

مقومات تطبيق الخيارات المالية لإدارة مخاطر الاستثمارات المالية بالتطبيق على البنوك التجارية العامة

الباحث

على يونس إبراهيم

أستاذ مساعد - قسم التمويل والاستثمار

كلية العلوم المالية والإدارية - جامعة طيبة

مقدمة الدراسة:

وتتناول هذه المقدمة مشكلة وأهداف وفروض وأساليب البحث، وكذلك تحديد الهيكل المقترح لهذا البحث، وتشتمل على النقاط التالية:

١- مشكلة البحث.

٢- أهمية البحث.

٣- فروض البحث.

٤- أهداف البحث.

٥- مجتمع وعينة البحث.

٦- محددات البحث.

٧- أسلوب البحث.

٨- محتويات البحث.

تمهيد:

تتمثل سياسات الاستثمار في البنوك في قيام البنك من جانبه

(١) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، (الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٧)، ص ١٠٨ - ١١٣.

١- مخاطر سعرية ، وهى التى تنتج عن هبوط القيمة الرأسمالية للإستثمار (الأصل)

٢- مخاطر سعر الفائدة، أى إنخفاض الدخل المتعلق بأصول البنك وكذلك ارتفاع التكلفة المرتبطة بمصادر التمويل.

ومعظم مخاطر الاستثمار تكون مخاطر سعرية حيث أنه إذا ارتفع سعر الفائدة فى السوق تنخفض قيمة الورقة المالية ، وذلك إلى جانب أن هناك مخاطر أسعار الفائدة المرتبطة بالاستثمار .

وفى السنوات الأخيرة، شهدت الساحة المصرفية العالمية العديد من التطورات التى إنعكست بدورها على ملامح النظام المصرفى العالمى، وقد بدأت تلك الملامح تتضح مع موجه من تحرير الأنظمة المصرفية والمالية من القيود الحكومية ، ومن أهم التطورات التى شهدتها الساحة المصرفية الصناعة المالية الحديثة، ظهور الخيارات المالية .

فى ظل هذه التحديات أصبحت هناك حاجة مناسبة إلى ضرورة قيام إدارة المؤسسات المالية المصرية بتطوير الاستراتيجيات الملائمة للتعامل

١- حجم الأموال الموجهة للإقراض والمتاحة للإستثمار فى الأوراق المالية.

٢- تحديد المستوي المقبول من المخاطر.

٣- التنوع فى محفظة استثمار الأوراق المالية.

ومما شك فيه، أن البنوك عندما تمارس وظيفة الاستثمار سواء كان مباشراً أو غير مباشر فإنها تواجه الكثير من المخاطر التى يجب أن يأخذها واضع ومنفذ السياسات المصرفية فى الإعتبار مقارنة إياها بالعائد المتوقع (١) .

وعلى الرغم من أن هناك تقسيمات متعددة للمخاطر التى تواجه سياسة الإستثمار، فإن أهم تلك المخاطر تتمثل فى مخاطر الإستثمار، وهى المخاطر التى تنتج عن دخول البنوك فى مجال الاستثمار سواء كان استثمار مباشر أو استثمار غير مباشر وهى عبارة عن نوعين من المخاطر:

(1) Jacob, N, "The Measurement of Systematic Risk for Securities and Portfolio: Some Empirical Results " *Journal of Finance* , March 1991.

أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها^(١)

وتتضمن الخيارات مجموعته وأسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها (Structure) ومخاطرها (Risks) وأجالها (Maturities)، كما تتنوع هذه الأدوات تبعاً لدرجة تعقيدها (Complexity)، ومن أهم هذه الخيارات:

• خيارات البيع

• خيارات الشراء

• التوليفات

وعلى هذا الأساس تتركز الدراسة على تحديد إمكانية استخدام الخيارات المالية في إدارة مخاطر سياسات الاستثمار للبنوك ومدى توافر المقومات المختلفة (مادية - بشرية - مالية - قانونية) اللازمة لتطبيق هذه الخيارات.

أولاً: مشكلة البحث

تتمثل مشكلة البحث في عدم وجود رؤية مستقبلية متكاملة لدى إدارات البنوك التجارية العامة في ج. م. ع. بشأن إمكانية تطبيق

مع تلك التحديات بكفاءة وفعالية، ولاشك أن الخيارات المالية تمثل أحد المجالات الهامة التي يمكن في حاله استخدامها بصورة سليمة أن تؤدي إلى (١).

• تخفيض المخاطر التي تتعرض لها البنوك خاصة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة ومخاطر التقلبات في أسعار الصرف.

• الحصول على دخل إضافي نتيجة الاتجار في تلك الخيارات.

والخيارات هي أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار تلك الأدوات، ويمكن تعريفها (Derivatives) على إنها عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول

(١) البنك الأهلي المصري، النشرة الإقتصادية، العدد الثالث، المجلد الثاني والخمسون، ١٩٩٩، ص ١٦.

(١) Poulouen, L. Y., Risk Analysis In Project Appraisal (London : Hopking press University, 1990) P. 10

بالمكتبة العربية في هذا الشأن، حيث أظهرت تلك المراجعة أن معظم الدراسات العربية التي تناولت الخيارات المالية قد ركزت على الجوانب المحاسبية والضريبية وأهملت تطبيق هذه الخيارات في مجال إدارة مخاطر سياسات الإستثمار بتلك البنوك بشكل يؤدي إلى تخفيض مخاطرهما.

ومن خلال ما سبق يتضح للباحث أنه على الرغم من استخدام هذه الأدوات بواسطة البنوك التجارية العالمية إلا أن البنوك التجارية المصرية لم تستخدم أيا منها بدرجة مناسبة، وهو الأمر الذي يطرح التساؤلات التالية:

♦ ما هو مدى إدراك المسؤولين بالبنوك التجارية المصرية لمفاهيم الخيارات المالية، وما هي المشاكل والمعوقات التي يواجهها تطبيق هذه الأدوات في إدارة مخاطر سياسات الإستثمار لتلك البنوك.

♦ ما هي المقومات والمحددات التي تساعد على نجاح البنوك التجارية المصرية في استخدام الخيارات المالية في إدارة مخاطر سياسات الإستثمار بها.

الخيارات المالية يهدف تخفيض مخاطر سياسات الإستثمار لدى تلك البنوك من جانب، فضلاً عن تحديد المتطلبات اللازمة لتحقيق ذلك من جانب آخر.

ولقد تم التحقق من وجود هذه المشكلة من خلال:

١- الدراسة الإستطلاعية التي قام بها الباحث على عينة مختارة من المسؤولين بالجهاز الإداري في البنوك التجارية العامة، والتي أوضحت عدم وجود رؤية مستقبلية متكاملة لدى إدارات البنوك التجارية العامة في ج. م. ع. بشأن إمكانية تطبيق الخيارات المالية بهدف تخفيض مخاطر السياسات المصرفية بصورة عامة ومخاطر سياسات الإستثمار بصورة خاصة لدى تلك البنوك.

٢- أما الشق الثاني من مشكلة البحث والذي يتمثل في عدم وجود دراسات علمية عربية متكاملة تتناول مجالات تطبيق الخيارات المالية في القطاع المصرفي أو المتطلبات اللازمة لنجاح استخدام تلك الخيارات في مواجهة مخاطر سياسات الإستثمار، فقد تم التحقق من ذلك من خلال مراجعة الدراسات والبحوث المتاحة

ثانياً: أهمية البحث:

تتبع اهمية هذا البحث من خلال مايلي:

١ - تلقي هذه الدراسة الضوء على موضوع حديث فى مجال الإدارة المالية وهو الخيارات وطبيعتها، وكيفية استخدامها فى تخفيض مخاطر سياسات الإستثمار للبنوك .

٢- تمثل هذه الدراسة إضافة علمية على المستوى الفكرى فى هذا المجال باعتبار أنه مجال حديث نسبيا فى مصر بسبب قلة الكتابات والدراسات العربية التى تناولت دور الخيارات المالية فى ادارة مخاطر البنوك التجارية . وقلة المعايير المصرفية والمالية الصادرة بشأنها.

٣- التعرف على المناهج المختلفة لإستخدام الخيارات المالية فى مخاطر سياسات الإستثمار للبنوك التجارية.

٤ - تهتم الدراسة بالتعرف على مفاهيم وخصائص ومخاطر الخيارات المالية، مما يمثل مرشداً للتعامل مع هذه الأنواع مستقبلاً.

٥ - التعرف على مشاكل ومعوقات استخدام البنوك التجارية المصرية للخيارات المالية فى ادارة مخاطر سياساتها المصرفية بأسلوب علمى.

٦- التوصل الى مجموعة من المقومات والمحددات التى تساعد فى تحسين فاعلية استخدام الخيارات المالية فى البنوك التجارية المصرية بما يمكنها من تحسين قدرتها التنافسية فى سوق المال العالمى.

٧- التعرف على دور الخيارات المالية فى البنوك التجارية المصرية وبالتحديد فى إدارة مخاطر سياسات الإستثمار بها.

ثالثاً: فروض البحث:

يقوم هذا البحث على أساس اختبار صحة الفرض التالى:

يوجد إتفاق معنوي بين أفراد عينة الدراسة، بشأن كل عنصر من العناصر التالية:

أ- أهداف استخدام الخيارات.

ب- مشاكل استخدام الخيارات

مجتمع البحث:

يتمثل مجتمع البحث في البنوك التجارية العامة وهي أربعة بنوك:

♦ بنك القاهرة.

♦ بنك مصر.

♦ بنك الإسكندرية.

♦ البنك الأهلي المصري.

سادساً: محددات البحث:

(أ) **المحددات الزمنية:** سوف

يدرس الباحث ميزانيات البنوك محل الدراسة لتحليل السياسات المصرفية بها خلال فترة العشر سنوات الأخيرة (١٩٩١-٢٠٠١).

(ب) **سوف تقتصر الدراسة على**

مخاطر سياسات الإستثمار فقط في البنوك محل الدراسة، والتي يمكن إدارتها من خلال استخدام الخيارات المالية.

(ج) هذا البحث يعبر عن آراء

واتجاهات المسؤولين بإدارات

الإستثمار بالبنوك محل

الدراسة.

ج- المبادئ المطلوبة لإدارة الخيارات.

د- مقومات تطبيق الخيارات لإدارة مخاطر سياسات الاستثمار بالبنوك محل الدراسة.

رابعاً: أهداف البحث:

تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

(١) تحديد مفهوم الخيارات المالية في الواقع العملي.

(٢) تحديد الأهداف المختلفة لاستخدام الخيارات.

(٣) تحديد المشاكل المرتبطة باستخدام الخيارات ووسائل ونكتيات علاجها.

(٤) تحديد الاحتياطات المطلوبة لإدارة الخيارات.

(٥) تحديد الضوابط الأساسية لتطبيق الخيارات المالية لتقليل مخاطر سياسات الإستثمار للبنوك.

(٦) تقديم النتائج والتوصيات بناء على ما تسفر عنه هذه الدراسة.

• المقابلات الشخصية مع المسؤولين عن اتخاذ قرارات التوظيف وخاصة التوظيف الإستثماري في البنوك محل الدراسة.

ثامناً: محتويات البحث:

سوف يتم إنجاز هذا البحث - إن شاء الله - من خلال المقدمة إضافة إلى الفصول التالية:

الفصل الأول: مفاهيم الخيارات المالية ومتطلبات استخدامها.

الفصل الثاني: مخاطر سياسات الاستثمار للبنوك واستخدام الخيارات المالية لإدارتها.

الفصل الثالث: التحليل الإحصائي ونتائج الدراسة التطبيقية.

