية Present Value لجميع التدفقات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها خلال مدة حياة الأصل².

¹ صايفي، عمار: "محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 51 – 52.

² Joanna, P, "Basic Bond Analysis", Hand Book in Central Banking, No 20, London, Bank of England Center For Central Banking Studies, December, 2000, P 5.

والطريقة المتبعة لتقييم الأسهم العادية هي طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية، حيث تتمثل هذه التدفقات بالأرباح الموزعة المتوقع الحصول عليها خلال فترة الاحتفاظ بالسهم، وسعر بيع السهم العادي المتوقع في نهاية الفترة الاستثمارية. وبالتالي تكون قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها نتيجة الاستثمار في السهم¹. وتحسب في حالتين هما:

أ- فترة احتفاظ محدّدة:

تحسب القيمة الحالية للسهم العادي باستخدام المعادلة التآلية²:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسهم العادي.

D_t : التوزيعات للسهم العادي في الفترة t .

K : معدّل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n .

وتحسب التوزيعات المتوقعة خلال سنة D_t بالمعادلة:

$$D_t = D (1 + g)$$

D : التوزيعات الحالية، وهي آخر توزيعات حصل عليها السهم.

g : معدّل النمو المتوقع للتوزيعات.

ب- فترة احتفاظ متعدّدة:

تحسب قيمة السهم في هذه الحالة باستخدام النموذج التآلي³:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

ولأنّ توزيعات الأرباح المستقبلية غير مؤكّدة فبإمكان المستثمر أن يكون افتراضات لمعدّل النمو المتوقع في

هذه التوزيعات عبر الزمن بالشكل التآلي:

1- نموذج تقييم السهم العادي في حالة عدم نمو التوزيعات:

يفترض هذا النموذج أنّ أرباح الشركة لا تنمو، بالتآلي معدّل النمو=الصفر. ويتم تقييم السهم بالنموذج⁴

$$P_0 = \frac{D}{K}$$

حيث:

D : توزيعات السهم العادي.

¹ العلي، أحمد: "إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² حماد، طارق عبد العال: "إدارة المخاطر"، مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2003، ص 404.

³ حنفي، عيد الغفار: "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004، ص 304.

⁴ المرجع السابق، ص 305.

K: معدّل العائد المطلوب على السّهم العادي من طرف المستثمر.

2- نموذج تقييم السّهم العادي في حالة النّمو الثابت في التّوزيعات:

كما يظهر يفترض هذا التّموذج نمواً ثابتاً في الأرباح الموزّعة، وبصاغ التّموذج بالشّكل¹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t}$$

حيث:

g: تمثّل معدّل النّمو الثابت في التّوزيعات.

وطبقاً لنموذج غوردن Gordon Model ذي النّمو الثابت في التّوزيعات يتم استخدام صورة مبسّطة للنّموذج السّابق بافتراض أنّ معدّل الخصم K أكبر من معدّل النّمو في التّوزيعات g بالشّكل التّالي²:

$$D_0 = \frac{D_1}{K-g}$$

حيث: $D_1 = D_0 (1 + g)$

3- نموذج تقييم السّهم العادي في حالة تعدّد معدلات النّمو في التّوزيعات:

يعطى التّموذج بالشّكل³:

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t} + \left[\frac{P_{m+1}}{K-g_n} \right] \left[\frac{1}{(1+K)^m} \right]$$

حيث:

g : معدّل النّمو غير العادي والمتعدّد في التّوزيعات.

g_n : معدّل النّمو العادي في التّوزيعات.

m : فترة النّمو العادي في التّوزيعات.

D_{m+1} : التّوزيعات للسّهم العادي في الفترة m+ 1.

مما سبق نجد أنّ هناك عدّة نماذج لتقييم السّهم العادي، ويتوقّف قرار المستثمر في اختيار التّموذج على الشّكل الذي يستثمر السّهم فيه (احتفاظ محدّد أو متعدّد) وعلى شكل التّوزيعات التي يحصل عليها. وبناءً على ذلك يقرّر قيمة السّهم العادي وجدوى استثماره فيه.

2-1- الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

النّوع الآخر من الأوراق الماليّة هو السّهم الممتاز والذي يعد مستند ملكيّة، وإن كان يختلف عن الملكية التي تنشأ عن السّهم العادي. للسّهم الممتاز قيمة اسمية وسوقيّة ودفترية شأنه شأن السّهم العادي، كذلك ليس للسّهم الممتاز تاريخ استحقاق، إلّا أنه قد ينص على استدعائه في أي توقيت، إضافةً لذلك يتمتّع حامل السّهم الممتاز بعدد من الميزات

¹ Wetherilt, H. A, Weeken, O, "Equity Valuation Measures: What Can They Tell Us", Bank of England Quarterly Bulletin, London, Bank of England, Winter, 2002, P 392.

² بوراس، أحمد: "أسواق رؤوس الأموال"، الجزائر، مطبوعات جامعة منتوري، 2003، ص 127.

³ دهال، رياض: "الأدوات الماليّة"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة جسر التّمنية، الكويت، العدد 15، 2003، ص 5.

فهو يملك أولوية على حامل السهم العادي في أموال التصفية، كما أن له الحق في التوزيعات السنوية والتي تتحدد بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. وفي حال لم تتحقق أرباح في السنة المالية أو تحققت أرباح ولكن قررت الشركة عدم توزيعها فإن حامل السهم يحتفظ بحقه في هذه التوزيعات ويحصل عليها في سنوات لاحقة خلاف حامل السهم العادي الذي يفقد حقه نهائياً في أرباح السنة التي لم يجر فيها توزيع أرباح¹.

على الرغم من تصنيف الأسهم الممتازة ضمن أدوات الملكية إلا أنها تعد من الأوراق المالية الهجينة² فهي تشبه السندات من حيث الدخل الثابت، ولكنها تختلف بأنها ليست دين على الشركة، وإنما تمثل جزءاً من ملكية الشركة³. لذلك فهي تعد مفضلة عند مدراء الشركات حيث أنها تمثل مصدر تمويل، بالمقابل لا تشكل التزاماً على الشركة وبالتالي تسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة⁴. لكن ما يعاب عليها ارتفاع تكلفتها نسبياً، وعلى عكس الفوائد لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية، يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من المقرضين حيث يحلون في المرتبة الثانية عند التصفية⁵.

ويجري تصنيف الأسهم الممتازة في الأسواق العالمية من قبل وكالة Standard & Poor's حسب نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومدى استقراره، وذلك كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول (1) تصنيف الأسهم الممتازة وفق وكالة Standard & Poor's

النوعية الأساسية	النوعية العالية	الدرجة الاستثمارية	درجة الوسط	دون الوسط	فئة المضاربة	دون الأدنى	الحد الأدنى
AAA	AA	A	BBB	BB	B	C	

المصدر: التميمي، أرشد فؤاد، سلام، أسامة عزمي: "الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص 69. نلاحظ من الجدول أعلاه أن فئات الأسهم الممتازة تبدأ من النوعية الأساسية والتي تسمى الحافة الزرقاء، حيث تتمتع أسهم هذه الفئة بمستويات عالية من القدرة على تغطية المقسوم الممتاز، وحصصة المساهم من موجودات الشركة، إضافة إلى وجود استقرار عال في الأرباح.

وتتدرج القدرة على تغطية المقسوم الممتاز، وكذلك ضمانة الحصصة بموجودات الشركة إلى أن تصل إلى فئة الحد الأدنى، والتي تمثل مستويات ضعيفة في تغطية المقسوم الممتاز واستلامه بالتوقيت المحدد، كما تتعرض أسهم هذه الفئة إلى مخاطر عالية، وتكون الموجودات غير كافية لتغطية حصصة المساهم نتيجة تعرضها للمخاطر السوقية.

¹ محمد، عمرو هشام: "اتخاذ القرارات الاستثمارية في القطاع المالي: نظرة اقتصادية تحليلية"، دار طلاس، دمشق، ط1، 2010، ص 71.
² هي أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهماً ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

³ Corrado, Ch, "Fundamentals of Investments", op, cit, p 118 – 120.

⁴ Appel, M, "Higher Return From Safe Investment Using Bonds, Stocks, and Option to Generate Life Time Income ", op, cit, p 116.

⁵ محمد، عمرو هشام: "اتخاذ القرارات الاستثمارية في القطاع المالي: نظرة اقتصادية تحليلية"، مرجع سبق ذكره، ص 72.

• تقييم الأسهم الممتازة:

يتم تقييم الأسهم الممتازة بنفس طريقة الأسهم العادية. إلا أنه عند التقييم يجب الأخذ بعين الاعتبار ما يلي¹:

أ- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير.

ب- ليس لها تاريخ استحقاق وبالتالي يتم الاحتفاظ بها لفترة طويلة.
وبناءً عليه تحسب القيمة الحالية للسهم الممتاز وفق النموذج التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1+K_p)^t}$$

حيث:

D_p : توزيعات السهم الممتاز لفترة لانهائية.

K_p : معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز من طرف المستثمر.

2- أدوات الدين Debt Instruments:

تمثل أوراق الدين مصدرًا آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي سواءً تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أم بالأسواق غير المنظمة. وتشكل السندات الورقة المالية الرئيسية المنطوية تحت هذه الفئة، وتتميز أوراق الدين بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها، مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية، وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار، مما يجعلها تتدرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة.

والسند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد².

كما يعرف السند على أنه صك مديونية يمثل قرضاً على الشركات أو الحكومات ويحصل المستثمر بموجبه على دفعات دورية من الفوائد بموجب الكوبون الذي يحمله السند³.

وتعد السندات من مصادر التمويل المهمة للشركات ولا سيما الكبيرة منها، كما تعد من الأدوات المهمة للتحكم في عرض النقد خصوصاً في البلدان المتقدمة اقتصادياً، وذلك عن طريق عمليات السوق المفتوحة open market operations حيث تعد وسيلة مهمة في التأثير على حجم الائتمان لدى المصارف⁴.

والسندات إما أن تصدرها الحكومة أو الشركات¹:

¹ العلي، أحمد: "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 70 – 71.

² الزرري، عبد النافع عبد الله، وفرج، غازي توفيق: ط الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، عمان الأردن، ط1، 2001، ص 160-161.

³ Appel, M, "Higher Return From Safe Investment Using Bonds, Stocks, and Option to Generate Life Time Income", op, cit, p 7.

⁴ Kidwell , David and others, "financial institutions ,markets and money", 8th edition ,USA ,2003 ,p 62.

السندات الحكومية Government Bonds: هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وهي إما أن تكون دائمة لا تحدد الدولة التاريخ الذي ستسدد فيه قيمة السند، ولكنها تتعهد بأن تدفع لحامله فائدة محددة كل سنة أو كل ستة أشهر، وقد تكون قابلة للاستهلاك بأن تتعهد الدولة بتسديد قيمة السند في أجل محدد، وغالباً ما يكون على أقساط سنوية.

سندات الشركات الخاصة Corporate Bonds: وهي سندات تصدرها الشركات المساهمة للاقتراض من الجمهور، وتحمل معدل فائدة محدد وتاريخ استحقاق محدد.

من خلال التعريفات السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أم حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سنداً فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو للحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

وللسندات قيمة إسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية². وتتعدد السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، فحسب طريقة السداد هناك سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق، وسندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات. وأما حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها فيمكن أن نميز بين:

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات مفضلة للمستثمرين لا سيما إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

السندات ذات العلاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بال علاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

وحسب معدل العائد: نميز نوعين هما:

السندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً للسنوات كلها إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأن المستثمر يتمكن من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

السندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق.

¹ الأسرج، حسين عبد المطلب: "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002، ص 60.

² بوكساني، رشيد: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية"، رسالة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص 60-62.

أما أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات وهما¹:
السندات المضمونة والسندات غير المضمونة.

وفي الأسواق العالمية تصنف السندات طبقاً لمعايير كمية تتمثل في مدى استقرار الأرباح المتاحة لتسديد الفوائد، نسبة المديونية، حجم الشركة، نوع الصناعة وطبيعة شروط العقد، إضافة لعوائد السندات والمخاطرة والسيولة. إذ تصنفها وكالات التصنيف العالمية وأهمها وكالة Standard & Poor's و Moody's كما في الجدول التالي:

الجدول (2) تصنيف السندات وفق Moody's و Standard & Poor's

درجة المضاربة		دون المعياري		الدرجة الاستثمارية		التوعية العالية		النوعية المؤسسة
D	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA	Standard & Poor's
C	Caa	B	Ba	Baa	A	Aa	Aaa	Moody's

Resource: Jorion, P & Zhang, G, "Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of The Rating Prior to The Announcement", Paul Merage School of Business, Irvine, CA, December, 2006, P 7.

نلاحظ من الجدول أعلاه أنّ فئات السندات تبدأ من التوعية العالية، وهي السندات التي تتمتع بأكبر درجة من الحماية والضمان لأصل المبلغ وفوائده، ويطلق عليها السندات الذهبية، وتنتهي بفئة المضاربة حيث تكون السندات في هذه الفئة ذات نوعية رديئة، وتكون احتمالات الإفلاس عالية جداً ويطلق عليها سندات الخردة.

1-2- محددات السندات:

أ- القيمة الاسمية: وتعبّر عن القيمة الأصلية للسند التي يتم إصداره بها، وهي تمثل كمية النقود التي اقترضتها الشركة والتزمت بسدادها بتاريخ لاحق. وقد تباع السندات بعلاوة أو بخصم عن القيمة الاسمية اعتماداً على وضع أسعار الفائدة في السوق².

ب- معدّل الفائدة: تمثل نسبة مئوية من قيمة السند تلتزم الشركة بدفعها بشكل دوري، وتحدد على أساس معدّل الكوبون المدوّن على السند، الذي يعتمد تحديده على سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس المخاطر³.

ت- معدّل العائد المطلوب على الاستثمار⁴: يعبر عن معدّل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية لتحديد قيمتها الحالية أو القيمة العادلة للسند. ويتحدّد هذا المعدّل على ضوء المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السند، ويرتفع هذا المعدّل كلما ارتفعت درجة المخاطرة. ويحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{معدّل العائد المطلوب} = \text{معدّل الفائدة الخالي من المخاطرة} + \text{علاوة المخاطرة.}$$

¹ جودة، صلاح السيد: "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000، ص 183.

² جبار، محفوظ: "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الجزائر، دار هومة، الجزء الثاني، ط1، 2002، ص 74-75.

³ مزاهدية، رفيق: "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 59.

⁴ الداغر، محمد: "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، مرجع سبق ذكره، ص 160.

بحيث يمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة للمستثمر الفرصة البديلة الخالية من مخاطر الاستثمار، أما علاوة المخاطرة فهي تمثل مكافأة المخاطرة وهي مقياس إحصائي لمدى تقلب قيمة السند وتأثره بعوامل السوق. ويعد معامل بيتا المقياس الإحصائي لهذه المخاطر¹.

ث- تاريخ الاستحقاق: ويمثل الفترة اللازمة لاسترداد قيمة السند، ويمكن التمييز في هذا الصدد بين تاريخ الاستحقاق الأصلي وتاريخ الاستحقاق الفعلي. حيث يقصد بالأول الفترة الزمنية الفاصلة بين إصدار السند وتاريخ استحقاقه، أما تاريخ الاستحقاق الفعلي فيقصد به الفترة الزمنية المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق². وعلى الرغم من أهمية تاريخ الاستحقاق إلا أنه يفقد قيمته إذا ما تضمنت نشرة الاكتتاب شرط الاستدعاء.

2-2- تقييم السندات:

تعد السندات من الأوراق المالية التي يتم تقييمها بسهولة لإمكانية تقدير التدفقات النقدية الناتجة عنها بدقة، والتي تتكوّن من الفائدة الدورية والقيمة الاسمية للسند. ويتم التقييم عن طريق خصم التدفقات النقدية الناتجة عنها بمعدل خصم مناسب³. وفيما يلي نماذج تقييم السندات:

أ- نموذج تقييم السندات بأسعار فائدة سنوية⁴:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسند.

I : الفائدة السنوية المدفوعة.

M : القيمة الاسمية للسند المطلوبة في الفترة n .

K_d : معدل العائد المطلوب على السند من طرف المستثمر.

N : فترة الاحتفاظ بالسند.

ب- نموذج تقييم السندات بأسعار فائدة نصف سنوية⁵:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1+K_{d/2})^t} + \frac{M}{(1+K_{d/2})^{2n}}$$

ب- الأدوات المالية المشتقة Derivatives:

تعد المشتقات المالية إحدى أدوات التعامل الحديثة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في السبعينيات من القرن العشرين على نحو لم يسبق له مثيل. حيث أدى الميل نحو القيمة المضافة والاستجابة السريعة لتأثيرات التقدّم

¹ راجع فقرة معامل بيتا في المبحث الثاني.

² مزاهدية، رفيق: "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 60.

³ حنفي، عبد الغفار: "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 430.

⁴ جبار، محفوظ: "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 72.

⁵ دهال، رياض: "الأدوات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 5.

التكنولوجي، والتغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية (كمعدلات الفائدة، أسعار الصرف....) دوراً بارزاً في ظهور هذه الإبداعات، وبالتالي لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة، أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة. ومما يؤكد ذلك، الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات، التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية (التحوط) Hedging ضد مخاطر التغيرات السعرية¹، كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلاً عن إتاحة فرص استثمار جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق، من خلال قدرتها على تحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، هذا إضافة إلى مزايا أخرى.

وتعرف عقود المشتقات بأنها أية عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للآخرين دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر².

كما عرفها بنك التسويات الدولية على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، وبالتالي فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري³.

وتتعدد المشتقات المالية، وتشتمل على عقود الخيارات Options، والعقود المستقبلية Future Contracts، والعقود الآجلة Forward Contracts، وعقود المبادلة Swaps، أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات Derivatives on Derivatives مثل عقود Swaptions⁴.

وسيمت تباعاً استعراض أهم أنواع المشتقات المالية والتعرف على سمات كل منها:

1- العقود الآجلة Forward Contracts:

تعد من أبسط أنواع العقود المشتقة، وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين لبيع أو شراء أصل (مالي أو حقيقي) في وقت لاحق في المستقبل وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق⁵. ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير.

أي أنها عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر تنفيذ العقد، وذلك مهما حدث لسعر الأصل قبل تاريخ الاستحقاق.

¹ سحنون، محمود: "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها، جامعة جرش، الأردن، خلال الفترة 14-16/ كانون الأول، 2010، ص 4.

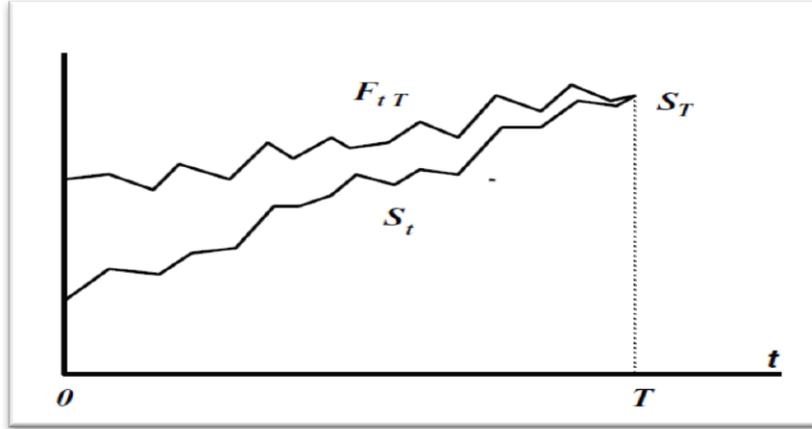
² رزق، عادل: "دعائم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، 2006، ص 74.

³ عبد الحميد رضوان حسن، سمير: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 1، 2005، ص 59 – 60.

⁴ بو عافية، سمير، وقريد، مصطفى: "التعامل بالمشتقات كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية"، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20 – 21 أكتوبر، 2009، ص 9.

⁵ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", Prentice Hall, New Jersey, Fifth Edition, 2007, P2.

ومن الملاحظ أن السعر في السوق الحاضر والسعر الآجل سيميلان نحو التلاقي كلما اقترب تاريخ الاستحقاق، فالسعر الآجل ليوم واحد سيكون قريباً جداً من السعر الحاضر كما هو موضح في الشكل (3) حيث يمثل المحور الأفقي الزمن t والمحور العمودي السعر S ونلاحظ كلاً من السعر الحاضر S_t والسعر الآجل F_{tT} يقتربان من بعضهما كلما تقدم الزمن إلى أن يتلاقيا في السعر S_T عند الزمن T وهو زمن تنفيذ العقد.



الشكل (5): السعر الحاضر والسعر الآجل

Resource: James, P, "Option Theory", Wiley Finance Series, England, 2003, P 8.

وعملياً إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في السوق في تاريخ التسليم، فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) وسعر التنفيذ. أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد، عندئذٍ سيحقق البائع أرباحاً على حساب المشتري¹. تجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين، بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما. ومن هنا فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين². ويمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي: يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات السعر في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين، وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه، كما أنه ليس لها شكل نمطي بالمقابل يتم الاتفاق على شروطها حسب ظروف كل عقد. ويتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد، إضافة إلى أنها تعد عقوداً نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها³.

¹ مزاهدية، رفيق: " كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 27.
² قندوز، عبد الكريم: "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، منشورات جامعة الكويت، الكويت، 2010، ص 45.

³ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, P 3 – 5.

3-2- العقود المستقبلية Future Contracts:

وتعرف اختصاراً بالمستقبليات Futures وهي عبارة عن عقد معياري منظم بواسطة البورصة بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر كمية محددة من أصل معين في تاريخ لاحق في المستقبل في مكان محدد وبسعر يحدد الآن¹. وبذلك فإن هذا العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشترياً للعقد والآخر بائعاً له، أما الاصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيكون أصلاً حقيقياً أو أصلاً مالياً. ويجب أن تحدد في العقد العناصر التالية بالإضافة إلى طرفي العقد (البائع والمشتري): تاريخ العقد ونوع الأصل محل العقد، وتاريخ التسليم، والكمية، وسعر التنفيذ أو التسوية، مكان وطريقة التسليم.

يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح عن طريق وسطاء، أو بيوت مقاصة Clearing Houses توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد بعد الأخذ بالحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد.

ولأجل الالتزام المتبادل بين طرفي العقد المستقبلي يلتزم كل منهما بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً Margin تتراوح قيمته بين (5 - 15 %) من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد والهدف منه إثبات حسن النية من قبل الطرفين، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يعكس أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته². وبذلك يمكن وصف العقود المستقبلية على أنها سلسلة من العقود كل يوم فبالأمس يتم تسوية العقد، واليوم يتم تحريره مرة أخرى وسوف يبدو الأمر وكأن العقد المستقبلي مثل عقد أجل يتم شراؤه بالأمس وينقضي اليوم، ويحل محله سعر عقد أجل جديد يعكس التسوية اليومية³. وتتصف العقود المستقبلية بمجموعة من السمات أهمها أن طرفي هذه العقود غالباً ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان في التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت المقاصة والتسوية، التي تلعب دور المشتري أو البائع دون أن تنافس أيًا من المشتريين أو الباعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وضمان إنجاز العقود بكفاءة. كما أن عقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة، ويفترض منظمها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً. ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة المالية تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة قبل وقت التسليم. هذا، وتقدم العقود المستقبلية مجموعة من المميزات للمتعاملين فيها أهمها:

1- المضاربة: وذلك من خلال استخدام ما يسمى بميزة المتاجرة بالهامش أو الزرع المالي، إذ يكفي أن يدفع المتعامل في هذه العقود _ سواء كان مشترياً أم بائعاً للعقد _ قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل السوق كمضارب يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية عالية بسبب التقلبات السوقية.

¹ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, P5 .

² James, P, "Option Theory", op, cit, p 11.

³ حماد، طارق عبد العال: "المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سبق ذكره، ص 117.

2- التحوط: والذي يهدف إلى تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشتمل غالباً على: مخاطر تقلب أسعار صرف العملات، مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة، ومخاطر تقلب أسعار السلع. بحيث يتم التحوط إما عن طريق شراء العقد المستقبلي أو بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد¹.

3-3 عقود المبادلات Swaps:

تدعى عقود المبادلة أيضاً بالمقايضات وهي: التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد². والعقد ملزم للأطراف كما هو الحال في العقود الآجلة والمستقبليات، كما أنّ متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، فضلاً عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. وتستخدم عقود المبادلة غالباً لتغطية المخاطر ولا سيما مخاطر تغير سعر الفائدة. وتستخدم عقود المبادلات في عدة أغراض منها: الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة، وتخفيض تكلفة التمويل، والدخول إلى أسواق جديدة واستحداث أدوات مركبة. وهناك عدّة أنواع من عقود المبادلات أهمها: أ- عقود مبادلات العملات Currency Swaps:

وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذٍ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين. ومعظم عقود المقايضة الكبيرة تنشأ بين البنوك وهي تتخذ شكلين: إما عقود متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال ويطلق عليها مقايضات رأسمالية Capital Market Swaps والتي يغلب على أغراضها الطابع التحوطى، أو عقود مقايضة قصيرة الأجل وتحدث في أسواق النقد Money Market Swaps حيث يتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جزاء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات³.

ب- عقود مبادلات أسعار الفائدة Interest rate swaps:

عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، على مبلغ محدد، بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ⁴. ويتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف

¹ العلي، أحمد: "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 112 - 113.

² العبادي، هاشم فوزي: "الهندسة المالية وأدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 86.

³ للمزيد من التفاصيل انظر:

Brown, W. G, "Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives," Journal of Financial Economics 60, nos. 2-3 May/June 2001, p 401-448.

⁴ Miller, R, Hoose, D, "Money, Banking and Financial Markets", south Western, Publishing Thomson Learning, United States Of America, 2001, P228.

ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية من جهة أخرى. ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة وهي¹:

- عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة: وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، ويحصل على الفرق بين السعرين إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى.
- عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة: ويهدف مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة.

خلاصة المبحث الثالث:

خصّص هذا المبحث لدراسة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال التعرف على مفهوم السوق وأهميتها، وتم استعراض أهم الوظائف الاقتصادية التي تؤديها السوق المالية. والتي كان من أهمها الوظيفة التمويلية، وعملية تقديم المعلومات المالية وموازنة الأسعار، إضافة للوظيفة التتموية وعملية توفير السيولة التي تعد من أهم الوظائف باعتبارها مؤشراً مهماً لإجراء المستثمرين للتعامل في السوق المالية.

انتقلنا بعد ذلك إلى الحديث عن الأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها عصب الحياة فيه. حيث قُسمت إلى أدوات مالية أساسية وأدوات مالية مشتقة.

تضمنت الأولى بدورها نوعين من الأدوات هي أدوات الملكية التي تتمثل بالأسهم العادية والأسهم الممتازة وأدوات الدين المتمثلة بالسندات، وتم استعراض أهم خصائص كل منها وطرق تقييمها.

أما الأدوات المشتقة فجرى فيها استعراض كل من العقود الآجلة والمستقبليات وعقود المبادلة.

¹ بن رجم، محمد خميسي : "المنتجات المالية المشتقة أدوات لتغطية المخاطرة أم لصناعتها" مداخلة مقدمة لملتقى العلمي الدولي حول الزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، أيام 20 - 21، جامعة عباس فرحات سطيف الجزائر، أكتوبر، 2009، ص 9 .

خاتمة الفصل الأول

جاء هذا الفصل بعنوان عملية الاستثمار في السوق المالية، حيث اهتم بشرح مفهوم الاستثمار بشكل عام، إضافة إلى تناول محدداته المتمثلة في العائد والمخاطرة، وصولاً إلى الحديث عن ميدان الاستثمار المالي ألا وهو سوق الأوراق المالية.

وعليه اهتم المبحث الأول من هذا الفصل بمفهوم الاستثمار عموماً، وأهم خصائص المشاريع الاستثمارية وفتاتها المختلفة. ثم انتقل إلى الحديث عن قرار الاستثمار المالي باعتبار أن القرار الاستثماري هو بمثابة عملية اختيار بين مجموعة من البدائل، ويأخذ قرار الاستثمار عدة أشكال منها قرار الشراء، وقرار البيع وقرار عدم التداول.

وبناءً على ذلك، يتم تقييم القرار المتخذ من خلال عرض مجموعة من المعايير المستخدمة عرضت بالشكل التالي: الطريقة البسيطة: وتتضمن فترة الاسترداد ومتوسط معدل العائد، وطريقة خصم التدفقات النقدية: وتتضمن صافي القيمة الحالية، ومؤشر الربحية ومعدل العائد الداخلي. وانتقلنا أخيراً إلى عرض تبويبات الاستثمار، ورأينا أن الاستثمار المالي هو عبارة عن قيام المستثمر بتداول الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد يكفي لتعويضه عن تحمل عنصر المخاطرة.

جاء بعدها المبحث الثاني ليتناول الاستثمار المالي بشيء من التفصيل، وذلك من خلال إلقاء الضوء على محدداته وهي العائد الذي هو المقابل الذي يطمح المستثمر للحصول عليه نتيجة استثمار أمواله، والمخاطرة التي يقصد بها حالة عدم التأكد التي تصاحب تحقيق نتائج غير مرغوب فيها وتؤدي إلى حدوث خسائر مادية. كما تم توضيح مختلف أنواع المخاطر المرتبطة بالاستثمار المتمثلة في المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

وباعتبار أن عنصر المخاطرة يعد من العناصر المهمة في اتخاذ القرار الاستثماري، فإن الاهتمام بقياسه سيمنح المستثمر من بناء قراراته على أسس سليمة، حيث توجد عدة طرق لقياس المخاطرة تتمثل في الانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف، ومعامل بيتا، هذه الطرق تمكن المستثمر من القياس الكمي للمخاطرة والتي على أساسها يتخذ قراراته بالاستثمار أو عدم الاستثمار. وأخيراً عرض أهم وسائل التقليل من هذه المخاطر.

كما تم التطرق في المبحث الثالث والأخير إلى السوق المالية: تعريف السوق، وتوضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد. لنأتي بعدها على ذكر الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث تتطوي الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية حسب طبيعتها على نوعين:

- أدوات مالية أساسية قسّمت إلى أدوات ملكية تمثلت بالأسهم العادية والأسهم الممتازة، وأدوات دين تمثلت بالسندات.

- أدوات مالية مشتقة: عرضنا من خلالها كلاً من العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود المبادلة، وأغفلنا ذكر الخيارات باعتبارها أهم عناصر هذه الدراسة وأُفرد لها فصل خاص بها.

الفصل الثاني

عقود الخيارات

المبحث الأول: مبادئ وآلية استكمال الخيارات على

أساس الأسهم.

المبحث الثاني: استراتيجيات التعامل بالخيارات.

المبحث الثالث: نماذج تقييم الخيارات:

Binomial, Black & Scholes

الفصل الثاني

عقود الخيارات: Option Contracts

يعود تاريخ ظهور عقود الخيارات Options Contract إلى الأربعينيات من القرن التاسع عشر¹، حيث كانت تتداول في الأسواق غير المنظّمة (Over-The-Counter-Markets (OTC)، أو ما يطلق عليه بالأسواق الموازية، ففي مدينة نيويورك كانت تتداول عقود الخيارات على الذرة والدقيق وغيرها من السلع الزراعيّة، وذلك من خلال شركات السمسرة.

في العقد الأول من القرن العشرين قامت مجموعة من شركات الاستثمار بتأسيس اتحاد سمسرة عقود الخيارات Put and Call Brokers and Dealers Association ليكون الكيان المنظم لشؤون الأعضاء وشؤون التداول في الأسواق غير المنظّمة، أما الدور الذي يلعبه التاجر أو السمسار بوصفه عضو في الاتحاد فهو دور الوسيط بين مشتري العقد ومحرره.

وفي نيسان 1973 أنشئ في مدينة شيكاغو أول سوق منظّم للتّعامل في عقود الخيارات أطلق عليه سوق (بورصة) شيكاغو لتداول الخيارات Chicago Board Options Exchange (CBOE) وفي البداية تركّز تعاملها في أسهم 16 شركة، ونتيجة للنجاح الذي حقّقه دخلت بورصات أخرى في الميدان حيث التّعامل الآن في أسهم بضع مئات من الشّركات. حيث بدأت عندها ظاهرة استخدام عقود خيارات الشّراء على بعض أنواع الأسهم العاديّة في الأسواق بصورة رسميّة، وأدت هذه العملية إلى خلق ثورة في مجال التّعامل بالأوراق الماليّة المشتقّة للموجودات الماليّة التقليديّة كالأسهم، وعندما بدأ التّعامل بخيارات الشّراء على أسهم عاديّة معيّنة اعتبرت هذه المبادلات التجاريّة تجربة ذات مخاطر، وكانت مثل هذه العمليات غير نشطة. مع ذلك فإنّ هذه التجربة أثبتت أنّها بادرة نجاح للمستقبل².