الفصل الرابع: النتائج والتوصيات.

الفصل الأول

مفاهيم ومتطلبات استخدام

الخيارات المالية

سوف يتناول الباحث في هذا الفصل المفاهيم الأساسية للخيارات المالية، ومجالات تطبيقها مع الإشارة إلى الاحتياطات المطلوبة لإدارتها

سابعاً: أسلوب البحث:

يشتمل أسلوب البحث على تحديد نوعية البيانات المطلوبة للدراسة وطرق جمعها وذلك على النحو التالي:

(أ) نوعية البيانات وطرق جمعها:

(١) البيانات الثانوية:

وسوف يتم الحصول عليها من خلال:

• الإعتماد على المراجع المتاحة في مجال الإدارة المالية من كتب ودوريات عربية وأجنبية.

• المقارنات وتقارير الأداء عن البنوك محل الدراسة.

• التقارير التي يصدرها البنك المركزي عن أنشطة وحدات الجهاز المصرفي.

• الدراسات والأبحاث التي تمت في مجال هذه الدراسة.

(٢) البيانات الأولية:

وسوف يتم الحصول عليها من خلال:

• قائمة الإستقضاء التي سوف توجه إلى المسؤولين بإدارات الاستثمار في البنوك محل الدراسة.

بمسعر الممارسة
Exercise price بالمقارنة بالقيمة
السوقية Market price للأصل
محل التعاقد والتوقعات الخاصة
والتغيرات السعرية لهذا الأصل،
ومن ناحية أخرى يلتزم بائع حق
الخيار بإيداع هامش Margin لدى
بيت السمسرة الذي يتم التعامل معه
فى حالة عدم الحيازة الفعلية
للأصل محل التعاقد أو فى حالة
عدم وجود رصيد له لدى بيت
السمسرة بما يعادل تنفيذ
الصفقة^(١).

وسوف يناقش الباحث فى
هذا الجزء أركان عقد الخيار،
أنواع الخيارات، ثم يتناول بعد ذلك
دوافع شراء الخيارات، ثم بعد ذلك
استراتيجيات استخدام الخيارات فى
أسواق المال^(٢).

(أ) أركان عقد الخيار:

١- مشتري الخيار (الجهة التى
تقوم بشراء الخيار نظير ثمن
يتم دفعه لمحرر الخيار).

(١) Geoffery Bell , Op-Cit , P.P 1-3 .

(٢) د. سعد عبد الحميد مطاوع،

الأسواق المالية المعاصرة،

(المنصورة: مكتبة أم القرى،

(٢٠٠١)، ص ص ٣٩١-٤٤٤.

بفاعلية، وكذلك العوامل المشجعة
على استخدامها، وعلى ضوء ذلك
فسوف يتناول الباحث فى هذا
الفصل النقاط التالية:

١- المفاهيم الأساسية للخيارات
المالية.

٢- خصائص الخيارات المالية .

٣- الاحتياطات المطلوبة لإدارة
الخيارات المالية بفاعلية ..

٤- مشاكل استخدام الخيارات
المالية

٥- مقومات تحقيق الاستقرار فى
أسواق الخيارات.

المفاهيم الأساسية

لعقود الخيارات Options

هى عقود يحق بموجبها
تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية بيع أو
شراء أصل مالى فى تاريخ لاحق
وبسعر محدد وقت التعاقد ، وذلك
نظير دفع علاوة (مكافأة) للبائع
premium عند تحرير العقد، ولا
تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء
تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه،
وتتناسب قيمة العلاوة طرديا مع
المدة ومعدلات العائد على الأصول
والعملات التى تشملها العقود،
بالإضافة إلى مستوي السعر المتفق
عليه لتنفيذ العقد وهو ما يعرف

(أ) خيار الشراء Call Option

يمثل خيار الشراء أكثر أنواع الخيارات انتشاراً ويعطي خيار الشراء لحامله حق شراء السهم بسعر معين يُعرفه بسعر الممارسة (سعر لتنفيذ) Exercise Price (Strike Price) وذلك قبل حلول أو بحلول تاريخ معين (خيار الشراء الأمريكي (American Call) أو في تاريخ معين (خيار الشراء الأوربي (European Call). ويتم تداول خيارات الشراء في وحدات تتضمن كل منها الحق في شراء عدد ١٠٠ سهم.

أرباح (خسائر) حامل خيار الشراء عند المستويات المختلفة لسعر السهم:

ويوضح الشكل رقم (١) ربح (خسارة) حامل خيار الشراء بحلول تاريخ انتهاء الخيار Expiration Date وذلك بافتراض أن سعر الممارسة Exercise Price يساوي ٥٠ جنية وأن المكافأة (العلاوة) التي تم دفعها لشراء الخيار تساوي ٥ جنيهاً ويتضح من الشكل أنه عندما يكون سعر السهم بالسوق أقل من ٥٠ جنية (سعر الممارسة) فإن الخيار في تلك الحالة يتصف بأنه "خارج النقود" Out of the

٢- محرر الخيار (الجهة التي تقوم بتحرير الخيار لصالح المشتري مقابل ثمن يدفعه (مشتري الخيار).

٣- سعر التنفيذ أو الممارسة (سعر الورقة المالية الذي يتم بمقتضاه لتنفيذ الخيار).

٤- تاريخ الانتهاء (تاريخ ممارسة الخيار) وهو:

- آخر يوم يتم الاتفاق عليه وفقاً للخيار الأوربي.
- أي يوم بين تاريخ التحرير وتاريخ انتهاء العقد وفقاً للخيار الأمريكي.

٥- المكافأة (العلاوة) التي يدفعها مشتري الخيار لمحرر الخيار.

(ب) أنواع الخيارات:

- ١- خيار الشراء Call Option
- ٢- خيار البيع Put option
- ٣- التوليفة Straddle
- ٤- خيار مؤشر سعر السوق

Stock Index option

وسوف نبين لكل نه ٤ من هذه الأنواع كيفية شراء (بيع) الخيار (مشتري الخيار) ومحرر الخيار (مصدر الخيار). وفيما يلي مناقشة تفصيلية لأنواع الخيارات:

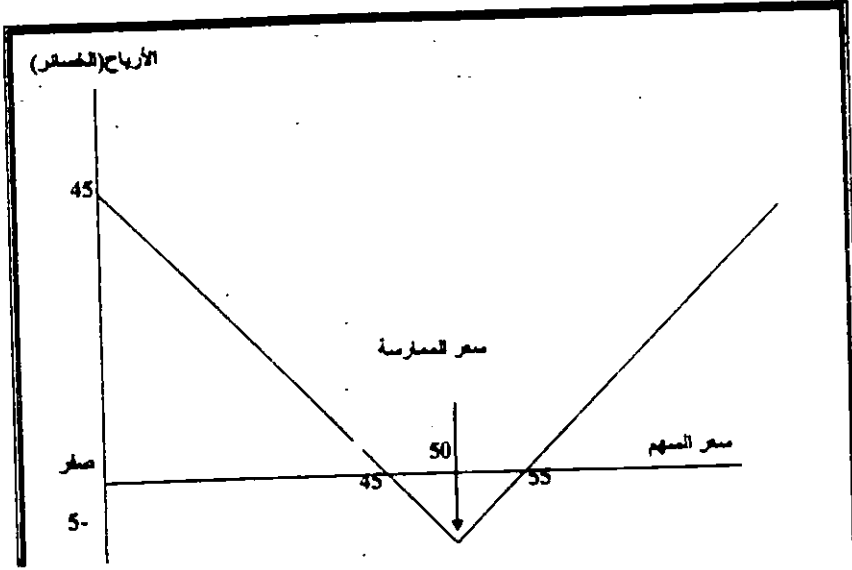
حصل عليه سابقاً عند تحرير خيار البيع) وتجدر الإشارة إلى أن ربح محرر خيار البيع يظل ثابتاً مستوي ٥ جنيهات (مقدار المكافأة) عند أي مستوي من مستويات سعر السهم حيث أن حامل الخيار في مثل هذه الحالة سوف لا يقوم بممارسة خيار البيع، وبالتالي تظل قيمة المكافأة التي حصل عليها محرر الخيار عند إصدار الخيار.

(٢) التوليفة Straddle

يشمل هذا المزيج شراء خيار شراء Call Option وخيار البيع Put Option على نفس الورقة المالية ولتوضيح كيفية استخدام التوليفة نفترض أن سعر الممارسة في كل من خيار البيع وخيار الشراء يساوي ٥٠ جنية وأن ثمن شراء التوليفة يساوي ٥ جنية. على ضوء هذه المعلومات يوضح الشكل رقم (٥) أرباح وخسائر التوليفة عند المستويات المختلفة لسعر السهم.

وتمثل نقطة السعر = ٤٥ جنية نقطة التعادل لمحرر خيار البيع حيث تتساوى عند هذه النقطة الإيراد الذي يمكن الحصول عليه عند بيع السهم بالسوق وهو ٤٥ جنية مع صافي التكلفة والذي يمثل في ٥٠ جنية سعر الممارسة الذي يدفعه محرر الخيار عند قيام حامل الخيار بممارسة الخيار مطروحاً منه قيمة المكافأة التي حصل عليها محرر الخيار عند تحرير الخيار ومقدارها ٥ جنيهات وذلك يكون صافي التكلفة يساوي ٥٠ جنية - ٥ جنيهات بـ ٤٥ جنية.

أما عندما يأخذ سعر السهم في السوق في الارتفاع أعلى من مستوي الـ ٤٥ جنية فإن محرر خيار البيع يبدأ في تحقيق الأرباح تدريجياً حتى يصل مقدار الأرباح التي يحققها محرر الخيار إلى ٥ جنيهات وذلك عندما يصل سعر السهم بالسوق إلى ٥٠ جنية وهو السعر الذي يساوي سعر الممارسة وعندما يكون مقدار الأرباح (٥ جنيهات مساوياً لمبلغ المكافأة الذي



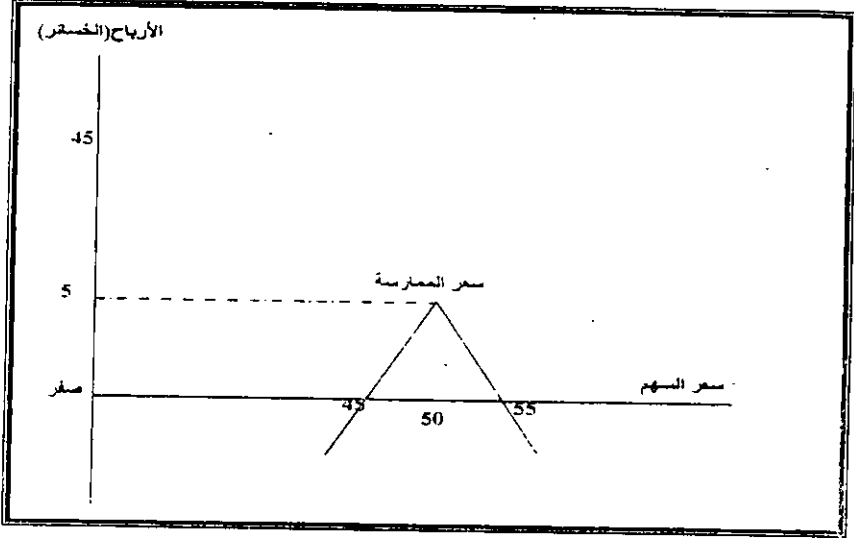
شكل رقم (٥)

أرباح (خسائر) حامل التوليفة

يوضح الشكل رقم (٦) الأرباح (الخسائر) التي تحقق لمحضر التوليفة عند المستويات المختلفة لسعر السهم . وطبقاً للشكل المذكور فإن محضر التوليفة، يحقق ربحاً إذا انحصرت تقلبات السعر في المدى من ٤٥ إلى ٥٥ ويكون مقدار الربح في تلك الحالة يساوي ٥ جنيهات ، أما في حالة انخفاض السعر عن ٤٥ أو زيادة السعر عن ٥٥ فإن محضر التوليفة سوف يتحمل خسائر باهظة.