وقد عملت أسواق الخيارات منذ نشأتها على إدخال تعديلات جوهريّة على الأسس التي يقوم عليها التّعامل في السّوق غير المنظّمة بشكل يجعل التّعامل في عقود الخيارات سهلاً يسيراً.

وقد تطوّرت عقود الخيارات بشكل ملحوظ واستطاعت أن تثبت وجودها ضمن سوق الأدوات الماليّة المشتقّة لتصبح على قدر كبير من الأهمية، حيث تعدّ الفئة الأهم في المشتقات الماليّة نظراً لسعة التّعامل بها وهيمنتها على الأسواق الماليّة وتنوع أشكالها وأغراضها.

¹ هذا التاريخ لا يعني عدم وجود عقود خيارات من قبل فهناك من يقول بظهور تعامل في عقود الخيارات يرجع لدولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد)، وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي "طاليس"، أحد الحكماء السبعة عند اليونان. حيث تنبأ بأن بلاده ستشهد ندرة في ثمار الزيتون فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقاً. كما يذكر أنّ الفينيقيون والرومانيون تعاملوا في عقود مشابهة إلى حد كبير بعقود الخيارات وذلك في (46 سنة قبل الميلاد)، كما شهدت العصور الوسطى مضاربة واسعة على بصيلات الزنق الأمر الذي أدى إلى إنشاء سوق ثانوية نشطة لعقود خيار الشراء على شجيرات وبصيلات نبات التوليب وكان ذلك في هولندا 1634.

² انظر:

هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ط1، 2007، ص 55- 58

الراوي، خالد وهيب: "الاستثمار: مفاهيم، تحليل، استراتيجيات"، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص 308-309

Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", op. cit, P 684

وفي وقت لاحق أصبحت الخيارات أكثر الأدوات إثارةً لأولئك الذين يبيعون المخاطرة، وأولئك الذين يُقبلون على شرائها. ونظراً لأهمية هذه الأداة بالنسبة للمتعاملين في سوق المشتقات، ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية فقد تمّ تخصيص هذا الفصل للحديث عن عقود الخيارات بشيء من التفصيل من خلال التعرف على هذه الأداة وأهميتها، وأنواعها، ومزايا التعامل بها، وكذلك نماذج تقييمها، بحيث يصبح القارئ في نهاية هذا الفصل محيطاً بمختلف الجوانب المتعلقة بهذه العقود، لاسيما القارئ العربي نظراً لحدائثة هذه الأداة على أسواقنا المالية العربية وضعف إذا لم يكن انعدام التعامل بها في أغلب الأسواق.

ولتحقيق الغاية المرجوة قسّم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية:

المبحث الأول: مبادئ وآلية استعمال الخيارات على أساس الأسهم.

المبحث الثاني: استراتيجيات التعامل بالخيارات.

المبحث الثالث: نماذج تقييم الخيارات : Binomial ,Black & Scholes

المبحث الأول

مبادئ وآلية استعمال الخيارات على أساس الأسهم

أولاً: ماهية الخيارات:

تعد الخيارات إحدى أهم الأدوات المالية المشتقة، وذلك بسبب دورها الفعال في تغطية مخاطر التعامل في الأسواق المالية الآجلة والصرف الأجنبي. وفيما يلي توضيح لماهيتها من خلال مجموعة من العناصر:

1- تعريف عقود الخيارات:

تعرف عقود الخيارات المالية بأنها: عقود تعطي حاملها الحق -وليس الالتزام- لبيع أو شراء الأصل بسعر محدد في المستقبل، ويوجد نوعان أساسيان من عقود الخيارات هما: خيارات الشراء وخيارات البيع¹. كما تعرف بأنها: عقود تعطي حاملها الحق -وليس الالتزام- لإجراء صفقة تتضمن الورقة المالية الأساسية أو السلعة في تاريخ لاحق محدد مسبقاً، وبسعر محدد مسبقاً في تاريخ إبرام العقد². وعرفها حماد (2003) بأنها: اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل، وبطبيعة الحال فإن رغبة مشتري العقد في التعامل سوف تتوافر إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للشئ محل العقد في صالحه³.

أما هندي (2007) عرف عقد الخيار بأنه عقد بين طرفين: مشتري ومحزر. ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحزر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية Exercise or Strike Price، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه وذلك في مقابل يدفعه للمحزر يطلق عليه مكافأة، وهذه المكافأة تدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة، أي أن المكافأة مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة⁴.

وأخيراً عرف العلي (2008) الخيارات على أنها عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار، والآخر بائع أو محزر الخيار Writer، وبموجبه يُعطى للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني أي المحزر، أو أن يبيع (إذا رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول بدفع علاوة أو مكافأة Premium معينة للطرف الثاني. وهي عبارة عن مكافأة غير قابلة للرد، وليست جزء من قيمة الصفقة⁵.

¹ Gustafsson, M & Morck, E: "Black- Scholes Option Pricing Formula, An Empirical Study", Handelshogskolan School of Business Economics and Law, 2009, p 6

² Reilly, F & Brown, K: "Investment Analysis Portfolio Management", op. cit, p 863

³ حماد، طارق عبد العال: "المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، سلسلة البنوك التجارية "فضايا معاصرة"، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2003، ص 39

⁴ هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 6

⁵ العلي، احمد: "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 101

وباستعراض التعاريف السابقة نجد أن عقد الخيار هو:

عقد يعطي حامله الحق دون الالتزام لبيع أو شراء أصل مالي أو حقيقي بسعر يُحدد الآن ليتم تنفيذه في المستقبل عند تاريخ تنفيذ العقد، ويمنح هذا العقد للمشتري الحق سواء بتنفيذ أو عدم تنفيذ العقد وفقاً لمصلحته، على أن يدفع مشتري العقد علاوة - تمثّل ثمن للخيار - غير قابلة للرد ولا تعد جزء من قيمة الصفقة. ويتألف العقد من طرفين هما المشتري والمحرر.

وكما ورد في التعريف الأول فإن للخيارات نوعان أساسيان هما: خيار البيع وخيار الشراء.

ويعرّف خيار الشراء Call Option بأنه عقد يعطي حامله الحق في أن يشتري أصل ما بسعر محدد في وقت لاحق في المستقبل، أما خيار البيع Put Option فهو عقد يعطي حامله الحق في أن يبيع أصل ما بسعر محدد في وقت لاحق في المستقبل¹.

ويطلق على مشتري العقد Buyer اسم صاحب المركز الطويل Long Position، بينما يطلق على المحرر Writer اسم صاحب المركز القصير Short Position².

ويكون الأساس الكامن لعقود الخيارات عادةً: الأسهم والسندات وكذلك مؤشرات الأسواق المالية والعملات الأجنبية وعقود الأسهم المستقبلية.

2- أركان عقد الخيار:

من خلال تعريف عقد الخيار نتبين أن أركان عقد الخيار هي³:

- مشتري الحق: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أم خيار شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.

- محرر الحق: وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

- سعر التنفيذ: وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادةً ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.

- السعر السوقي: وهو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

- تاريخ التنفيذ: وهو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادةً أول يوم لسريان الاتفاق.

- تاريخ الانتهاء: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وهذا التاريخ آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقاً للخيار الأمريكي.

¹ Gustafsson, M & Morck, E: "Black- Scholes Option Pricing Formula, An Empirical Study", op. cit, p 6

² هندي، منير: "إدارة المخاطر - الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 6

³ انظر:

الحنوي، محمد صالح وآخرون: "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 - 2005، ص 311 - 312

سناجقي، عبدالله: "سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال"، مرجع سبق ذكره، ص 82

- المكافأة: وهي مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

3- أهمية الخيارات:

حظيت الخيارات باهتمام شديد من قبل المدراء الماليين والمستثمرين والمحللين الماليين والاقتصاديين وذلك بسبب الدور المتزايد الأهمية لها في الأسواق المالية وفي نطاق تمويل المنشآت، وفي عمليات الاستثمار المالي وكذلك إطار الإدارة المالية.

إنّ الخيارات توفر مرونة كبيرة للمنشآت لبناء مراكز مالية قوية سواءً في ميدان حق الملكية أم في مجال أسعار الفائدة أو العملات أو السلع، وكذلك فهي تمكّن المنشآت من الإدارة الأفضل للمخاطر، وهذا هو بالذات الميدان الأساسي لابتكارها واستخدامها. فعن طريق الخيارات يمكن الحماية والتحوط من المخاطر، لاسيّما المخاطر السوقية التي تؤثر على أسعار الموجودات، وهي توفر المرونة في زيادة أرباح الاستثمارات في أوقات الانتعاش¹. وإضافةً لذلك فهي تستخدم من قبل المضاربين، عندما لا يرغبون بالاحتفاظ بالموجودات لفترات طويلة، بل إنهم يبيعونها ويشترونها خلال فترات قصيرة من الزمن عندما يكون السعر ملائماً. وبالتالي فهي تمكّن من تحقيق العائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة².

أخيراً تتيح عقود الخيارات للمستثمرين فرصة بناء توليفة بين العائد والمخاطرة وتوفير فرصة إدخال تعديل على عائد ومخاطرة المحفظة بشكل يجعلها أكثر جاذبية للمستثمر.

4- الأساس الكامن لعقود الخيارات:

كما ذكرنا عند تعريف الخيارات فإنّ الأساس الكامن لهذه العقود قد يكون أسهم، سندات، مؤشرات أسعار الأسهم، العملات الأجنبية، وعقود الأسهم المستقبلية. وفيما يلي عرض بسيط لكل منها :

أ- خيارات الأسهم: وتعرف خيارات الأسهم بأنها اتفاق قانوني بين مستثمرين³. وتتم المتاجرة على أكثر من 500 سهم مختلف، وكل عقد واحد يعطي الحق لحامله بشراء أو بيع 100 سهم بسعر تنفيذ محدد كما هو الحال في صفقات الأسهم. وأشهر الأسواق التي تتعامل بخيارات الأسهم هي بورصة شيكاغو، وسوق الأوراق المالية الأمريكية وسوق الباسيفيك⁴. وهذا النوع من الخيارات هو ما سيتم الحديث عنه في هذه الدراسة.

ب- خيارات العملات الأجنبية: أهم البورصات التي تداولت خيارات العملات هي بورصة فيلادلفيا، ويختلف حجم العقد حسب كل عملة فمثلاً الجنيه الإسترليني، عقد واحد يعطي الحامل الحق لشراء أو بيع £31.250، أما في حالة الين الياباني، عقد واحد يعطي الحامل الحق لشراء أو بيع 6.25 مليون ين⁵.

¹ الجبوري، عبد العزيز شويش: "العلاقة بين أسعار المشتقات وأسعار موجوداتها الأساسية -الخيارات مثلاً-"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 12، 2008، ص 79

² لخضر، مرغاد: "الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد السابع عشر، نوفمبر، 2009، ص 12

³ Appel, M, "Higher Return From Safe Investment Using Bonds, Stocks, and Option to Generate Life Time Income", United State of America, First Printing, March, 2010, P153

⁴ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, p 151

⁵ هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 335

ت- خيارات مؤشرات أسعار الأسهم: هي خيارات شراء أو بيع أساسها مؤشر أسعار الأسهم مثل S&P500 أو نازداك 100. وبالمقارنة مع خيارات الأسهم فإنه في حالة خيارات المؤشرات لا تتطلب قيام محرر خيار الشراء بتسليم المؤشر أو قيام محرر خيار البيع بشراء المؤشر، إنما بدلاً من ذلك تتم التسوية بشكل نقدي، عن طريق حساب الفرق بين سعر تنفيذ الخيار وقيمة المؤشر¹.

ث- عقود الأسهم المستقبلية: تعطي حاملها الحق بشراء أو بيع عقد مستقبلي محدد، ويستعمل السعر المستقبلي سعراً لتنفيذ الخيار. وعلى الرغم من أن عملية التسليم تصبح معقدة بعض الشيء، إلا أن شروط العقد المستقبلي تصمم بشكل يسمح بتحرير خيار على السعر المستقبلي نفسه.

وإن حامل الخيار يستلم عند التنفيذ صافي الفرق بين سعر العقد المستقبلي وسعر تنفيذ الخيار.

في هذه الدراسة سيتم التركيز فقط على عقود الخيارات التي أساسها الكامن هو الأسهم العادية. وكل ما سنأتي على ذكره يعد أساسه الكامن الأسهم العادية حتى لو لم تتم الإشارة له بشكل واضح إلا إذا ذكر خلاف ذلك صراحةً.

ثانياً: خصائص عقود الخيارات والعوامل المؤثرة فيها:

أ- خصائص عقود الخيارات:

تتميز عقود الخيارات بجملة من الخصائص نوردتها فيما يلي:

- 1- الخيار ورقة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من قيمة الأصل الذي اشتقت منه (أسهم، سندات.....)².
- 2- عقود الخيارات غير ملزمة لصاحبها، وإنما تعطيه الحق في الاختيار بين تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة مقابل دفع علاوة، تدعى ثمن الخيار، مهما كانت الظروف السائدة في السوق، بالمقابل إن الجهة التي حررت (أي باعت) عقد الخيار تكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشتريه ممارسة الحق الذي اشتراه³.
- 3- عقود الخيارات قابلة للتداول، ويتوقف ثمنها لعوامل العرض والطلب وكذلك قيمة الأصل.
- 4- تتميز عقود الخيارات بأنها معروفة المخاطر بالنسبة لمالكها، فالأرباح التي قد تتحقق لها حدود عليا في حال ملائمة الأسعار، وبالمقابل فإن الخسائر التي تترتب عليها تكون محدودة بحدود دنيا عند هبوط الأسعار، وهذا هو جوهر الحماية من المخاطر التي توفرها الخيارات⁴.

ب- العوامل المؤثرة على أسعار الخيارات على أساس الأسهم:

إن التعرف على سعر الخيار أمر صعب جداً، فهو ذو سمات خاصة به، ولا توجد أسس مرجعية لتحديده، إضافة إلى أن هناك عوامل عديدة تؤثر على هذا السعر. وقد لوحظ أن مدى تأثير هذه العوامل متفاوت ويختلف من فترة لأخرى.

ويمكن إجمال هذه العوامل بما يلي¹:

¹ Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", op, cit, P 659

² مهيدات، محمود: "الأثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية، تقدير اقتصادي"، التفاصيل غير متوفرة، ص 5

³ لخضر، مرغاد: "الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة"، مرجع سبق ذكره، ص 13

⁴ حنفي، عبد الغفار: "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 420

- 1- السَّعر السَّوقي للسَّهم The Current Stock Price: نظراً لأنَّ السَّهم هو موضوع العقد فإنَّه محور تكوين السَّعر، وبالتالي له تأثير مباشر على سعر الخيار.
- وتكون العلاقة بين سعر الخيار وسعر السَّهم ذات طابع محدَّد، فهي طردية في حالة خيار الشراء وعكسية في حالة خيار البيع.
- 2- سعر التَّنفيذ The strike (Exercise) price: يؤثر سعر التَّنفيذ بشكل مباشر أيضاً على سعر الخيار، حيث إنَّه في ظل سعر سهم معيَّن فإنَّ خيار الشراء ذو سعر التَّنفيذ المنخفض أكثر تكلفة من خيار الشراء ذو سعر التَّنفيذ المرتفع. أمَّا فيما يتعلَّق بخيار البيع، فإنَّ خيار البيع ذو سعر التَّنفيذ الأعلى أكثر تكلفة بالنسبة للمستثمر.
- 3- المدة المتبقية حتَّى تاريخ الاستحقاق Time to expiration: للمدة المتبقية من عمر الخيار تأثير على القيمة الزمنية للخيار. فبافتراض وجود خيارين متماثلين بشكل تام باستثناء المدة المتبقية لنهاية الخيار، فإنَّ ثمن الخيار الذي مدته المتبقية أكبر بالمقارنة بالخيار الآخر أعلى، ويرجع ذلك إلى تفاوت القيمة الزمنية.
- بمعنى آخر: كلِّما امتدَّ أجل الخيار كانت الفرصة كبيرة بانتقال الخيار إلى وضعيَّة تنفيذ رابحة. فبالنسبة لمشتري الخيار لا بدَّ أن يكون مستعداً لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كلِّما طالَّت المدة المتبقية من حياة الخيار. وبالمقابل كلِّما زاد النطاق الزمني للخيار زادت المخاطرة بالنسبة للبائع وبالتالي فهو يطلب مكافأة أو علاوة أكبر.
- نستنتج أنَّ تأثير المدة المتبقية حتَّى تاريخ الاستحقاق هو تأثير طردي في كل من خيار الشراء وخيار البيع.
- 4- التقلُّب Volatility in Stock Price: كلِّما زادت حدَّة التقلُّبات في سعر السَّهم، كان أمام مشتري الخيار فرصة أفضل لتنفيذه وتحقيق الربح. وبالتالي فإنَّ المحرر سيطلب بسعر أكبر للخيار لتعويضه عن المخاطر التي ستترتَّب على وجود فرصة كهذه بيد المشتري والعكس صحيح. وينطبق هذا الكلام على كل من خيار الشراء وخيار البيع.
- 5- التوزيعات Dividends: تؤثر التوزيعات التي يحصل عليها السَّهم على قيمته السوقية وبالتالي على سعر الخيار. فبعد أن توزَّع الأرباح تتأثَّر قيمة العلاوة سلباً أو إيجاباً. فالتوزيعات المرتفعة تؤدي إلى تخفيض أسعار خيارات الشراء (تتخفض العلاوة)، بينما تؤدي إلى ارتفاع أسعار خيارات البيع.

¹ انظر:

حنفي، عبد الغفار: "الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 493-497

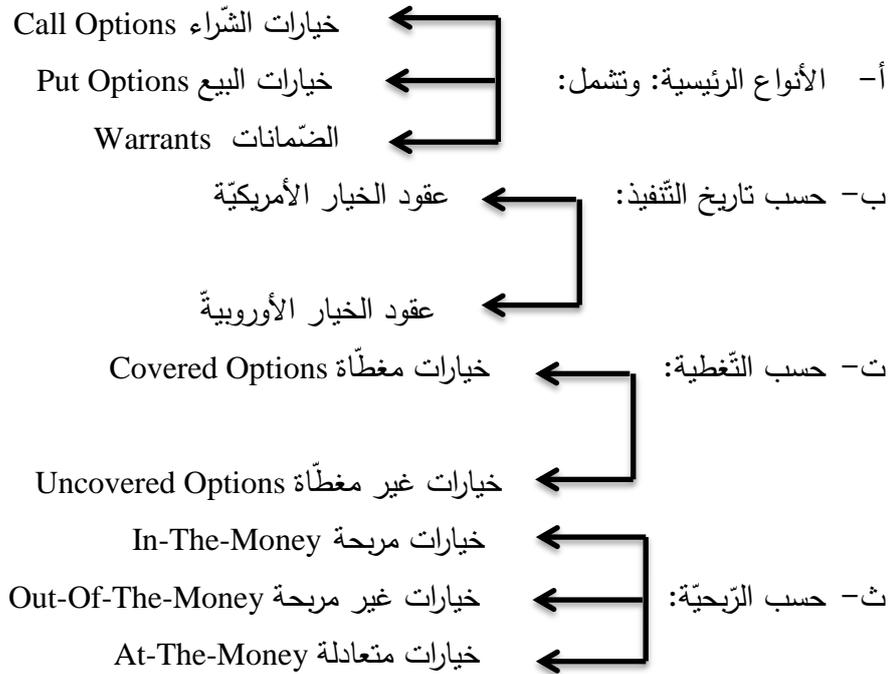
الجبوري، عبد العزيز شويش: "العلاقة بين أسعار الخيارات وأسعار موجوداتها الأساسية- الخيارات مثلاً"، مرجع سبق ذكره، ص 82-83
لخضر، مرغاد: "الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة"، مرجع سبق ذكره، ص 14-15

Hemple, G & Simonson, G, "Bank Management: Texts and Cases", John wiley & Sons Inc, New York, 1999, p 562
Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, p 167-170

6- أسعار الفائدة Interest rate: تؤثر أسعار الفائدة، لاسيما سعر الفائدة الخالي من المخاطر، على سعر خيار الشراء بشكل طردي، فكلما زادت أسعار الفائدة أدى ذلك إلى ازدياد أسعار خيارات الشراء. أما أثره على أسعار خيار البيع عكسي، ومرد ذلك إلى تكلفة الفرصة البديلة. إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة قد يغري المستثمرين بتوظيف أموالهم في ميادين أقل خطراً أو خالية من المخاطر إذا كان ذلك يحقق لهم موارد قد تفوق الإيرادات المتأتية من تحرير خيار شراء أو بيع. وفيما يخص خيار البيع فإن سبب الأثر العكسي يعود إلى أن أسعار الفائدة العالية قد تؤدي إلى زيادة سعر السهم. وبالتالي يتولد أثر مشابه لأثر زيادة السهم.

ثالثاً: تصنيف عقود الخيارات:

يمكن تصنيف الخيارات في عدة تصنيفات ووفقاً لكل تصنيف يمكن تمييز عدة أنواع وهذه التصنيفات هي¹:



وسيتم شرح هذه الأنواع بالتفصيل:

أ- الأنواع الرئيسية:

وتتضمن ثلاثة أنواع هي:

1- خيار الشراء² Call Options: هو عقد يعطي حامله الحق لشراء أصل ما بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، في تاريخ محدد أو قبل انتهاء هذا التاريخ.

¹ حماد، طارق عبد العال: "المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سبق ذكره، ص 43

² Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", op, cit, p 649 - 650

إنّ حامل خيار الشراء غير مجبر على التنفيذ، لذلك فهو سيختار التنفيذ فقط إذا كانت القيمة السوقية للأصل محل العقد أعلى من سعر تنفيذ الخيار، وبالتالي سيقوم بشراء الأصل بسعر التنفيذ. ماعدا ذلك فإنّ الخيار سيترك بدون تنفيذ. وبالمقابل في حال لم يتم تنفيذ خيار الشراء قبل أو في تاريخ انتهاء العقد، ببساطة سينتهي مفعول حق الخيار ولن تعود له قيمة. لذلك إذا كان سعر الأصل أكبر من سعر تنفيذ الخيار عند تاريخ انتهاء العقد فإنّ قيمة خيار الشراء تساوي الفرق بين سعر الأصل وسعر التنفيذ وسيكون من مصلحة مشتري الخيار تنفيذه، ولكن إذا كان سعر الأصل أقل من سعر التنفيذ في تاريخ انتهاء العقد فإنّ خيار الشراء سيكون عديم القيمة ولن يتم تنفيذه. وإنّ الرّبح الصّافي من خيار الشراء هو قيمة الخيار مطروحاً منه سعر الأصل.

يسمى سعر شراء الخيار العلاوة وتدفع كثمن لممارسة الخيار سواء تمّ التنفيذ أم لا، حيث يتسلّم بائع (محزّر) خيار الشراء العلاوة كدخل مقابل التزامه بتسليم الأصل في التّاريخ المحدّد وبسعر تنفيذ قد يقل عن السّعر السّوقي للأصل. وفي حال ترك خيار الشراء بدون تنفيذ بسبب أنّ السّعر السّوقي أقل من سعر التنفيذ، عندها سيحصل محزّر الخيار على ربح يساوي العلاوة الناتجة عن الالتزام بالبيع. بالمقابل إذا تمت ممارسة الخيار يكون ربحه يساوي الفرق بين قيمة السّهم وسعر التنفيذ الذي سيدفع كثمن للأصل محل العقد، وذلك في حال اختلف السّعر السّوقي للأصل عن سعر التنفيذ. وأخيراً إذا كان السّعر السّوقي للأصل أكبر من سعر تنفيذ الخيار فإن محزّر هذا الخيار سيتكبّد خسارة.

٢- خيار البيع Put Option: هو عقد خيار يعطي المشتري الحق دون الالتزام ببيع الأصل بسعر تنفيذ معيّن في تاريخ معيّن، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السّعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السّعر (سعر التنفيذ)، واللّجوء إلى السّوق للبيع بالسّعر الأعلى¹.

ويدفع المشتري سعر الخيار (العلاوة)، مقابل حصوله على هذا الحق، كما يلتزم ببيع الأصل محل العقد في حال انخفاض سعر الأصل عن سعر التنفيذ المحدّد في العقد.

وإنّ أرباح مالك الخيار تأتي من الفرق بين سعر التنفيذ والسّعر السّوقي للأصل.

٣- الضمانات Warrants: وتسمى أيضاً صكوك الشراء، تعطي حاملها الحق بشراء أسهم الشركات المصدرة بسعر محدّد وفي تاريخ محدّد². يتم النّظر إلى الضمانات على أنّها عقد خيار شراء تصدره الشركات على أسهمها، وعادةً تكون لفترات زمنية طويلة مقارنةً بعقود الخيارات الأخرى³.

ب- حسب تاريخ التنفيذ:

ونميّز نوعان⁴:

١- الخيار الأمريكي¹: هو عقد خيار (شراء أو بيع) يمكن أن تتم ممارسته في أي وقت بدءاً من تاريخ بدء العقد وحتى تاريخ الانتهاء.

¹ غنيم، حسن: "المشتقات المالية"، ملنقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005، ص 56

² كنجو، كنجو، شيحا، أيمن: "الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 95

³ حماد، طارق عبد العال: "المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سبق ذكره، ص 44

⁴ Neftic, S.N, "Principle of Financial Engineering", Elsevier, printed in Canada, second edition, 2008, p205-206

٢- الخيار الأوروبي: هو عقد خيار (شراء أو بيع) تتم ممارسته فقط في تاريخ انتهاء العقد.

ت- حسب التَّغطية:

نمير نوعان²:

١- الخيار المغطى **Covered Option**: يعد العقد مغطى إذا كان المحرر مالكا للأصل الذي حرر عليه العقد، ومن ثم إذا وجب التنفيذ يقوم بتسليم الأصل الذي يمتلكه إلى مشتري العقد مقابل حصوله على سعر التنفيذ.

٢- الخيار غير المغطى **Uncovered Option**: لا يمتلك المحرر الأصل محل العقد، ويضطر لشراء الأصل من السوق، مهما كان السعر الذي يباع به، من أجل تسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد.

ويعد العقد غير المغطى أكثر مخاطرة من العقد المغطى، بالمقابل تكون ربحية الأخير أكبر وخسارته لا حدود لها حيث تزداد مع كل زيادة في سعر الأصل. في حين أن خسائر العقد المغطى لن تتجاوز بأي حال الفرق بين السعر الذي اشترى به الأصل والعلوة التي حصل عليها المحرر³.

ث- حسب الربحية:

ونمير ثلاثة أنواع⁴:

١- الخيار المتعادل **At- The- Money**: هو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ مساوي للسعر السوقي للأصل محل العقد، وينطبق ذلك في حالتي خيار الشراء وخيار البيع.

٢- الخيار المربح **In- The- Money**: هو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي للأصل وذلك في حالة خيار الشراء، والعكس في حالة خيار البيع.

٣- الخيار غير المربح **Out- Of- The-Money**: هو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي للأصل، والعكس في حالة خيار البيع.

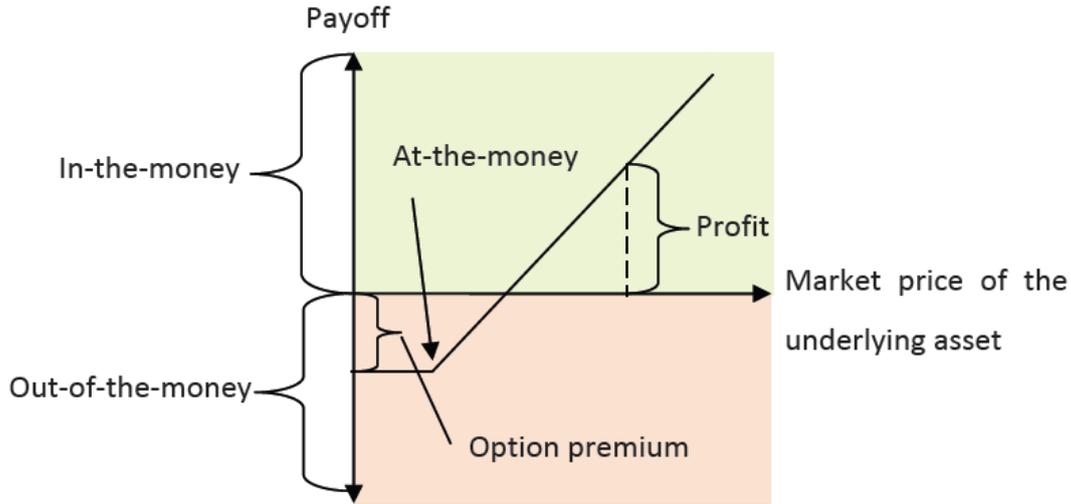
وبيّن الشكل التالي الحالات المختلفة لربحية عقد الخيار ونلاحظ أنه يتم تضمين العلوة عند حساب ربحية العقد.

¹ هذه التسمية ليس لها علاقة بالموقع الجغرافي

² هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 10 - 11

³ وفقاً لفلسفة التغطية: إن الحزن والأسى على دولار خسارة، يفوق الفرح والسرور من إضافة دولار إلى المكاسب.

⁴ Gustafsson, M & Morck, E: "Black- Scholes Option Pricing Formula, An Empirical Study", op, cit, p 6



الشكل (6) ربحية عقد الخيار

Resource: Gusttafsson, M & Morck, E: "Black- Scholes Option Pricing Formula, An Empirical Study", op, cit, p 7.

رابعاً: استعمال الخيارات على أساس الأسهم¹ :

يستطيع حامل خيار على أساس سهم أن:

- ينفذ خياره عند تاريخ الاستحقاق (أوروبي) أو قبل تاريخ الاستحقاق (أمريكي) في حال كان الخيار in the money.
- النخلي عن الخيار عند تاريخ الاستحقاق: في حال كان الخيار out the money، لا يوجد إذاً أية منفعة.

- إعادة بيع الخيار قبل تاريخ الاستحقاق في حال توقّع حامل الخيار أنّ تطوّر سعر السهم الكامن يتّجه في اتجاه تحقيق خسارة من جرّاء تنفيذ الخيار.

من خلال بيع خياره، يقوم حامل الخيار (خيار شراء أو خيار بيع) بإغلاق موقعه. بطريقة معاكسة، يستطيع بائع الخيار إعادة شرائه هذا الذي يحرره من التزامه.

ملاحظة: لا يمكن تنفيذ الخيار الأوروبي قبل تاريخ الاستحقاق لكن يمكن بيعه وشراؤه في أي لحظة.

أ- استعمال الخيارات كأداة استثمار **Invest Tool**:

إنّ جوهر هذه الدراسة هو تسليط الضوء على عقود الخيارات كأداة هامة للمستثمرين يستطيعون من خلالها زيادة قدرتهم على الاستثمار والحصول على أقصى حد من العائد وتخفيض الخسارة إلى حدودها الدنيا.

لذلك قد يثار السؤال التالي: ما الذي تعنيه عقود الخيارات بالنسبة للمستثمرين؟

للإجابة على هذا السؤال يجب أن نعلم أنّه من المهم للمستثمرين أن يكون لهم نظرة إجمالية بشأن عقود الخيارات وأن يدرسوا ما تضيفه حقاً إلى عملية الاستثمار. فعقود الخيارات مهمة بالنسبة للمستثمرين في كل قرار استثماري من ناحيتين هما: العائد والمخاطرة المرتبطة بأصل أو محفظة من الأوراق المالية. حيث تختلف خصائص العائد

¹ Thauron, A & Guyvarch, A, "Finance", Supfoucher, 2009, p 78-99

والمخاطرة التي تنسم بها الخيارات عن باقي الأدوات المالية المشتقة. والنقطة الهامة بشأن العائد والمخاطرة المتصلين بالخيارات والمحافظ المالية هي أنّ تأثير خيارات البيع والشراء ليس متماثلاً، لأنه في حالة شراء خيار الشراء تكون العلاوة هي أقصى ما يمكن أن يخسره المستثمر بصرف النظر عما يحدث في سعر السهم، على العكس في حالة بيع خيار شراء والتي تكون الخسارة غير محدودة.

إضافةً لذلك تعطي الخيارات للمستثمر القدرة على تعزيز استثماراته وتقييد المخاطرة، ففي حال توقع المستثمر ارتفاع سعر السهم، ولا يملك المال اللازم حالياً من أجل شرائه، فمن خلال شراء خيارات الشراء يستطيع تثبيت، في اللحظة الحالية، سعر شراء الأسهم في المستقبل. وفي حال ارتفاع السعر فعلياً، يسمح تنفيذ الخيار بدفع سعر التنفيذ المتفق عليه في البداية. بالمقابل، إذا لم يرتفع سعر السهم، فإنّ المستثمر تجنّب ارتفاع السعر بشرائه خيار الشراء، لكن سيخسر فقط سعر الخيار أو العلاوة كما ذكرنا قبل قليل.