كما هو موضح بالرسم فإنه إذا تراوحت التقلبات في سعر السهم بين ٤٥ ، ٥٠ فإنه لن يكون هناك أي ربح لمشتري التوليفة وإنما يتحمل خسارة مقدارها ٥ جنيهات (ثمن التوليفة). أما إذا انخفض السعر عن ٤٥ أو ارتفع عن ٥٥ جنية فإن ذلك سوف يؤدي إلى ربح بالنسبة لحامل التوليفة Straddle.

أرباح (خسائر) محضر التوليفة عند المستويات المختلفة لسعر السهم:



شكل رقم (٦)

أرباح (خسائر) محدد التوليفة

مؤشر Standard & Poor 500 والذي يعرف بـ S & P Index كما أن هناك خيارات لشراء أسهم التكنولوجيا Technology Stock وأسهم البترول Oil Stock ويوضح الجدول التالي أهم أنواع خيارات مؤشر السوق والبورصات التي يتم تداول تلك الخيارات فيها.

(٤) خيارات مؤشر سعر السوق

Stock Index Option:

يمكن تعريف خيارات مؤشر السوق بأنها حقوق لشراء وللبيع على أساس مؤشر عام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. وتتشابه هذه الخيارات مع خيارات شراء وبيع الأسهم الفردية غير أن خيارات مؤشر السوق تقوم على أساس مؤشر عام مثل

جدول رقم (١)
أهم خيارات مؤشر السوق بالولايات المتحدة الأمريكية
والبورصات التي يتم فيها تداول تلك الخيارات

اسم البورصة	اسم الخيار
بورصة شيكاغو للخيارات .	S & P 100
بورصة شيكاغو للخيارات .	S & P 100
البورصة الأمريكية للأسهم .	مؤشر أسهم شركات الكمبيوتر.
البورصة الأمريكية للأسهم .	مؤشر أسهم شركات البترول .
البورصة الأمريكية للأسهم .	مؤشر أسهم شركات الطيران .
بورصة نيويورك .	مؤشر بورصة نيويورك .

من التنويع Diversification وبعد ذلك تكون درجة المخاطرة التي يتحملها هذا المستثمر هي درجة المخاطرة التلقائية للمحفظة ، والتي يتم قياسها بـ (Portfolio Beta) . أما المخاطرة غير التلقائية والخاصة بكل سهم على حده فإن التنويع يؤدي إلى تخفيضها بصورة كبيرة أو التخلص منها بصورة تامة.

وبدلاً من القيام باختيار عدة أسهم لتكون محفظة متنوعة فإن خيارات مؤشر السوق توفر للمستثمر بديلاً آخر للحصول على عائد يرتبط بالسوق ككل ارتفاعاً وانخفاضاً . فعلي سبيل المثال إذا كان المستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة ، وكان يرغب في الاستفادة من هذا الارتفاع

ومن الجدير بالذكر أن حجم تداول خيارات مؤشرات السوق قد ازداد بصورة كبيرة في السنوات الأخيرة نظراً لأن استخدام هذه الخيارات يسمح للمتعاملين بإمكانية اتخاذ موقف معين السهم في السوق ككل أو مجموعة من أسهم السوق دون اللجوء إلى اختيار تلك الأسهم بصورة منفردة ، فعلي سبيل المثال إذا كان أحد المستثمرين يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بصفة عامة فإن هذا المستثمر يستطيع أن يقوم بشراء بعض الأسهم للاستفادة من هذا الارتفاع وعادة لا يستطيع المستثمر أن يقوم بشراء كل الأسهم والتي يتم تداولها في السوق ولكنه يقوم باختيار مجموعة من الأسهم التي تحقق درجة مناسبة

خسارة سيتحملها هذا المستثمر هي المبلغ الذي دفعه لشراء خيار البيع . وتكون الخسارة فى تلك الحالة أقل مما لو قام هذا المستثمر ببيع بعض الأسهم بنظام البيع على المكشوف نظراً لأنه سيتعين على هذا المستثمر أن يقوم بشراء الأسهم فى تلك الحالة بالسعر المرتفع لكي يقوم بتسليمها للطرف الأخر فى اتفاقية البيع على المكشوف والتي تمت فى وقت سابق بسعر منخفض.

وتجدر الإشارة إلى أن خيارات مؤشر السوق تختلف بصورة أساسية عن خيارات الشراء وخيارات البيع ، على الأسهم المنفردة فى جانب واحد إلا أن هو الخيارات المنفردة سواء خيارات الشراء أو خيارات البيع يمكن أن يتم تنفيذها (ممارستها) إذا رغب حامل تلك الخيارات القيام بذلك ، غير أن خيارات شراء أو بيع مؤشر السوق لا يتم تنفيذها (ممارستها) فى الواقع العملي وإنما تتم تسويتها بصورة نقدية.

فعلي سبيل المثال لنفترض أن حامل خيار شراء مؤشر السوق قد احتفظ بهذا الخيار دون بيع أو ممارسة حتى تاريخ الاستحقاق (تاريخ الانتهاء) فى هذه الحالة فإن قيمة الخيار تساوي القيمة الذاتية

المتوقع من أجل الحصول على الأرباح ، فى هذه الحالة يستطيع أن يقوم بشراء خيار شراء مؤشر السوق Market Index Call Option مثل S & P 500 فإذا حدث أن ارتفعت أسعار الأسهم لاحقاً كما توقع هذا المستثمر فإن قيمة خيار الشراء أيضاً سوف ترتفع مما يحقق لهذا المستثمر الاستفادة من هذا الارتفاع فى الحصول على الأرباح . وفى تلك الحالة أيضاً فقد تحقق لهذا المستثمر إمكانية تفادي المخاطرة غير التلقائية التى كان سيتحملها إذا ما قرر شراء بعض الأسهم للاستثمار فيها بدلاً من خيار المؤشر بالإضافة إلى إمكانية تفادي العمولات الباهظة التى كان سيقوم بدفعها من أجل تكوين محفظة متنوعة Diversified Portfolio.

أما إذا كان المستثمر يتوقع انخفاض أسعار الأسهم بصفة عامة فى المستقبل فإنه يقوم بشراء خيار بيع مؤشر السوق فإذا حدث أن انخفضت أسعار الأسهم فى وقت لاحق - كما توقع المستثمر - فإن قيمة خيار بيع مؤشر السوق سوف تزداد مما يحقق للمستثمر فرصة تحقيق الأرباح أما إذا ارتفعت أسعار الأسهم فى وقت لاحق - عكس توقع المستثمر - فإن أقصى

فعلى سبيل المثال إذا كان أحد المستثمرين يتوقع انخفاض أسعار الفائدة مستقبلاً فإنه يمكن الاستفادة من هذه التوقعات في تحقيق الأرباح عن طريق شراء خيار شراء ، فإذا حدث وانخفضت أسعار الفائدة بالفعل في وقت لاحق كما توقع المستثمر ، فإن أسعار السندات سوف تزداد في ذلك الوقت ، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة خيار الشراء بصورة كبيرة تحقق لحامل خيار الشراء (المستثمر) إمكانية تحقيق أرباح عالية نتيجة بيع هذا الخيار بالسعر المرتفع . أما إذا ارتفعت أسعار الفائدة على عكس توقعات المستثمر فإن أسعار السندات سوف تنخفض نتيجة لذلك كما تنخفض قيمة خيار الشراء الذي يملكه المستثمر في تلك الحالة تنحصر الخسارة التي يتحملها في مبلغ المكافأة الذي دفعه لشراء خيار الشراء في وقت سابق.

ج : دوافع شراء الخيارات:

(١) دوافع شراء "خيار الشراء Call

Option

هناك ثلاثة دوافع رئيسية تؤدي إلى قيام المستثمر بشراء خيار الشراء وهذه الدوافع هي:

Intrinsic Value وفي هذه الحالة يقوم بائع الخيار بتسليم تلك القيمة إلى حامل الخيار . أما إذا لم هناك قيمة ذاتية للخيار في تاريخ الاستحقاق (الانتهاء) ، فإن الخيار يصبح بلا قيمة ولا تتم ممارسته أو تنفيذه وبذلك يكون المبلغ الذي حصل عليه بائع خيار الشراء كمكافأة ربحاً صافياً.

وتجدر الإشارة إلى أنه بجانب خيارات شراء وبيع مؤشر أسهم السوق فإنه توجد هناك أيضاً خيارات لبيع أو شراء سندات أو عملات أجنبية . وتسمح هذه الخيارات للمستثمر القيام بما يلي:

١- اتخاذ مركز معين A Specific Position أو مركز طويل أو مركز قصير Short Position في الأصول الأصلية أو الأساسية التي تم عليها إصدار تلك الخيارات دون امتلاك تلك الأصول .

٢- يقوم بتحسين استثماراته (محفظة الأوراق المالية) ضد مخاطر انخفاض أسعار الأصول التي تتضمنها المحفظة مع الاحتفاظ بإمكانية تحقيق الأرباح بدرجة كبيرة في حالة ارتفاع أسعار تلك الأصول .

♦ الرغبة في الاستثمار دون التعرض للمخاطر:

المثال إذا قام أحد المضاربين بشراء ١٠٠ خيار بسعر ٢ جنية للخيار (أى بمجموع استثمارات يساوي $2 \times 100 = 200$ جنية، وكان سعر الممارسة ٤٠ جنية للسهم ثم ارتفع السعر فى السوق إلى ٥٠ جنية للسهم عند ذلك سيحقق المضارب أرباحاً طائلة تساوي $800 = 80 \times 100$ - 200 جنية أى أنه حقق أرباحاً صافياً مقدارها ٨٠٠ جنية، وهو يساوي أربعة أضعاف المبلغ الذى قام باستثماره فى الخيارات وهو ٢٠٠ (معدل عائداً مقداره ٤٠٠%.

♦ دوافع تغطية البيع على المكشوف:

المقصود بالبيع على المكشوف قيام المتعامل ببيع سهم بالسعر الحالي دون أن يمتلك هذا السهم وقت البيع . ويقوم ذلك المتعامل ببيع ذلك السهم بهذه الطريقة إذا كان يتوقع انخفاض سعر السهم مستقبلاً مما يمكنه من شراء السهم مستقبلاً بالسعر المنخفض وإعادته إلى سمسار الأوراق المالية الذى افترض منه هذا السهم . فإذا كانت توقعات المتعامل سليمة أى أن سعر السهم قد انخفض بالفعل فإنه بذلك يحقق أرباحاً عالية تتمثل فى الفرق بين

ويتمثل هذا الدافع فى قيام أحد المستثمرين بشراء " خيار شراء " السهم بدلاً من شراء السهم ذاته حيث أن هذا الخيار سيعطيه حق شراء السهم بسعر معين وليكن ٤٠ جنية للسهم . فإذا حدث أن ازداد سعر السهم فى السوق إلى ٥٠ جنية وكان ثمن الخيار ٢ جنية فإن حامل الخيار سوف يحقق ربحاً مقداره $50 - 40 - 2 = 8$ جنية ، أما إذا انخفض سعر السهم إلى ٣٠ جنية فإن مقدار الخسارة التى يتحملها حامل الخيار هي ثمن الخيار أى ٢ جنية ، وهذه الحسابات تقل عما سيتحمله هذا المستثمر من خسارة فى حالة شراء السهم ذاته بـ ٤٠ جنية ، وبيعه بالسعر الجديد ٣٠ جنية ، حيث كانت خسارته فى هذه الحالة ستكون ١٠ جنية (٤٠-٣٠).