وتركز صناعة السمسرة الآن على توعية المستثمرين بشأن كيفية الاستخدام الكفء للخيارات كجزء من محفظة الأوراق المالية. وقد استطاعت الخيارات حقاً أن تثبت مكانتها كبديل استثماري ذي شأن، وبدأت باجتذاب اهتمام المؤسسات الاستثمارية الكبيرة. ومما أكسب هذه العقود أهمية متزايدة هو قدرتها على السماح للمستثمرين خلق استراتيجيات تتجاوز بالنتائج حدود ما يمكن تحقيقه في غيابها.

أي بعبارة أخرى: يحتاج المستثمرون ومدراء الاستثمار في بعض الأحيان للتوزيعات غير المتماثلة للعوائد التي توفرها عقود الخيارات وتزيد استراتيجيات عقود الخيارات من مجموعة الظروف المحتملة أو النقصات الطارئة التي يمكن التحوط منها¹.

ب- استعمال الخيارات كأداة تغطية Hedging:

إذا خشينا انخفاض سعر سهم ما لكن لا نريد بيعه في الوقت الحالي، فمن خلال شراء خيارات البيع نستطيع تثبيت، في الوقت الحاضر، سعر بيع السهم في المستقبل عند تاريخ استحقاق الخيار. وفي حال انخفاض سعر السهم، نقوم ببيع الأسهم بالسعر المحدد في البداية. لكن بالمقابل، إذا لم ينخفض السعر، لا يتم تنفيذ الخيار، وبالتالي يحتفظ المستثمر بأسهمه.

ت- استعمال الخيارات كأداة مضاربة Speculation:

بنفس طريقة الحماية والتغطية، من الممكن للخيارات أن تكون أدوات مضاربة بفعل الرافعة المالية من خلال استثمار مبلغ العلاوة. ولكن كيف يتم استعمال الرافعة المالية؟ تمنح الخيارات رافعة مالية من خلال أنّها شديدة التأثير بتغيرات الأصل الكامن. لكن، كما تتضاعف الأرباح الناتجة عن الخيارات، يتحقق نفس الشيء في حالة الخسارة.

¹ هذا ما سنراه عند استعراض استراتيجيات عقود الخيارات

ث - إدارة المخاطر باستخدام عقود الخيارات:

تمثل عقود الخيارات أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغيير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يرغب شراها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد¹.

خلاصة البحث الأول:

في هذا البحث جرى استعراض مفهوم الخيارات وتوضيح أركان العقد وأهميته في السوق المالية. كما تم التعرف على أهم خصائص العقد والعوامل المؤثرة في أسعار الخيارات. وجرى تصنيف عقود الخيارات حسب عدة تصنيفات حيث وجدنا أن هناك عدة أنواع للخيارات أهمها: خيارات البيع، وخيارات الشراء، والضمانات. كما يوجد الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية وذلك حسب تاريخ تنفيذها، كما صنفت إلى خيارات مغطاة وخيارات غير مغطاة. وأخيراً الخيارات الربحية والخيارات غير الربحية والخيارات المتعادلة. أما من حيث استعمالات عقود الخيارات تم تسليط الضوء على الخيارات كأداة مضاربة كأداة تغطية إضافة إلى كونها أداة استثمار وهو جوهر هذه الدراسة.

¹- الحناوي، محمد صالح وآخرون: " الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 - 2005. ص 334-365.

المبحث الثاني

استراتيجيات التعامل بالخيارات

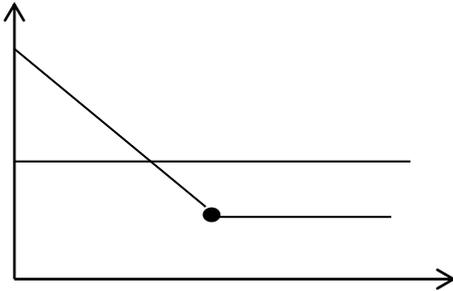
يتناول هذا المبحث أهم الاستراتيجيات التي يتبعها المستثمرون عند قيامهم بعملية الاستثمار في الخيارات، وسيتم تقسيم المبحث إلى قسمين رئيسيين الأول يتناول الاستراتيجيات الأربعة الرئيسية، أما الثاني سيتم فيه استعراض مجموعة من الاستراتيجيات المتقدمة التي تعطي إمكانية أكبر للمستثمر وتعمل وفق ما تقتضي حاجته. ولتسهيل فهم الاستراتيجيات وعرضها بأسلوب واضح خالي من الغموض تمّ اعتماد أسلوب موحّد في عرض كل من الاستراتيجيات الأربعة الرئيسية، ربّما يُشعر هذا الأسلوب القارئ ببعض الملل نظراً لتكرار أسماء الفقرات في كل استراتيجية إلاّ أنّه أفضل من أسلوب السرد الذي يؤدي إلى تشتيت الدّهن والبعد عن الشرح الواضح والسليم. وفيما يلي استعراض أفكار هذا المبحث.

١- الاستراتيجيات الأربعة الأساسية للمتاجرة بالخيارات:

قبل البدء باستعراض الاستراتيجيات الأربعة، سيتم إعطاء لمحة موجزة عن توقعات المستثمر عند اتّباعه لأي من هذه الاستراتيجيات وعائد ومخاطرة كل منها:

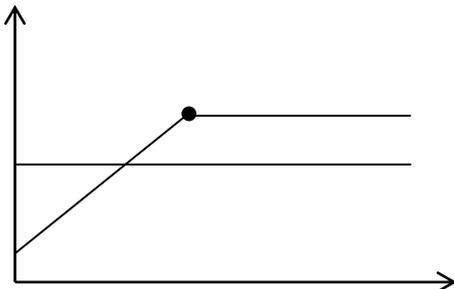
شراء خيار بيع

اعتقاد بأن سعر السّهم سينخفض
خطر محدود بقيمة العلاوة المدفوعة
عائد أقصى غير محدود (سعر التنفيذ - العلاوة المدفوعة)



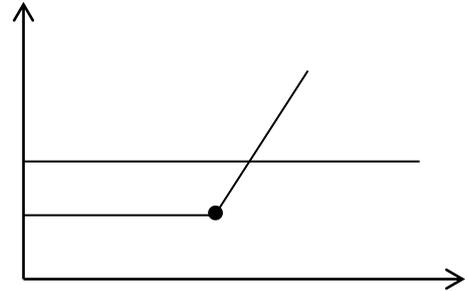
بيع خيار بيع

اعتقاد بأنّ سعر السّهم سيرتفع
العائد محدود بحد أقصى هو العلاوة المستلمة
خطر محدود بحد أعلى (سعر التنفيذ - العلاوة المستلمة)



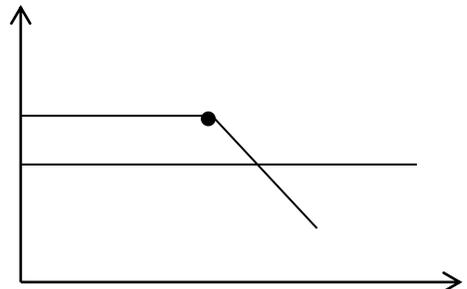
شراء خيار شراء

اعتقاد بأنّ سعر السّهم سيرتفع
خطر محدود بقيمة العلاوة المدفوعة
عائد أقصى غير محدود



بيع خيار شراء

اعتقاد أنّ سعر السّهم سينخفض
العائد محدود بحد أقصى هو العلاوة المستلمة
خطر غير محدود تبعاً لارتفاع سعر السّهم



الآن نأتي إلى استعراض الاستراتيجيات بشكل مفصّل:

١- شراء خيار شراء:

أكثر الاستراتيجيات استخداماً من قبل المستثمرين. فخيار الشراء سهل الفهم ومن الواضح أنك عندما تشتري خيار الشراء فأنت مستثمر متفائل تعتقد وتتمنى ارتفاع سعر السهم¹.

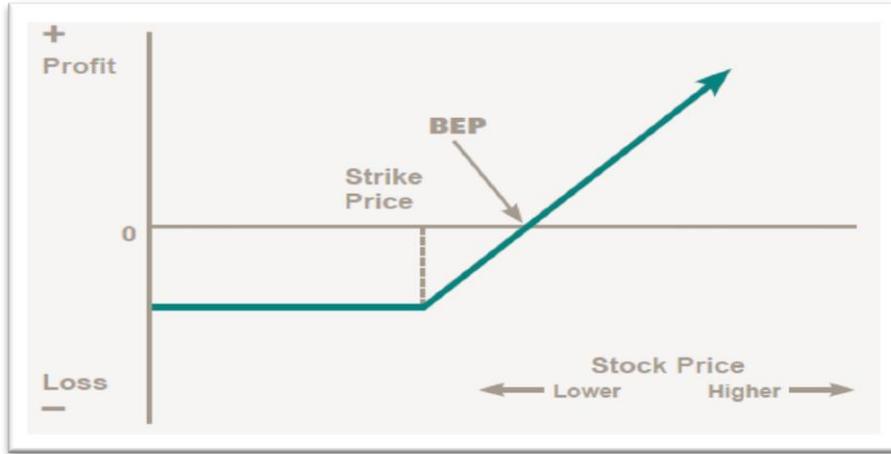
وعلينا تذكر ما يلي:

سعر تنفيذ الخيار أصغر من السعر السوقي للسهم فالخيار مريح In-The-Money

سعر تنفيذ الخيار يساوي السعر السوقي للسهم فالخيار متعادل At-The-Money

سعر تنفيذ الخيار أكبر من السعر السوقي للسهم فالخيار خاسر Out-of-The-Money

- سمات الاستراتيجية:



الشكل (7) شراء خيار شراء

Recourse: No name, "The Equity Options Strategy Guide", The Options Industry Council, Chicago, USE, December, 2011,P8, available on: www. Options Education.org.

يظهر الشكل السابق آلية حدوث الربح والخسارة واتجاه سعر السهم وفق وجهة نظر الاستراتيجية، حيث يتبين وفق الشكل توقع صعود سعر السهم ويظهر سعر التنفيذ Strike Price أقل من سعر السهم كما تظهر بوضوح نقطة التعادل والتي سنأتي على شرحها.

وجهة النظر: متفائلة، تتوقع ارتفاع سعر السهم (الأساس الكامن للخيار).

السبب الرئيسي لاتباع هذه الاستراتيجية: جعل العوائد أفضل من حالة القيام بشراء السهم نفسه من السوق الفوري، بحيث يضمن المستثمر لنفسه الحصول على الوقت الكافي للتأكد من اتخاذ القرار الصحيح. هذا يعني أنه يجب أن يكون أجل الاستحقاق 6 أشهر إن لم يكن سنة أو سنتين، وإذا اعتقد المستثمر أنّ سعر الخيار مرتفع فما عليه إلا تقسيم السعر على عدد الشهور المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق ومقارنتها بسعر خيار أقصر أجلاً، وسيجد أنّ الخيارات الأطول أجلاً هي الأفضل.

¹ Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", op, cit, p 660-662

صافي موقع المستثمر: تعد صفقة دين صافية لأنَّ المستثمر يدفع ثمن خيار الشراء. ويكون الحد الأقصى للخطر محدود بالسعر الذي يدفعه ثمن لخيار الشراء (العلاوة). أمَّا العائد فهو غير محدود. **تأثير الوقت:** كلما انخفض الزمن المتبقي لاستحقاق الخيار فهو في غير صالح المشتري. ويجب على المستثمر ألاَّ يندفع بأنَّ الخيار الأقصر أجلاً يكون سعره أقل. فعند مقارنة خيار شهر واحد مع خيار 12 شهر وبتقسيم سعر الخيار على 12 شهر سيجد نفسه يدفع أقل في الشهر من الخيار ذو أجل شهر. **الفترة الزمنية الملائمة للمتاجرة:** على الأقل ثلاثة أشهر، ويكون أفضل كلما طالت المدة الزمنية بما يتناسب مع الظروف.

اختيار الأسهم: يجب اختيار الأسهم التي تتميز بالسيولة الكافية. وعلى المستثمر محاولة ضمان الاتجاه الصاعد مع توضيح منطقة الدعم.

اختيار الخيار: يجب اختيار الخيارات التي تتميز بالسيولة الكافية، وبالنسبة للتنفيذ على المستثمر انتظار الحصول على التعادل أو الرّيح من خلال سعر تنفيذ أقل من السعر الحالي للسهم. أمَّا الاستحقاق فعليه أخذ الوقت الكافي، وتذكّر أنه كلما اقترب أجل الاستحقاق يعمل بغير صالح المستثمر، ويجعل قيمة الخيار تتخفّف بشكل تصاعدي. لذا عليه التنفيذ قبل انتهاء أجل الخيار.

المخاطرة: أقصى خطر: هو قيمة خيار الشراء (العلاوة المدفوعة ثمن لخيار الشراء)، أمَّا الحد الأقصى للعائد فهو مفتوح، ونحصل على سعر التعادل بالشكل: سعر تنفيذ الخيار + العلاوة.

المزايا والمساوئ:

المزايا:

- ✓ تكلفته أقل من تكلفة شراء السهم من السوق الفوري مباشرة
- ✓ الاستفادة من الرفع المالي في امتلاك الأسهم
- ✓ إمكانية ربح مفتوحة في ظل خطر محدود.

المساوئ:

- ✓ إمكانية الخسارة 100% إذا كان سعر التنفيذ وتاريخ الاستحقاق والسهم جرى اختيارهم بشكل سيئ.
- ✓ رفع مالي كبير يمكن أن يكون خطر إذا تحرك السهم في غير صالح المستثمر.

الخروج من الموقع: من خلال بيع خيار الشراء الذي تمّ شراؤه¹.

تخفيض الخسارة: يستعمل السهم لتقرير متى سيتم إيقاف الخسارة.

٢- بيع خيار شراء:

استراتيجية بيع خيار الشراء معاكسة للاستراتيجية السابقة، واستخدام المستثمر لهذه الاستراتيجية يعكس وجهة نظر متوقّعة لانخفاض.

¹ No name, "The Equity Options Strategy Guide", The Options Industry Council, Chicago, USE, December, 2011, available on: www. Options Education.org. p 9 - 10

سمات الاستراتيجية¹:

وجهة النظر: متشائمة، تتوقع انخفاض سعر السهم (الأساس الكامن للخيار).
السبب الرئيسي لاتباع هذه الاستراتيجية: للحصول على دخل ممتاز قصير الأجل عندما ينخفض سعر السهم.

صافي موقع المستثمر: تعد عملية ائتمانية صافية لأنّ المستثمر يستلم ثمن خيار الشراء. ويكون الحد الأقصى للخطر غير محدود. أما العائد فهو محدود بالسعر الذي تلقاه ثمن لخيار الشراء (العلاوة).

تأثير الوقت: كلما انخفض الزمن المتبقي لتنفيذ الخيار كلما كان ذلك أفضل لبائع الخيار، إنّ تآكل قيمة الخيار تحدث في الشهر الأخير قبل انتهاء أجل الخيار. لذا على المستثمر بيع الخيار لشهر واحد أو أقل. وعلى المستثمر أن يعي جيداً أنه يحتاج إلى مستثمر آخر يريد مركز طويل ليقوم الأول بأخذ مركز قصير بقدر المستطاع ليكون عمله صحيحاً. وأخيراً يجب أن يكون الأجل قصير قدر الإمكان في حال كان المستثمر على خطأ في قراره وذلك لأنّ الحد الأعلى للمخاطرة غير محدود.
الفترة الزمنية الملائمة للمتاجرة: شهر واحد أو أقل.

اختيار الأسهم: يجب اختيار الأسهم التي تتميز بالسيولة الكافية. ومحاولة ضمان الاتجاه الهابط للسهم مع توضيح منطقة المقاومة.

اختيار الخيار: يجب اختيار الخيارات التي تتميز بالسيولة الكافية، وبالنسبة للتنفيذ على المستثمر انتظار الحصول على OTM سعر تنفيذ أعلى من السعر الحالي للسهم. أما الاستحقاق فعليه أخذ وقت قصير، وتذكر أنه كلما اقترب أجل الاستحقاق يعمل لصالح المستثمر.

المخاطرة: أقصى خطر: غير محدود، أما الحد الأقصى للعائد فهو قيمة خيار الشراء (العلاوة المدفوعة ثمن خيار الشراء)، وحساب الربح / الخسارة = (سعر التنفيذ + العلاوة) - سعر السهم

المزايا والمساوئ:

المزايا:

إذا تمّ العمل بشكل صحيح فإنّ المستثمر يحقق الربح عند هبوط سعر السهم، حيث تعد هذه الاستراتيجية نوعاً آخر من استراتيجيات الدخل.

المساوئ:

✓ المخاطرة غير محدودة في حال ارتفاع سعر السهم

✓ تعد استراتيجية خطيرة لا ينصح بها.

الخروج من الموقع: من خلال إعادة شراء الخيارات التي تمّ بيعها، أو الانتظار حتى انتهاء أجل الخيار.

تخفيض الخسارة: يستعمل السهم لتقرير متى سيتم إيقاف الخسارة.

¹ Cohen, G, "The Bible of Options Strategy", op, cit, p 13 - 15

٣- شراء خيار بيع:

تعد استراتيجية معاكسة لشراء خيار شراء.

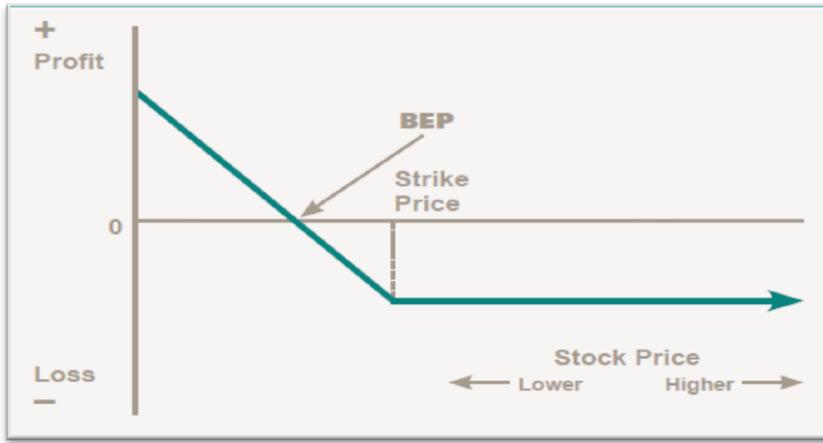
وعند الحديث عن خيار البيع يجب تذكر:

سعر تنفيذ الخيار أكبر من السعر السوقي للسهم فالخيار مريح In-The-Money

سعر تنفيذ الخيار يساوي السعر السوقي للسهم فالخيار متعادل At-The-Money

سعر تنفيذ الخيار أصغر من السعر السوقي للسهم فالخيار خاسر Out-of-The-Money

- سمات الاستراتيجية:



الشكل (8) شراء خيار بيع

Recourse: No name, "The Equity Options Strategy Guide", op, cit, P 10

يظهر الشكل السابق عملية تحقيق الربح والخسارة، ويظهر توقع الاتجاه الهابط لسعر السهم وتحقيق الربح بسعر تنفيذ أكبر من سعر السهم الحالي كما سنأتي على ذكره في شرح هذه الاستراتيجية.

وجهة النظر: مع الموقع الطويل لخيار البيع تكون نظرة المستثمر متشائمة، نتوقع انخفاض سعر السهم.

السبب الرئيسي لاتباع هذه الاستراتيجية: للحصول على عائد أفضل من القيام ببيع السهم نفسه. ينبغي على المستثمر أن يضمن لنفسه الوقت الكافي للتأكد من أن قراره صحيح، هذا يعني عليه اختيار أجل استحقاق 6 أشهر على الأقل. وبنفس الطريقة إذا تمت المقارنة مع الخيارات الأقصر أجلاً فإن المستثمر سيلاحظ أنه كلما طال أجل الخيار كان ذلك أفضل، من خلال تقسيم سعر السهم على عدد الشهور المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق. وكلما أعطى المستثمر نفسه وقتاً أطول كانت فرصة نجاح هذه الاستراتيجية أكبر.

صافي موقع المستثمر: هذه صفقة دين صافية لأن المستثمر يدفع ثمن خيار البيع. ويكون الحد الأقصى للخطر محدود بالسعر الذي دفعه، أما الحد الأقصى للعائد يكون مفتوح إلى أن يهبط سعر السهم إلى الصفر عندها يصبح العائد الأقصى سعر تنفيذ الخيار - العلاوة المدفوعة.

تأثير الوقت: كلما انخفض الزمن المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق كان ذلك في غير صالح مشتري خيار البيع. لذلك عليه الحصول على الوقت الكافي ليكون متأكداً. وفي حالة مقارنة خيار لشهر واحد مع خيار 12 شهر سيجد المستثمر نفسه يدفع بالشهر أقل بكثير لخيار الـ 12 شهر. الفترة الزمنية الملائمة للمتاجرة: على الأقل ثلاثة شهور، وكلما طالّت المدة كان أفضل. اختيار الأسهم: يجب اختيار الأسهم التي تتميز بالسيولة الكافية. ومحاولة ضمان الاتجاه الهابط للسهم مع توضيح منطقة المقاومة.

اختيار الخيار: يجب اختيار الخيارات التي تتميز بالسيولة الكافية، وبالنسبة للتنفيذ على المستثمر انتظار الحصول على حالة التّعادل أو الربح أي سعر تنفيذ أعلى من السّعر الحالي للسّهم. أمّا الاستحقاق فعليه أخذ الوقت الكافي، وتذكّر بأنّ مرور الوقت في غير صالحه.

المخاطرة: أقصى خطر: قيمة العلاوة المدفوعة لخيار البيع، أمّا الحد الأقصى للعائد فهو: سعر تنفيذ خيار البيع - العلاوة المدفوعة للخيار.

ويحسب الربح/الخسارة = (سعر التنفيذ - العلاوة) - سعر السهم

المزايا والمساوي:

المزايا:

✓ الحصول على ربح من انخفاض أسعار الأسهم

✓ قوة رفع عالية

✓ إمكانية ربح غير محدودة مقارنة مع مخاطرة محدودة.

المساوي:

✓ إمكانية الخسارة 100% إذا كان سعر التنفيذ وتاريخ الاستحقاق والسهم جرى اختيارهم بشكل سيئ.

✓ رفع مالي كبير يمكن أن يكون خطر إذا تحرك السهم بشكل مخالف للتوقعات.

الخروج من الموقع: من خلال بيع خيار البيع الذي تمّ شراؤه.

تخفيض الخسارة: يستعمل السهم لتقرير متى يجب إيقاف الخسارة.

٤- بيع خيار بيع:

إنّ بيع خيار بيع هي استراتيجية دخل بسيطة قصيرة الأجل. عندما تبيع خيار البيع فإنك تبيع حق

شخص ما بالبيع، وبينما يهبط سعر السهم ستكون أنت ملزماً بشراء السهم عندما تقرّر التنفيذ. لذا دائماً

قم ببيع خيار البيع في الحالة OTM أي سعر التنفيذ أقل من السّعر الحالي للسّهم.

سمات الاستراتيجية:

وجهة النظر: متفائلة، تتوقّع ارتفاع سعر السهم أو أن يبقى السّعر على حاله كحد أدنى .

السبب الرئيسي لاتّباع هذه الاستراتيجية: للحصول على دخل قصير الأجل نتيجة الزيادة في سعر السهم،

إضافة إلى خفض تكلفة شراء السهم (في حالة تنفيذ الخيار).

صافي موقع المستثمر: عملية ائتمانية صافية لأنك تستلم العلاوة لبيع خيار البيع. تعد هذه الاستراتيجية عالية المخاطرة. الحد الأقصى للعائد محدود بالعلوة التي تم تسلمها، أما أقصى خطر هو: سعر تنفيذ الخيار - العلاوة المستلمة

تأثير الوقت: يعمل مرور الوقت في صالح الخيار الذي سيتم بيعه، ولاستغلال فائدة انخفاض الوقت يجب على بائع خيار البيع التنفيذ في الشهر الأخير. الفترة الزمنية الملائمة للمتاجرة: شهر واحد أو أقل.

اختيار الأسهم: يجب اختيار الأسهم التي تتميز بالسيولة الكافية. ومحاولة ضمان الاتجاه الصاعد للسهم مع توضيح منطقة الدعم.

اختيار الخيار: يجب اختيار الخيارات التي تتميز بالسيولة الكافية، وبالنسبة للتنفيذ على المستثمر انتظار الحصول على حالة OTM أي سعر تنفيذ أقل من السعر الحالي للسهم. أما الاستحقاق من الأفضل اختيار أجل استحقاق قصير. وعلى المستثمر أن يعلم جيداً أن الموقع القصير يعرضه لخطر غير محدود، ومرور الوقت يعمل في صالحه لذا عليه اختيار أجل استحقاق قصير.

المخاطرة: أقصى خطر: سعر تنفيذ خيار البيع - العلاوة المستلمة للخيار، أما الحد الأقصى للعائد فهو قيمة العلاوة. أما الربح / الخسارة = (سعر السهم السوقي + العلاوة) - سعر التنفيذ

المزايا والمساوي:

المزايا:

✓ إذا عمل الخيار وفق التوقعات يستطيع المستثمر استعمال خيار البيع للحصول على دخل منتظم من ارتفاع سعر السهم.

✓ بيع خيار البيع هو طريق بديل لشراء السهم بسعر أرخص من السوق الفورية، وذلك لأنه في حال قام المستثمر بالتنفيذ يكون ملزماً بشراء السهم بسعر التنفيذ الأقل ويكون مسبقاً حصل على العلاوة لبيع خيار البيع من خلال الموقع الأول.

المساوي:

✓ هذه الاستراتيجية تعرض متبعتها لخطر مفتوح نتيجة هبوط سعر السهم.

✓ هذه الاستراتيجية ليست لعديمي الخبرة

الخروج من الموقع: من خلال إعادة شراء الخيار الذي تم بيعه أو الانتظار حتى ينتهي أجل الخيار دون تنفيذ وبهذا يحافظ على العلاوة التي تم استلامها.

تخفيض الخسارة: يستعمل السهم لتقرير متى يجب إيقاف الخسارة.

بعد الاستعراض السابق للاستراتيجيات الأربعة الرئيسية والتي يتم على أساسها المتاجرة بالخيارات لا نستطيع القول بتفضيل إحدى الاستراتيجيات عن غيرها، ويعود السبب في ذلك إلى اختلاف شروط تطبيق كل منها من جهة ووضعية المستثمر ووجهة نظره إلى السوق من جهة أخرى. هذا وتلعب وجهة نظر المستثمر إلى السوق

الدور الأكبر في تقرير أي استراتيجية سيتم تطبيقها لأن توقعات المستثمر بارتفاع أو انخفاض سعر سهم ما هو المحرك الأساسي لاتخاذ القرار بشراء أو بيع خيار شراء أو خيار بيع.

ثانياً: استراتيجيات متقدمة:

تتنوع الاستراتيجيات المستخدمة والتي تم ابتكارها لتحقيق أكبر نفع لمستخدمها لاسيما المضارب وسنأتي على ذكر أهم هذه الأنواع بشكل مختصر والاستراتيجيات هي:

١- استراتيجيات الدخل: سنتحدث من خلالها عن استراتيجيتين: أ- Covered Call

ب- Covered Put (Married Put)

٢- استراتيجيات المدى: وتحتوي نوعان: مدى سعري سنتحدث من خلالها عن استراتيجيتين:

أ- Bull Spread

ب- Bear Spread

ومدى زمني سنتحدث من خلالها عن استراتيجية: Calendar Spread

٣- استراتيجيات المجموعات: سنتحدث من خلالها عن:

أ- Straddle

ب- Collar

٤- استراتيجيات صناعية: سيتم الحديث فيها عن استراتيجية الشراء الصناعي Synthetic Call

وسنأتي على شرح كل من هذه الاستراتيجيات:

١- استراتيجيات الدخل **In Come Strategies**:

تمتاز استراتيجيات الدخل بكونها استراتيجيات قصيرة الأجل، إذ أن أساس أجل الاستحقاق فيها شهر واحد. ولكي يتمكن المستثمر من تحقيق أهداف هذه الاستراتيجية فعليه أن يكون حاسماً في قراراته وأن يبتعد عن الطمع بأن يكتفي بالحصول على عائد شهري يتراوح بين 3 - 4%. وسيجري استعراض نوعين من استراتيجيات الدخل هما:

أ- استراتيجية خيار الشراء المغطى **Covered Call Strategy**:

تعد هذه الاستراتيجية أساس استراتيجيات الدخل وتتميز بأنها فعالة جداً، حيث تدمج بين مرونة الخيارات وامتلاك الأسهم التي يجري إبرام الصفقة عليها، لذلك فهي مستخدمة من قبل المستثمرين المبتدئين والخبراء على حدٍ سواء¹.

يتم تنفيذ هذه الاستراتيجية من خلال قيام المستثمر بشراء الأسهم (الأساس الكامن للخيار)، وتحرير خيار شراء بسعر تنفيذ أعلى من سعر السهم وبأجل استحقاق شهر واحد².

¹ Look: Ward, R.W, "Options & Options Trading", Mc Grow Hill. USA, 2004, P 300 - 302

² Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", op, cit, P 668

يَتَّبع المستثمر هذه الاستراتيجية عندما تكون نظرتة للسوق حيادية، ويشعر أن السوق سيواجه مدى صغير للتغير طيلة مدة سريان الخيار. وبالمقابل يرغب بتوليد دخل إضافي من امتلاكه السهم (توزيعات) والحصول على الحماية من انخفاض سعر السهم.

ففي حال ارتفاع سعر السهم إلى أعلى من سعر التنفيذ سيقوم مشتري الخيار بممارسة الخيار وسيحقق المستثمر على أية حال أرباح بفضل موقعه المغطى، مع ملاحظة أن إمكانية الخسارة كبيرة، أما في حال بقي سعر السهم على حاله أو انخفض إلى أقل من سعر التنفيذ فلن يتم ممارسة الخيار وسيحصل المستثمر على العلاوة. أي أن أرباح المستثمر محدودة بقيمة العلاوة مضافاً لها الفرق بين سعر تنفيذ الخيار والسعر الذي دفعه ثمناً للأسهم عند الشراء¹.

ب- استراتيجية خيار البيع المغطى أو المزدوج² Married or Covered Put:

يقوم المستثمر بشراء خيار بيع وبنفس الوقت يقوم بشراء عدد مكافئ من الأسهم التي جرى شراء الخيار عليها.

يلجأ المستثمر لهذه الاستراتيجية عندما يكون راعياً في ملكية الأسهم للاستفادة من توزيعاتها، حقوق التصويت، الخ، لكن لديه مخاوف من تحرك السوق بشكل سلبي منافياً لتوقعاته. لذلك يعتمد إلى شراء الأسهم وشراء خيار بيع عليها بهدف حماية نفسه من الانخفاض في السعر السوقي للأسهم.

وبينما يحتفظ المستثمر بجميع منافع الأسهم فهو يؤمن ضد الانخفاض غير المقبول في سعر الأسهم خلال مدة حياة الخيار، وتكون العلاوة التي دفعها ثمناً لخيار البيع بمثابة بوليصة التأمين وبالتالي مهما طرأت تغيرات على سعر السهم، يضمن المستثمر لنفسه البيع بسعر التنفيذ المتفق عليه.

في ضوء هذه الاستراتيجية تكون أرباح المستثمر غير محدودة بينما خسارته محدودة بالفرق بين سعر شراء الأسهم وسعر تنفيذ خيار البيع مضافاً لها العلاوة المدفوعة. ونلاحظ أن هذه الاستراتيجية شبيهة جداً بالاستراتيجية السابقة فكلاهما للحماية من انخفاض سعر السهم والحصول بنفس الوقت على الدخل المتحصّل من توزيعات الأسهم.

٢- استراتيجيات المدى Spread Strategies :

يقصد باستراتيجية المدى شراء عقد خيار وتحرير عقد آخر، وقد يكون المدى سعري (رأسي) أو مدى زمني (أفقي)³.

أ- استراتيجية مدى السعر:

يطلق على مدى السعر Price Strike Spread اسم المدى الرأسي أو مدى النقود Money Spread ويقصد به أخذ مركزين على خيارين ولأصل واحد.

¹ Cohen, G, "The Bible of Options Strategy", Prentice Hall, USA, 2005, P 23 -25

² No name, "The Equity Options Strategy Guide", p 17-18

³ هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 282

تهدف هذه الاستراتيجية إلى تحقيق الأرباح سواءً أكان السوق باتجاه صعودي أم نزولي. ولشرح آلية هذه الاستراتيجية سنتناول جانبين في تطبيق الاستراتيجية علماً أنّ ما ينطبق على حالة الشراء يكون معاكساً له تماماً في حالة البيع.

- استراتيجية Bull Spread:

أي مدى التور¹ دليل على الاتجاه الصّاعد. تعد إحدى أكثر الاستراتيجيات شعبيةً واستعمالاً من استراتيجيات المدى السّعري.

وتقوم هذه الاستراتيجية على شراء خيار شراء على سهم معيّن وبسعر تنفيذ معيّن ومن ثمّ تحرير خيار شراء على نفس السّهم بسعر تنفيذ أعلى وكلا الخيارين لهما نفس أجل الاستحقاق².

وبفرض سعر تنفيذ خيار الشراء المشتري $K1$ و العلاوة المدفوعة $P1$ ، وسعر تنفيذ خيار الشراء المحرّر $K2$ والعلوة المستلمة $P2$. وسعر السّهم في تاريخ التنفيذ S_t توجد ثلاثة احتمالات³:

1- أن يكون سعر السّهم في تاريخ التنفيذ يساوي أو أقل من سعر تنفيذ خيار الشراء المشتري أي:

$$K2 > K1 \Rightarrow S_t \text{ وبالتالي: } K1 \Rightarrow S_t$$

في هذه الحالة لن يتم تنفيذ أي من الخيارين وتتمثل الخسارة بالفرق بين العلاوة الأكبر المدفوعة لخيار الشراء ذو سعر التنفيذ الأقل والعلوة المستلمة من تحرير خيار الشراء ذو سعر التنفيذ الأكبر أي: $(-P1 + P2)$ (نلاحظ الإشارة السالبة كون المحرّر سيدفع قيمة النسوية)

2- أن يكون سعر السّهم في تاريخ التنفيذ: $K2 \Rightarrow S_t > K1$

في هذه الحالة سينفذ العقد الأوّل الذي أخذ فيه مركز مشتري ويحصل على تسوية نقدية بعد خصم العلاوة مقدارها: $S_t - K1 - P1$

ولن يقوم بتنفيذ العقد الثاني ويكسب العلاوة $P2$

3- أن يكون سعر السّهم في تاريخ التنفيذ: $S_t > K2 > K1$

هنا سيقوم بتنفيذ الخيارين ويحصل على ربح اجمالي مقداره:

$$\text{ربح العقد الأوّل} \quad S_t - K1 - P1$$

$$\text{ربح العقد الثاني} \quad -(S_t - K2) + P2$$

وبجمع الرّبح من العقدين ينتج لدينا الرّبح الصّافي من العقدين:

$$(P2 - P1) - (K1 - K2)$$

¹ للذكور فقط: يطلق على المتعاملين في السوق المالية الثيران والذئبة وفقاً لوجهة نظرهم من السوق، فمجموعة الثيران تأمل وتعمل وتتوقّع ارتفاع الأسعار (المشتريين)، ومجموعة الذئبة تأمل وتعمل وتتوقّع انخفاض الأسعار (البائعين). وانطلاقاً من هذا المبدأ جاءت تسمية هذه الاستراتيجية.

² Ward, R.W, "Options & Options Trading", op, cit , P 304

³ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op ,cit, p 187

- استراتيجية Bear Spread:

تتضمّن هذه الاستراتيجية شراء خيار بيع على سهم معيّن، والقيام بتحرير خيار بيع على نفس السهم بنفس أجل الاستحقاق ولكن بسعر تنفيذ أقل.

يستخدم مستثمر الدب هذه الاستراتيجية في بيئة السوق الهابطة، ويريد أن يستفيد من الانخفاض البسيط في سعر السهم محل العقد. حيث يرى أنّ هذه الاستراتيجية ستحقّق له أرباح أكبر من قيامه بشراء خيار بيع بسيط¹.

تتميّز هذه الاستراتيجية بأنها استراتيجية تحوّل مضاعفة فالسعر المدفوع لشراء خيار البيع مع سعر التنفيذ الأعلى سيتعادل مع العلاوة التي يتلقاها من تحرير خيار البيع بسعر التنفيذ الأقل. مع ملاحظة أنّ خيار البيع بسعر التنفيذ الأعلى سوف يشتري بسعر أعلى من العلاوة المتلقاة من تحرير خيار بيع بسعر تنفيذ أقل (معاكس لحالة خيار الشراء) وبالتالي يكون:

$$K1 > K2 \text{ و } P1 > P2$$

الخسارة القصوى ستحدث عندما يرتفع سعر السهم إلى أعلى من سعر التنفيذ الأعلى حيث سينتهي كلا الخيارين بوضع OTM. أما الرّيح الأقصى يحدث عندما يهبط سعر السهم إلى أقل من سعر التنفيذ الأقل وسينتهي كلا الخيارين بوضع الرّيح ITM².

يمكن تطبيق استراتيجية Bear Spread في حالة توقّع هبوط الأسعار على خيار الشراء أيضاً. وتبقى الحقيقة أنّ استراتيجية مدى السعر سواءً في سوق صعودي أم نزولي تتطلب توقّعات بارتفاع السعر أو هبوطه في حدود ضيقة، إذ لن يستفيد المستثمر من الارتفاع الكبير أو الانخفاض الكبير في السعر.

ب- استراتيجية المدى الزمني Calendar Spread:

خلافاً لاستراتيجية مدى السعر فإننا نتعامل هنا مع عقدين على نفس السهم ولهما نفس سعر التنفيذ ولكن بأجل استحقاق مختلفة.

وكما هو الحال باستراتيجية مدى السعر فإنّ استراتيجية مدى الزمن يمكن أن تستخدم في ظل Bull Market أو Bear Market كما يمكن استخدامها مع خيارات شراء أو خيارات بيع³.

يتم استعمال هذه الاستراتيجية في سوق نزولي من خلال تحرير خيار شراء بسعر تنفيذ معيّن وشراء خيار شراء بنفس سعر التنفيذ ولكن بأجل تنفيذ أكبر.

$$\text{الخيار ذو الأجل الأكبر هو الأعلى عادةً أي: } P1 < P2$$

ويظهر الرّيح عندما ينتهي أجل الاستحقاق الأقل. فإذا كان سعر السهم السوّقي يساوي سعر السوق أو يقل عنه تتحقّق الأرباح، أما إذا ارتفع سعر السهم عن سعر التنفيذ سوف تحصل الخسارة⁴.

¹ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, p 188

² James, P, "Option Theory", op, cit, P 23

³ هندي، منير: "إدارة المخاطر - الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 290

⁴ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, p 192

وعلى العكس فلو كان اتجاه السوق صعودي، فإنّ الأجدر بالمستثمر أن يأخذ مركز محرّر على الخيار ذو الأجل الأكبر ومركز مشتري على الخيار ذو الأجل الأقل، وعندها يتحقّق الرّبح في حال كان سعر السّهم في السوق يساوي أو يزيد عن سعر التّنفيذ، وإذا كان أقلّ تتحقّق خسارة¹.

٣- استراتيجيات المجموعات:

المجموعات هي استراتيجية للمتاجرة بالخيارات من خلال أخذ موقعين مختلفين من خلال خياري البيع والشراء على نفس السّهم، وسيتم عرض نوعين هما:

أ- استراتيجية Straddle:

تتم هذه الاستراتيجية من خلال قيام المستثمر بشراء خيار بيع وخيار شراء على نفس السّهم بنفس سعر التّنفيذ وبنفس تاريخ الاستحقاق².

تعد هذه الاستراتيجية مفيدة للمستثمرين الذين يعتقدون أنّ السّهم سيطراً عليه تغيرات كبيرة، ولكن يجهلون اتجاهها. لذلك يقوم المستثمر بأخذ مركزين بائع ومشتري على نفس السّهم للاستفادة من الرّيادة الكبيرة أو الانخفاض الكبير الذي سيحصل لسعر السّهم .

إنّ أسوأ سيناريو في هذه الاستراتيجية هو عدم تغير سعر السّهم، وبالتالي كلا الخيارين يصبحان عديمي الفائدة وينتهيان دون تنفيذ، وهنا تتمثّل خسارة المستثمر بمقدار العلاوة التي دفعها لمحرّر خيار الشراء والعلوة التي دفعها لمحرّر خيار البيع³.

ب- استراتيجية Collar⁴:

تتمثّل هذه الاستراتيجية بقيام المستثمر بشراء مجموعة من الأسهم، ثم تحرير خيار شراء على نفس الأسهم والقيام بشراء خيار بيع عليها. يلجأ المستثمر لشراء الأسهم لرغبته في الحصول عليها كأصول والاستفادة من مزاياها لكنّ حالة عدم التأكّد من ارتفاع سعر الأسهم تجعل المستثمر يعمد إلى حماية استثماره عن طريق شراء خيار بيع عليها فيتحصن من هبوط سعر الأسهم وبالمقابل يقوم بتحرير خيار شراء لتمويل عملية التأمين التي قام بها. يتم تنفيذ خيار البيع إذا كان سعر التّنفيذ يساوي السّعر الجاري للسّهم أو يقلّ عنه، وينفّذ خيار الشراء إذا كان سعر التّنفيذ أكبر من السّعر الحالي للسّهم.

إنّ المخاطرة القصوى التي يتحمّلها المستثمر هي عبارة عن:

(سعر الأسهم + علاوة خيار البيع - سعر تنفيذ خيار البيع - علاوة خيار الشراء).

أمّا سعر التّعادل الذي لا يربح ولا يخسر عنده المستثمر فهو عبارة عن:

(سعر الأسهم - علاوة خيار الشراء + علاوة خيار البيع)⁵.

¹ هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 292

² James, P, "Option Theory", op, cit, P 24

³ Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", op, cit, P 667

⁴ No name, "The Equity Options Strategy Guide", op , cit, p 24-25

⁵ Cohen, G, "The Bible of Options Strategy", op, cit, p 243

جدير بالذكر أن هذه الاستراتيجية يصنّفها البعض ضمن الاستراتيجيات الصناعيّة التي سنأتي على ذكرها في الفقرة القادمة، ولعلّ السبب في ذلك يعود لكون هذه الاستراتيجية تمثّل في جزء منها استراتيجية خيار الشراء المغطى كما لاحظنا.

٤- الاستراتيجيات الصناعيّة Synthetic Strategies:

وهي الاستراتيجيات التي تقوم على تقليد سهم آخر، أو أسهم مستقبلية أو استراتيجيات أخرى لخلق استراتيجيات جديدة. وسنتناول منها استراتيجية خيار الشراء الصناعيّة.

- استراتيجية خيار الشراء الصناعيّة¹:

قد يقوم المستثمر بشراء سهم، ومن المعلوم أنّ هذا السهم قد يرتفع سعره وقد ينخفض. في حال انخفض سعر هذا السهم سيتمّ لو أنّه قام بعملية تأمين على هذا الاستثمار. ببساطة هذا ما يدعى خيار الشراء الصناعيّة. تقوم هذه الاستراتيجية أساساً على شراء السهم والتأمين ضد هبوط سعره من خلال شراء خيار بيع على هذا السهم.

إنّ تأثير خلق شكل مشابه لخيار الشراء المعياري ولكن بنفس قوة الرّفْع لعملية شراء الأسهم، يعني أننا قمنا بتأمين الجانب السلبي غير المتوقع من عملية شراء الأسهم من خلال الخطوة المتخذة لوقف الخسارة. فخيار البيع طويل الأجل سوف تزداد قيمته إذا انخفض سعر السهم، وبذلك تتم مواجهة الخسارة في قيمة الموقع الطويل في الأسهم.

هذا الأمر يجعل استراتيجية خيار الشراء الصناعيّة مفيدة جداً وبالتالي ينال المستثمر فوائد امتلاك السهم، وفي حال ارتفع سعر السهم سيحقّق الأرباح وستكون أرباحه غير محدودة، أمّا إذا انخفض سعره فستكون خسارته محدودة في مستوى سعر تنفيذ خيار البيع. ويكون الحد الأعلى للخسارة ممثلاً بالشكل:

سعر السهم + العلاوة - سعر تنفيذ خيار البيع

أمّا نقطة التّعادل فهي: سعر تنفيذ خيار البيع + العلاوة + سعر السهم - سعر تنفيذ خيار البيع.

وبنفس الشّكل الذي استطاع فيه المستثمر خلق خيار شراء صناعي يستطيع خلق خيار بيع صناعي بآلية معاكسة.

¹ Cohen, G, "The Bible of Options Strategy", op, cit, p 246-248

خلاصة المبحث الثاني:

عرضت الباحثة في هذا المبحث أهم الاستراتيجيات المستخدمة للتعامل بالخيارات في السوق المالية. حيث خصص القسم الاول من المبحث لاستعراض الاستراتيجيات الأربعة الرئيسية المتمثلة بشراء خيار شراء، بيع خيار شراء، شراء خيار بيع وبيع خيار بيع. أما القسم الثاني خصص لاستعراض الاستراتيجيات المتقدمة في الخيارات بحيث قُسمت حسب فائدتها واستخدامها من قبل المستثمر إلى: استراتيجيات الدخل واستراتيجيات المدى واستراتيجيات المجموعات وأخيراً الاستراتيجيات الصنّاعية. حيث وجدنا أنّ كل استراتيجية تلائم نوعاً محدداً من المستثمرين بحسب ميولهم الاستثمارية كما يمكن المزج بين الاستراتيجيات بالشكل الذي يحقق للمستثمر الفائدة المرجوة من كل استراتيجية ويؤمن له تلافياً مساوئها.

المبحث الثالث

نماذج تقييم الخيارات Binomial , Black & Scholes

في هذا المبحث سيتم تناول نقطتين أساسيتين: الأولى تتمثل في استعراض للقيم المتعددة التي يكون عليها حق الخيار. والنقطة الثانية تتطوي على استعراض أهم النماذج المستخدمة في تقييم عقود الخيارات وفيما يلي أفكار هذا المبحث:

أولاً: القيم المختلفة لحق الخيار:

لغرض الحصول على الخيار فإن المستثمر ينبغي أن يدفع علاوة محددة إلى محرر الخيار، هذه العلاوة هي التي تمثل سعر الخيار لحظة الشراء.

إن مقدار العلاوة لا يكون اجتهادياً أو خاضعاً لرغبة شخصية، بل قائماً على أسس علمية اقتصادية ومحاسبية وسوقية ملائمة لأطراف العقد جميعهم. ذلك أن محرر العقد (بائع الخيار) يتعرض لمخاطرة كبيرة. ففي حالة ارتفاع سعر الأصل موضوع العقد (في حالة خيار الشراء) يواجه خسائر غير محدودة لأن عليه تسليم الأصل مهما كان سعره عالياً، وبسعر التنفيذ المتفق عليه مهما كان منخفضاً، مع العلم أن أرباحه محدودة بمقدار العلاوة التي قبضها عند تحرير العقد.

أما مشتري الخيار فإنه يحسب حساباً دقيقاً لسعر الخيار وذلك لأنه يعد كلفة كبيرة يتحملها، كما يعد خسارة صافية له في حال تخليه عن استعمال حقه في الخيار.

ومع ذلك فإن العلاوة لا تمثل المفهوم الوحيد لسعر الخيار حيث إنها كما ذكرنا تمثل السعر في لحظة تحرير العقد فقط أما بعد ذلك فإن هذا السعر يكون تحت تأثير عوامل متعددة تجعل للخيار عدة قيم نعرضها فيما يلي¹:

١- القيمة السوقية للخيار Market Value:

وهي القيمة التي يكون عليها الخيار في السوق، وهي تعادل العلاوة المدفوعة لحظة الشراء وبعد ذلك قد تزيد أو تنقص عن العلاوة وذلك حسب المؤثرات السوقية، أي أن هذه القيمة يمكن أن تكون سالبة.

٢- القيمة الذاتية للخيار Intrinsic Value:

وهي الفرق بين السعر الجاري للأصل محل الخيار وسعر تنفيذ الخيار (وهو يمثل الربح²) الذي يمكن الحصول عليه إذا نفذ العقد فوراً.

وعندما تكون القيمة الذاتية موجبة فإن الخيار يكون مريح In- the- Money أي إن القيمة الذاتية للخيار هي القيمة الحقيقية، أي أنها قيمة الخيار لو تم تنفيذه الآن. وهذه القيمة لا يمكن أن تكون سالبة، لأنه في كل الأحوال إذا لم يحقق حامل الخيار الربح من عملية التنفيذ فإنه لن ينفذه.

¹ Cuthbertson, K & Nitzche: "Financial Engineering, Derivatives and Risk Management", John Wiley and sons. Ltd. New York ,USA, 2001,P 739- 749

² الربح الحقيقي من العملية يستلزم طرح قيمة العلاوة التي دفعت لبائع الخيار.

٣- القيمة الزمنية للخيار Time Value:

وهي الفرق بين القيمة الدائنية والعلوّة التي دفعت مقابل الخيار (عندما تكون العلوّة أكبر من القيمة الدائنية).

٤- قيمة التنفيذ (سعر التنفيذ) Exercise Price:

وهو السّعر الذي يبيع أو يشتري فيه حامل الخيار الأصل الأساسي موضوع العقد إذا ما تمّ التنفيذ، وبعبارة أخرى هو السّعر الذي ينفذ على أساسه الخيار.

ويمكن توضيح العلاقة بين القيم المختلفة للخيار كما يلي:

القيمة الدائنية = القيمة السّوقية - سعر التنفيذ

القيمة الزمنية = القيمة السّوقية - القيمة الدائنية (عندما تكون القيمة الدائنية أكبر من العلوّة).

ثانياً: كيفية تسعير عقود الخيارات:

كانت الخيارات في البداية تسعّر بناءً على الخبرة ومؤشّرات العرض والطلب، ثمّ بدأت محاولات لوضع أسس علمية وصياغة نماذج رياضية وكمية واحصائية للوصول إلى السّعر الحقيقي للخيار وكانت البداية باستخدام النّموذج الثنائي BOPM.¹

1- النّموذج الثنائي لتسعير الخيارات Binomial Option Pricing Model:

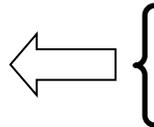
تقوم فكرة النّموذج على إمكانية بناء محفظة تشتمل على عقد خيار وأصل مالي، تدفقاتها التّقدية متماثلة غير أنّها تسيران في اتجاهين متضادين. بمعنى أنّه إذا حدثت تقلّبات سعرية في أحد مكونات المحفظة سيتولّد عنها تدفّقات نقدية داخلية، يقابلها تدفّقات نقدية خارجة بنفس القيمة من المكوّن الآخر، وهذا يعطي تغطية كاملة لمركز المستثمر.² وهو يصلح لتقييم كل من الخيارات الأوروبية والأمريكية على حدّ سواء.

كما تقوم فكرة النّموذج كذلك على أنّ الفترة حتّى تاريخ التنفيذ يمكن تقسيمها إلى فترات أصغر قد تكون شهر أو أسبوع أو يوم..

وعند بداية كل فترة يفترض أنّ سعر السّهم قد يرتفع أو ينخفض إلى مستوى معيّن، مع ملاحظة أنّه كلّما زادت التّغيرات السّعرية أخذ توزيع النّموذج الثنائي شكل التّوزيع الطّبيعي.³

فحركة أسعار السّهم الكامن تؤثر في قيم الخيارات، كيف يتمّ ذلك ؟

إذا كان سعر الأصل الكامن (السّهم) يساوي اليوم القيمة S، فإننا نفترض أن قيمة السّهم يمكن:



• أن تتغير نحو الأعلى up لتصبح u_s باحتمال P أو

• أن تتغير نحو الأسفل down لتصبح d_s باحتمال قدره $(1 - P)$

عناصر المضاعفة u و d تحقق العلاقة:

$$d \leq 1 \leq u$$

¹ الجبوري، عبد العزيز شويش: "العلاقة بين أسعار المشتقات وأسعار موجوداتها الأساسية -الخيارات مثلاً-"، مرجع سبق ذكره، ص 84

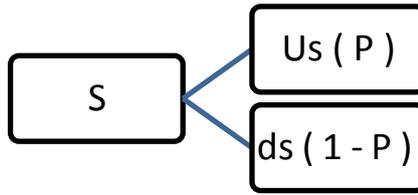
² Jorion and S. Khoury, "Financial Risk Management", Mass Blackwell Publishers, 2000, P216

³ هندي، منير: "إدارة المخاطر- الجزء الثالث: عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 125 - 126

خلال الفترة التالية، القيمة u_s للسهم تستطيع أن تزداد أو تنقص وينطبق نفس الشيء على d_s . يجب الإشارة إلى نقطة مركزية أساسية في شجرة Binomial وهي أن الحركة نحو الأعلى أو نحو الأدنى تتساوى من فترة لأخرى. لو افترضنا أن t تدل على فترة الزمن بين يوم توقيع العقد وتاريخ الاستحقاق، من الممكن تقسيم هذا المجال الزمني لـ n مجال زمني متساوي بطول:

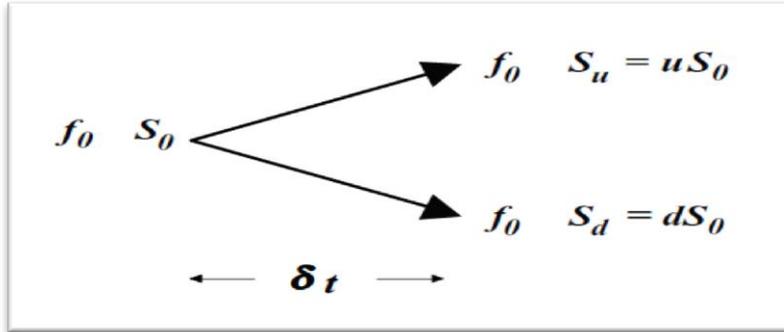
$$S_t = \frac{T}{n}$$

لو افترضنا أن $n = 1$ ، سيكون تطور سعر السهم كالتالي:



أ- النموذج الثنائي لفترة واحدة:

يعبر النموذج الثنائي لفترة واحدة عن النموذج الذي يسعى إلى تقدير سعر عقد الخيار في ظل احتمال تغير سعر السهم مرة واحدة فقط، قبل أن يقوم المستثمر بتصفية مركزه.



الشكل (9) أسعار الخيار والسهم في الفترة الواحدة

Resource: Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, p 202

في الشكل السابق لدينا خيار على الأسهم حيث قيمة السهم الكامن S_0 ، من الآن حتى تاريخ استحقاق الخيار، نستطيع أن نأخذ قيمتين فقط:

$S_0 * u$ في حال ارتفاع السعر

$S_0 * d$ في حال انخفاض السعر

حيث:

- $d < 1$ تمثل حركة السعر نحو الأدنى ←
- $u > 1$ تمثل حركة السهم نحو الأعلى ←
- في حال الارتفاع، سيكون عائد السهم من $u - 1$
- في حال الانخفاض، سيكون عائد السهم من $d - 1$
- ستكون قيمة الخيار مساوية f_0 في حالة الانخفاض.

• ستكون قيمة الخيار مساوية f_u في حالة الارتفاع.
نعيد المحاكمة بالموازنة، قيمة المحفظة، المكونة من Δ سهم و من بيع Call على السهم، ستكون عند تاريخ الاستحقاق:

في حال انخفاض سعر السهم $\leftarrow \Delta S_0 * d - f_d$

في حال ارتفاع سعر السهم $\leftarrow \Delta S_0 * u - f_u$

المحفظة ستكون بدون خطر في حال تحقق المساواة التالية:

$$\Delta S_0 * d - f_d = \Delta S_0 * u - f_u$$

حيث:

$$\Delta = \frac{f_u - f_d}{S_0 * u - S_0 * d} = \frac{\text{تغير قيمة الخيار}}{\text{تغير سعر السهم}}$$

Δ : تطابق للعلاقة بين الفرق في قيمة الخيار والفرق في قيمة السهم

إذاً، يجب أن تقدم المحفظة دون خطر عائد مساوي لمعدل العائد دون خطر (r)

القيمة البدائية للمحفظة ($\Delta S_0 - f$) تساوي للقيمة الحالية للمحفظة بمعدل الفائدة (r) وفي التاريخ t أي ¹:

$$\Delta S_0 - f = (\Delta S_0 * u - f_u) * e^{-rt}$$

من خلال تعويض Δ بقيمتها :

$$f = e^{-rt} * \{ P * f_u + (1 - p) * f_d \}$$

$$p = \frac{e^{rt} - d}{u - d}$$

المتغيرات:

• p يفسر في عالم حيادية الخطر كاحتمال ارتفاع السهم الكامن

• $1 - p$ يفسر احتمال انخفاض السهم الكامن

ب- نموذج Binomial لعدة فترات:

حتى الآن اعتبرنا أن سعر السهم لا يتغير إلا خلال فترة واحدة. مع نموذج Binomial، من الممكن أن ندرس عدة فترات. كلما تم تقسيم الزمن، حتى تاريخ الاستحقاق، لعدد مرتفع من الفترات، كلما أخذ السهم عدد مهم من القيم. لكن، المشكلة هنا هي في حساب المعايير u, d لكل فترة من الفترات.

Cox, Ross, Rubinstein (1979) يفترضون تقدير هذين المعيارين انطلاقاً من الانحراف المعياري لسعر

السهم (σ) للفترة الزمنية بين تغييرين لسعر السهم δ_t .

$$u = e^{\sigma\sqrt{\delta t}} \text{ مستوى الارتفاع:}$$

$$d = e^{-\sigma\sqrt{\delta t}} \text{ مستوى الانخفاض:}$$

$$p = \frac{e^{r\delta t} - d}{u - d} \text{ احتمال حيادية الخطر للارتفاع:}$$

¹ نحصل على نفس النتيجة في حال انطلقنا من محفظة استثمارية في حالة انخفاض

ومن أجل بناء شجرة Binomial، يكفي أن يكون لدينا هذه المعايير الثلاثة:

P, u, d والسعر الحالي للسهم

الهدف الأساسي هو تقدير قيمة الخيار في الفرع البدائي. من أجل ذلك:

• بناء شجرة Binomial التي تمثل القيم المختلفة الممكنة للسهم ومن ثم:

• حساب قيم الخيار في كل عقدة.

2- نموذج Black & Scholes:

في أوائل السبعينات قدّم كل من Fischer Black, Myron Scholes و Robert Morton قفزة نوعيّة في مجال

تسعير خيارات الأسهم، وهذا ما تضمّن تطويراً لما أصبح معروف بنموذج Black & Scholes.

هذا النموذج الذي كان له أثر كبير في طريقة تسعير الخيارات، إضافةً إلى التأثير المحوري في نمو ونجاح

الهندسة المالية في الثمانينات والتسعينات. وفي عام 1997 حصل هذا النموذج على جائزة نوبل للاقتصاد الأمر

الذي جعل الانتظار تلتفت إلى هذا النموذج وأهميته¹. وفيما يلي استعراض النقاط الأساسية في النموذج:

أ- افتراضات نموذج Black & Scholes:

افترض Fisher Black و Myron Scholes خلال اشتقاقهما لنموذج تسعير الخيارات ما يلي²:

1- لا يدر السهم الذي يتناوله الخيار حصصاً نقدية أو غيرها من العوائد النقدية خلال فترة صلاحية الخيار.

2- تكاليف شراء وبيع الأسهم والخيارات معدومة.

3- سعر الفائدة عديم المخاطرة قصير الأجل معروف وثابت خلال فترة صلاحية الخيار.

4- يمكن للمشتري افتراض أي نسبة من ثمن الشراء على أساس سعر الفائدة عديم المخاطرة قصير الأجل.

5- البيع على المكشوف متاح للجميع، على أنّ البائع على المكشوف يحصل مباشرة على كامل ثمن الأصل

الذي باعه.

6- يمكن ممارسة خيار الشراء في تاريخ انتهاء صلاحيته فقط.

7- يتم تداول الأسهم بشكل مستمر، وأسعارها تتحرك بشكل عشوائي، إضافة إلى تمتّع السوق بالسّيوّلة الكاملة.

ب - معادلة النموذج:

بالرغم من أنّ صيغة نموذج Black & Scholes تعد صيغة رياضية وتبدو معقّدة جداً، إلا أنّها مستخدمة على

نطاق واسع في أجهزة الكمبيوتر، ويقدر كثير من المستثمرين قيمة خياراتهم باستخدام النموذج.

يعتمد نموذج Black & Scholes على خمسة متغيّرات لتقييم خيار الشراء لأسهم لا تدر أرباح، وهذه المتغيّرات

قابلة للملاحظة مباشرةً من السوق باستثناء المتغير الأخير وهذه المتغيّرات هي³:

1- سعر السهم موضوع الخيار

2- سعر ممارسة الخيار

¹ Hull, J, "Options, futures, & other Derivatives", op, cit, p 224

² Ward, R.W, "Options & Options Trading", op, cit, p 213-214

³ حماد، طارق عيد العال: "المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سبق ذكره، ص 86-87

3- الوقت المتبقي حتى تاريخ انتهاء سريان الخيار

4- سعر الفائدة الخالي من المخاطرة

5- تقلب أسعار الأسهم موضوع الخيار

وتعطي معادلة Black & Scholes لخيار الشراء والبيع بالشكل¹:

$$C = S.N(d1) - K.N(d2). e^{-RT}$$

$$P = K. e^{-rt} * N(-d_2) - S * N(-d_1)$$

حيث:

C: علاوة خيار الشراء

P: علاوة خيار البيع

S: السعر الجاري للسهم

e: أساس اللوغاريتم الطبيعي ويساوي تقريباً 2.178

T: الوقت المتبقي من أجل الخيار حتى تاريخ الاستحقاق معبراً عنه كنسبة مئوية من السنة.

K: سعر تنفيذ الخيار.

N(d1) ، N(d2): التوزيع الاحتمالي التراكمي للقيم d1، d2 على التوالي وتحسب من جدول التوزيع الطبيعي.

وتحسب قيم d1، d2 بالشكل:

$$d1 = \frac{\ln \frac{S}{K} + RF + 0.5\sigma^2 T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{T}$$

حيث:

Ln(S/k): اللوغاريتم الطبيعي للنسبة S/k.

σ: الانحراف المعياري لمعدل عائد السهم العادي والمركب تركيباً مستمراً على أساس سنوي. وهو يعكس تقلب

القيمة السوقية للسهم في ظل افتراض عدم وجود توزيعات.

من معادلة النموذج نلاحظ أن المتغيرات الأربعة الأولى هي متاحة فوراً، بينما المتغير الخامس غير متاح، لأن

المطلوب هو قابلية التغير المتوقع حدوثه في معدل عائد السهم، ورغم أن البيانات التاريخية لعوائد السهم تستخدم

عادةً في تقدير الانحراف المعياري إلا أن قابلية التغير أو التباين لا تتغير بمرور الزمن، وينبغي على مستخدم

النموذج أن يحاول إدراج المتغيرات المتوقعة ضمن النقلبات.

وضمن الافتراضات المحددة إذا كان سعر الخيار مختلفاً عن السعر الذي تحدده المعادلة، ستتاح أمام المستثمرين

فرصة لتحقيق الربح مما سيعود بسعر الخيار إلى المستوى الذي تحدده معادلة Black & Scholes ويعود

¹ Ward, R.W, "Options & Options Trading", op, cit, p 195

السبب في ذلك إلى الاستعمال الواسع للنموذج في صفوف المتعاملين بالخيارات، مما يجعل أسعارها الفعلية مطابقة تقريباً للقيم المحسوبة.

ت- آثار التقلب في متغيرات نموذج Black & Scholes على قيمة الخيار¹:

يختلف تأثير كل من متغيرات نموذج Black & Scholes على قيمة الخيار بالزيادة أو بالنقصان كما هو موضَّح:

1- السَّعر الجاري للسَّهم: عند زيادة السَّعر الجاري للسَّهم ترتفع قيمة الخيار ولكن بحجم أقل من الزيادة في سعر السَّهم.

2- سعر تنفيذ الخيار: بزيادة سعر التنفيذ تنخفض قيمة الخيار، هذا الانخفاض يكون أقل من الزيادة في سعر التنفيذ.

3- أجل الاستحقاق: عندما يزداد أجل الاستحقاق تزداد قيمة الخيار، ويعود السبب في ذلك إلى أن قيمة الخيار تتوقف على فرص ارتفاع السَّعر الجاري للسَّهم وإنَّ زيادة أجل الخيار يزيد من هذه الفرص وبالتالي قيمة الخيار.

4- معدَّل الفائدة الخالي من المخاطرة: ارتفاع هذا المعدَّل يزيد من قيمة الخيار، ذلك أنَّ الأثر المبدئي لزيادة معدَّل العائد الخالي من المخاطرة يتمثل في انخفاض القيمة الحالية لسعر تنفيذ الخيار وبالتالي زيادة القيمة الجارية للخيار. من جهة أخرى يلعب معدَّل العائد عديم المخاطرة دوراً في تحديد تابع التوزيع الاحتمالي التراكمي لكل من $d1$ و $d2$ ولكن يعد هذا الأثر ثانوياً. وبالعوم تكون أسعار الخيارات قليلة الحساسية لتغيرات أسعار الفائدة على الأقل ضمن الحدود الطبيعيَّة.