♦ الرغبة فى المضاربة:

والمضارب لا يرغب فى الاستثمار وإنما يرغب فى شراء الخيار بهدف تحقيق الربح نتيجة الزيادة التى تحدث فى سعر الورقة الأصلية (السهم) والتى تؤدي بدورها إلى تحقيق المضارب لمكاسب عالية نتيجة توظيف مبالغ محددة (ثمن الخيار) . فعلى سبيل

دافع التغطية Hedging

ويتمثل هذا الدافع في قيام المستثمر الذي يمتلك السهم أن يقوم بشراء " خيار بيع " لحمايته ضد مخاطر انخفاض السعر مستقبلاً فإذا حدث أن انخفض سعر السهم عن سعر الممارسة فإن حامل خيار البيع سوف يقوم بممارسته مما يحقق له القدرة على تجنب الخسائر التي كان يمكن أن تلحق به نتيجة انخفاض سعر السهم بالسوق عن سعر الممارسة.

أما في حالة ارتفاع سعر السهم بالسوق عن سعر الممارسة فإن حامل " خيار البيع " سوف يقوم ببيع السهم بالسوق دون أن يقوم بممارسة خيار البيع . وبالتالي يحقق المتعامل ربحاً مقداره = سعر السهم بالسوق - سعر الممارسة - ثمن شراء الخيار.

دافع المضاربة Speculation

كما سبق أن أوضحنا قد يقوم المضارب في سوق بيع السهم على المكشوف رغبة في تحقيق الربح في حالة حدوث انخفاض في سعر السهم مستقبلاً . غير هذا المضارب يستطيع أن يقوم بشراء " خيار بيع " مقابل زهيد قد يصل إلى ٢ جنية للخيار في مثل هذه الحالة إذا ارتفع سعر السهم بالسوق

سعر البيع على المكشوف والسعر المنخفض الذي على أساسه تم شراء السهم لاحقاً.

غير أن هذا المتعامل يخشى ارتفاع السعر مستقبلاً نظراً لأنه سيضطر في تلك الحالة إلى شراء السهم بالسعر المرتفع مما يحقق له خسائر باهظة . وفي مثل هذه الحالات يمكن لهذا المتعامل أن يقوم بشراء " خيار شراء " في نفس اليوم الذي يقوم فيه بالبيع على المكشوف فإذا حدث أن ارتفاع السعر فإن هذا المتعامل يقوم بممارسة خيار الشراء (أى أنه يشتري السهم بسعر الممارسة والذي عادة يكون مساوياً لسعر البيع على المكشوف) . في تلك الحالة يكون الحد الأقصى للخسارة يتحملها هذا المتعامل تساوي الثمن الذي دفعه لشراء " خيارات الشراء " فقط أى أنه باستخدام خيارات الشراء لتغطية البيع على المكشوف قد وضع حداً للمستوي الذي يمكن أن تصل إليه خسائره في سوق الأوراق المالية.

(٢) دوافع شراء " خيار البيع "

: Put Option

يشمل دافع شراء خيار البيع

ما يلي:

وتنخفض تلك القيمة كلما كان سعر
الممارسة مرتفعاً.

الوقت المتبقي من عمر الخيار
Time Remaining Unit Expiration
:date

تزداد قيمة خيار الشراء كلما
طالت الفترة الزمنية المتبقية من
عمر الخيار أى قبل تاريخ
الاستحقاق . وتنخفض تلك القيمة
كلما انخفض طول الفترة المتبقية
من عمر الخيار. ويرجع سبب تلك
العلاقة إلى أن طول الفترة المتبقية
من عمر الخيار يحمل فى طياته
احتمال ارتفاع سعر السهم بصورة
كبيرة عن سعر الممارسة مما
يؤدي إلى زيادة قيمة خيار الشراء.

أسعار الفائدة:

المعروف أن شراء خيار
الشراء يعد بديلاً لشراء السهم ذاته
ولما كان شراء السهم ذاته قد
يتطلب اقتراض الأموال اللازمة
لذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة
يؤدي إلى ارتفاع تكلفة شراء السهم
مما يدفع المستثمرين إلى البديل
الأرخص وهو شراء خيار الشراء
والى يعطي لحامله حق شراء
السهم بسعر معين . وعلى ضوء
ذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي
إلى ارتفاع قيمة الخيار نظراً لإقبال
المستثمرين على شراء الخيار
لتكلفة الاقتراض المرتفعة التى

فإن هذا المتعامل سوف يخسر فقط
ثمن شراء " خيار البيع " أما فى
حالة انخفاض سعر السهم بالسوق
عن سعر الممارسة فإن المتعامل
سوف يحقق ربحاً صافياً = سعر
الممارسة - سعر السهم بالسوق -
ثمن خيار البيع.

د تقييم الخيارات

Option Valuation

يتضمن هذا الجزء مناقشة
العوامل التى تؤثر على قيمة
الخيار وذلك بالإضافة إلى نموذج
Balck and Scholes لتسعير
الخيارات.

١- العوامل التى تؤثر على قيمة

الخيار: Variables
Affecting Option Value

فى هذا الجزء سنتناول
العوامل المختلفة التى تؤثر على
قيمة خيار الشراء باعتباره أكثر
أنواع الخيارات التى حظيت
باهتمام الباحثين فى مجال الإدارة
المالية.

وتشمل العوامل التى تؤثر
على قيمة خيار الشراء (Call
Option) ما يلي:

سعر الممارسة Exercise Price

تزداد قيمة خيار الشراء كلما
كان سعر الممارسة منخفضاً

الزيادة في سعر السهم ثم ارتفع إلى ٢ جنية نتيجة ارتفاع سعر السهم فإن النسبة المئوية للزيادة في سعر الخيار تساوي ١٠٠% . أى أن ارتفاع سعر السهم بنسبة معينة قد أدى إلى ارتفاع سعر الخيار بنسبة أكبر.

إجراء توزيعات نقدية Distribution of Cash :Dividend

يؤدي قيام الشركة المصدرة للسهم بإجراء توزيعات نقدية إلى انخفاض سعر السهم بالسوق مما يؤثر على الفرق بين سعر الممارسة وسعر السهم وبالتالي على قيمة الخيار . ففي حالة خيار الشراء يؤدي إجراء مثل هذه التوزيعات إلى انخفاض سعر السهم بالسوق وبالتالي فرض قيام حامل بممارسة حقه في شراء السهم مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الخيار.

٢- نموذج Black and

Scholes لتسعير الخيارات :

لقد قام (Black and Scholes) بتطوير نموذج متكامل لحساب قيمة " خيار الشراء وأطلقا على هذا النموذج نموذج تسعير

يجب دفعها على الأموال اللازمة لشراء السهم ذاته.

التقلبات المتوقعة في سعر السهم Expected Stock Price :Volatility

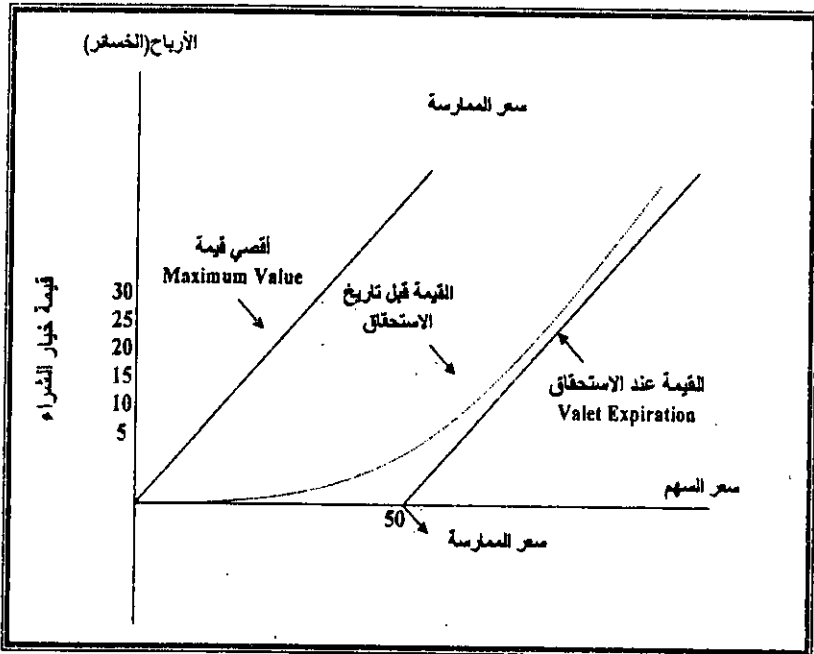
كلما كانت التقلبات المتوقعة في سعر السهم مرتفعة ، كلما كانت هناك فرصاً أكبر للحصول على عائد أعلى عن طريق شراء " خيار الشراء " الذي يعطي لحامله حق شراء السهم بسعر معين، حيث أن التقلبات المتوقعة في سعر السهم تمثل أهم عامل من العوامل التي تؤثر على قيمة الخيار.

السعر الحالي للسهم Current Stock Price

تؤدي الزيادة في سعر السهم بالسوق إلى زيادة قيمة " خيار الشراء " ونظراً لأن قيمة السهم عادة تكون أعلى من قيمة الخيار فإنه عند حساب النسبة المئوية للزيادة في قيمة الخيار نجد أنها تفوق النسبة المئوية للزيادة في قيمة السهم بصورة كبيرة . فعلي سبيل المثال إذا كان سعر السهم الحالي يساوي ٢٠ جنية وازداد هذا السعر إلى ٢٥ جنية فإن النسبة المئوية للزيادة في هذه الحالة تساوي ٢٥% وفي نفس الوقت إذا كان سعر " خيار الشراء " الخاص بهذا السهم يساوي ١ جنية قبل

الخيارات والذي عرف لاحقاً في الأوساط العلمية بـ OPM : ويتضمن النموذج المذكور مجموعة من المعادلات الرياضية التي تأخذ في الحسبان العوامل التي تؤثر على قيمة الخيار مثل : سعر الممارسة ، الوقت المتبقي من عمر الخيار ، درجة التقلبات في سعر السهم ، معدل الفائدة الخالي من المخاطرة ، السعر الحالي للسهم . ولقد أدت جهود Balck

and Schoes في هذا المجال إلى زيادة ملحوظة في التعامل بالخيارات وذلك منذ تقديم النموذج لأول مرة عام ١٧٣ ، حيث تمت برمجة هذا النموذج في العديد من الآلات الحاسبة اليدوية مما يساعد المتعاملين على حساب قيمة الخيار بسرعة وبدقة فائقتين . ويوضح الشكل رقم (٧) قيمة خيار الشراء في الحالات المختلفة لسعر السهم طبقاً للنموذج المذكور.



شكل رقم (٧)

قيمة خيار الشراء في ظل الحالات المختلفة لسعر السهم

٧- يتغير سعر السهم بصورة عشوائية Stock Price Moves Randomly.

ويحدد Moyer, McGuigand and Ketlow أربع حالات لقيمة خيار الشراء:

* الحالة الأولى: سعر السهم أكبر من سعر الممارسة: في هذه الحالة وذلك في يوم الاستحقاق قيمة الخيار عند الاستحقاق = سعر السهم - سعر الممارسة.