5- تباين عوائد السَّهم: تؤدي زيادة التباين إلى ارتفاع قيمة الخيار. وعلى ذلك كلما كانت المخاطر الملازمة للسَّهم أكبر كلما كانت قيمة الخيار أكبر.

ث- استخدام نموذج Black & Scholes:

يثار تساؤل هو: ما معنى أن نحسب قيمة ذاتية لخيار شراء / بيع وتكون هذه القيمة مختلفة عن السَّعر السَّوقي؟ رغم أن ذلك قد يمثل فرصة استثمارية إلا أنه علينا أن نتذكر أن النموذج قائم على بعض الافتراضات المبسَّطة مثل عدم صرف توزيعات أرباح، ثبات التباين، ولا يمكن ملاحظة الانحراف المعياري ويجب تقديره، ولذلك فإنَّ أي فروق ملحوظة يمكن أن تعكس أخطاء في تقدير تقلب أسعار الأسهم.

لقد كان وضع هذا النموذج حدثاً هاماً، وكان له أثر كبير على كافة مستثمري الخيارات بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وكان الأساس في عدد كبير من الأبحاث التجريبية حول كيفية تسعير عقود الخيارات.

وعلى عكس نماذج تقييم الأصول المالية الأخرى، يواجه تقييم عقود الخيارات صعوبة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، إضافة إلى صعوبة تحديد تكلفة الفرصة البديلة أو مستوى المخاطرة التي يتعرَّض لها المستثمر، وقد تغلب نموذج Black & Scholes على تلك الصَّعوبة للوصول إلى نموذج لتسعير عقود الخيارات.

¹ برغام، آجين: "الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 525 - 526

خلاصة المبحث الثالث:

بعد أن استعرضنا في المبحث الأول المفاهيم الأساسية لعقود الخيارات وقمنا في المبحث الثاني بالتوسع في شرح استراتيجيات الخيارات كان لا بدّ من الحديث عن القيم المختلفة للخيارات، والآلية التي يتم من خلالها تقييم عقود الخيارات.

من بين أهم النماذج المستخدمة لتقييم الخيارات نموذجين الأول هو النموذج الثنائي حيث استعرضنا فكرة النموذج ومجالات تطبيقه. والثاني هو النموذج الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1997: Black & Scholes تناول الحديث عنه عدّة جوانب أهمّها فكرة النموذج، افتراضات النموذج، معادلة النموذج وأثر تقلّب متغيرات النموذج في قيمة الخيار.

وتوصلنا أنّ هذا النموذج استطاع التغلّب على صعوبة تقدير التدفقات النقدية المستقبلية لعقود الخيارات وأثبت فاعليته في التطبيق العملي بعملية تقييم عقود الخيارات في السوق المالية.

خاتمة الفصل الثاني

إن نشوء المشتقات جاء نتيجة منطقية لحتميات التطور المستمر في الأسواق المالية، ولتلبية احتياجاتها إلى أدوات تمكّنها من مجارة التطورات المتسارعة في شتى الميادين. إلا أن المحفز الأساسي لنشئها كان ازدياد المخاطر في الأسواق وسرعة تقلب الظروف الاقتصادية، مما جعل المدراء الماليين في حاجة تتيح لهم إدارة أفضل للمخاطر، فكانت المشتقات أفضل أداة لهذا الغرض. ونتيجة التطورات المتلاحقة وبعد أن اتضح للمنشآت والأفراد أن هذا النشاط يولّد أرباحاً فقد توسعوا فيه وبذلك أضيفت وظيفة جديدة هي الوظيفة الاستثمارية للمشتقات. ومن بين أهم المشتقات المالية ظهرت عقود الخيارات لتشكل أداة مالية متطورة تتيح للمستثمر فرصة التحوط والمضاربة كما تمكّنه من استخدامها كأداة استثمارية أثبتت جدواها وفعاليتها في السوق المالية.

ركزت الباحثة في هذا الفصل على عقود الخيارات بحث خصّصت المبحث الأول للتعرف على ماهيتها وأركانها وأهميتها في السوق المالية كما قامت باستعراض تصنيفاتها المختلفة ليتم التفرقة بينها ومعرفة طبيعتها بشكل واضح.

وأفردت الباحثة المبحث الثاني من هذا الفصل لاستعراض الاستراتيجيات المستخدمة في التعامل بالخيارات حيث تمّ اتباع طريقة واحدة في استعراض كل استراتيجية على حدى، سعت الباحثة من خلال هذا العرض إلى وضع أساس نظري بسيط يمكن من خلاله فهم واستيعاب الأسس التي تقوم عليها كل استراتيجية واطهار الفروقات بين استراتيجية وأخرى.

أمّا المبحث الثالث فقد تناولت الباحثة فيه القيم المختلفة لعقود الخيارات ووجدت أن للخيار عدّة قيم هي القيمة الذاتية، القيمة السوقية، القيمة الزمنية وقيمة أو سعر التنفيذ.

كما اشتمل المبحث الثالث على أهم النماذج المستخدمة في تقييم عقود الخيارات المتمثلة في النموذج الثنائي ونموذج Black & Scholes الذي يعد من أهم وأكثر النماذج استخداماً في عملية تقييم الخيارات.

الفصل الثالث

الدراسة العملية بالتطبيق على سوق دمشق

للأوراق المالية.

المبحث الأول: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية.

المبحث الثاني: المنهجية والدراسة التطبيقية.

الفصل الثّالث

الدّراسة العمليّة بالتّطبيق على سوق دمشق للأوراق الماليّة

في هذا الفصل سنّتعرف على سوق دمشق للأوراق الماليّة وذلك من خلال تخصيص المبحث الأول لإعطاء لمحة شاملّة عن السّوق منذ تأسيسه، وأهم أهدافه ومهامه، وآليات التّداول إضافة للأوراق الماليّة المتداولة فيه. أما في المبحث الثّاني فسناطي على منهجية الدّراسة العمليّة، والعينة المدروسة وصولاً إلى استعراض نتائج الدّراسة ومناقشتها.

المبحث الأول

لمحة عن سوق دمشق للأوراق الماليية

1- التأسيس:

أسست سوق دمشق للأوراق الماليية، بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ الصادر عن رئيس الجمهورية العربية السورية بتاريخ 2006/10/1، والذي نصّ على إنشاء سوق للأوراق الماليية في سورية، تعرف باسم: سوق دمشق للأوراق الماليية.

ونصّ المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق الماليية السورية وتعمل تحت إشرافها، ويكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، كما نصّ قانون السوق على أنه يجوز بقرار من مجلس الوزراء تحويل السوق إلى شركة مساهمة، مملوكة من قبل أعضاء السوق عند توفرّ المناخ الملائم لذلك، مع بقائها خاضعة لإشراف الهيئة.

وقد جرى افتتاحها بتاريخ 10 آذار 2009، وبدأ التداول بست شركات وارتفع عدد الشركات المدرجة الآن إلى 22 شركة تنوزع على خمسة قطاعات وهي: 12 مصرفاً بينهم مصرف إسلامي واحد و 6 شركات تأمين وشركة زراعية واحدة وشركة صناعية واحدة وشركتا خدمات.

2- أهداف ومهام السوق¹:

أ- أهداف السوق:

تهدف السوق إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعاقل للأوراق الماليية.

ب- مهام السوق:

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفاء وشفاف وتوفير آليات عمل وأنظمة متطورة.
- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها، وتطبيق قواعد التداول السليم، وتوفير المعلومات الصحيحة عن الأوراق الماليية المدرجة في السوق.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للمقاصّة والتسوية من خلال مركز المقاصّة والحفظ المركزي.
- إعداد التقارير ونشر المعلومات والمؤشرات عن أداء ونشاط السوق.

¹ الجليلاتي، محمد: "الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق الماليية وأسس الاستثمار فيها"، سوق دمشق للأوراق الماليية، تموز، 2009، ص 19-21

3- الإدارة:

يدبر السوق مجلس إدارة مكوّن من تسعة أعضاء، يسمّون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. يتضمن المجلس:

- عضوين ممثلين عن اثنين من الشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية الأعضاء في السوق.
- عضوين ممثلين عن اثنين من شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها.
- ثلاثة أعضاء من أصحاب الخبرة والمؤهلات في الأسواق المالية يختارهم المجلس.
- عضواً ممثلين عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- عضواً ممثلين عن مصرف سورية المركزي.

كما يُعيّن مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق، ويتم اختيارهما من ذوي الكفاءة والخبرة العملية في إدارة الأسواق المالية، والحائزين على المؤهلات العلمية المناسبة (دكتوراه أو ماجستير في العلوم الاقتصادية والمالية أو الأسواق المالية).

4- الموارد المالية:

تتكوّن موارد السوق مما يلي:

- أ- بدلات الانتساب واشتراكات الأعضاء السنوية.
- ب- العمولات التي تستوفيها السوق لقاء عمليات البيع والشراء.
- ت- الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة.
- ث- المنح والهبات التي تحصل عليها السوق من أية جهة توافق عليها الهيئة.
- ج- الغرامات المتحققة عن المخالفات المرتكبة لأنظمة السوق.
- ح- أية موارد أخرى تقرّها الهيئة.

5- العضوية:

العضوية في السوق قانوناً، إلزامية لكافة شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها، باستثناء شركات الاستشارات المالية ذات المسؤولية المحدودة، والشركات المصدرة للأوراق المالية التي يتم قبول إدراج أسهمها في السوق، حيث يحدد نظام العضوية في السوق شروط ومتطلبات العضوية ومسؤولياتها¹.

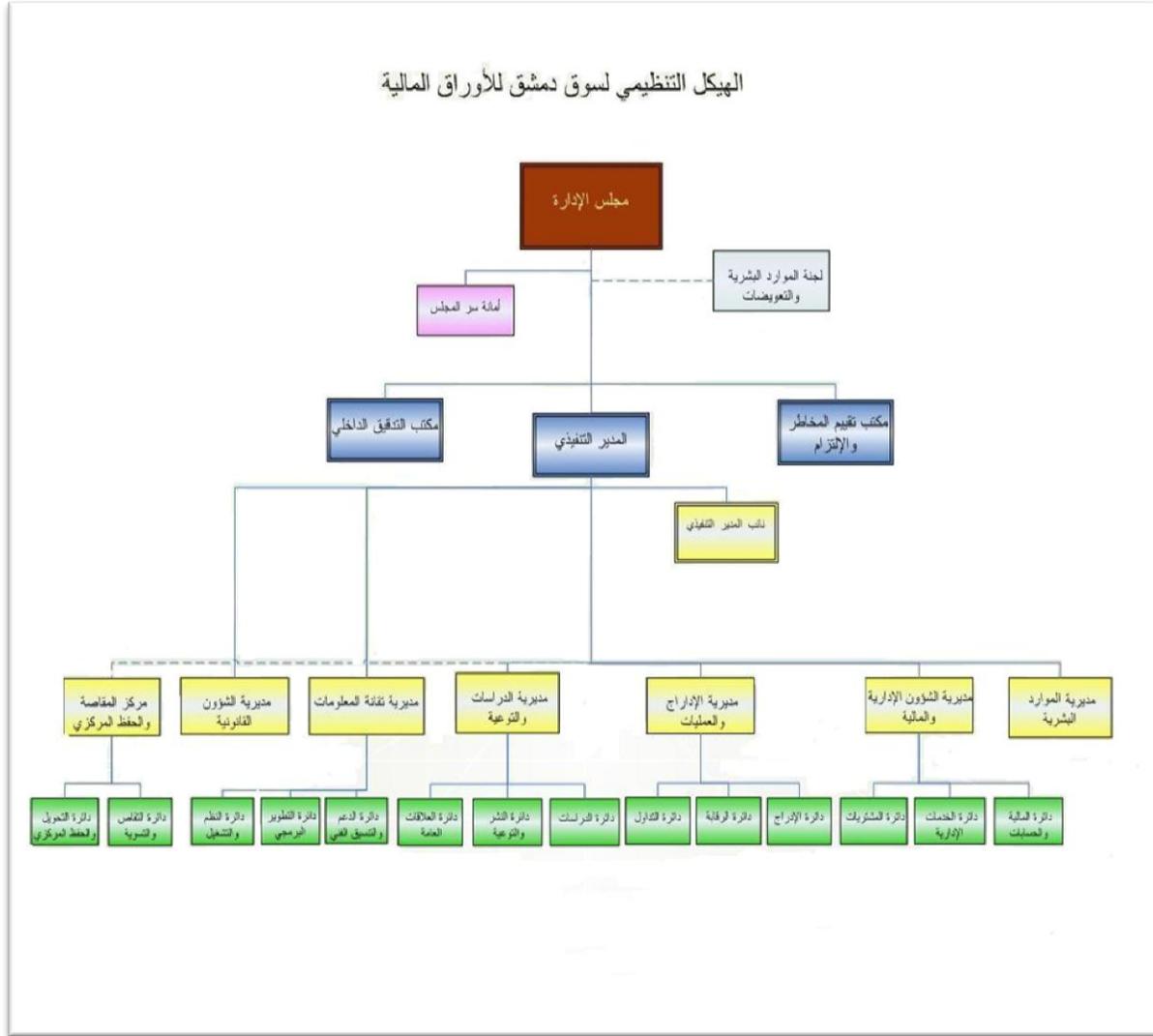
¹ للاطلاع على الشروط والمتطلبات الخاصة بالعضوية راجع موقع سوق دمشق للأوراق المالية على الانترنت www.dse.sy

6- الهيكل التنظيمي:

تشتمل السوق على المديریات والمكاتب التالية:

- أ- أمانة السر .
- ب- مكتب تقييم المخاطر والالتزام .
- ت- مكتب التدقيق الداخلي .
- ث- مديرية الشؤون القانونية .
- ج- مديرية الإدراج والعمليات .
- ح- مديرية تقانة المعلومات .
- خ- مديرية الدراسات والتوعية .
- د- مديرية الشؤون الإدارية والمالية .
- ذ- مديرية الموارد البشرية .

ولكل من هذه المديریات مهمتها الخاصة التي حدّتها إدارة السوق، وتعمل هذه المديریات بشكل متناسق مع بعضها بالشكل الذي يضمن حسن سير العمل في السوق. ويوضّح الشكل التالي الهيكل التنظيمي مبيناً تسلسل هذه المديریات ومختلف المكاتب والدوائر التابعة لها.



الشكل (10) الهيكل التنظيمي لسوق دمشق للأوراق المالية

Resource: www.dse.sy/includes-img/ar/org_strjpg?phpMyAdmin=EeHILaB5cpBLnx_b68LcIWNiae7

7- التداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

نظام التداول في سوق دمشق هو نظام إلكتروني ترتبط به جميع الأجهزة الطرفية التي يستخدمها الوسطاء الماليين، ويتولى معالجة الإجراءات والعمليات التي تشكل مع بعضها البعض عملية التداول¹. ويتميز هذا النظام بإنجازه لجميع العمليات بشكل فوري كما يؤمن السهولة والعدالة في تنفيذ الصفقات، إضافة إلى توفير المعلومات عن العمليات

¹ الجليلاتي، محمد: "الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ودورها في التنمية"، سوق دمشق للأوراق المالية، 2009، ص 20-21

المنفّذة وغير المنفّذة عن الأوراق الماليّة المدرجة، ويسهم في زيادة سيولة وعمق السوق، وأخيراً فإنّه يسهّل الرّقابة على عمليات التّداول. وهو يرتبط مع نظام المقاصّة والحفظ المركزي¹.

ويتم تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق الماليّة وفقاً لمبدأ المزاد المستمر Continuous Auction ، وإنّ عملية شطب الأوامر وإلغاء تنفيذها مسموحة لكن بما يتناسب مع أنظمة السوق، أما بالنسبة للبيع الآجل والبيع على الهامش أو إقراض واقتراض الأسهم فهو أمر غير مسموح به حالياً.

أقلعت سوق دمشق بجلستي تداول في 10/3/2009 وذلك يومي الاثنين والخميس، زادت بعدها أيام التّداول إلى ثلاثة أيام بداية الشّهر التّاسع من العام 2009، وفي منتصف الشّهر الرّابع 2010 رفعت أيام التّداول إلى أربعة أيام ما لبثت أن أصبحت خمسة أيام اعتباراً من الأوّل من شباط 2011²، وأخيراً جرى إعادة تخفيض أيام التّداول إلى ثلاثة أيام هي الاثنين والثلاثاء والأربعاء. ويعود السّبب في تغيير عدد أيام التّداول هو أنّ السوق كانت في بدايتها وحركة السوق ضعيفة لذلك اقتصر على يومين ومع زيادة نشاط السوق اقتضت ضرورة زيادة عدد أيام التّداول وانعكس ذلك بشكل إيجابي عدد حجم التّداول حيث لوحظ انتعاش في حركة السوق إلّا أنّ الظروف الأخيرة التي شهدتها سورية أدت إلى حدوث ركود في السوق الماليّة لذلك تمّ إعادة تخفيض أيام التّداول إلى ثلاثة فقط اسبوعياً. أمّا ساعات التّداول فهي محدّدة بساعتين ونصف في كل جلسة تداول، كما بدأ التّعامل بالصّفقات الضّخمة بدأً من 28 أيلول من السّاعة الواحدة وحتى السّاعة الواحدة وربع .

وتقسم جلسة التّداول في سوق دمشق إلى :

- فترة ما قبل الافتتاح :يتم هنا إدخال الأوامر فقط دون إمكانية تنفيذ أية صفقة، من السّاعة 10:30 إلى السّاعة 11:00.

- فترة التّداول المستمر: وفيها يتم تنفيذ الصّفقات من خلال مقابلة أوامر البيع مع أوامر الشّراء المدخلة من السّاعة 11:00 وحتى السّاعة 13:00.

- فترة الصّفقات الضّخمة :تبدأ من السّاعة 13:00 وحتى السّاعة 13:30 .

وبالنسبة لأسعار التّداول فقد تمّ وضع أسعار استكشافية للأسهم التي يجري تداولها انطلاقاً من القيمة الدفترية ودراسة التّقييم المعدّة من قبل الشّركة.

- معوقات التّداول في بورصة دمشق للأوراق الماليّة:

هناك العديد من الأمور التي تقف عائقاً أمام زيادة نشاط سوق دمشق، ولعلّ من أهم هذه الأمور:

أ- سيادة النمط العائلي للشّركات، ومحدودية عدد الشّركات المساهمة العامّة، وذلك على الرّغم من الجهد الملحوظ الذي تقوم به إدارة السوق للتعريف بمزايا التّحول لشركات مساهمة عامّة، والتسهيلات التشريعية التي

¹ الميداني، عزت: "سوق الأوراق الماليّة ودورها في الاقتصاد الوطني"، جمعية العلوم الاقتصادية، 2007، ص 9.

² www.syriaBourse.com تاريخ الاطلاع: 27/7/2011

قدمتها، إلا أن النمط العائلي لا يزال هو السائد، إذ يبلغ عدد الشركات التضامنية في نهاية عام 2007 في سورية 78634 شركة، فيما بلغ عدد الشركات المحدودة المسؤولة 1118، وبلغ عدد الشركات المساهمة المغفلة 316 شركة، هذا كله مقابل 50 شركة مساهمة عامة، وازداد هذا العدد إلى 72 في نهاية الربع الأول من عام 2010 بعد صدور المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007 القاضي بتحويل الشركات العائلية والفردية إلى أشكال أخرى وقانون الشركات الجديد¹.

ب- قلّة عدد الأدوات المالية المتداولة في السوق: إذ يقتصر التعامل حالياً على أسهم الشركات المدرجة مع إمكانية إدراج أدوات أخرى.

ت- عدم وجود تنوع كافي في أنشطة الشركات المدرجة: إذ تتركز الشركات المدرجة في قطاع المصارف بنسبة 60% وقطاع التأمين 20%، في حين تتوزع الـ 20% الأخيرة بين الصناعة والزراعة والخدمات.

ث- بعض التدابير والإجراءات التي اتخذتها إدارة السوق لحماية المستثمرين الصغار والحد من المضاربة التي تؤدي إلى حدوث هزات وانهيارات في السوق وخسائر كبيرة للمستثمرين الصغار، وهذا ما يعيق تعبئة المدخرات، ومن هذه الإجراءات:

- تطبيق الحدود السعرية: والتي كانت مع بداية انطلاق السوق $\pm 2\%$ ، و من ثمّ تمّ رفعها مؤخراً إلى $\pm 5\%$ ، أصبحت بعدها $-2\% + 5\%$.
- عدم جواز بيع ورقة مالية تمّ شراؤها بنفس اليوم.
- تطبيق الرقابة على التداول.

8- المقاصّة والتسوية:

تمّ التسوية في سوق دمشق في اليوم الثاني (T+2) أي بعد التداول بيومين، وتتعامل السوق مع بنك تسوية وحيد هو مصرف سورية المركزي، بحيث يتوجب على الوسطاء القيام بعمليات تسوية صافي حساب معاملاتهم عن طريقه.

9- مؤشّر السوق²:

يساعد المؤشّر المستثمرين بإعطائهم فكرة سريعة عن العائد المتولّد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، كما يمكن استخدام المؤشّر لوضع تصوّر عن حالة السوق في المستقبل، إلى جانب استخدامه لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

وقد اعتمدت جلسة تداول 31/12/2009 يوم بداية احتساب مؤشّر سوق دمشق DWX (يوم الأساس)، كما تمّ تحديد عدد نقاط البداية للمؤشّر في هذا التاريخ بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة (المعامل)، وذلك على أساس القيمة السوقية الكلية للشركات المدرجة.

¹ موقع وزارة الاقتصاد و التجارة السورية www.syrecon.org

² موقع سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy

يتم حساب قيمة المؤشر وفق طريقة رسملة السوق لحساب مؤشرات الأسعار حيث يتم من خلال هذه الطريقة استخدام القيمة السوقية للأوراق المالية (عدد الأسهم * سعر السهم في السوق) كأساس لاحتساب المؤشر، ويمكن تعديل هذه الطريقة لتكون مرجحة بنسبة الأسهم الحرة "نسبة الأسهم المتاحة للتداول" أي :

عدد الأسهم الكلي * سعر السهم في السوق * نسبة الأسهم الحرة.

نظراً لأنّ عدم الأخذ بنسبة الأسهم الحرة في حساب المؤشر لا يعطي صورة حقيقية للسوق ولا يكون المؤشر مقياساً سليماً.

وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية، ونظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة تمّ الاكتفاء بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، وعند تزايد عدد الشركات وتوفّر التنوع القطاعي في السوق مستقبلاً سنقوم السوق بإعداد مؤشرات قطاعية باستخدام طريقة رسملة السوق المرجحة بنسبة الأسهم الحرة، وهي الطريقة المستخدمة حالياً في معظم الأسواق العالمية والعربية.

وقد تمّ احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية بافتراض عدد نقاط البداية للمؤشر 1000 نقطة:

المؤشر المتقل بالقيمة السوقية = القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على آخر سعر وسطي * المعامل

القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على الأسعار الوسطية الأساس

إنّ أهم ما يميز هذا المؤشر أنّه يعتمد أسلوب التّقليل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكّل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكوّن عينة المؤشر كما ذكرنا سابقاً من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي.

10- الأوراق المالية المتداولة:

يتم حالياً تداول أسهم الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق مقسّمة إلى القطاعات التالية:

- القطاع الزراعي: شركة واحدة هي : الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات - نماء NAMA
- قطاع التأمين: ست شركات هي: السورية الدولية للتأمين - أروب AROP
- الشركة السورية الوطنية للتأمين NIC ، الشركة المتحدة للتأمين UIC ، شركة العقيلة للتأمين التكافلي ATI ، الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC.
- قطاع البنوك: 12 بنك واحد منها اسلامي هو بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB ، إضافة إلى 11 بنك تقليدي: البنك العربي- سورية ARBS، المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF، بنك الأردن - سورية BOJS ، بنك الشرق SHRQ بنك بيبلس- سورية BBS ، بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF

بنك سورىة والخلىج SGB، بنك سورىة والمهجر BSO، بنك عوده سورىة BASY، بنك قطر الوطنى - سورىة QNBS، و فرنسبنك - سورىة FSBS

- القطار الصئاعى: شركة صناعىة واحة هى الشركة الأهلىة لصناعة الزىوت النباتىة AVOC
- قطار الخدماء: شركتى خدماء هما: الشركة الأهلىة للنقل AHT والمجموعه المتحده للنشر والإعلان والشؤوق

مع إمكانىة إدراج شركات مساهمة جدىة من قاطاعات أخرى مآئفة، وبالإضافة للأسهم ستقوم السؤوق

بإدراج:

- الأوراق المالىة الحكومىة الصادرة عن الجمهورىة العربىة السورىة (أذونات - سندات).
- وحاداء صنادىق الاسئثمار المشرك.
- الصكوك الإسلامىة.
- وأدواء الذىن الئى تصدر عن الشركات المساهمة السورىة.
- الوحاداء الاسئثمارىة الصادرة عن صنادىق وشركات الاسئثمار

11- أنواع الأوامر:

تقسّم الأوامر المعتمدة فى سوق دمشق وفق عدّة معاىبر، فمن حىث طبىعة الأمر هناك أوامر البىع وأوامر الشراء و الأوامر المتقابلة¹، أمّا من حىث السّعر فهناك الأوامر بسعر محدد Fixed Price وأوامر بسعر السؤوق، أمّا من حىث مدّة سريان الأمر فهناك الأوامر لىوم واحد فقط والأوامر المفتوحة والأوامر لىوم محدد والأوامر من نوع Fill or Kill، وأخيراً من حىث الكمىة فتقسم الأوامر إلى أوامر كل أو لا شىء All or None والأوامر المخفّىة Ice berg orders والأوامر المحدّدة بحد أدنى M-Minimum Quantity Orders.

12- تقسىمات السؤوق وشروط الإدراج:

أ- تقسىمات السؤوق:

تقسم سوق دمشق للأوراق المالىة إلى:

- 1- سوق نظامىة تدرج فىها الشركات المحقّقة لبعض الشؤوق.
- 2- سوق موازىة فىها شروط ميسّرة تناسب بعض الشركات الحدىثة أو الئى لا تحقّق شروط السؤوق النظامىة، والسؤوق الموازىة بدورها تقسم إلى: سوق موازى (أ) وسوق موازى (ب)

¹ وهو الأمر المرسل إلى نظام التداول الذى يتضمن أمر شراء وأمر بىع مرسلين من قبل نفس الوسىط على نفس الورقة المالىة لعمىلین مآئفلین وكمىة وسعر محددين، بحىث يكون سعر وكمىة أمر الشراء مساوٍ لسعر وكمىة أمر البىع.

وتتوفر إمكانية نقل إدراج الشركة من السوق الموازية وإليها بقرار من المدير التنفيذي للسوق، وبحسب شروط الإدراج التي تحقّقها الشركة.

ب- شروط الإدراج:

تختلف شروط الإدراج في السوق النظامية عنها في السوق الموازية (أ) و (ب)، والجداول التالي يبين الشروط التي تحكم كل من هذه الأسواق:

جدول (3) مقارنة بين شروط الإدراج في السوق النظامية والموازية

المعيار	السوق النظامي	السوق الموازي (أ)	السوق الموازي (ب)
عدد السنوات من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي	3 سنوات على الأقل	سنة واحد على الأقل	أن تكون الشركة استكملت إجراءات شهرها
رأس مال الشركة	لا يقل عن 300 مليون ل.س مدفوع بالكامل	لا يقل عن 100 مليون ل.س مدفوع بالكامل	لا يقل عن 50 مليون ل.س مدفوع بالكامل باستثناء حصة الدولة
عدد المساهمين	لا يقل عن 300 مساهم	لا يقل عن 100 مساهم	لا يقل عن 25 مساهم
صافي حقوق المساهمين	لا يقل عن 100% من رأس المال المدفوع	لا يقل عن 90% من رأس المال المدفوع	لا يقل عن 75% من رأس المال المدفوع
نتائج الشركة	ربح صافي في آخر سنتين لا يقل عن 5% من رأس المال	---	---
نسبة الأسهم الحرة من الأسهم المكتتب بها	لا تقل عن 20%	لا تقل عن 10%	لا تقل عن 10%
البيانات المالية	معدة عن آخر سنتين وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية	معدة عن آخر سنة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية	معدة عن آخر سنة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية

13- الأهمية الاقتصادية لتطوير السَّوقِ الماليَّةِ في سوريَّة:

يحقِّق وجود سوقِ دَمَشَقِ لَأَوْرَاقِ الماليَّةِ فوائدَ اقتصاديَّةَ للاقتصادِ السُّوريِّ تتمثَّلُ في¹:

- استقطاب الأموال السُّوريَّةِ المُستثمرة في الخارج والتي تكون معرَّضةً لشتى أنواع المخاطر مثل: المصادرة، التَّجميد، تقلُّبات أسعار الصَّرف والفائدة، التَّآكل بفعل التَّضخم، وغيرها.
- دفع عملية التَّنمية الاقتصاديَّةِ على الصَّعيدِ الوطنيِّ، الأمر الَّذي يخفِّف من الاعتماد على القروض الخارجية ومشكلة الدَّيون الخارجية التي يزيد حجمها لدى سوريَّة عن الأربعة مليارات دولار حالياً.
- التَّعبئة الأفضل للطَّاقات الادِّخارية المحليَّة، ممَّا يخفِّف من التَّقلُّبات في الفوائض البتروليَّة النَّاجمة عن تذبذبات أسعار النَّفط العالميَّة وما يصاحبها من آثار سلبية على عملية التَّنمية الاقتصاديَّة.
- تعبئة الموارد الماليَّة الوطنيَّة في شكل أدوات استثماريَّةٍ محليَّةٍ طويلة الأجل وتيسير حسن استخدامها وتوظيفها في مشاريع استثمارية مجدية للتَّطوير الاقتصاديِّ.
- توطين جزء من السيولة الماليَّة العربيَّة الجديدة النَّاتجة عن ارتفاع أسعار النَّفط العالميَّة، حيث هناك أكثر من 1000 مليار دولار من البترودولارات العربيَّة تبحث عن فرص استثمار اقتصاديَّة وماليَّة مجدية في المنطقة العربيَّة.

¹ أبو جودة، جورج: "واقع وأفاق تطوير القطاع المالي في سوريَّة من وجهة نظر مصرفية"، ورقة عمل مقدَّمة لمؤتمر رؤى في الإصلاح والضريبي (التجارب والتحديات)، دَمَشَق، آذار، 2007، ص 3

المبحث الثاني

المنهجية والدّراسة التطبيقيّة

أولاً: مجتمع وعينة الدّراسة:

يشمل مجتمع الدّراسة جميع الشّركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة والبالغ عددها 22 شركة مستمرة بالتداول. واستخلصت منها 10 شركات لتكون عينة البحث تم اختيار هذه الشّركات لتحقيقها لفترة الدّراسة الممتدة من الفترة بين 31/12/2009 تاريخ بداية مؤشر سوق دمشق للأوراق الماليّة حتى تاريخ 30/6/2012 مع مراعاة تمثيلها لمجتمع البحث حيث تمّ اختيار شركتي خدمات و 6 بنوك تجارية ومصرف اسلامي واحد وشركة صناعية. وتتمثل هذه الشّركات بما يلي :

الشركة الأهلية للنقل AHT، بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB

المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF

بنك بيلوس BBS

البنك العربي سورية ARBS

بنك بيمو السّعودي الفرنسي BBSF

بنك سورية والمهجر BSO

بنك عودة سورية BASY

الأهلية للزيوت النباتية AVOC

المجموعة المتحدة للنشر والتوزيع والإعلان UG

والبيانات التي تمّ التعامل معها هي بيانات يومية لأسعار أسهم ومؤشر السّوق خلال كل يوم بسعر الإغلاق¹، حيث تمّ تكوين المحفظة من أسهم الشّركات العشرة.

قسّمت مدة الخيار إلى 3 أشهر وبذلك تكون عدد فترات الدّراسة 10 فترات.

ثانياً: إجراءات الجانب التطبيقي:

من أجل التّوصل إلى النّتائج تم اتّباع الخطوات التّالية:

1- استخراج معدلات العائد اليومية المتحققة للأسهم ومن ثم حساب معدل العائد المتوقع والمخاطرة للأسهم في عينة البحث، وذلك باستخدام متوسطات الأسعار اليومية (سعر الإغلاق) من خلال تطبيق برنامج اكسل على بيانات مالية، مأخوذة من بنك المعلومات التابع لسوق دمشق للأوراق الماليّة، والتي تخص: القيم اليومية للمؤشر،

¹ تمّ اختيار هذا السّعر لأنّه يأخذ بعين الاعتبار جميع التّغيرات التي حصلت للسّهم خلال اليوم

الأسعار اليومية لأسهم العينة ممثلة بسعر الإغلاق، وذلك بالاعتماد على العائد الرأسمالي كون العائد الإيرادي المتمثل بتوزيعات الأرباح لا يشكّل سوى نسبة بسيطة في ظل ظروف التضخم التي يمر بها الاقتصاد المحلي.