* الحالة الثانية = سعر السهم أكبر من سعر الممارسة قبل الاستحقاق.

قيمة الخيار قبل الاستحقاق < سعر السهم - سعر الممارسة.

* الحالة الثالثة: سعر السهم أكبر كثيراً من سعر الممارسة الذي يمثل أصغر قيمة ممكنة (٠,١ جنية) في هذه الحالة: أكبر قيمة للخيار = سعر السهم.

* الحالة الرابعة: سعر السهم منخفض جداً (٠,١ جنية) وسعر الممارسة مرتفع (٢٠ جنية على سبيل المثال). أقل قيمة للخيار = صفر.

ولقد قام Balck and Sholes بتطوير النموذج المشار إليه وذلك استناداً إلى عدة افتراضات أساسية هي:

١- السهم الذي يتم عليه إصدار خيار الشراء The Underlying Stock لا يعطي عائد نقدي No Cash Dividends خلال العمر الزمني للخيار.

٢- لا توجد هناك تكلفة لتداول الأسهم أو الخيارات No Transaction Costs.

٣- سعر الفائدة الخالي من المخاطرة Risk Free Rate معروف لكافة المتعاملين ويبقى ثابتاً خلال العمر الزمني للخيار.

٤- يستطيع كل مستثمر أن يفترض الأموال اللازمة لشراء السهم بسعر فائدة يساوي سعر الفائدة الخالي من المخاطرة Risk Free Rate.

٥- البيع على المكشوف Short Selling يكون متاحاً لكافة المتعاملين.

٦- تتم ممارسة (تنفيذ) خيار الشراء فقط في تاريخ الاستحقاق (تاريخ انتهاء أجل الخيار) Expiration Date.

١٠ جنبيها في تاريخ تحرير العقد ، فإن سعر التنفيذ يكون أيضاً ١٠ جنبيها (بعد مضي فترة العقد أى في تاريخ التنفيذ) ، وبالتالي فهذا النوع يناسب المستثمرين الذين يرغبون في عدم تحمل مخاطر الارتفاع أو الانخفاض . فالمستثمر الذى يحصل على حق اختيار الشراء يتوقع ارتفاع هذه الأسهم والمستثمر الذى يحصل على حق اختيار البيع يتوقع انخفاض هذه الأسهم عن الأسعار السائدة فى السوق وقت الحصول على حق الاختيار.

٢- الاختيارات الربحية

In The Money Option :

وفى هذا النوع من عقود الاختيار يحمل سعر التنفيذ قيمة مغايرة للقيمة السائدة فى السوق وقت شراء العقد حيث توجد هنا لعقد نفسه تمثل فروق بين السعر السائد فى السوق وسعر التنفيذ . وهذه القيمة تكون فى صالح المستثمر الذى يقوم بشراء العقد ففي حالة حصول المستثمر على عقد اختيار لشراء الأسهم Call Option فإن سعر الأسهم فى السوق وقت تحرير العقد يكون أعلى من سعر التنفيذ (فى تاريخ تنفيذ العقد) وبالتالي يحصل المستثمر على فرصتين للحصول

هـ : أنواع عقود الخيارات وفقاً

لسعر التنفيذ:

بالإضافة إلى أنه يمكن تقسيم عقود الخيارات إلى أنواع وفقاً لعدد من الأسس أهمها ما يلي^(١):

♦ على أساس تاريخ تنفيذ الاختيار.

♦ على أساس نوع الصفقة.

فإن تقرير المصرف العربي الدولي قدم تقسيم آخر وهو تحديد أنواع الاختيارات وفقاً لسعر التنفيذ مقارنة بسعر السوق وعلى هذا الأساس هناك ثلاثة أنواع من الاختيارات.

١- الاختيارات المتعادلة

At The Money Option :

فى هذا النوع من عقود الاختيار يكون سعر التنفيذ الخاص به مماثلاً تماماً للسعر الحالي السائد فى السوق وذلك للأسهم التى يشملها هذا العقد ، وعلى سبيل المثال فإذا كان سعر السهم المسحوب على حق الاختيار هو

(١) Robert Nerman. "Has Futures Trading Activity caused share prices volatility?" The Journal of Futures Markets. Vol. 145. No. 5, 1995, P.P. 537-557.

عقد الاختيار لبيع الأسهم **Put Option** يكون سعر السهم في السوق وقت تحرير العقد أعلى من سعر التنفيذ وذلك لأنه من الطبيعي في حال رغبة المستثمر في الحصول على عقد اختيار لشراء الأسهم أن يكون توقعه هو الزيادة في قيمة الأسهم بصورة كبيرة . وفي حالة رغبته في الحصول على عقد اختيار لبيع الأسهم يكون توقعه هو انخفاض أسعار هذه الأسهم بصورة كبيرة ولذلك فإن هذا النوع من عقود الاختيار يناسب المستثمرين الذين يرغبون في تحمل مخاطر كبيرة مقابل الحصول على فائدة أعلى إذا صدقت توقعاتهم.

خصائص الخيارات المالية:

تتسم الخيارات المالية بمجموعة من الخصائص تشمل الجوانب التالية^(١):

أ- الهدف:

تعتبر الخيارات المالية أداة مالية غير محددة الهدف وذلك

على مكاسب مادية، الأولى في حالة ثبات الأسعار أو ارتفاعها خلال فترة العقد فإنه يستطيع شراء الأسهم تنفيذاً لحق الاختيار بسعر أقل من سعر السوق عندئذ، والثانية في حالة انخفاض تلك الأسهم ولكن بقدر لا يتجاوز السعر المحدد في العقد فإنه يستطيع أيضاً الشراء والحصول على مكسب مادي.

وفي حالة عقد الاختيار لبيع الأسهم **Put Option** فإن سعر السهم في السوق وقت تحرير العقد يكون أقل من سعر التنفيذ فإذا ثبت السعر أو انخفض فإن المستثمر يمارس حقه ويبيع بالسعر المحدد في العقد فيحصل بذلك على مكاسب مادية وبالتالي فهذا النوع يلانم المستثمرين الذين يرغبون في تجنب أكبر قدر من المخاطر.

٣- الاختيارات الخاسرة

Out Of The Money Option

وهذا النوع من عقود الاختيارات يحمل قيمة مغايرة للقيمة السائدة في السوق وقت تنفيذ العقد ولكنها فقط قيمة زمنية **Time Value** ففي حالة عقد الاختيار لشراء الأسهم يكون سعر السهم في السوق وقت تحرير العقد أقل من سعر التنفيذ (بعد مضي فترة زمنية معينة هي مدة العقد) . وفي حالة

(1) Fortune Peter , "Stocks ; Bonds , Options , Futures , and Portfolio Insurance : Aroseley Any Others Name , " New England Economic , Jul., 1995 , P.28 .

هذا المفهوم على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل مبالغ محدودة.

هـ - التعقيد:

نظراً لأن معظم عقود الخيارات المالية يتم صياغتها طبقاً لحاجة المتعاملين فإن تنوع تلك الخيارات المالية واختلاف أساليب تقييمها يحمل في طياته صعوبة فهم تلك العقود وإتمام العمليات المحاسبية الخاصة بها.

و - التسوية:

تتسم بعض عقود الخيارات المالية بدرجة عالية من السيولة حيث يسهل تسويتها عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، قبل حلول تاريخ الاستحقاق.

الاحتياطات المطلوبة لإدارة

الخيارات المالية

حتى يمكن تحقيق أقصى فاعلية من استخدام الخيارات المالية في مجال مواجهة المخاطر يجب أن نأخذ الإحتياطات التالية في الإعتبار^(١):

نظراً لارتباط التعامل فيها بهدف الإدارة من وراء هذا التعامل فقد يكون الهدف هو المضاربة أو التحصين أو تحقيق الربح.

ب - المخاطر:

يعتبر العقد المشتق اتفاقاً لتحويل مخاطر التمويل والاستثمار المتعلقة بالأدوات المالية الأساسية، وعليه فإن الأداة المالية المشتقة تمثل التزامات أو أصول عرضية يتم إدراجها خارج الميزانية، وغالباً فإن المخاطر التي تتعرض لها المنشأة نتيجة التعامل في الخيارات المالية غالباً ما تكون مخاطر ضمنية وغير واضحة.

ج - التعامل:

يحتاج التعامل في الأدوات المالية المشتقة إلى درجة تنسيق عالية بين المتعاملين فيها نظراً لاتسامها بدرجة عالية من التعقيد، وهو الأمر الذي يحتاج إلى درجة تكنولوجيا عالية ووسائل تحليل متطورة وخبرات إدارية مدربة.

د - العائد:

يحقق التعامل في الأدوات المالية المشتقة معدلات ربحية أكبر مما لو تم التعامل في الأدوات المالية الأساسية، وذلك لتمتعها بدرجة رفع مالي مرتفعة، ويقوم

(1) Wert, R, On The Difference Between Internal & External Market Efficiency, Financial Analysis Journal (Nov - Dec. 1995). P.P 30-34.

(و) يجب التنبؤ بدقة بحجم الأموال المطلوبة للإستثمار فى الخيارات المالية ، وتحديد الفائض أو العجز، وكيفية التصرف فى كل حالة.

المشاكل المرتبطة باستخدام الخيارات المالية فى البنوك التجارية (معوقات استخدام الخيارات المالية)

يرى معارضوا إستخدام هذه الأدوات الجديدة ضرورة النظر إليها بتحفظ على أساس أنه بالرغم من أنها أستخدمت فى البداية لتقليل حجم المخاطر وحماية البنوك ومصدرى الأوراق المالية ومديرى محافظ الأوراق المالية ضد أخطار التقلبات فى أسعار الفائدة ، إلا أن التطبيقات العملية لإستخدامها قد ضاعفت من هذه المخاطر وذلك للأسباب الآتية^(١).

(أ) اتخاذ الإستخدام أشكالا أكثر تعقيدا مع إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال فى منتصف الثمانينات .

(أ) يجب التحديد الواضح لأهداف التعامل فى الخيارات المالية .

(ب) يجب إدارة الخيارات المالية بأسلوب يتناسب مع كيفية إدارة المخاطر.

(ج) يجب أن تتكيف سياسات توظيف الخيارات المالية مع تغيرات ظروف المنظمة والأسواق ، حيث أن كل نوع من أنواع المخاطر يمكن استخدام نوع معين من الخيارات المالية لإدارته ، فمثلا مخاطر الإقراض يتم التعامل معها من خلال السقف والقاعدة.

(د) يلزم قياس إيرادات الخيارات المالية بصفة منظمة وتفصيلية بهدف تحجيم المخاطر وبلوغ الأهداف.

(هـ) يلزم تقييم محافظ المتعاملين فى الخيارات المالية على أساس معدل الأسعار الجارية ، أخذا فى الإعتبار تكاليفها الخاصة ، وإختيار مقياس متناسق لتقدير مخاطر سوق الخيارات المالية، ومقارنته بمخاطر الإستثمار التقليدى ، وبصفة خاصة السعر ، التقلبات ، معامل الارتباط، سعر الخصم، مدى التفاوت بين التقلبات الفعلية والمتوقعة .

(1) Altman, "A Further Empirical Investigation of the Bank Cost Question" . Journal of Finance, (Sept, 1984) p. 10 - 7 - 1089

المالية من مجرد أدوات لتقليل المخاطرة إلى أدوات تطلب لذاتها ، فإنها تواجه الأنواع السابقة من المخاطر.