2- استخدام الخيارات (أساسها الكامن هو الأسهم) كأداة استثمارية: إنّ استخدام الخيارات ينطوي على تكاليف تتمثل بمبلغ علاوة، ونظراً لعدم وجود سوق خيارات في بورصة دمشق فسيتم استخدام نموذج Black & Scholes لتسعير خيار الشراء (Call) على الأسهم العشرة ومن ثم متابعة أدائها لمدة سنتين ونصف ومقارنتها مع معدلات عائد ومخاطرة نفس المحفظة من الأسهم العشرة ولكن دون استخدام الخيارات لتكون مرجعاً لتقييم الأداء وذلك وفقاً للافتراضين:

أ- أجل الخيار الأوروبي ٣ أشهر

ب- سعر التنفيذ = سعر السهم في بداية كل مدة.

حيث تحسب علاوة خيار الشراء وفق صيغة Black & Scholes التالية¹:

$$C = S.N(d1) - K.N(d2). e^{-RT}$$

وتحسب قيم $d1$ ، $d2$ بالشكل:

$$d1 = \frac{\ln \frac{S}{K} + RF + 0.5\sigma^2 T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{T}$$

وبالنسبة لمعدّل العائد الخالي من المخاطرة السائد في السوق فقد جرى تقييمه بـ: 7% خلال فترة الدراسة. أمّا معدّل العائد من استخدام الخيارات في نهاية كل مدة ربع سنوية فسيتم احتسابه باستخدام المعادلة ولكل سهم من أسهم المحفظة كالتالي:

$$\text{Max}(S_t - S_0; 0) - C$$

حيث:

Max: دالة تعظيم

S_0 : سعر السهم في بداية المدة ربع السنوية

S_t : سعر السهم في نهاية المدة ربع السنوية

C: سعر علاوة خيار الشراء

وبالتطبيق تم التوصل إلى النتائج الواردة في الجدول (4)

¹ Ward, R.W, "Options & Options Trading", op, cit, p 195

الجدول (4)

ملخص بخصائص المحافظ من الأسهم العادية وفقاً للمشاهدات ربع السنوية*

معدلات عائد محفظة السوق	معدلات عائد المحفظة التي استخدمت فيها الخيارات	معدلات عائد المحفظة التي لم تستخدم فيها الخيارات	المدد ربع السنوية	
			من - إلى	المدة
0.003783029	59.0278131	0.02578918	12/2009 - 3/2010	1
0.005616741	(12.9548)	0.26255332	3/2010 - 6/2010	2
0.003155124	(69.0402)	0.00076859	6/2010 - 9/2010	3
0.000751028	(113.624)	(9.61E-05)	9/2010 - 12/2010	4
(0.003010461)	(154.924)	(0.0034072)	12/2010 - 3/2011	5
(0.005437146)	(147.172)	(0.0072259)	3/2011 - 6/2011	6
(0.001453865)	(76.0973)	(0.0028351)	6/2011 - 9/2011	7
(0.002665342)	(88.467)	(0.0028134)	9/2011 - 12/2011	8
1.69E-06	(75.9347)	0.00050552	12/2011 - 3/2012	9
(0.00083032)	(67.0033)	(0.0082297)	3/2012 - 6/2012	10
(8.9522E-06)	(74.61900918)	0.026500926	المتوسط العام (معدل العائد)	
0.003238978	59.31525712	0.079198924	الانحراف المعياري	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد إلى نتائج الدراسة العملية

ثالثاً: تحليل الجدول:

يبين الجدول (4) ملخصاً لخصائص محفظة الأسهم التي جرى متابعة أدائها (معدلات العائد ربع السنوية) على مدى 4 فترات ولمدة سنتين ونصف. ويبين العمود الأول تسلسل الفترات والعمود الثاني يبين تاريخ بدء وانتهاء كل فترة ربع سنوية، أما العمود الثالث فيبين معدلات عائد المحفظة التي جرى تشكيلها من أسهم عشر شركات تمثل أسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك دون استخدام الخيارات أما العمود الرابع فيبين معدلات عائد المحفظة عند استخدام خيارات الشراء، والعمود الخامس يبين معدلات عائد محفظة السوق ممثلة بمعدلات عائد مؤشر سوق دمشق.

- مناقشة بيانات الجدول:

من خلال استعراض البيانات الواردة في الجدول السابق نتبين ما يلي:

*القيم بين الأقواس قيم سالبة

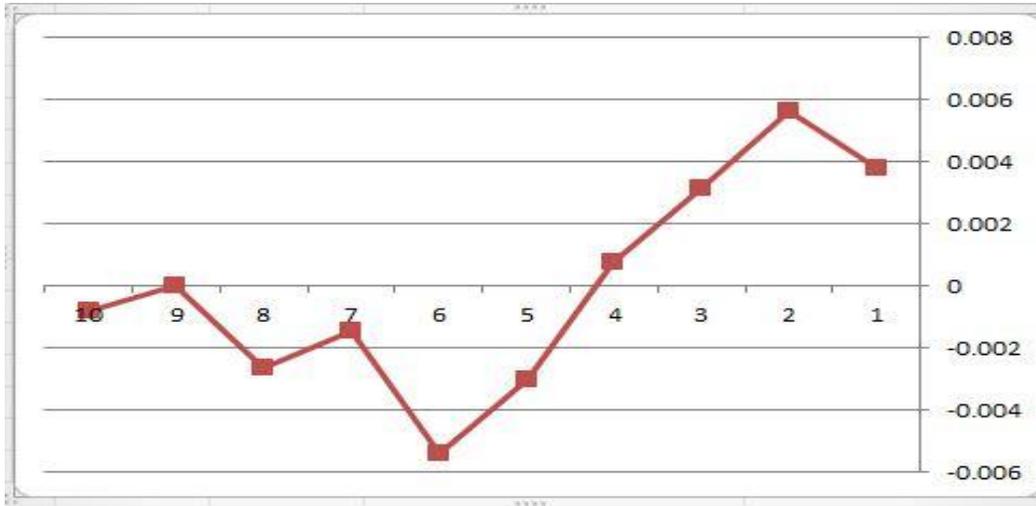
أ- معدلات عائد محفظة السوق:

تقلبت معدلات عائد محفظة السوق، وكانت هذه التقلبات طفيفة في الفترات الأربعة الأولى. مع ملاحظة انخفاض هذه العوائد إلا أن هذا يعد أمراً طبيعياً لأن سوق دمشق ماتزال في بدايتها وتعاني من قلة عدد الأسهم المتداولة فيها.

في الفترات التالية نلاحظ تحول عوائد المحفظة إلى خسائر حيث كانت المعدلات سالبة في الفترات من الخامسة وحتى الثامنة، تحسن بعدها إلى عائد إيجابي بلغ 0.00000169 ما لبث أن عاد سالباً في الفترة العاشرة من الدراسة وهي الفترة الأخيرة.

أما المتوسط العام لمعدل العائد فقد كان سالباً -0.00000895 ومستوى المخاطرة مقاساً بالانحراف المعياري بلغ 0.00323.

ويبين الشكل التالي عوائد محفظة السوق بشكل بياني:



الشكل (11) معدل عائد محفظة السوق

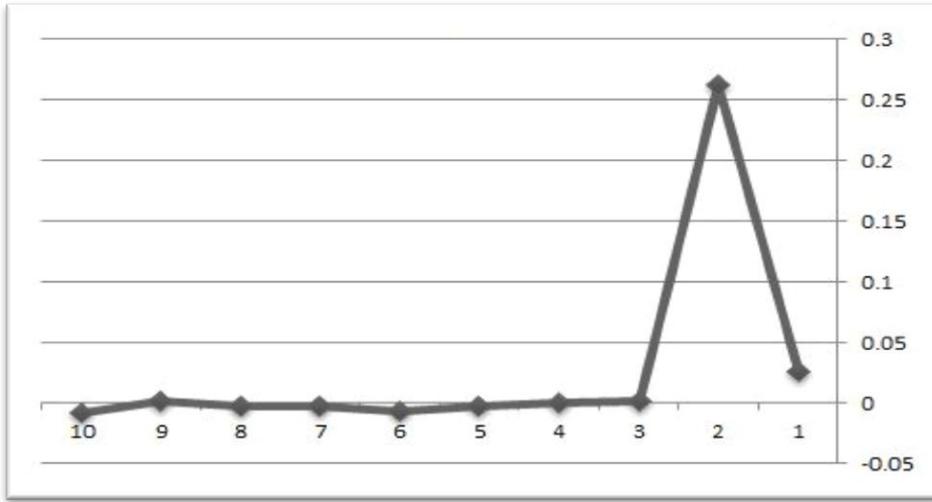
المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد إلى نتائج الدراسة العملية

ب- معدلات عائد المحفظة التي لم تستخدم فيها الخيارات:

تقلبت أيضاً معدلات عائد المحفظة التي جرى تشكيلها من أسهم الشركات الأكثر نشاطاً في سوق دمشق ولم تستخدم فيها الخيارات، وكانت هذه التقلبات متوافقة إلى حد كبير مع تقلبات محفظة السوق. ولكن يلاحظ أن هذه المعدلات أعلى من معدلات عائد محفظة السوق بشكل ملحوظ ويعود السبب في ذلك إلى آلية اختيار أسهم المحفظة وهذا الأمر بدا واضحاً في الفترة الثانية حيث بلغ معدل العائد 0.26255 مقابل 0.005616 لمحفظة السوق.

بالمقابل فقد أثر الاتجاه الهابط للسوق على المحفظة بشكل مبكر حيث كان العائد سلبي منذ الفترة الرابعة في حين حافظت محفظة السوق على العائد إيجابي في هذه الفترة، وكما هو الحال في محفظة السوق كانت الفترة التاسعة ذات عائد موجب بلغ 0.0005055 ونستطيع رد سبب كون العائد في هذه الفترة موجباً إلى ما يسمى أثر شهر يناير¹.

أما المتوسط العام لمعدل عائد المحفظة فقد كان موجباً بلغ 0.02650، ومستوى المخاطرة مقاساً بالانحراف المعياري 0.07919 وهو أعلى من مستوى مخاطرة محفظة السوق. ويوضح الشكل التالي معدلات عائد المحفظة بشكل بياني:



الشكل (12) معدل عائد المحفظة بدون استخدام الخيارات

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد إلى نتائج الدراسة العملية

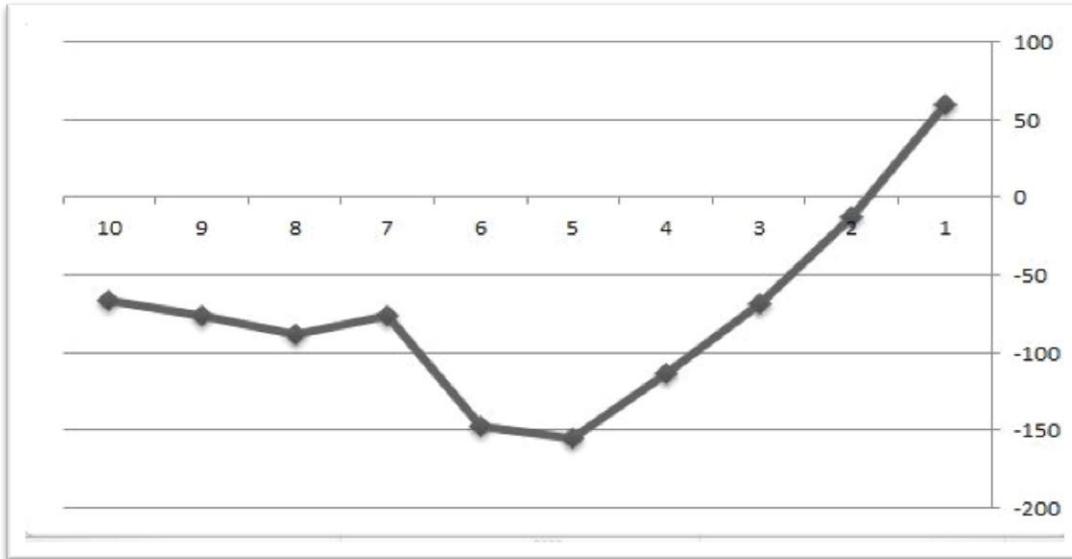
ت- معدلات عائد المحفظة التي استخدمت فيها الخيارات:

يبين العمود الرابع من الجدول (4) معدلات عائد المحفظة التي استخدمت فيها الخيارات.

¹لاحظ الأمريكي "واشنتل" 1942 أن عوائد الأسهم في سوق نيويورك ترتفع في شهر يناير إلى مستويات تفوق بشكل ملموس المستويات التي تبلغها هذه العوائد في باقي الشهور وهو ما يدعى بأثر نهاية السنة أو أثر يناير.

وقد أكد باحثون آخرون من بينهم Rozeff and Kinney عام 1976 صحة ما توصل اليه واشنتل قبل ذلك بما يزيد عن ربع قرن. فقد لاحظ هذان الباحثان أن أعلى العوائد ارتفاعاً في شهر يناير هي عوائد أسهم الشركات الصغيرة. وقد أرجع باحثون ارتفاع عوائد الأسهم في بورصة نيويورك بشكل عام خلال شهر يناير إلى قيام المستثمرين ببيع بعض أسهمهم في شهر ديسمبر بهدف تقليص فوائدهم الضريبية، باعتبار أن قانون الضريبة الأمريكي يعامل الأرباح الرأسمالية معاملة الدخل الخاضع للضريبة، وطالما أن الخسائر الرأسمالية تؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، فإنه ومع اقتراب نهاية السنة الضريبية يصبح لدى المستثمرين حافز لبيع الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال العام بهدف تكبد خسائر رأسمالية محققة تقلص مستوى الدخل الخاضع للضريبة. وتؤدي هذه البيوع المؤقتة للأسهم إلى انخفاض ملموس في مستويات الأسعار، ومع انتهاء السنة المالية تنتفي الحاجة إلى تحقيق الخسائر الرأسمالية وتتوقف عمليات البيع فتعود أسعار الأسهم إلى مستوياتها الطبيعية، محققة بذلك عوائد إيجابية في الفترة التي تلي مباشرة نهاية العام أي شهر يناير (مع افتراض أن السنة الضريبية تنتهي في شهر ديسمبر).

وظهرت الأهمية من استخدام الخيارات في الفترة الأولى من الدّراسة، حيث حققت المحفظة معدل عائد مرتفع 59.027 وهو أعلى بكثير من معدّل عائد محفظة السّوق وكذلك من معدّل عائد المحفظة التي لم تستخدم فيها الخيارات وذلك بفضل قوة الرّفح المالي التي توفرها الخيارات. إلّا أنّ الاتجاه الهابط للسّوق أثر بشكل كبير على عوائد المحفظة وظهرت آثاره منذ الفترة الثّانية وحتى الفترة العاشرة من الدّراسة وهذا هو الوجه الآخر للرّفح المالي الذي يؤدي إلى تعظيم الخسارة ذلك أنّه فضلاً عن حدوث الخسارة يتحمّل المستثمر خسارة إضافية تتمثّل بمقدار العلاوة التي دفعها ثمناً للخيار. حيث نجد أنّ الانخفاض في معدل العائد كان صغيراً في الفترة الثّانية 12.95 وارتفع مقدار الانخفاض ليبلغ أقصاه في الفترة الخامسة حيث بلغ -154.924 تراجع بعدها ليصل في الفترة العاشرة 67.0032. وجاء المتوسط العام لمعدل العائد سالبا بقيمة 74.6190 ومستوى المخاطرة كان مرتفعاً حيث بلغ 59.318 وهو أعلى بكثير من مستوى المخاطرة في المحفظتين السّابقتين. ويمكن توضيح معدلات عائد المحفظة من خلال الرّسم البياني كما يلي:



الشّكل (13) معدل عائد المحفظة التي استخدمت فيها الخيارات

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد إلى نتائج الدّراسة العمليّة

رابعاً: النتائج:

من خلال ما تقدم وبعد دراسة وضع السوق ونتائج المحافظ الاستثمارية نتوصل إلى ما يلي:

1- بالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية: إن سوق الأوراق المالية ما هو إلا انعكاس للواقع الاقتصادي وينفس الوقت فإن مؤشر السوق يعد انعكاس لأسعار الأوراق المالية الداخلة في تكوينه، ولذلك جاءت نتائج محفظة السوق (محفظة المؤشر) ضعيفة وبمعدلات عائد منخفضة ويعود ذلك للأسباب التالية:

أ- قلة عدد أيام التداول (بدأت بيومين فقط تزايدت تدريجياً حتى وصلت إلى خمسة أيام ثم تراجعت إلى 3 أيام اسبوعياً).

ب- سوق دمشق سوق ناشئة مازال في بدايتها.

ت- عدم الكفاءة في وضع الحدود السعرية المفروضة على الاسعار.

وإضافة لذلك عانت السوق من الخطر السياسي وحالة من عدم الاستقرار أثرت على أسعار الأسهم بشكل ملموس كما لاحظنا في الفترات من الخامسة وحتى الفترة العاشرة. حيث انخفضت أسعار الأسهم بشكل كبير نتيجة انخفاض النشاط الاقتصادي إلى حدوده الدنيا أو توقفه، وكذلك تحول نشاط بعض القطاعات إلى الخارج نتيجة سوء الأوضاع الاقتصادية والسياسية وهذه الاخطار غير قابلة للتنبؤ مما أثر على عوائد المحفظة.

2- جاءت معدلات عائد المحفظة التي لم تستخدم فيها الخيارات متطابقة إلى حد كبير مع محفظة السوق من حيث سير الأداء إلا أنها كانت أفضل قليلاً لكون المحفظة المختارة هي من أسهم الشركات الأكثر نشاطاً في السوق.

3- حققت محفظة الخيارات معدل عائد مرتفع جداً مقارنة مع معدل عائد المحافظتين السابقتين عندما كان السوق بوضع ايجابي ومستقر، تحولت بعدها العوائد إلى سلبية محققة خسائر كبيرة في المحفظة وذلك بسبب وجود الخطر النظامي المتمثل بسوء وضع الاقتصاد الوطني وتعرضه للشلل تقريباً انعكس بشكل أزمة اقتصادية أثرت على النظام المالي المتمثل في سوق دمشق للأوراق المالية.

إلا أنه في ضوء النتائج الظاهرة نستطيع القول:

أ- على المدى القصير: أدى استعمال المواد المشتقة (الخيارات) إلى آثار ضعيفة وغير ملموسة للأسباب السابقة الذكر.

ب- على المدى المتوسط: ومن خلال تطبيق الخيارات، مع إطالة مدة التداول وتوسيع مجال التداول وزيادة عدد أيام التداول، إضافة للتخلص من القيود المفروضة على السوق ستؤدي إلى نتائج ايجابية. أي أن هذه المعوقات الموجودة في سوق دمشق هي التي أثرت على فاعلية الخيارات وقدرتها على تحقيق نتائج جيدة وإزالتها كفيل بتحقيق النتائج المرغوب بها. وهذا يعني أن سوق

دمشق للأوراق المالية لا تعد حاضناً جيداً لاستخدام الخيارات كأداة للاستثمار إلى جانب الأسهم في الوقت الحالي خلافاً للفرضية الثالثة القائلة بأنه من الممكن إدخال الخيارات إلى سوق دمشق ذلك أنّ السوق بحاجة إلى تهيئة وإعداد مناخ ملائم لاستقبالها. وهذا يقتضي إدخال تعديلات على آلية العمل في السوق وجعل لوحة الأوامر أكثر وضوحاً وتخصصاً. وقد لعبت الظروف الاقتصادية التي أثرت على الاقتصاد السوري خلال فترة الدراسة دوراً مهماً في عدم توضيح الدور الفعّال الذي تلعبه الخيارات في السوق.

ت- أثر الرّافعة المالية: المواد المشتقة ومن ضمنها الخيارات عبارة عن أداة رفع مالي تؤدي إلى تعظيم العوائد والخسائر بشكل أكبر وهذا ظهر واضحاً في الفترات التي تلت انخفاض أسعار الأسهم.

ث- الأثر على السيولة: إنّ عملية شراء الخيارات تؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة التداول مما يؤدي إلى ارتفاع سيولة السوق. من جهة أخرى تؤدي زيادة الطلب على الأسهم إلى تحسّن أسعارها، وبالتالي زيادة الرّيح الرّأسمالي للمستثمرين مما يزيد من قدرتهم على إعادة الاستثمار الأمر الذي يزيد التداول. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الأولى .

المحدد الآخر للسيولة هو عمق السوق المتمثل بحجم التداول حيث أنّ إدخال الخيارات إلى سوق دمشق كأداة مالية سيؤدي إلى زيادة حجم التداول باعتبار أنّ كل خيار يضم مجموعة الأسهم أي أنّ تداول الخيارات سيعظم تداول الأسهم ويزيد من عمق السوق.

من جهة أخرى، أجل الاستحقاق القصير للخيارات (شهر، 3 أشهر، 6 أشهر) يزيد من نشاط عملية التداول، هذا يعني أنّ دورة الاستثمار تصبح أقصر على عكس الاستثمار بالأسهم والسندات.

وبالتالي فوائد تنشيط التداول تؤدي بدورها لتحسين السيولة ممّا يزيد من عمق السوق. بالمقابل زيادة عمق السوق يؤدي إلى تخفيض الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء Bid- Ask Spread الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التكلفة الضمنية التي يتحملها المستثمر، وهذا يقتضي انخفاض التكاليف الكلية، ينعكس هذا على زيادة عمليات البيع والشراء مرّة أخرى. هذا يعني تشكيل حلقة ذات أثر إيجابي كأثر كرة الثلج، وكلّما كبر حجمها كلّما أدى ذلك إلى انخفاض تكاليف السوق بشكل عام وبالتالي تحقيق هدف زيادة التداول مرّة أخرى.

ج- أخيراً توفر الخيارات المرونة للمستثمر بسبب توفر نوعين من الخيارات الأوروبية والأمريكية حيث توفر الأخيرة للمستثمر إمكانية التنفيذ في أي لحظة عندما تتحقّق تطّاعات المستثمر، وبالمقابل الخسارة تكون محدودة بقيمة العلاوة المدفوعة من قبل المستثمر.

ضمن هذا الإطار يكون المستثمر حرّاً بالدخول والخروج من السوق في أي لحظة طالما استطاع تحقيق العائد، وبالرغم من أنّ الخيار الأوروبي لا يمكن تنفيذه إلّا في تاريخ الاستحقاق، إلّا أنّه

يمكن بيعه وشراؤه في أي لحظة مما يزيد من حرية المستثمر في إنهاء مركزه بالوقت الذي يرغب به. ومعروف أن سيولة السوق تشترط أساساً حرية المستثمر بالدخول والخروج من السوق في أي وقت. وبالتالي نستطيع القول أن إدخال الخيارات إلى سوق دمشق سيزيد من سيولة السوق على المدى الطويل الأمر الذي يثبت صحة الفرضية الرئيسية التي قامت عليها الدراسة.

خامساً: التوصيات:

في ضوء النتائج السابقة يمكن اقتراح ما يلي:

1- بالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية:

- إعادة النظر في كثير من التشريعات التي تحد من عملية التداول وبالتالي، التأثير سلباً على حضور المستثمرين وعلى سيولة السوق.
- بالنسبة لأولوية تنفيذ الأوامر: يجب أخذ أولوية السعر بعين الاعتبار ذلك أن التشريعات تأخذ بالحسبان فقط لأولوية الزمن.
- العمل على تحقيق التنسيق بين أسعار الأسهم والحدود السعرية المفروضة من قبل سلطة السوق المالية، بحيث يتم الوصول إلى سعر يعكس القيمة الأساسية للسهم وبالتالي يصبح السعر مُقنع للمستثمر.
- ضرورة إطالة ساعات التداول اليومية وعدد أيام التداول (حتى لو كان التداول ضعيف في الوقت الحاضر). ذلك سيسمح للمستثمرين بتنشيط التداول أكثر سواء أكان الدافع: سيولة أم استغلال معلومة (+،-).
- تصحيح الخلل في الحدود السعرية التي تقضي السماح بمعدل تغير لسعر السهم $2\% -$ ، $5\% +$ بحيث يُصبح مثلاً $5\% \pm$ ، مما يُعطي المستثمر هامش أكبر للتداول. ونظراً لوجود آلية توقيف وتعليق التداول، لا داعي لفرض مقدار تغير ضعيف. أي باختصار، عندما تُلاحظ سلطة السوق المالية وجود لتلاعب أو لظواهر غير عادية، من الممكن اللجوء إلى آلية توقيف أو تعليق التداول حتى إشعار آخر. وهذا موجود ضمن تشريعات سوق دمشق للأوراق المالية.

2- بالنسبة للخيارات:

نظراً لأهمية الخيارات كأداة هامة من أدوات الاستثمار ونظراً لخصوصية هذه الأداة، تقترح الباحثة تحديد إطار زمني يتم من خلاله ادخال الخيارات كأداة مالية إلى جانب الأسهم، واختيار التوقيت المناسب لبدء العمل بها. وهذا يقتضي عدم إدخالها في الوقت الحالي بسبب سوء الأوضاع الاقتصادية ولأن السوق بوضعه الحالي غير مستعد لاستقبال أداة مالية جديدة كالخيارات تنطوي على عملية رفع مالي كبير.

لذلك تقترح الباحثة فكرة انشاء سوق متخصص بالمشتقات المالية ولا سيما الخيارات، على غرار التخصص الحاصل في سوق نيويورك وسوق شيكاغو حيث تختص الأولى بالأسهم بينما تختص الثانية بالخيارات. ويعود السبب في ذلك إلى أن سوق دمشق بوضعها الحالي هي سوق غير واضحة المعالم كما أن لوحة الأوامر فيها عامة لكل الأسهم،

ولتكون فعالة أكثر فهي بحاجة للتخصيص. ومن أهم الفوائد المترتبة على انشاء سوق للمواد المشتقة، ولاسيما الخيارات، هو فتحها المجال أمام المستثمرين لممارسة أنشطة التحوط والمضاربة إضافة للاستثمار. من جهة أخرى، إنشاء هذه السوق، سيفتح المجال في المستقبل نحو تطوير تقنيات الحماية من تطورات أسعار الصّرف أو معدلات الفائدة. في الواقع، تسمح عقود الخيارات على أساس معدلات الفائدة بالحماية ضد تطوّر غير مناسب لمعدلات الفائدة، كما أنّها تتميز عن العقود لأجل مغلّق مثلاً، بإمكانية الاستفادة من تطور ملائم لمعدلات الفائدة. بالرغم من أنّ بعض الأسواق المالية المنظمة تقترح بعض الخيارات على أساس معدلات الفائدة، إلا أنّ الأسواق المالية الموازية تُعد الأكثر تطوراً في هذه المجال. ونفس الشيء ينطبق على عقود الخيارات من أجل إدارة خطر سعر الصّرف، تسمح عقود الخيارات على أساس العملات بالحماية ضد تطور غير مناسب لمعدل الصّرف، مع استمرار إمكانية الاستفادة من تطور مناسب لهذا المعدل. تظهر أهمية هذه التقنيات بالنسبة للمستورد أو المصدر. عندما يخشى أحدهما ارتفاع أو انخفاض في سعر الصّرف، بمقدوره حماية نفسه من خلال اللّجوء إلى هذه الخيارات. ومن الممكن أن تكون هذه الأهداف من استعمال الخيارات، كمواضيع أبحاث مستقبلية.

3- بالنسبة لشركات البورصة أو شركات إدارة المحافظ الاستثمارية:

يجب أن تسعى لنشر ثقافة المشتقات بين المستثمرين، كما يجب أن تضع تحت تصرفهم سلة من الأصول المالية بحيث تُحقق أذواق جميع الفئات. كما لاحظنا، تسمح الخيارات من جهة بالتغطية والحماية من الخطر. ومن جهة أخرى، تُعد أداة استثمار مهمة جداً، عندما يكون أساسها الكامن هو السّهم، ستعمل هذه الخيارات على زيادة التداول وتنشيط سيولة السوق.