مقومات (متطلبات) تطبيق الخيارات المالية:

بصورة عامة فإن نجاح المؤسسات المالية فى الأسواق الناشئة - مثل مصر - فى استخدام الخيارات المالية بتوقف بدرجة كبيرة على توافر مجموعة من المتطلبات أو العوامل الداخلية التى تقع تحت سيطرة المؤسسة المالية ويسهل التحكم فيها ، وكذلك على مجموعة من المتطلبات أو العوامل الخارجية التى تقع خارج نطاق سيطرة المؤسسة المالية ويصعب التحكم فيها ، وسوف يتناول الباحث هذه المتطلبات بشيء من التفصيل فى الصفحات التالية^(١).

أ - المتطلبات الداخلية

Internal Requirements

تشمل المتطلبات الداخلية التى تؤثر فى نجاح المؤسسات المالية المصرية فى استخدام المشتقات المالية ما يلي:

(ب) تجاوز المعاملات فيها مرحلة تأمين الأوضاع ، حيث انخرط البنوك فى مقامرات ومراهانات لتحقيق أرباح ضخمة بتكلفة محددة إذ يكفى فى بعض الأحيان إيداع ١٠% فقط من قيمة الصفقة مقابل شراء حق - وليس التزام - ببيع أو شراء سلعة أو أداة معينة فى موعد محدد ، وهو ما تحققه عقود الخيارات مما قد يؤدي لخسائر ضخمة .

(ج) تسرع الحكومات فى استخدام الخيارات المالية كعنصر جذب للعمليات الأجنبية دون دراسات تحليلية مسبقة .

(د) المنافسة الشرسة فى أسواق الخيارات المالية فى العالم ، وتخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود ، وإصدار أنواع من العقود التى لا يتم تداولها داخل مقصورات البورصة .

(هـ) تنطوى الأنشطة غير التقليدية على مخاطر كبيرة تواجهها بعض البنوك مثل المخاطر الائتمانية ، مخاطر السوق ، مخاطر التمويل ، مخاطر سيولة السوق ، مخاطر العمليات ، المخاطر القانونية ، وفى حالة تحول الخيارات

(١) د. سعد مطاوع ، مرجع سبق ذكره ،

ويحقق إسناد تلك المهام إلى مجموعة مستقلة مزايا عديدة أهمها سهولة محاسبة المسؤولين عن تلك الأنشطة والمساهمة في تيسير إجراءات الرقابة على تلك الأنشطة . ولقد أوضحت الدراسات السابقة أن من أهم أسباب الخسائر في مجال المشتقات هو غياب التحديد الواضح لأدوار ومسئوليات الجهات المختلفة بالمؤسسة وذلك بشأن العمليات الخاصة بالمشتقات، وهنا تجدر الإشارة إلى أن القرارات التنفيذية الخاصة بالتعامل في المشتقات يجب أن تتم في حدود الخطوط العريضة **General Guidelines** بسياسة استخدام تلك المشتقات.

٢- ضرورة إعداد تنبؤات مالية

واستثمارية منتظمة:

Perparation Of Regular Financial Forecasts

حيث أن عقود الخيارات المالية تقوم في مجملها على التوقعات المستقبلية لأسعار الأوراق المالية ، أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، وعلى ذلك فإن النجاح في استخدام تلك الأدوات يتوقف على جودة التنبؤات التي يتم على ضوءها اتخاذ موقف معين في سوق الخيارات المالية " سواء كان مركز طويل **Long Position**

١- تكوين سياسة عامة تحكم استخدام الخيارات المالية Policy Formulation :

نظراً لتعدد أدوات الخيارات المالية وتنوع مجالات استخدامها والمخاطر بكل منها فإنه يصبح من الضروري أن تقوم إدارة المؤسسة المالية بوضع سياسة تحكم الأنشطة المختلفة التي تقوم بها المؤسسة في مجال الخيارات المالية . وهنا يجب التأكيد على ضرورة انسجام تلك السياسة مع السياسات الأخرى للمؤسسة خاصة في مجال إدارة المخاطر وإدارة رأس المال وباقي السياسة الأخرى ذات الارتباط بالأصول والخصوم ولما كانت سوق الخيارات المالية تتسم بالتطور السريع فإنه يجب أن تتم مراجعة تلك السياسة بصورة دورية لكي تساير التطورات السريعة في هذا المجال كما يجب أن توضح تلك السياسة أغراض التعامل بالمشتقات مع بيان الإجراءات التي يجب اتباعها في هذا الشأن وكذلك كيفية تنفيذ تلك السياسة.

٢- إسناد مهمة تنفيذ السياسة

الخاصة بالمشتقات إلى إدارة

مستقلة تعرف بمجموعة إدارة

المخاطر **Independent Risk**

Management Group :

هذه الكوادر بصورة منتظمة من خلال الدورات التدريبية فى المجالات المذكورة.

٥- التسجيل والإفصاح

Accounting and Disclosure:

يجب أن يتوفر لدى المؤسسة المالية نظام واضح لتسجيل عمليات الخيارات المالية بدفاتر المؤسسة وذلك طبقاً للمعايير المحاسبية المعمول بها فى هذا الشأن ، كما يجب أن تشمل التقارير المالية التى تنشرها المؤسسة معلومات كاملة عن : أغراض التعامل بالمشتقات ، الأنشطة المختلفة التى تمت فى هذا المجال خلال الفترة التى تغطيها التقارير ، أى تغيير يطرأ على نظام تقييم وتسجيل المشتقات بدفاتر الشركة بالإضافة إلى المعلومات الأخرى ذات الارتباط بأنشطة التعامل فى المشتقات.

٦- نظام داخلي متكامل للرقابة على أنشطة التعامل بالمشتقات :

Internal Control System

تتبع أهمية هذا النظام الرقابي من الحاجة إلى التحقق من أن أنشطة التعامل بالمشتقات تتم طبقاً للأهداف التى حددتها المؤسسة للتعامل بالمشتقات ، وفى بعض الحالات يأخذ هذا النظام

" أو مركز قصير Short Position ويتطلب إعداد تلك التنبؤات بصورة سليمة ضرورة تجميع وتحليل المعلومات ذات التأثير على قيمة الخيارات المالية مع التركيز على ضرورة الإلتزام بالموضوعية عند إعداد تلك التنبؤات والبعد عن الآراء الشخصية نظراً لخطورة الاعتماد على الآراء الشخصية على المركز المالى للمؤسسة ككل . ولاشك أن الكارثة التى لحقت بينك بارينجز البريطاني كان من بين أسبابها الاعتماد الكبير على آراء نيوكلاس ليسون - المسنول عن أنشطة المشتقات بالبنك المذكور.

٤ إعداد الكوادر المهنية لإدارة الخيارات المالية Professional Expertise

نظراً لتعدد أنشطة المشتقات من الناحيتين المالية والقانونية فإنه يجب أن تعهد المؤسسة المالية بإدارة هذه الأنشطة فى مراحلها المختلفة إلى كوادر مهنية متخصصة تتمتع بمهارات عالية فى مجالات: تحليل الإلتزام، التنبؤ المالى ، إدارة المخاطر، تحليل السياسات المالية والنقدية، الإجراءات القانونية، مبادئ وإجراءات التعامل فى أسواق المال ، على أن يتم تطوير مهارات

تتلاءم مع طبيعة الخيارات المالية وعلى ضوء ذلك فقد حرصت معظم الدول التي يتم فيها تداول المشتقات بصورة منتظمة أن تقوم بإصدار المعايير المحاسبية التي تنظم التسجيل والإفصاح الخاص بتلك المشتقات . ومثال ذلك المعيار المحاسبي الأمريكي FASB No. 119.

٢- إصدار القوانين الضريبية ذات الارتباط بأنشطة التعامل في الخيارات المالية:

لما كان التعامل في الخيارات المالية يتم بصورة رئيسية بغرض إدارة المخاطر فإن الأرباح أو الخسائر التي تحققها المؤسسات نتيجة القيام بتلك العمليات تحتاج إلى معالجة ضريبية خاصة تتمشى مع طبيعة تلك المشتقات من جهة وطبيعة الأغراض التي يتم من أجلها التعامل في تلك المشتقات . مما يتطلب ضرورة إصدار تشريعات ضريبية تأخذ في الحسبان تلك الاعتبارات.

٣- إصدار التشريعات والقوانين التي تنظم العلاقات القانونية لأطراف عقود المشتقات مع تحديد الجهات المركزية التي يناط بها لرقابة على التزام المتعاملين بتلك

شكل وحدة فرعية من نظام الرقابة الداخلية العام للمنظمة وفي حالات أخرى (حالات ازدياد حجم التعامل بالمشتقات) فإن هذا النظام يتمتع باستقلالية تامة ويجب أن يتبع النظام مباشرة لمجلس إدارة المؤسسة نظراً لما تمثله أنشطة التعامل بالمشتقات من أهمية استراتيجية للمؤسسة المالية.

ب - المتطلبات الخارجية

External Requirements

تشمل المتطلبات الخارجية تلك الترتيبات التي تقع خارج سيطرة المؤسسة المالية والتي تشمل المعايير والتشريعات المختلفة اللازمة لتنظيم تداول الخيارات المالية وتطوير الأسواق اللازمة لتبادلها ، وفيما يلي أهم هذه المتطلبات:

١- إصدار المعايير التي تحكم أنشطة تسجيل عمليات الخيارات المالية بالدفتر

Accounting Standard

نظراً للطبيعة الخاصة للمشتقات المالية واعتبارها تمثل التزامات مشروطة Contingent Claims فإن المعايير المحاسبية التي تحكم أنشطة تسجيل العمليات المتنوعة للمؤسسات المالية لا

للخبي المالية ، ثم أوضح أن الهدف الرئيسي لاستخدامها هو تخفيض مخاطر سياسات الإستثمار للبنوك، فسوف يتناول فى هذا الفصل المخاطر التى تواجه سياسات الإستثمار للبنوك وكيفية استخدام الخيارات المالية لتخفيض تلك المخاطر. وسوف يشمل هذا الفصل النقاط التالية:

١- مفهوم المخاطر وأنواعها .

٢- مخاطر سياسات الإستثمار .

٣- استخدام الخيارات المالية لتخفيض مخاطر سياسات الإستثمار .

لقد أضافت بيئة الأعمال الحديثة على عاتق الإدارة وظيفة جديدة وهى إدارة المخاطر التى تواجه المنشآت وتحد من فاعليتها فى السوق ، وتهدف الإدارة من خلال هذه الوظيفة إلى حماية أصول وربحية المنشأة من الخسارة الناجمة عن حدوث مخاطر مستقبلية (١).

وبصورة عامة تعتبر الصناعة المصرفية من أكثر

التشريعات Legal and

:Regulatory Framework

وتغطي هذه التشريعات الجوانب المتعلقة بـ : التوثيق السلازم لصياغة اتفاقات عقود المشتقات، الإجراءات الواجب اتباعها عند تخلف أحد طرفي عقد المشتقات عن الوفاء بالتزامه تجاه الطرف الآخر.

٤- تنظيم أسواق تداول الخيارات

المالية Organization

:Derivatives Markets

وكما هو الحال فى كثير من الدول فإن التعامل فى الخيارات المالية يمكن أن يتم فى البورصات التقليدية التى يتم فيها تداول الأوراق المالية الأخرى كالأسهم والسندات. غير أن السماح بتداول الخيارات المالية بالبورصات الموجودة بالفعل يتطلب إصدار اللوائح والقوانين التى تنظم تلك التعاملات.

الفصل الثانى

مخاطر سياسات الاستثمار

للبنوك واستخدام الخيارات

المالية لإدارتها

بعد أن تناول الباحث فى الفصل السابق المفاهيم الأساسية

(1) William H. Baughn & Charles F. Walker, The Bankers Handbook, (Home Wood Illinois Jones and Irwin , 1997) P.P224 -225 .