الملاحة

ARBS	UG	AVOC	BASY	BSO	BBSF	BBS	IBTF	SIIB	AHT	DWX	Date
Price	Price	Price	Price	Price	Price	Price	Price	Price	Price	Value	
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	759	89.75	145.56	94.25	971.5	843.38	27/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	759	89.75	145.56	94.25	971.5	843.86	26/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	759	89.75	145.56	95	971.5	845.14	25/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	774.27	90.5	145.56	95	971.5	847.67	20/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	774.27	90.5	145.56	95.75	971.5	849.5	19/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	774.27	90.5	145.56	96.5	971.5	851.46	18/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	774.27	271.5	145.56	97.25	971.5	853.47	13/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	774.27	452.5	145.56	98	971.5	855.72	12/06/2012
513.73	254.68	552.3	124.5	145.17	774.27	452.5	145.56	98.75	971.5	858	11/06/2012
513.73	254.68	552.3	1245	145.17	774.27	452.5	145.56	99.5	971.5	858.67	06/06/2012
513.73	254.68	552.3	1245	435.5	774.27	452.5	145.56	99.5	971.5	858.67	05/06/2012
513.73	254.68	552.3	1245	435.5	774.27	452.5	145.56	101.49	971.5	861.21	04/06/2012
510.75	254.68	552.3	1245	725.83	774.27	452.5	145.56	106.33	971.5	861.65	30/05/2012
510.75	254.68	552.3	1245	725.83	774.27	452.5	145.55	106.43	971.5	863.27	29/05/2012
520.72	254.68	552.3	1245	725.83	774.27	452.5	145.55	108.17	971.5	867.07	28/05/2012
530	254.68	552.3	1245	725.83	774.27	457	147.19	110.04	971.5	872.23	23/05/2012
530	254.68	552.3	1245	725.83	774.27	457	147.15	110.01	971.5	872.26	22/05/2012
530	254.68	552.3	1245	737.4	774.27	457	147.15	109.22	971.5	872.47	21/05/2012
525	254.68	552.3	1245	749.13	774.27	457	148.69	108.83	971.5	873.75	16/05/2012
525	254.68	552.3	1245	755.06	774.27	457	148.69	108.85	971.5	874.15	15/05/2012
530	254.68	548.64	1245	769.99	774.27	457	148.69	108.6	971.5	875.57	14/05/2012
527.33	254.68	549.57	1245	783.93	756.94	457	148.69	108.15	971.5	874.53	09/05/2012
516.17	254.68	549.57	1245	783.93	752.94	457	145.44	107.01	971.5	870.02	08/05/2012
519.31	254.68	549.57	1245	783.93	752.94	457	145.44	105.95	971.5	869.02	07/05/2012
526.81	254.68	549.57	1245	783.93	752.94	457	145.44	107.28	971.5	872.02	02/05/2012
535.01	254.68	549.57	1245	792	752.94	457	148	109.13	971.5	877.77	30/04/2012
530.16	254.68	549.57	1245	792	756.38	457	150.82	109.96	971.5	881.83	25/04/2012
530.34	254.68	549.57	1245	792	752.1	457	149.9	110.8	971.5	880.06	24/04/2012
537.59	254.68	537.88	1270	792	752.1	457	146.73	109.27	971.5	874.94	23/04/2012
537.59	254.68	532.3	1270	792	752.1	457	142.65	107.56	971.5	868.98	18/04/2012

537.59	254.68	532.3	1270	792	752.1	457	142.64	106.74	971.5	868.54	11/04/2012
546.97	254.68	532.3	1270	792	752.1	457	140.91	105.61	971.5	868.6	10/04/2012
546.97	254.68	532.3	1270	792	752.1	457	141.71	106.14	971.5	870.7	09/04/2012
546.97	254.68	532.3	1270	792	750.25	457	143.83	106.21	971.5	872.89	04/04/2012
542.5	254.68	532.3	1270	792	750.25	457	142.55	105.85	971.5	869.18	03/04/2012
553.42	254.68	532.3	1270	792	732	457	144.75	106.28	971.5	871.02	02/04/2012
533.34	254.68	532.3	1270	808	697.46	457	147.5	107.5	971.5	869.12	28/03/2012
509	254.68	532.3	1295	824	697.46	457	144.84	106.83	971.5	867.54	27/03/2012
485	254.68	525.3	1321	840.5	697.46	457	138.39	103.71	971.5	856.78	26/03/2012
485	254.68	522.61	1347	840.5	673.84	457	138.39	103.31	971.5	852.25	20/03/2012
485	254.68	515.58	1347	840.5	673.84	457	138.12	102.95	971.5	850.69	19/03/2012
485	254.68	510.1	1374	840.5	649.95	457	140.29	103.12	971.5	850.5	14/03/2012
485	254.68	495.22	1402	840.5	649.95	457	135.49	102.87	971.5	847.68	13/03/2012
483.8	254.68	492	1430	840.5	649.95	457	136.4	102.9	971.5	850.48	12/03/2012
483.8	254.68	476.68	1459	840.5	649.95	457	130.03	102.69	971.5	848.51	07/03/2012
483.8	254.68	476.68	1488	840.5	646.27	457	130.03	102	971.5	845.92	06/03/2012
483.8	254.68	476.68	1518	840.5	646.27	457	130.03	102.07	971.5	848.41	05/03/2012
488.41	254.68	476.68	1518	840.5	646.27	457	130.03	100.93	971.5	848.82	29/02/2012
488.41	254.68	476.68	1518	840.5	646.27	457	132.5	100.97	971.5	851.32	28/02/2012
493.1	254.68	476.68	1548	840.5	645.5	457	136	102.75	971.5	857.36	27/02/2012
500.7	254.68	476.68	1579	840.5	645.5	457	136.5	103	971.5	863.37	22/02/2012
500.7	254.68	476.68	1579	840.5	645.5	457	137	102.5	971.5	862.32	21/02/2012
500.7	254.68	470.48	1579	840.5	645.5	457	135	102.75	971.5	862.77	20/02/2012
500.7	254.68	470.48	1579	840.5	645.5	457	133	102	971.5	861.76	15/02/2012
500.7	254.68	470.48	1579	840.5	645.5	457	131	102.75	971.5	858.52	14/02/2012
500.7	254.68	459.9	1579	840.5	645.5	457	130.25	103.5	971.5	856.91	13/02/2012
500.7	254.68	459.9	1579	840.5	645.5	457	129.5	101.75	971.5	854.39	08/02/2012
510.3	254.68	459.9	1579	840.5	645.5	457	129.5	102	971.5	855.17	07/02/2012
510.3	254.68	459.9	1579	840.5	645.5	457	129.5	103	971.5	856.72	06/02/2012
510.3	254.68	445	1579	840.5	645.5	457	132.5	102.5	971.5	859.6	01/02/2012
510.3	254.68	445	1579	857.5	645.5	457	132	101	971.5	861.75	31/01/2012
510.3	254.68	445	1579	857.5	645.5	457	132	101.5	971.5	858.59	30/01/2012

510.3	254.68	449.3	1579	875	645.5	457	129	102	971.5	860.31	25/01/2012
510.3	254.68	453.75	1579	875	645.5	457	127	100	971.5	859.85	24/01/2012
510.3	254.68	453.75	1579	875	645.5	457	129.25	99.75	971.5	861.97	23/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	658.63	457	132.5	99.5	971.5	867.46	18/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	132	100.25	971.5	870.98	17/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	135	102	971.5	874.05	16/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	138	102	971.5	878.66	11/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	137	103	971.5	880.77	10/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	137.5	102.75	971.5	884.44	09/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	137	101.25	971.5	885.41	04/01/2012
510.3	254.68	458.27	1579	875	670.44	457	140	104	971.5	882.14	03/01/2012
520	254.68	461.77	1579	875	670.44	457	143	104.5	971.5	887.72	02/01/2012
520	254.68	441.25	1579	875	638.78	457	134.75	99	971.5	869.51	28/12/2011
516.11	254.68	441.25	1579	875	638.78	457	132.5	98.5	971.5	863.95	27/12/2011
496.51	254.68	441.25	1579	875	651.04	457	132.75	98.75	971.5	862.86	26/12/2011
496.51	254.68	445.62	1579	875	651.04	457	135.5	101	990.87	866.17	21/12/2011
494.25	254.68	445.62	1579	875	651.04	457	137.75	100	1001	868.61	20/12/2011
470.75	254.68	439	1579	875	651.04	457	134.75	95	1001	854.72	19/12/2011
470.75	254.68	418.2	1579	875	652	457	128.5	92	1001	842.51	14/12/2011
470.75	254.68	418.2	1579	875	652	466.25	123.5	89	1001	842.05	13/12/2011
470.75	254.68	418.2	1579	875	665	475.75	126	88.25	1001	842.36	12/12/2011
470.75	254.68	398.52	1579	875	678.5	485.25	126	91.25	1001	842.68	07/12/2011
470.75	254.68	379.75	1579	875	692	485.25	125.5	90	1001	845.18	06/12/2011
470.75	254.68	387.5	1579	875	706	495	118.75	86.5	1001	844.02	05/12/2011
470.75	254.68	395.25	1579	875	720	505	118	86.75	1001	846.95	30/11/2011
480.25	254.68	403.25	1579	875	720	505	119.75	88.5	1001	852.66	29/11/2011
490	254.68	403.25	1579	875	720	505	122	90.25	1001	858.36	28/11/2011
490	254.68	403.25	1579	875	720	505	124.5	92.5	1001	862.88	23/11/2011
490	254.68	403.25	1579	875	730	505	124	93.5	1001	868.61	22/11/2011
488.5	254.68	411.25	1579	875	730	505	125.75	95.25	1001	872.53	21/11/2011
498	254.68	419.5	1579	875	744.5	512.5	128.25	97	1001	880.96	16/11/2011
507.02	254.68	419.5	1579	875	759.5	522.5	130.75	98.75	1001	889.71	15/11/2011

517	254.68	428	1579	875	775	533	133.25	100.75	1001	897.35	14/11/2011
527.53	254.68	436.51	1579	875	775	543.5	135	102.75	1001	903.82	02/11/2011
536.5	254.68	436.51	1579	875	743.12	554.5	132	101.25	1001	898.17	01/11/2011
547	254.68	436.51	1579	875	743.12	554.5	134	104.5	1001	902.89	31/10/2011
558	254.68	436.51	1579	875	758	554.5	134	102	1001	910.89	26/10/2011
569	254.68	421.5	1579	875	758	565.5	131	101.75	1001	901.62	25/10/2011
569	254.68	421.5	1579	875	758	577	129	99.75	1001	896.68	24/10/2011
569	254.68	430	1579	875	758	588.5	124.25	100.25	1001	897.91	19/10/2011
569	254.68	430	1579	875	758	600.5	126.25	100.5	1001	902.03	18/10/2011
569	254.68	419.05	1579	875	758	612.5	128	101	1001	906.76	17/10/2011
569	254.68	419.05	1579	875	773	625	137.5	100	1001	910.37	12/10/2011
569	254.68	419.05	1579	875	773	637.5	132.75	100.25	1001	914.4	11/10/2011
580.5	254.68	426.5	1579	875	773	650.5	135.25	101.5	1001	922.66	10/10/2011
592.33	254.68	434.79	1579	875	773	663.5	138	103	1001	931.37	05/10/2011
592.33	254.68	443.56	1579	875	788.5	677	140.75	104	1001	936.82	04/10/2011
592.33	254.68	452.5	1579	875	804.5	690.5	143.5	106	1001	947.16	03/10/2011
592.33	254.68	461.5	1579	875	820.73	704.5	146.25	108	1001	957.97	28/09/2011
592.33	254.68	470.7	1579	875	820.73	718.5	152.75	111.25	1021	966.64	27/09/2011
579.89	254.68	475.6	1579	833.5	789	733	149.5	106	1021	951.33	26/09/2011
552.77	254.68	467.45	1579	794	751.5	747.5	142.5	101	1041	927.12	21/09/2011
546.5	254.68	470.75	1579	756.51	716	762.5	131	97.5	1041	907.36	20/09/2011
546.5	245	470.75	1579	756.51	715	778	133.5	95.25	1041	904.67	19/09/2011
546.5	245	470.75	1579	756.51	715	793.5	140	94.25	1041	909.16	14/09/2011
546.5	245	470.75	1579	771	715	809.5	137.5	95	1041	915.97	13/09/2011
546.5	245	480.25	1579	786.72	715	825.83	140.25	96.75	1041	925.7	12/09/2011
557.5	245	490	1579	786.72	715	825.83	143	100.25	1062	933.34	07/09/2011
568.5	245	490	1579	799.26	722	825.83	145.75	100.25	1062	942.02	06/09/2011
580	245	490	1579	810	722	825.83	150	106	1062	947.45	05/09/2011
591.5	245	490	1579	810	736.62	825.83	148	107	1083	951.05	29/08/2011
591.5	245	490	1579	810	710	825.83	147	103.5	1083	950.73	24/08/2011
603.5	245	490	1579	810	705.08	825.83	150	104	1083	949.77	23/08/2011
603.5	245	490	1579	810	710	825.83	146	100.5	1083	949.28	22/08/2011

615.5	245	490	1579	810	714.97	825.83	146	102.5	1083	951.66	17/08/2011
628.01	245	486.06	1579	791.75	709	984	146	106.75	1083	950.37	16/08/2011
628.01	245	486.06	1579	790.05	723	984	139	107	1083	945.87	15/08/2011
628.01	245	486.06	1579	806	737.5	984	140	106.75	1032.48	950.89	11/08/2011
628.01	245	486.06	1579	822	752.5	984	140.5	108.75	1032.48	959.8	10/08/2011
628.01	245	486.06	1579	838.62	752.5	984	142.5	110.75	1032.48	968.49	09/08/2011
628.01	245	486.06	1579	838.62	767.5	984	145.25	113	1032.48	978.1	08/08/2011
628.01	245	485	1579	838.62	767.5	984	148	115.5	1032.48	984.45	07/08/2011
628.01	245	485	1579	854.43	782.69	984	150.25	117.75	1032.48	993.89	04/08/2011
628.01	245	485	1579	854.43	747.27	1003.88	153	117	1032.48	998.3	03/08/2011
607	245	485	1579	854.43	747.27	1003.88	149.5	115.5	1032.48	994.09	02/08/2011
619.18	245	485	1579	821.5	762	1003.88	151.25	117.75	1032.48	994.24	01/08/2011
619.18	249.75	485	1579	837.96	774.64	1003.88	154.25	120	1032.48	1005.51	31/07/2011
619.18	249.75	485	1579	837.96	790	1003.88	157.75	124.75	1032.48	1013.81	28/07/2011
619.18	249.75	486.34	1579	847.81	805.28	1003.88	161.25	126	1032.48	1021.22	27/07/2011
619.18	249.75	486.34	1579	847.81	805.28	1003.88	165	127.5	1032.48	1025.56	26/07/2011
624.63	249.75	486.25	1579	849.84	790.9	1003.88	166.25	129.25	1032.48	1028.69	25/07/2011
621.54	249.75	486.25	1579	850	773	1003.88	167.75	127.75	1032.48	1023.18	24/07/2011
597	249.75	486.25	1579	867.2	736.6	1003.88	160.25	123.25	1032.48	1010.06	21/07/2011
568.7	249.75	486.25	1504	850	736.6	1003.88	163	123.25	1032.48	990.75	20/07/2011
579.88	249.75	486.25	1504	850	751.5	1003.88	166	126.5	1032.48	1002.83	19/07/2011
590.31	249.75	486.25	1504	839.9	766.83	1003.88	170	127.25	1032.48	1012.68	18/07/2011
600.93	249.75	486.25	1504	839.9	781.68	1003.88	172.75	129.75	1032.48	1021.23	17/07/2011
600.93	249.75	486.25	1504	839.9	796.61	1003.88	174.25	401.37	1032.48	1032.62	14/07/2011
610.52	249.75	496	1504	839.9	811.06	1003.88	168.5	401.37	1032.48	1036.2	13/07/2011
622.5	249.75	496	1504	856.33	827.15	1003.88	172.25	673	1032.48	1046.71	12/07/2011
634.81	249.75	506	1534	869.96	843.52	1003.88	175	670	1032.48	1061.75	11/07/2011
625.81	249.75	516.28	1534	865.95	860.5	1003.88	178.5	672.5	1032.48	1060.35	10/07/2011
621.54	249.75	516.28	1534	870.38	877.84	1003.88	176	673	1032.48	1067.5	07/07/2011
614.7	249.75	523.4	1534	853.32	895	1003.88	179.5	653	1032.48	1063.56	06/07/2011
600.22	249.75	503.78	1564.8	827.63	913	1003.88	183	664.5	1032.48	1061.36	05/07/2011
601.91	249.75	500.55	1564.8	818.5	913	1003.88	186.5	652	1032.48	1063.38	04/07/2011

574.65	249.75	478.2	1564.8	779.76	929.89	1003.88	190.25	605.5	1032.48	1043.72	03/07/2011
555.27	249.75	478.2	1564.8	756.19	945	1003.88	190.25	597	1032.48	1031.04	30/06/2011
566.02	249.75	478.2	1564.8	744.81	945	1003.88	190.25	575.5	1032.48	1020.94	29/06/2011
571.5	249.75	467.24	1564.8	758.94	964	1003.88	190.25	587	1032.48	1025.35	28/06/2011
583	249.75	467.24	1564.8	771.87	964	1034	194	598.5	1032.48	1035.22	27/06/2011
594.69	249.75	475.15	1564.8	784.37	964	1034	197.75	611	1050	1046.59	26/06/2011
594.69	249.75	480.04	1564.8	798.5	964	1034	195.75	621.5	1069.68	1057.36	23/06/2011
612.7	249.75	480.04	1564.8	823	964	1034	195.75	640.5	1069.68	1072.52	22/06/2011
631	249.75	491.72	1564.8	848	964	1034	195.75	660	1094	1088.66	21/06/2011
650.42	249.75	502.08	1564.8	874.17	964	1034	202	702.5	1094	1105.28	20/06/2011
669.32	249.75	504	1608	874.17	964	1034	210.75	682	1094	1117.32	19/06/2011
689.44	249.75	510.95	1657	900.37	993.67	1034	617.37	703	1124.13	1133.09	16/06/2011
675.42	249.75	510.95	1657	882	993.67	1034	617.37	733.5	1124.13	1137.02	15/06/2011
656	242.5	516	1708	856.5	978.04	1034	1024	712.5	1124.13	1137.95	14/06/2011
637	242.5	501.35	1760	831.56	950	1034	974	659.5	1124.13	1120.38	13/06/2011
637	242.5	501.35	1760	854.04	936	1034	1004	690	1130.65	1117.17	12/06/2011
650.16	249.71	514.02	1814	975.5	936	1034	1035	704	1154	1136.82	09/06/2011
669.74	249.71	500	1870	975.5	936	1065	1067	718	1154	1152.35	08/06/2011
682.85	244.78	500.02	1927	1005.43	964.5	1065	1100	750	1154	1173.02	07/06/2011
703.24	250.25	514.7	1985.98	1034.46	964.5	1065	1133	759	1154	1195.61	06/06/2011
723.97	257.75	514.7	1985.98	1065	964.5	1065	1133	782	1154	1213.86	05/06/2011
744.95	265.59	530.12	1985.98	1097.31	993.86	1065	1155	806.5	1154	1234.13	02/06/2011
735.7	273.5	530.12	2125	1097.31	993.86	1097.22	1185	806	1154	1237.54	01/06/2011
758.19	273.5	530.12	2125	1128.04	968.55	1097.22	1189	822	1154	1233.42	31/05/2011
779.68	281.81	535	2125	1115.93	997.74	1097.22	1172	841	1154	1245.54	30/05/2011
781.5	281.81	525.5	2125	1091	1011.63	1097.22	1155	830	1121	1252.41	29/05/2011
798.64	283.45	539.81	2125	1060	1037.11	1097.22	1140	810	1121	1256.8	26/05/2011
821.54	283.45	539.81	2125	1091.94	1020	1097.22	1150	830	1121	1259.94	25/05/2011
839.53	283.43	539.81	2125	1109.06	991.17	1097.22	1139	837.5	1121	1266.99	24/05/2011
863.23	285.43	540.68	2125	1140.51	1009.61	1097.22	1160	866	1155	1286.16	23/05/2011
889.5	285.43	550.68	2190	1152.28	1038.82	1097.22	1210	890	1155	1307.09	22/05/2011
916.5	283.59	538.98	2190	1152.28	1066	1097.22	1171	0	1121.58	1323.11	19/05/2011

944.39	292.02	538.98	2190	1187	1098	1097.22	1207	896	1090	1332.86	18/05/2011
944.39	301	553.8	2190	1223	1131	1089	1244	923.5	1059	1355.58	17/05/2011
972.37	310.14	549.65	2190	1260	1148.45	1089	1299	960	1059	1382.64	16/05/2011
997.94	310.14	563	2190	1298.15	1165.91	1120	1276	949	1059	1393.54	15/05/2011
1008.17	318.62	580.06	2203.24	1318.56	1197.97	1148.17	1241	922	1059	1398.8	12/05/2011
990.49	322.75	572.05	2200.57	1293	1168	1145.4	1205	895.5	1029	1378.26	11/05/2011
962	320.92	558.54	2214.9	1256	1134	1116.03	1170	869.5	1029	1349.79	10/05/2011
934	315.36	543.04	2232.14	1220	1101	1086.07	1136	844.5	1029	1319.99	09/05/2011
907	315.36	537.31	2200	1185	1069	1056.09	1103	820	1029	1287.13	08/05/2011
881	323.13	530.5	2225.18	1151	1038	1087	1071	796.5	1029	1266.69	05/05/2011
855.5	314.66	515.5	2238.14	1118	1008	1120	1040	773.5	1029	1244.2	04/05/2011
830.91	319.25	500.5	2205.62	1086.09	979	1154	1010	751	1029	1219.67	03/05/2011
833.95	329	486	2224	1115	951.41	1189	960	727	999.5	1208.66	02/05/2011
833.95	329	473.25	2292	1149	971.14	1189	959	749	999.5	1215.66	28/04/2011
837	339	462.79	2362	1184	994.5	1189	988.5	772	1030	1239.89	27/04/2011
837	339	473.84	2435	1220	1025	1189	1003.75	772	1030	1262.83	26/04/2011
837	339	487.45	2510	1257	1025	1189	1003.75	786	1061	1275.37	25/04/2011
837	339	500.74	2510	1257	1025	1189	1019	800	1093	1282.52	21/04/2011
862.5	339	501.51	2510	1295	997.11	1189	1050	816	1126	1296.5	20/04/2011
889	339	488.2	2510	1295	1014.04	1189	1082	841	1126	1316.41	19/04/2011
916	339	502.79	2510	1295	1044.6	1189	1123	879	1160.65	1340.58	18/04/2011
943.82	339	510.78	2510	1295	1040.5	1189	1138	875.5	1260.65	1356.87	14/04/2011
943.82	339	505.53	2510	1335	1040.5	1189	1140	869	1260.65	1357.77	13/04/2011
943.82	339	500.8	2585.34	1375.98	1050	1189	1175	895.5	1260.65	1375.04	12/04/2011
953.5	339	502.86	2585.34	1364.57	1082	1189	1211	923	1260.65	1396.3	11/04/2011
982.54	339	515.03	2585.34	1386.59	1115.44	1189	1248	950.5	1260.65	1423.02	10/04/2011
1012.75	339	529.43	2585.34	1428.85	1145.26	1189	1300	990	1260.65	1452.65	07/04/2011
986	339	527.63	2585.34	1396	1118.82	1189	1308	990.5	1260.65	1444.14	06/04/2011
957.68	345.51	526.5	2585.34	1375.7	1149.19	1189	1316	1013	1260.65	1439.81	05/04/2011
964.44	345.51	511.5	2585.34	1375.7	1173.67	1189	1275	985.5	1260.65	1446.23	04/04/2011
947	345.51	519.25	2585.34	1355.4	1173.67	1189	1321.5	970	1260.65	1449.58	03/04/2011
970	345.51	519.25	2585.34	1393.92	1173.67	1189	1368	999	1260.65	1452.16	31/03/2011

1000	345.51	527	2585.34	1431.79	1209	1189	1390	1015	1260.65	1480.78	30/03/2011
971.62	345.51	527	2644.91	1390.46	1174.64	1225	1366	986	1260.65	1458.72	28/03/2011
979	360.01	511.68	2644.91	1374.82	1210	1225	1408	957.5	1260.65	1454.92	27/03/2011
1009.09	374.51	526.42	2644.91	1374.82	1210	1225	1451	986.5	1260.65	1478.1	24/03/2011
1039.96	374.51	535.5	2644.91	1403	1246.46	1225	1451	1017	1260.65	1503.43	23/03/2011
1039.96	374.51	552	2644.91	1445.98	1246.46	1225	1451	1048	1260.65	1523.14	22/03/2011
1039.96	374.51	568.81	2644.91	1445.98	1246.46	1225	1492	1077	1260.65	1539.91	17/03/2011
1040.47	371.5	568.81	2644.91	1407.52	1246.46	1245.24	1460	1078	1260.65	1539.14	16/03/2011
1011	371.5	581.02	2686.9	1367	1218	1245.24	1418	1047	1260.65	1515.31	15/03/2011
982	366.19	576.76	2700	1328	1183	1268.61	1377	1017	1253.06	1484.38	14/03/2011
953.42	360.88	562.07	2699.89	1289.58	1148.85	1247	1300	973	1253.06	1450.5	13/03/2011
932.53	360.5	548.52	2699.89	1269	1132.03	1285	1305	1003	1241.9	1450.56	10/03/2011
961.3	366.04	535.04	2699.89	1308	1164	1285	1279	1034	1241.9	1474.88	09/03/2011
988.67	366.04	520.14	2699.89	1348	1444	1285	1320	1065	1240	1506.57	07/03/2011
988.67	366.04	535.64	2699.89	1389	1488	1285	1371	1101	1240	1533.65	06/03/2011
1003.83	366.04	535.64	2699.89	1431	1534	1285	1376	1126	1240	1556.55	03/03/2011
1019	371.58	551.75	2699.89	1475.11	1580.97	1285	1430	1407	1240	1586.05	02/03/2011
1050	371.58	564.32	2699.89	1510.47	1593.35	1285	1450	1434	1240	1613.53	01/03/2011
1081.96	371.58	567.95	2680	1525.19	1641.12	1285	1429	1478	1240	1629.21	28/02/2011
1081.96	371.58	568.88	2688.11	1546.3	1690.73	1285	1455	1550	1240	1656.92	27/02/2011
1112.35	371.58	573.25	2700.19	1530	1690.73	1282.04	1498	1559	1250.11	1677.56	24/02/2011
1094.42	377.16	578.8	2700	1520.94	1692.98	1282.04	1460	1500	1250.11	1669.97	23/02/2011
1100	377.16	572.03	2702.32	1499.2	1704	1279.09	1400	1461	1250.11	1654.7	22/02/2011
1133.85	382.75	565.26	2704.65	1477.46	1730.13	1288.15	1424	1510	1259.98	1661.4	21/02/2011
1133.85	382.75	582	2722.32	1520	1756.26	1297.22	1465	1559	1259.98	1688.07	20/02/2011
1164.4	382.75	582	2740	1551.29	1756.26	1297.22	1500	1591	1259.98	1709.85	17/02/2011
1199.36	382.75	582	2740	1562.4	1756.26	1305.31	1501	1583	1259.98	1721.67	16/02/2011
1199.36	392.98	576.61	2740	1556.2	1756.26	1304.15	1499	1560	1259.98	1722.98	14/02/2011
1197.32	392.06	584.88	2750	1550	1760.48	1303	1500	1570	1259.98	1723.95	13/02/2011
1197.32	391.14	593.15	2749.35	1550	1753.77	1306.87	1500	1570	1259.98	1722.27	10/02/2011
1197.32	391.14	593	2750	1546.73	1753.77	1295.93	1505	1561	1254.47	1716.44	09/02/2011
1180.59	388.73	591.5	2725.33	1546.73	1753.77	1285	1510	1560	1254.47	1708.71	08/02/2011

1163.04	386.33	590	2725.33	1543.46	1753.77	1285	1501	1565	1248.96	1710.92	07/02/2011
1151.08	386.33	589.67	2725.33	1562.91	1753.77	1297.85	1505	1552	1248.96	1713.4	06/02/2011
1154.26	386.33	584.45	2725.33	1535.28	1729.84	1310.7	1485	1542	1248.96	1701.78	03/02/2011
1170.1	386.33	589.71	2750	1543	1729.84	1310.7	1490	1550	1248.96	1711.68	02/02/2011
1181.15	382.32	597.8	2700	1543	1750.57	1310.7	1490	1561	1248.96	1715.5	01/02/2011
1189.59	382.32	590.5	2700	1543	1735.74	1322.85	1500	1554	1248.96	1720.62	31/01/2011
1206	382.32	579	2730	1574.28	1743.22	1335	1486	1556	1248.96	1724.44	30/01/2011
1230.24	382.32	590.59	2784	1574.28	1776.65	1348.14	1508	1587	1248.96	1751.58	27/01/2011
1229.52	389.43	599.92	2784	1557.99	1786.5	1348.14	1505	1588	1226	1751.75	26/01/2011
1225.17	389.43	596.21	2780.93	1531	1786.5	1348.14	1501	1590	1235.5	1740.95	24/01/2011
1246.88	385.05	591.5	2765	1556.44	1786.5	1361.28	1505	1587	1245	1749.02	23/01/2011
1648.18	379.5	581.68	2765	1543.6	1769.48	1388	1505	1585	1245	1742.92	20/01/2011
1637.83	372.26	576.72	2753.65	1535.09	1769.48	1388	1490	1570	1245	1734.32	19/01/2011
1623.29	365.61	581.44	2723.94	1522.41	1789.4	1388	1478	1573	1238.88	1721.62	17/01/2011
1602.07	371.81	0	2723.94	1509.73	1789.4	1388	1489	1580	1235.84	1716.67	16/01/2011
1620.79	378	581.44	2723.94	1535.56	1825	1388	1486	1582	1235.84	1724.45	13/01/2011
1645.76	385.5	581.44	2725	1520.14	1825	1375	1491	1582	1235.84	1720.71	12/01/2011
1657.88	385.5	587.27	2725	1542.58	1813.75	1351.2	1505	1585	1232.8	1712.52	10/01/2011
1632	385.5	591.76	2725	1542.58	1813.35	1350	1507	1582	1232.8	1713.12	09/01/2011
1600.37	385.5	596.26	2743.58	1539.11	1811.06	1352.5	1507	1598	1232.8	1717.24	06/01/2011
1582.98	385.16	598.78	2731.79	1568.61	1811.06	1352.5	1500	1588	1232.8	1724.51	05/01/2011
1570.36	384.83	595.8	2720	1571.8	1795.5	1352.5	1500	1590	1232.8	1723.28	03/01/2011
1557.75	391.8	592.82	2720	1575	1795.5	1355	1501	1578	1248.45	1719.04	30/12/2010
1552.84	386.79	592.82	2670	1575	1792.15	1355	1500	1580	1248.45	1719.76	29/12/2010
1566.52	385.89	598.71	2717.19	1575	1792.15	1376	1500	1580	1248.45	1718.35	27/12/2010
1580.2	385	601.45	2753.49	1558.05	1805.98	1403	1502	1590	1225.54	1734.74	23/12/2010
1601.36	384.72	601.45	2763.43	1558.05	1805.98	1403	1500	1605	1225.54	1745.7	22/12/2010
1601.36	387.14	594.66	2773.37	1568.95	1826.39	1380.62	1501	1600	1223.03	1751.53	20/12/2010
1585.15	387.14	594.77	2770	1579.85	1854.73	1365.65	1502	1595	1202.79	1750.15	19/12/2010
1557.77	391.98	599.84	2720	1560.54	1854.73	1391.39	1487	1580	1202.79	1752.5	16/12/2010
1580.24	389.73	600.06	2670	1547.16	1854.73	1410.95	1495	1569	1202.79	1740.8	15/12/2010
1589.79	395.61	595	2645.63	1570.56	1854.73	1411	1505	1560	1202.79	1737.65	12/12/2010

1559.53	393.84	592.08	2645.63	1570.56	1834.39	1383.96	1500	1585	1202.79	1732.17	09/12/2010
1531.51	400.85	591.59	2621.27	1590.02	1834.39	1356.9	1498	1585	1202.79	1717.77	08/12/2010
1502.34	402.56	588.93	2621.27	1590.02	1799.92	1331	1494	1560	1202.79	1700.89	06/12/2010
1522.6	395.48	596.06	2655.52	1590.02	1827.37	1305	1465	1562	1202.79	1695.89	05/12/2010
1535.78	388.32	607.3	2675	1571	1842.35	1280	1437	1532	1207.4	1682.07	02/12/2010
1508.76	395.25	605.38	2725	1540.88	1865.68	1255	1409	1502	1212	1665.02	01/12/2010
1480.39	399.27	594.46	2725	1516.44	1902.25	1231	1382	1445	1189	1645.28	29/11/2010
1503	399.27	584.61	2725	1525.98	1902.25	1207	1340	1472	1179.65	1634.04	28/11/2010
1517.84	403.29	578.58	2725	1510	1902.25	1184	1361	1502	1170.3	1633.38	25/11/2010
1532.69	404.16	583.13	2725	1540	1902.25	1161	1389	1673	1170.3	1648.65	24/11/2010
1532.69	397	583.28	2725	1571.08	1902.25	1150	1414	1707	1170.3	1661.36	22/11/2010
1532.69	389.42	594.32	2725	1571.08	1902.25	1139	1479	1755	1170.3	1676.23	21/11/2010
1624.65	382.02	587.2	2725	1599.75	2155	0	1450	1770	1170.3	1687.53	14/11/2010
1652.78	564.04	579.91	2725	1621.79	2113	1117	1474	1773	1186.67	1692.13	11/11/2010
1678.61	558.89	569.6	2725	1621.79	2072	1117	1460	1788	1186.67	1695.16	10/11/2010
1704.44	550.14	578.27	2725	1602.71	2031.39	1128	1475	1780	1191.61	1692.72	08/11/2010
1720.46	560.5	589.55	2725	1602.71	2031.39	1128	1485	1790	1214.27	1707.25	07/11/2010
1696.04	571.82	600.77	2672.87	1624.06	2031.39	1128	1462	1781	1214.27	1713.04	04/11/2010
1700.82	569.3	612.37	2672.87	1597.11	1992.67	1128	1460	1770	1214.27	1709.48	03/11/2010
1689.63	559	623.88	2700.07	1603	2021.94	1128	1450	1790	1214.27	1717.39	01/11/2010
1676.24	548.5	634.18	2727.36	1635	2061.96	1096	1490	1809	1214.27	1722.64	31/10/2010
1695.62	538	637.75	2727.36	1668	2099.39	1085.5	1506	1770	1236.47	1727.16	28/10/2010
1695.62	548.75	639.86	2749.85	1701.33	2139.27	1085.5	1501	1764	1224.72	1730.62	27/10/2010
1705.29	548.75	628.8	2749.85	1682.93	2166.48	1085.5	1503	1774	1201.82	1731.78	25/10/2010
1704.12	555.81	629.04	2749.85	1678.23	2132	1085.5	1525	1784	1183.71	1728.71	24/10/2010
1683.1	549	639.05	2756.52	1675.39	2091	1085.5	1515	1775	1203.07	1719.49	21/10/2010
1670.15	538.5	649.53	2756.52	1662.25	2091	1085.5	1510	1752	1215.93	1713.75	20/10/2010
1678.34	528	655.31	2756.52	1661.61	2050.39	1075	1510	1730	1204.25	1706.92	18/10/2010
1695.38	518	643.15	2765.76	1638.34	2050.39	1064.5	1530	1760	1204.25	1698.7	17/10/2010
1695.38	508	630.99	2775	1610.76	2050.39	1054	1515	1752	1192.58	1693.36	14/10/2010
1695.38	498.25	619.46	2786.36	1638.1	2050.39	1034	1510	1713	1177.85	1683.87	13/10/2010
1683.19	488.5	615.12	2786.36	1638.1	2050.39	1014	1500	1695	1157.66	1674.79	11/10/2010