الثانية من ٩٣% إلى ٦٧% خلال نفس الفترة^(١):

وسوف يتناول الباحث في هذا الفصل مفهوم المخاطر وأنواعها ثم مخاطر سياسات الإستثمار. وسوف ينهي الباحث هذا الفصل ببيان كيفية استخدام الخيارات المالية لإدارة أصول وخصوم البنوك التجارية.

أولاً : مفهوم المخاطر وأنواعها:

بصورة عامة فإن عملية إتخاذ القرارات تتمثل في إختيار أحد بدائل التصرف المطروحة في موقف معين ، وهذا يتطلب من متخذ القرار أن يقوم بالمفاضلة بين البدائل على أساس التنبؤ بالنتائج المتوقعة لكل بديل^(٢) ، وإذا كانت مختلف البدائل مؤكدة الوقوع فلن تكون هناك أى صعوبة فى المفاضلة والاختيار إلا أن الحالة الغالبة فى نشاط الأعمال هى وجود عنصر عدم التأكد بدرجة أو

الصناعات التى تنطوى على مخاطر ، وقد لوحظ تعاظم هذه المخاطر فى السنوات الماضية بالإضافة إلى تغيير طبيعتها ، فالمخاطر الإئتمانية لم تعد التهديد الوحيد لإستقرار البنك حيث أضيفت إليه مخاطر السوق والسيولة وأسعار الفائدة ومخاطر الإستثمار، وهو ما يوجب إعادة تقييم البنوك للمخاطر التى تواجهها وكيفية إدارتها وخاصة فى ضوء اتجاه العديد من البنوك المصرية نحو التعامل فى المستجدات المصرفية ذات المخاطر المرتفعة.

وتشير الدراسات إلى أن تزايد وتشعب المخاطر المصرفية يرجع أساسا إلى التغير الذى طرأ على مصادر وإيرادات البنوك التى لم تعد مقصورة على الهامش المحقق لفروق أسعار الفائدة الدائنة والمدينة . بل يمكن القول بأن إيرادات البنوك من رسوم الخدمات والتعاقدات تنمو بإستمرار على حساب الإيرادات من فرق سعر الفائدة حيث ارتفعت الأولى من ٧% إلى ٢٤% خلال الفترة من ١٩٨٠ حتى ١٩٩٩ مقابل تراجع

(١) قطاع البحوث ، البنك الأهلى المصرى ، مجلة البنوك ، العدد الثامن ، مايو - يونيو ١٩٩٧ - ص ٥٣ .

(3) Robinson Ronald, & Wrightsman Dwayne Financial Markets the Accumulation action of Wealth, (New York : American Bankers Association, 1982).

١- زيادة الضغوط التنافسية مما أدى لتشجيع الميل نحو المخاطرة تحقيقاً لأقصى عائد ممكن على رأس المال وكسباً لأكبر حصة ممكنة في السوق .

٢- اتساع أعمال البنوك خارج الميزانية وتحويلها من الأعمال التقليدية إلى أسواق المال مما أدى إلى مخاطر السوق الأخرى والتضخم وتقلبات السوق .

٣- التغيرات الهيكلية التي شهدتها الأسواق المالية في السنوات الأخيرة (التحرر من القيود - إطلاق حرية الحركة لأسعار الصرف والفوائد والأصول المالية وتحويل الأعمال وانفتاح الأسواق على بعضها) مما أدى لزيادة عدد المتغيرات المؤثرة في نشاط البنوك.

وقد تعددت الآراء حول تحديد نوعية المخاطر التي تقابل متخذى القرارات في المؤسسات المالية والمصرفية ، حيث يذكر بعض الكتاب أن هناك أربعة أنواع من المخاطر هي (٢) :

بأخرى بالنسبة لنتائج مختلف البدائل وذلك لعدة أسباب أهمها (٣)

١- أن نتائج تلك البدائل ترتبط غالباً بالمستقبل والمستقبل لا يمكن التنبؤ به بدرجة كافية من الدقة .

٢- أن البدائل المطروحة تتأثر بمجموعة من العوامل الخارجية التي لا تدخل في نطاق تحكم متخذ القرار ، مثل الأحوال الاقتصادية والسياسة العامة وقرارات المنافسين والتغير في دخول المستهلكين وأذواقهم .

٣- إن نتائج القرارات تتأثر إلى حد كبير بالأفراد المتصلين بتنفيذها، وتأثير العنصر الإنساني يخلق في ذاته مجالاً لعدم التأكد .

ولقد زادت درجة المخاطر في بيئة المؤسسات المصرفية في الفترة الأخيرة وذلك للأسباب التالية (١) :

(٣) د. شامل الحموى ، د. نادية أبو فخره
مكاوى ، إدارة المنشآت المالية ، الجزء
الأول ، إدارة البنوك ، (القاهرة : مكتبة
عين شمس ، ١٩٩٤) ص. ١٩٧ .

(1) Hertz, D. B., " Risk Analysis In Capital Investment" Harvard Business Review, Feb, 1984., P. 95
(2) Philippatos, GG; Essentials of Financial Management (San Francisco : Holden day Jni; 1997) P.P. 75 - 150

- ١- مخاطر السوق Market Risks
- ٢- المخاطر الناجمة عن فشل
العنصر البشرى Risks due to
human Failure
- ٣- المخاطر الإجتماعية الخارجية
.External Social Hazards
- ٤- مخاطر الطبيعة Physical
Hazards of Nature
- ٥- المخاطر المرتبطة بالنشاط
الإنتاجى أو التسويقي

Production or Risks Marketing

- ٦- مخاطر الحريق Fire
Risks
- ويضع آخرون المخاطر فى
مجموعتين كل مجموعة تشمل
عدد من المخاطر الفرعية ، وذلك
كما يلي:

المجموعة الأولى ← المخاطر الدورية، وتشمل :

- ١- مخاطر السوق
- ٢- مخاطر سعر الفائدة
- ٣- مخاطر القوة الشرائية
- ٤- مخاطر الرافعة المالية الدورية
- ٥- مخاطر الرافعة التشغيلية

١- مخاطر الأعمال Business Risks

٢- مخاطر السوق Market Risks

٣- مخاطر معدل التضخم Inflation Risks

٤- مخاطر أسعار الفائدة Interest Rate Risk

وهناك تقسيم آخر يرى أن
هناك خمسة أنواع من المخاطر
وهي^(١):

١- مخاطر الأعمال Business Risks

٢- مخاطر السوق Market Risks

٣- مخاطر معدل التضخم Inflation Risks

٤- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk

٥- مخاطر التمويل Financing Risk

ويرى تقسيم ثالث أنه يمكن
تقسيم المخاطر إلى المجموعات
التالية^(٢):

(1) Horvits, Paul M., Management
of Commercial Bank Funds,
(New York : American Bankers
Association, 1982) .

(٢) د. محمد سويلم ، الإدارة المالية فى
قطاع الأعمال (المنصورة : مكتبة أحمد
خليل ، ١٩٩٦) ، ص ٣٦١ .

وبصورة عامة يوجد أكثر من تقسيم لأسباب هذه المخاطر التي تواجه المؤسسات المصرفية ، حيث يرى البعض أن تقسم هذه الأسباب إلى ^(٢) :

أ - أسباب داخلية :

ويقصد بها تلك الأسباب التي تتبع من داخل تلك المؤسسات نفسها مثل التكنولوجيا المستخدمة ، الطاقة البشرية ، الإمكانيات المادية ، الخبرة التي إكتسبها العاملون على مر الزمن ، السياسات المتبعة فى تسعير الخدمات المصرفية ، الخطط المعدة لترويج النشاط ، وغير ذلك من المسببات التي يمكن السيطرة عليها ، وذلك لأنها تنشأ من داخل المؤسسة نفسها ، كما يسأل عنها القائمون بالتقدير لأنها إدارية يمكن تفاديها .

ب - أسباب خارجية :

ويقصد بها الأسباب غير النابعة من المؤسسات المصرفية ولكنها وليدة ظروف وأحوال عامة أهمها ^(٣) :

المجموعة الثانية ← المخاطر غير الدورية ، وتشمل :

١ - مخاطر الزافعة التشغيلية الغير دورية .

٢ - مخاطر الرافعة المالية الغير دورية .

٣ - مخاطر الإدارة .

٤ - مخاطر الصناعة .

وهذه المخاطر تقابل منظمات الأعمال أيا كان طبيعة نشاطها وأيا كانت طبيعتها ، وبالتالي لا بد من وضع بدائل التعامل مع هذه المخاطر بشكل يؤدي إلى تخفيضها أو التخلص منها :

وبعد أن قام الباحث بتحديد نوعية المخاطر التي تقابل متخذي القرارات ، فإنه يخلص إلى أن المخاطرة تنشأ بسبب عدم إمكانية تقدير حجم أو مقدار التكاليف والعوائد المتوقعة بالضبط ، وبالتالي يكون التساؤل عن سبب هذا الاختلاف فى تقدير العوائد والتكاليف ، وبمعنى آخر ماهى أسباب هذه المخاطر؟ ^(١)

(2) William, C. A. , Heains, R.M.,
Risk Management Insurance
(New York : McGraw - Hill
Book Co., 1994) P. 65

(٣) IDCAS, Manual of Industrial
Evaluation (Cairo : 1996) P. 2 .

(١) Town send, E., Investment And
Uncertainty (Britain : A
Practical Guide . And Boyd
Edinburgh , 1996) P. 5

لا بد من التنبؤ بها وتوقعها بالعلم والخبرة^(١).

ويرى فريق آخر أن أسباب المخاطر بمعناها الواسع إنما تنتج من الآتى^(٢) :

١- التضخم المالى : والذى يعنى أن أسعار كثير من المواد تتغير مع تغير الوقت وذلك بسبب تغير الأسعار الحقيقية ، ومن المزعج حقا أن الزيادة فى الأسعار تتقلب وتكون لأسباب أخرى .

٢- التغير فى التكنولوجيا : من المحتمل أن تتطور التكنولوجيا وبالتالي تتغير تقديراتنا لكميات ونوعيات المدخلات والمخرجات المستخدمة فى تقييم نشاط تلك المؤسسات .

٣- التوقعات التى يتم الاعتماد عليها فى تقييم المؤسسات

١- الأحوال الإقتصادية : ويقصد بها الظروف الإقتصادية العامة للدولة ، وتلك المتعلقة بنوع النشاط الذى تمارسه المؤسسة ، والتى تسود مناطق تقديم خدماتها ، وطبيعة ودرجة المنافسة التى تتعرض لها المؤسسة ، وتصرفات وصفات العملاء المرتقبين .

٢- الأحوال السياسية : ويقصد بها ظروف السياسة الدولية مثل الحروب والضغوط السياسية التى تؤثر على النشاط سواء من ناحية الحصول على الموارد اللازمة أو من ناحية تقديم الخدمات .

٣- الإتجاهات الحكومية : هذه الإتجاهات التى يمكن أن نستقيها من تصريحات المسؤولين ، والتعليمات الخاصة بالرقابة وبالتنظيمات المختلفة المتعلقة بنشاط المؤسسات المصرفية .

وعامة فإن هذه الأسباب الخارجية لا يمكن السيطرة عليها لأنها ترجع إلى أسباب خارجة عن إرادة القائمين بالتقدير، وبالتالي

(١) Abouel Nour, & Parker M. W., "Risk Analysis In Capital Investment: Simulation Approach Paper Presented In 4 ST Notional Meeting" , Operations Research Society of America(ORSA) April 26 - 28 , 1982 .