1671.06	479	625.57	2786.36	1638.1	2050.39	1004.25	1491	1700	1137.37	1669	10/10/2010
1680.32	469.75	622.87	2793.88	1636.55	2012.17	1004.25	1505	1691	1139.89	1665.3	07/10/2010
1692.93	469.75	625.26	2776.6	1640.3	2049.09	1004.25	1517	1694	1156.41	1661.81	04/10/2010
1694	469.75	620.69	2750.07	1632.21	2090.31	1004.25	1515	1696	1150	1663.59	03/10/2010
1661.42	469.75	619.75	2750.07	1603.53	2131.95	1004.25	1515	1709	1128	1661.77	30/09/2010
1661.42	460.75	614.53	2751.2	1573.47	2173.55	1004.25	1500	1694	1106	1664.18	29/09/2010
1663.85	451.83	603.5	2750.05	1549.59	2212.95	994.5	1524	1685	1082.01	1662.73	27/09/2010
1648.33	459.91	592	2750.05	1556.23	2212.95	975	1485	1689	1082.01	1655.51	26/09/2010
1671.75	468.94	580.5	2750.05	1568.86	2212.95	956	1472	1650	1085.02	1651.96	23/09/2010
1700.4	468.94	569.5	2750.14	1597.98	2257.09	937.5	1500	1617	1106.24	1653.06	22/09/2010
1726.73	477.5	558.52	2733.75	1620.36	2257.09	919.5	1511	1610	1127.19	1645.97	20/09/2010
1717.52	487.07	549.8	2750.16	1638.55	2248.55	910.5	1579	1646	1150	1645.48	19/09/2010
1699.55	496.33	560.38	2750.16	1657.23	2271.87	910.5	1575	1619	1150	1647.86	16/09/2010
1702.94	503.92	571.31	2749.95	1670.12	2251.73	910.5	1545	1663	1173	1639.15	15/09/2010
1701.56	511.5	577.76	2750.95	1642.58	2209.51	901.5	1515	1620	1196.13	1625.75	13/09/2010
1670.89	516.58	587.9	2754.97	1615.19	2233.86	892.75	1486	1592	1196.13	1607.81	08/09/2010
1684.64	521.67	594.27	2750.05	1615.19	2252.08	892.75	1465	1630	1196.13	1602.64	06/09/2010
1717.55	530.5	604.24	2750.09	1632.77	2250.27	892.75	1490	1597	1196.13	1603.38	05/09/2010
1691.39	536.31	615.62	2750.41	1629.54	2262	892.75	1461	1565	1196.13	1595.56	02/09/2010
1660	536	614.02	2731.83	1629.03	2234.82	892.75	1443	1515	1196.13	1579.13	01/09/2010
1628	536	623.72	2749.71	1608.11	2213.62	884	1479	1520	1196.13	1561.91	30/08/2010
1596.35	536	619.46	2749.71	1624.05	2179.8	875.5	1464	1527	1196.13	1553.28	29/08/2010
1596.35	525.5	619.78	2749.71	1609.25	2179.8	875.5	1445	1525	1196.13	1549.6	26/08/2010
1596.35	520.54	632.02	2749.71	1590.26	2138	875.5	1442	1529	1196.13	1539.43	25/08/2010
1571.74	515.58	624.72	2749.71	1619.5	2138	875.5	1475	1520	1196.13	1537.65	23/08/2010
1544.56	514.67	634.69	2749.71	1619.5	2138	875.5	1470	1514	1196.13	1538.85	22/08/2010
1555.22	514.67	625.51	2749.59	1596.29	2097	867	1450	1491	1196.13	1532.12	19/08/2010
1570.16	513.77	634.42	2728.99	1626.53	2056	858.5	1455	1485	1196.13	1524.67	18/08/2010
1587.38	517.17	622.87	2752.01	1628.03	2016.17	858.5	1435	1498	1180	1516.83	16/08/2010
1578.97	517.17	614.25	2750	1661.19	1988.62	850	1424	1498	1196.5	1512.04	15/08/2010
1566.37	517.17	622.56	2740.81	1661.19	1950.56	850	1441	1500	1175.84	1501.68	12/08/2010
1540	517.17	635.11	2740.81	1661.19	1988.41	850	1450	1470	1184	1504.88	11/08/2010

1510	526.88	647.64	2756.1	1661.19	2028.44	841.75	1450	1461	1167	1500.1	09/08/2010
1481	535.5	659.38	2807.72	1661.19	2028.44	841.75	1479	1463	1168.54	1507.31	08/08/2010
1511	546.33	648.52	2787.44	1661.19	2028.44	833.5	1509	1475	1190.05	1514.55	05/08/2010
1541.73	557	649.54	2787.44	1661.19	2024.02	825.5	1582	1516	1190.05	1522.12	04/08/2010
1533	557	656.87	2801.2	1630.77	1993.52	825.5	1550	1487	1200	1511.79	02/08/2010
1503	563.38	662.03	2750	1602.12	1962	825.5	1523	1458	1209.18	1488.92	01/08/2010
1474.14	567.95	663.95	2700.46	1574.68	1962	825.5	1485	1430	1209.18	1469.27	29/07/2010
1447.45	567.95	653.95	2755	1574.68	1924.8	825.5	1466	1402	1209.18	1455.35	28/07/2010
1457.2	567.95	663.57	2755	1561.16	1957.38	825.5	1438	1375	1209.18	1448.39	26/07/2010
1466.96	572.52	668.77	2755	1554.34	1989.51	825.5	1395	1349	1209.18	1440.08	25/07/2010
1476.76	583.04	668.19	2755	1547.52	1953.35	825.5	1400	1308	1204	1428.81	22/07/2010
1476.76	593.82	658.88	2755	1531.75	1915.97	817.5	1400	1295	1204	1419.48	21/07/2010
1492.78	603.36	652.06	2809.66	1517.82	1879.23	809.5	1390	1300	1201.75	1414.3	19/07/2010
1485.27	598.7	650.58	2809.66	1535.92	1909	809.5	1399	1299	1178.77	1416.72	18/07/2010
1457.43	594.04	658.78	2809.66	1548.05	1947	801.5	1381	1287	1178.77	1415.05	15/07/2010
1457.43	594.04	658.25	2809.66	1555.87	1986	801.5	1402	1291	1178.77	1417.11	14/07/2010
1429.61	605.87	668.36	2809.66	1562.29	1986	801.5	1406	1295	1189.38	1417.31	12/07/2010
1411.31	615.33	665.67	2809.66	1579.57	1986	801.5	1419	1310	1200	1417.29	11/07/2010
1433.03	615.33	675.43	2834.38	1562.69	2026	801.5	1419	1305	1184.44	1424.82	08/07/2010
1459.32	606.95	672.53	2859.1	1570	2067	801.5	1428	1301	1184.44	1427.71	07/07/2010
1487.65	602.9	664.01	2859.1	1557.62	2067	801.5	1400	1299	1207	1426.22	05/07/2010
1462	601.18	675.32	2859.1	1580.46	2109	801.5	1430	1288	1184.17	1427.62	04/07/2010
1433.74	593.5	665.2	2805	1605.42	2130.5	801.5	1425	1282	1201.96	1424.64	01/07/2010
1406.38	582	663.09	2805	1581.94	2152	801.5	1425	1290	1212.87	1415.93	29/06/2010
1392.45	571	665.09	2805	1598	2152	801.5	1420	1291	1205.23	1417.21	28/06/2010
1416.09	560	668.48	2805	1630	2152	801.5	1420	1286	1200	1421.78	24/06/2010
1444.49	554.75	673.7	2805	1663	2195	801.5	1425	1300	1200	1427.98	22/06/2010
1472.37	554.75	667.3	2750	1695.97	2238.93	793.75	1459	1299	1200	1432.9	21/06/2010
1480.23	549.5	670.64	272313	1728.21	2238.93	793.75	1408	1310	1200	1429.54	17/06/2010
1499.39	539	668.58	2696.26	1710	2238.93	793.75	1419	1300	1205.45	1424.45	15/06/2010
1480.31	528.5	672.49	2885	2012.8	2270.22	793.75	1418	1266	1203.01	1418.53	14/06/2010
1496.19	518.5	671.48	2830	2049.99	2270.08	793.75	1437	1265	1180.44	1416.62	10/06/2010

1477	508.5	671.37	2802.5	2065.44	2291.98	793.75	1450	1255	1180	1412.6	08/06/2010
1449	498.75	675.49	2802.5	2046.91	2273.21	786	1445	1219	1180	1399.94	07/06/2010
1421	488.99	682.47	2775	2056.4	2231.65	771	1445	1220	1180	1385.24	03/06/2010
1394	497.5	691.28	2775	2039.98	2189	763.5	1415	1210	1199.94	1373.84	01/06/2010
1367	488.5	689.27	2775	2000.75	2147	763.5	1416	1190	1185	1357.21	31/05/2010
1340.51	479.33	677.18	2775	1962.99	2105	763.5	1393	1190	1209	1341.8	27/05/2010
1317.35	484.53	666.56	2775	1924.99	2064	763.5	1440	1195	1209	1335.58	25/05/2010
1302.87	484.53	668.78	2775	1888	2024	763.5	1445	1203	1209	1329.62	24/05/2010
1289.83	488.5	672.1	2725	1851	1985	763.5	1461	1204	1209	1317.22	20/05/2010
1290.37	488.5	678.83	2672.8	1815.45	1947	763.5	1492	1222	1186	1310.07	18/05/2010
1276.45	488.5	678.01	2672.8	1781.83	1909	756	1463	1220	1197.93	1301.38	17/05/2010
1255.72	488.5	684.86	2672.8	1747.98	1872	741.5	1438	1200	1209.86	1285.83	13/05/2010
1234.55	492.1	683.83	2672.8	1714.92	1853.68	727	1410	1195	1209.86	1270.51	11/05/2010
1217.86	492.1	680.58	2716.54	1682.72	1835.37	713	1383	1200	1231.33	1262.09	10/05/2010
1236.15	495.7	681.61	2769.88	1664	1800.63	699.5	1390	1220	1225.14	1258.29	04/05/2010
1261.04	504.5	684.05	2725.77	1632	1792.26	686	1420	1244	1225.14	1252.5	03/05/2010
1277.28	514.5	693.89	2725.77	1600	1792.26	785.5	1425	1275	1202.88	1255.58	29/04/2010
1293.53	514.5	696.66	2700.69	1584.5	1795.66	885.5	1398	1270	1202.88	1246.95	27/04/2010
1270.29	524.88	683.83	2678.4	1584.5	1787.66	868.5	1371	1250	1248.32	1236.43	26/04/2010
1246.14	524.88	689.91	2654.2	1569	1791.37	851.5	1345	1251	1293.76	1221.94	22/04/2010
1228.53	524.88	695.99	2630	1539	1807.45	835	1319	1235	1293.76	1212.97	20/04/2010
1219.48	522.89	690.73	2582.67	1509	1799.84	819	1294	1243	1299.11	1197.91	19/04/2010
1217.79	523.09	696.71	2545	1480	1789.38	803	1294	1239	1304.55	1186.86	15/04/2010
1195	519.43	696	2496.96	1480	1783.15	787.5	1269	1201	1315.27	1177.4	13/04/2010
1171.78	511.73	686.1	2450	1451	1789.51	772.5	1245	1185	1326	1160.42	12/04/2010
1151.28	502.5	695.54	2450	1423	1783.29	765	1712	1185	1326	1146.93	08/04/2010
1166.01	502.5	698.17	2450	1395.83	1783.29	765	1740	1170	1326	1148.8	06/04/2010
1166.01	510.5	695	2450	1387	1789.8	757.5	1722	1170	1326	1146.94	05/04/2010
1166.01	511.78	691.69	2500	1405.62	1795.77	750.25	1691	1175	1326.81	1149.29	01/04/2010
1159	504	680.07	2544.75	1381	1795.77	750.25	1658	1157	1316.63	1145.05	30/03/2010
1181.67	494.21	667.52	2560	1359.67	1795.77	750.25	1626	1170	1316.63	1141.18	29/03/2010
1181.67	484.65	674.81	2556.26	1357.34	1799.45	750.25	1555	1156	1316.63	1139.92	25/03/2010

1181.67	475.85	677.61	2556.26	1357.34	1770.93	750.25	1605	1165	1321.83	1130.67	23/03/2010
1181.67	468	687.33	2556.26	1375.56	1737	750.25	1563	1170	1321.83	1132.7	22/03/2010
1190	459.1	683.81	2556.26	1375.56	1703	750.25	1605	1180	1321.83	1131.51	18/03/2010
1193.21	456.39	694.31	2549.64	1384	1670	750.25	1636	1199	1321.83	1132.86	16/03/2010
1180.9	456.39	692	2549.64	1357.35	1637.57	750.25	1605	1160	1321.83	1123.64	15/03/2010
1180.9	456.39	678.53	2527.32	1338.81	1619.26	743	1578	1155	1321.83	1109.74	11/03/2010
1174.62	453.69	683.96	2505	1317.89	1625.15	735.75	1545	1170	1321.83	1105.24	09/03/2010
1174.62	453.69	690.15	2505	1335.4	1631.04	728.5	1550	1157	1321.83	1108.19	04/03/2010
1174.62	453.69	703.16	2459.77	1362.08	1664.02	728.5	1580	1190	1331.56	1115.07	02/03/2010
1168.35	453.69	705.78	2418.24	1388.06	1697.91	728.5	1609	1175	1341.3	1122.38	01/03/2010
1179.15	449.5	695.94	2372.14	1416.08	1729.55	728.5	1640	1189	1317	1126.84	23/02/2010
1189.95	458.62	705.35	2328	1400	1732.08	728.5	1639	1202	1292	1129.07	22/02/2010
1206.61	467.75	708.26	2283	1373	1756.6	728.5	1623	1187	1279.5	1125.31	18/02/2010
1230.24	467.75	721.39	2239	1346.43	1756.6	728.5	1596	1200	1267	1118.72	16/02/2010
1239.9	467.75	720.48	2196	1343.96	1790	728.5	1560	1197	1255.02	1118.88	15/02/2010
1262.98	467.75	708	2153	1368.42	1810.33	728.5	1516	1240	1243.04	1118.22	11/02/2010
1243.51	477.25	694.51	2153	1394.26	1820.3	728.5	1560	1210	1221.25	1123.31	09/02/2010
1267.02	477.25	708.65	2153	1409.98	1789.76	728.5	1564	1207	1216.84	1123.82	08/02/2010
1249	477.25	722.11	2153	1385.63	1765	728.5	1534	1184	1224	1110.3	04/02/2010
1225	477.25	710.39	2132	1359.28	1800.23	728.5	1504	1161	1200	1098.71	02/02/2010
1201	486.75	702.87	2132	1333.34	1836	728.5	1475	1139	1220.57	1091.31	01/02/2010
1178	486.75	689.43	2132	1313	1873	728.5	1444	1101	1237.79	1083.95	28/01/2010
1155.56	491.62	683	2111	1288	1910.51	728.5	1419	1071	1220	1073.61	26/01/2010
1135	491.62	670	2090.5	1263	1878.16	714.5	1390	1070	1198	1061.45	25/01/2010
1135	496.5	672	209.5	1239	1916	700.5	1400	1064	1198	1053.41	21/01/2010
1135	501.5	663.2	2070	1215	1879	687	1387	1071	1186.5	1047.82	19/01/2010
1131	501.5	669.63	2070	1191.44	1843	674	1380	1065	1175	1039.61	18/01/2010
1131	506.5	679.62	2030	1191.44	1807	661	1387	1080	1175	1034.31	14/01/2010
1115	511.5	686.43	1991	1181.94	1772	661	1434	1080	1175	1029.41	12/01/2010
1100	511.5	690.25	1991	1181	1738	661	1419	1074	1173	1026.21	11/01/2010
1100	516.5	687	1991	1186	1704	661	1400	1069	1173	1015.9	07/01/2010
1116	521.75	675.03	1952	1163	1671	661	1405	1080	1173	1011.01	05/01/2010

125

1116	521.75	683.58	1952	1141	1639	661	1400	1089	1173	1002.42	04/01/2010
1116	527	691.86	1952	1118.84	1607	661	1400	1100	1173	1000	31/12/2009

قائمة المراجع

المراجع

المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب:

- 1- القرآن الكريم
- 2- أرشيد، عبد المعطي رضا وآخرون: "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، دار زهران للنشر، عمان، الأردن، 1999.
- 3- اندراوس، عاطف وليم: "دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 4- برغام، آجين: "الإدارة المالية"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، ط1، 2010/ ترجمة: محمود فتوح وعبد الكريم محمد.
- 5- بوراس، أحمد: "أسواق رؤوس الأموال"، الجزائر، مطبوعات جامعة منتوري، 2003.
- 6- التميمي، أرشد فؤاد و عزمي، أسامة: "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة"، دار الميسرة، الأردن، ط1، 2004.
- 7- جبار، محفوظ: "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الجزائر، دار هومة، الجزء الثاني، ط1، 2002.
- 8- جودة، صلاح السيد: "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً"، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000.
- 9- حسين، عصام: "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008.
- 10- حماد، طارق عبد العال: "إدارة المخاطر"، مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2003
- 11- حماد، طارق عبد العال: "المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، سلسلة البنوك التجارية "قضايا معاصرة"، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2003.
- 12- حماد، طارق عبد العال: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية جامعة عين شمس، 2000.
- 13- الحناوي، محمد صالح وآخرون: "الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 - 2005 .
- 14- حنفي، عبد الغفار: " بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 15- حنفي، عبد الغفار: "أساسيات الإدارة المالية"، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، ط1، 2000.

- 16- حنفي، عبد الغفار: "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004
- 17- الداغر، محمود: "الأسواق المالية مؤسسات، أسواق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 18- الراوي، خالد وهيب: "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009
- 19- الراوي، خالد وهيب: "الاستثمار: مفاهيم، تحليل، استراتيجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 1999.
- 20- رزق، عادل: "الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي"، دار طيبة للنشر، بدون مكان نشر، 2004
- 21- رزق، عادل: "دعائم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، 2006.
- 22- رمضان، زياد: "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002.
- 23- الزبيدي، حمزة محمود: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوارق، الأردن، 2001.
- 24- الزرري، عبد النافع عبد الله، وفرج، غازي توفيق: "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، عمان الأردن، ط1، 2001.
- 25- الشواورة، فيصل محمود: "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2008.
- 26- صبح، محمود: "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، البيان للطباعة والنشر، بدون مكان نشر، ط3، 2000.
- 27- العبادي، هاشم فوزي: "الهندسة المالية وأدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008
- 28- عبد الحميد رضوان حسن، سمير: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005.
- 29- عرب، هاني: "المساعد في أساسيات الاستثمار"، 2006، متوفر على موقع الأنترنت www.rsscra.com
- 30- العلي، أحمد: "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، منشورات جامعة دمشق، 2008.
- 31- قندوز، عبد الكريم: "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، منشورات جامعة الكويت، الكويت، 2010
- 32- كنجو، كنجو، شيحا، أيمن: "الأسواق المالية"، منشورات جامعة حلب، 2005.
- 33- محمد، عمرو هشام: "اتخاذ القرارات الاستثمارية في القطاع المالي: نظرة اقتصادية تحليلية"، دار طلاس، دمشق، ط1، 2010.

- 34- مطر، محمد: "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر، الأردن، ط 3، 2004.
- 35- مطر، محمد، وتيم، فايز: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 36- الميداني، محمد عزت: "الإدارة التمويلية للشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، ط3، 2006.
- 37- هندي، منير ابراهيم: "الأوراق المالية وسوق رأس المال"، كلية التجارة، جامعة طنطا، 2006.
- 38- هندي، منير ابراهيم: "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003.
- 39- هندي، منير: "إدارة المخاطر - الجزء الثالث: عقود الخيارات"، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، ط1، 2007.
- 40- هندي، منير: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات / الجزء الثاني"، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.

ثانياً: الدوريات والأبحاث المنشورة:

- 1- أوسرير، منور، بن حاج جيلالي مغراوة، فتحية: "دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الاستثمارية"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد السابع، 2009.
- 2- الميداني، عزت: "سوق الاوراق المالية ودورها في الاقتصاد الوطني"، جمعية العلوم الاقتصادية، 2007.
- 3- بن موسى، كمال: "المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها-" مجلة الباحث، عدد 3، 2004.
- 4- بوراس، أحمد: "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، الجزائر، جامعة منتوري، قسنطينة، 1999.
- 5- الجبوري، عبد العزيز شويش: "العلاقة بين أسعار الخيارات وأسعار موجوداتها الأساسية- الخيارات مثلاً-"، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 12، 2008.
- 6- حشاد، نبيل: "إدارة مخاطر المشتقات وإدارة البحوث والمجلة وبنك المعلومات"، النشرة المصرفية العربية، 2005.
- 7- خبايا، حسان: "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، فيفري، 2004.
- 8- خضر، حسان: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، آذار، 2004، السنة الثالثة.
- 9- الداوور، جبر، ونواف، عابد: "أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)"، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد السابع عشر، العدد الأول، يناير 2009.

10- دهال، رياض: "الأدوات المالية"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة جسر التنمية، الكويت، العدد 15، 2003.

11- عبد الحفيظ، محمد كريم: "اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1994-2004)"، ورقة بحث منشورة، مجلة العلوم الانسانية، الجزائر، العدد 29، يوليو، 2006، متوفر على الموقع www.ulum.nl.

12- العمري، محمد علي والعلوي، أسعد: "استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد الأول، العدد الرابع، 2002.

13- لخضر، مرغاد: "الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد السابع عشر، نوفمبر، 2009.

14- مباركي، سامي: "الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية"، لا يوجد تفاصيل.

15- مهيدات، محمود: "الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية، تقدير اقتصادي"، التفاصيل غير متوفرة

16- نوري موسى، شقيري، وأبو عرابي، مروان: "مدى استخدام البنوك لسياسة التنويع للحد من المخاطر/ دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 20، شهر 4، 2009.

ثالثاً: الرسائل العلمية:

1- الأسرج، حسين عبد المطلب: "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002.

2- بوكساني، رشيد: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية"، رسالة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.

3- حناوي، سوزان: "السلوك الاستثماري ودوافعه وميوله بالتطبيق على الجمعيات التعاونية السكنية في حلب"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة حلب، سورية، 2011.

4- الزيدي، إياد فلاح: "دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي"، دراسة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، آذار، 2009.

5- سناجقي، عبدالله: "سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بو علي الشلف، 2009/2008.

6- صايبي، عمار: "محددات الاستثمار المحافظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009/2008.

7- عمران، عبد القادر، بوزريق، علي: "مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية- دراسة حالة مجمع رياض صطيف"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي- تبسة، الجزائر، 2006/2005.

8- مباركي، سامي: "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2004/2003.

9- مزاهدية، رفيق: " كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2007/2006.

10- نفلة، نزهة: "قياس أثر الأدوات المالية المشتقة في تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية" ، دراسة مقدمة لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة حلب، 2009.

رابعاً: المؤتمرات والملتقيات:

1- أبو جودة، جورج: "واقع وآفاق تطوير القطاع المالي في سورية من وجهة نظر مصرفية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر رؤى في الإصلاح والضريبي" (التجارب والتحديات)، دمشق، آذار، 2007.

2- بدون اسم كاتب، "دور سوق رأس المال في عملية الاستثمار"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس تحت عنوان: نحو مناخ استثماري وأعمال مصرفية إلكترونية، جامعة فيلادلفيا، كلية العلوم الإدارية والمالية، عمان، الأردن، 4 - 5 / يوليو، 2007.

3- بن رجم، محمد خميسي: "المنتجات المالية المشتقة أدوات لتغطية المخاطرة أم لصناعتها" مداخلة مقدمة لملتقى العلمي الدولي حول الزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة عباس فرحات صطيف الجزائر، أيام 20 - 21، أكتوبر، 2009

4- بوعافية، سمير، قريد، مصطفى: "التعامل بالمشتقات كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية"، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، صطيف، الجزائر، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009.

5- الجليلاتي، محمد: "مدخل إلى الأسواق المالية"، سوق دمشق للأوراق المالية، دمشق، 2009.

6- الجليلاتي، محمد: "الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وأسس الاستثمار فيها"، سوق دمشق للأوراق المالية، دمشق، 2009.

7- الجليلاتي، محمد: "الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ودورها في التنمية"، سوق دمشق للأوراق المالية، 2009.

8- حطاب، سامي: "المحفظة الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007.

9- سحنون، محمود: "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها، جامعة جرش، الأردن، خلال الفترة 14-16/ كانون الأول، 2010.

10- علاونة، عاطف: "الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، 17 - 18/11/2008.

11- غنيم، حسن: "المشتقات المالية"، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005

12- لعمارة، جاول، حدة، ريس: " تحديات السوق المالي الإسلامي "، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات . دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة ، الجزائر، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006.

13- نزال، عبدالله ابراهيم: " كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التيسير بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، الجزائر، 5/1/2011.

14- نشنش، سليمة: "دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي"، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف - الجزائر، نيسان، 2009.

المراجع الأجنبية:

أولاً: الكتب:

- 1- A.Choinel & G.Rouyer, "Les marches financières: structure et acteurs", Panque édition, paris, 7emeedition, 1999
- 2- Appel, M, "Higher Return From Safe Investment Using Bonds, Stocks, and Option to Generate Life Time Income", United State of America, First Printing, March, 2010
- 3- Bodie, Z, Kane, A, Marcus, AJ: "Finance Investment", The McGraw-Hill, 5th Ed, 2001
- 4- Cecchetti, S: "Money, Banking, and Financial Markets", The McGraw-Hill, New York, 2006
- 5- Cohen, G, "The Bible of Options Strategy", Prentice Hall, USA, 2005
- 6- Corrado, Ch: "Fundamentals of Investments", 2002, Available on : http://books.mec.biz/book/Fundamentals_of_Investments/NDI4NjQ3MDg4.
- 7- Cuthbertson, K & Nitzche: "Financial Engineering, Derivatives and Risk Management", John Wiley and sons. Itd. New York ,USA, 2001
- 8- Defusco, McLeavey, Pinto & Runkle, "Quantitative Methods for Investment Analysis", CFA Institute Series, 2ed, 2006, available on Financial E Book. Net.

- 9- Hagin, R,” Investment Management – Portfolio Diversification, Risk, and Timing Fact and Fiction”, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, Published simultaneously in Canada, 2004
- 10-Hemple, G & Simonson, G, “Bank Management: Texts and Cases”, John Wiley & Sons Inc, New York, 1999 .
- 11-Hull, J, “Options, futures, & other Derivatives”, Prentice Hall, New Jersey, Fifth Edition, 2007
- 12-James, P, “Option Theory”, Wiley Finance Series, England, 2003
- 13-Jorion and S. Khoury,”Financial Risk Management”, Mass Blackwell Publishers, 2000
- 14-Kidwell , David and others: "financial institutions ,markets and money" ,8th edition ,USA ,2003
- 15-Miller,R, Hoose, D, “Money, Banking and Financial Markets”, south Western, Publishing Thomson Learning, United States Of America, 2001
- 16-Neftic, S.N, ”Principle of Financial Engineering”, Elsevier, printed in Canada, second edition,2008.
- 17-Reilly,F & Brown, K: “Investment Analysis and Portfolio Management”, Available on <http://books.mec.biz>
- 18-Ryan R, “Corporate Finance and Valuation”, Thomson Learning ,London, 2006
- 19-Singh, Y.P: “Accounting and Financial Management”, New Age International (P) Ltd., Publishers, New Delhi, 2007.
- 20-Stanyer, P: “Guide to Investment Strategy”, Profile Books ltd, 2006.
- 21-Thauron, A & Guyvarch,A, "Finance",Supfoucher,2009
- 22-Ward, R.W, “Options & Options Trading”, Mc Grow Hill. USA, 2004

ثانياً: الدوريات والأبحاث المنشورة:

- 1- Al-Ali,A & Al-Halaseh,R, "Profile Hedging with Option Strategy: An Applied Study in Amman Stock Exchange", Jordanian University Journal of Business Administration, Jordan, 2008.
- 2- Brown, W. G, “Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives,” Journal of Financial Economics 60, nos. 2–3 May/June 2001
- 3- Cooremans, C:” Make it strategic! Financial investment logic is not enough”, Energy Efficiency, DOI 10.1007, Published online: 21 May 2011
- 4- Cuthbertson, K & Nitzche: “Financial Engineering, Derivatives and Risk Management”, John Wiley and sons. Itd. New York ,USA, 2001
- 5- Easley, D & Others: "Option Volume and Stock Prices: Evidence on Where Informed Traders Trade", The Journal of Finance, vol 53.No.2, April 1998
- 6- Grover, J, Lavin,A: “Modern Portfolio Optimization: A Practical Approach Using an Excel Solver Single-Index Model”, The Journal Of Wealth Management, Summer,2007
- 7- Gustafsson, M & Morck, E: “Black- Scholes Option Pricing Formula, An Empirical Study”, Handelshogskolan School of Business Economics and Law, 2009

- 8- Jorion, P & Zhang, G, "Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of The Rating Prior to The Announcement", Paul Merage School of Business, Irvine, CA, December, 2006.
- 9- Kalodera, I, Schlag, Ch: "An Empirical Analysis of the Relation Between Option Market Liquidity and Stock Market Activity" the paper was presented at EIR 2003 Annual Conference in Geneva, November 25, 2003
- 10-Mayhew, S, Sarin, A, Shastri, K: "What Drives Option Liquidity?" University of Pittsburgh, November 1999
- 11-No name, "The Equity Options Strategy Guide", The Options Industry Council, Chicago, USE, December, 2011, available on: www.Options Education.org.
- 12-Place, J, "Basic Bond Analysis", Hand Book in Central Banking, No 20, London, Bank of England Center For Central Banking Studies, December, 2000
- 13-UBS Financial Services Inc,"The Benefits of Diversification", Fundamentals Series, December, 2004
- 14-Wetherilt, H. A, Weeken, O, "Equity Valuation Measures: What Can They Tell Us", Bank of England Quarterly Bulletin, London, Bank of England, Winter, 2002.

المواقع الإلكترونية:

- 1- http://www.arab-api.org/course2c2_5_2_21.htm.mht : المعهد العربي للتخطيط، الكويت
- 2- <http://www.djelfa.infovbshowthread.phpt=233958.mht>
- 3- <http://www.ingretirementplans.com/SponsorExtranetdiversification.pdf>
- 4- [Http://www.philadelphia.edu.jo/academics/iananzeh/upload/Investment%20management.pdf](http://www.philadelphia.edu.jo/academics/iananzeh/upload/Investment%20management.pdf)
- 5- www.dse.sy/includes-img/ar/org_strjpg?phpMyAdmin=EeHILaB5cpBLnx,b68LcIWNiae7
- 6- www.dse.sy موقع سوق دمشق للأوراق المالية
- 7- www.syrecon.org موقع وزارة الاقتصاد و التجارة السورية
- 8- www.syriaBourse.com تاريخ الاطلاع: 27/7/2011

The Role of Options as an Effective Investment Tool in Stimulating Financial Market Liquidity

Prepared By

Amal Marzafe

Supervised By

Dr. Abdallah Belal

Abstract:

The Purpose of The Present Study is to explain the effect of using Options on investment practicability at financial market by and large, and financial market liquidity, negotiability stimulation in private. That by trying insertion options to Damascus Securities Exchange and put it under investor' behavior with a view to improve market liquidity.

For realization the purpose of the study we choose sample created from 10 firms stock action in the market which assimilated the most active stocks. And because not existing options market in Damascus market we use Black & Scholes model to pricing call option on the 10stocks, then follow up its performance and comparing it with return's rate and risk same portfolio ,but without using options to be based for evaluation the performance up on tow assumptions:

- 1_ The expiration of the European option 3 moths*
- 2_ The exercise price = the stock price in the first of all period*

The study find that options portfolio realizes very high return rate comparing with the return rate of both market portfolio and the portfolio without using options when the market was positive and steady, then it became negative making big losing in portfolio

return, because of the regular risk witch exist on the national economic .

The study concludes that inserting options to Damascus Securities Exchange will increase the market liquidity at the long term.

The study excuter definition time frame for inserting options as financial tool inside to stocks, and choosing the suitable time to starting work.

Key Words: Options Contract, Liquidity, Securities Financial Market.

Aleppo University

Economics Faculty

Department of Financial and Banking Sciences



The Role of Options as an Effective Investment Tool in Stimulating Financial Market Liquidity

This is Submitted for Master Degree In Department of Financial and
Banking Sciences

Prepared By

Amal Marzafe

Supervised By

Dr. Abdallah Belal

Teacher at Department of Financial and Banking

Sciences Faculty of Economics

University of Aleppo

2013- 1434

Aleppo University

Economics Faculty

Department of Financial and Banking Sciences



The Role of Options as an Effective Investment Tool in Stimulating Financial Market Liquidity

This is Submitted for Master Degree In Department of Financial and Banking Sciences

Prepared By

Amal Marzafe

Supervised By

Dr. Abdallah Belal

Teacher at Department of Financial and Banking

Sciences Faculty of Economics

University of Aleppo

Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements Master Degree Financial and Banking Sciences at Faculty of Economics , University of Aleppo.

2013- 1434

Declaration

It is thereby declaration that work:

The Role of Options as an Effective Investment Tool in Stimulating Financial Market Liquidity

Has not already been accepted for any degree , nor it is being
Submitted concurrently for other degree.

Candidate

Amal Marzafe

Certificate

It is thereby certificated that the work described in thesis is the result of the author 's own investigation under the supervision of **Dr. Abdallah Belal** Teacher at Department of Financial and Banking Sciences, Faculty of Economics University of Aleppo, and any reference to other research work has been acknowledged in the text .

Directors of Study

Dr. Abdallah Belal

Candidate

Amal Marzafe

Aleppo University

Economics Faculty

Department of Financial and Banking Sciences



The Role of Options as an Effective Investment Tool in Stimulating Financial Market Liquidity

This is Submitted for Master Degree In Department of Financial and
Banking Sciences

Prepared By

Amal Marzafe

2013- 1434