(٢) Marglin, S. A., Public Investment Criteria, (London : George Allen & Unwin, 4th Impression, 1983) p. 72 .

ثانياً: مخاطر سياسات الاستثمار للبنوك التجارية:

بعد أن تناول الباحث المخاطر بصفة عامة فسوف يتناول المخاطر الخاصة بسياسات الاستثمار كـمجال للتطبيق ، حيث أن هذه البنوك كنوع من المنظمات الإقتصادية جزء من المجتمع تتفاعل معه وتؤثر في هذا المجتمع وتتأثر به بصورة كبيرة.

وعلى ذلك يتضح أن هذه المنظمات ومنها البنوك - التي سوف يركز عليها الباحث - غالباً ما تجد نفسها تواجه العديد من المشكلات القانونية والإقتصادية ، وأصبح لزاماً عليها دراسة وتحليل والتعرف على هذه المشكلات والقوى المختلفة المؤثرة في أنشطتها^(١).

ولهذا فإن نجاح البنوك يرتبط بمدى تفاعلها وتكيفها المستمر مع ظروف المجتمع ومحاولة استغلال نقاط القوة فيه والبعد عن مجالات المخاطر مهما كان حجم هذه المخاطر فإنها مهما

محتمل ألا تتحقق إطلاقاً ، وهذا الأمر سوف يؤثر على تكاليف العمل كما يؤثر على إيرادات تلك المؤسسات.

٤- إن تقدير الإحتياج المتوقع من رأس المال الثابت ورأس المال العامل كثيراً ما يكون أقل من الإحتياج الفعلي المطلوب وبالتالي تؤثر هذه الأمور على حجم الإستثمار وتكاليف التشغيل الخاصة بتلك المؤسسات.

وفى ظل ما سبق ، فإنه يجب أن يتم الأخذ فى الإعتبار تأثير المخاطر على هيكل النشاط لأى مؤسسة مصرفية ، وعامة فإن ذلك يتطلب التعرف على بعض النقاط منها نوع النشاط الذى تعمل فيه تلك المؤسسة وحجمها ، نوع الآلات التى سوف يتم إستخدامها ومدى التطور التكنولوجى لهذه الآلات ، التأثير على تشغيل الأيدى العاملة ، نوع وحجم الأموال التى يتطلبها الإستثمار ومصادر هذه الأموال وتأثير ذلك على سيولة الأصول^(١).

(١) Keith Davis, Wiliam C. Frederick Business and society Management public policy, Ethics, 5 th ed., (New York ; McG raw - Hill 1984) p. 4

(1) Reutlinger, S., Techniques for projects . Appraisal under uncertainty London World Bank Slabb Occasional (paper No. II)P. 4.

٢- مخاطر سعر الفائدة ، أى انخفاض الدخل المتعلق بأصول البنك .

ومعظم مخاطر الاستثمار تكون مخاطر سعرية حيث أنه إذا ارتفع سعر الفائدة فى السوق تنخفض قيمة الورقة المالية ، وذلك إلى جانب أن هناك مخاطر أسعار الفائدة المرتبطة بالاستثمار .

٢- مخاطر الأعمال Business Risk

وتعرف بأنها " المخاطر المرتبطة بحجم الأعمال ، إن هذه المخاطر تؤثر على ربحية المؤسسة المصرفية وعلى استمرارها ، وبالتالي فإنه من الأهمية بمكان دراستها والتعرف على قوة تأثيرها على هيكل المخاطرة الكلية للمنشأة^(١) ، وتنشأ هذه المخاطر من المصادر التالية:

- كمية المبيعات (الطلب) .
- سعر البيع .
- أسعار المدخلات (الموارد اللازمة للعمل) .

كانت صغيرة فإنها تمثل معوقات لأنشطة هذه البنوك ولقدرتها على القيام بدورها المطلوب منها^(١).

وبصورة عامة يكتنف عمل البنوك الكثير من المخاطر التى يجب أخذها فى الحسبان عند وضع سياسات الإستثمار بها، حيث يجب أن يأخذها المخطط المصرفى مقارنا إياها بالعائد المتوقع ، وعلى الرغم من تنوع هذه المخاطر فإنها توضع المجموعات التالية:

١- مخاطر الاستثمار

Investment Risk

وهي المخاطر التي تنتج عن دخول البنوك فى مجال الاستثمار سواء كان استثمار مباشر أو استثمار غير مباشر.

وهى عبارة عن نوعين من المخاطر:

- ١- مخاطر رأسمالية ، وهى التى تنتج عن هبوط القيمة الرأسمالية للإستثمار (الأصل).

^(١) Anthony Gpuxty & J. colin Doilds, Financial Management Method and profession(New York : chand , company , 1992) p. 10

^(٢) د. سلامة عبد الله ، الخطر والتأمين : الأصول العلمية والعملية (القاهرة : دار النهضة العربية ، ١٩٨٤ ، ص : ٨ .

ومن خلال ما سبق يتضح أن المخاطر التي تواجه سياسات الإستثمار المختلفة من أهم وأعقد المشاكل التي تتعرض لها البنوك أثناء قيامها بممارسة أعمالها ، ويجب أن تبذل إدارات هذه البنوك جهود رائدة فى دراسة مسببات هذه المخاطر وكيفية التقليل منها .

وفى نهاية هذا الجزء الخاص بمخاطر سياسات الإستثمار ، فإن الباحث يلخص المخاطر التي تواجه سياسات الإستثمار المختلفة للبنوك فى الجدول التالى:

- أسعار المخرجات (الخدمات المقدمة) .

٣- مخاطر التضخم Inffulance:

وهى المخاطر المرتبطة بتقلب العائد المرتبط بالاستثمارات الناتج عن انخفاض القوة الشرائية للنقود المتولدة عن تلك الإستثمارات:

وعلى ذلك نجد أن أخذ المخاطر فى الاعتبار من جانب البنوك عند رسم سياسات الإستثمار بها يعد أمرا هام جدا، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين^(١):

١- أن عالمنا يتميز بعدم التأكد .

٢- أن متخذ القرار غالبا ما يربط بين درجة المخاطرة ودرجة العائد المتوقع.

وعلى ذلك يجب أن تعي إدارة أى بنك تجاري الدور الحيوي للمخاطر التي تواجهها فى التأثير على البنك وتحقيق أهدافه من تعظيم ثروة الملاك وتعظيم العائد.

(1) George H. Hempel and others, **Bank management** 2 nd ed. (New York John Wiley sons, 1999) P.P. 3 – 6.

جدول رقم (٢) مخاطر سياسات الإستثمار

مخاطر سياسة الاستثمار
١- مخاطر عدم التوازن بين الإستثمارات المباشرة والإستثمارات الغير مباشرة .
٢- مخاطر الأعمال : وتشير إلى تقلب القدرة الإيرادية بسبب عدم إختيار مجال الإستثمار الذى يعمل به البنك .
٣- مخاطر التضخم : وهى تشير إلى تقلب معدل العائد الحقيقى على الإستثمار الناتج عن تغيير القوة الشرائية للنقود .

متوقع لأسعار أصول معينة تشملها عقود الخيارات وبالتالي يقوم بشراء عقود خيار شراء أو بيع للاستفادة من هذا الوضع وهو ما نوضحه فيما يلي^(١) :

١- المضاربة على ارتفاع السعر :

بفرض أن أحد البنوك يتوقع ارتفاع سعر أحد الأصول وليكن اسهم شركة معينة وفقا للبيانات التالية:

(١) المصرف العربي الدولي ، استراتيجيات استثمار حقوق الخيار في أسواق المال ، الإدارة العامة للبحوث الاقتصادية والإحصاء، النشرة الاقتصادية ربع السنوية، السنة ١٥ ، للمعد ٢ ، أبريل / يونية ١٩٩٧، ص ١٣-١ .

ثالثاً : استخدام الخيارات المالية لتخفيض مخاطر سياسات الإستثمار:

بعد أن تناول الباحث فى الصفحات السابقة مخاطر سياسات الإستثمار للبنوك فإنه سوف يتناول فى هذا الجزء كيفية استخدام الخيارات المالية لإدارة مخاطر الإستثمار بالبنوك التجارية بغرض تخفيض المخاطر المرتبطة بتلك الإستثمارات:

أ- استخدام عقود الخيارات بفرض المضاربة Speculation وتحقيق الأرباح (خاصية الرفع) :

فى هذه الحالة فإن البنك يضارب على ارتفاع أو انخفاض

- سعر السهم الحالي ٣٥ جنيه .
- تتوقع إدارة البنك ارتفاع السعر إلى ٥٠ جنيه .
- عدد الأسهم المطلوب الاستثمار فيها يساوى ١٠٠٠ سهم .

< البديل الثاني:

عدم تنفيذ إدارة البنك لعقد الخيار وبيعه بمبلغ ٥ جنيه للسهم (الفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ) وتحقق نفس قيمة الأرباح الإجمالية والصافي وهو ما يسمى بالتصفية النقدية لعقد الخيار . في كلا الحالتين فإن إدارة البنك قد حققت صافي ربح قدره ٣٠٠٠ جنيه على مبلغ مستثمر وقدره ٢٠٠٠ جنيه (قيمة العلاوات المدفوعة).

وبالتالي فإن معدل العائد على الأموال المستثمرة في حالة شراء عقد الخيار السابق $100\% = 100 \times 2000 / 3000$ ويمكن أن يتزايد هذا المعدل إلى ما لا نهاية.

أما في حالة شراء الأسهم بسعر ٣٥ جنيه (السعر الحالي للسهم) وبيعها بسعر ٤٥ جنيه . فإن قيمة الأرباح تقدر بمبلغ $= 100 \times 10 = 1000$ جنيه.

وهنا فإن معدل العائد على الأموال المستثمرة =

الإستراتيجية الأولى هي:

قيام إدارة البنك بشراء عقد خيار شراء ١٠٠٠ من أحد البائعين لهذه العقود بعلاوة قدرها ٢ جنيه للسهم الواحد وبسعر تنفيذ يساوى ٤٠ جنيه للسهم.

في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى ٤٥ جنيه فإن إدارة البنك أمامها أحد البديلين التاليين :

< البديل الأول :

تنفيذ عقد الخيار بشراء عدد ١٠٠٠ سهم من محرر عقد الخيار بسعر ٤٠ جنيه أى بقيمة إجمالية $= 40 \times 1000 = 40000$ جنيه

وبيعها بالسعر السوقي وقدره ٤٥ جنيه بقيمة اجمالية $= 45 \times 1000 = 45000$ جنيه.

محقة ربح إجمالي قدره ٥٠٠٠ جنيه .

ولما كانت العلاوة المدفوعة للسهم الواحد ٢ جنيه بإجمالي قيمه

الاستراتيجية الأولى:

♦ أما في حالة الاستثمار في

الأسهم نفسها فإن إدارة البنك تحقق خسائر في هذه الحالة.

♦ أما في حالة ارتفاع السعر فإن

إدارة البنك لا تقوم بتنفيذ العقد وتخسر قيمة العلاوة المدفوعة.

♦ أما بالنسبة لبائع العقد (محرر

عقد خيار البيع) فإنه يحقق أرباحه في حالة عدم انخفاض

السعر وبالتالي عدم تنفيذ العقد وبالتالي يربح قيمة

الخلاوة وقدرها ٢٠٠٠ جنيه.

♦ أما في حالة انخفاض الأسعار

فإنه يكون ملزم بالشراء وبالسعر المحدد في العقد (٣٤ جنيه للسهم) بغض النظر

عن السعر السوقي وبالتالي فإن خسائره تكون غير محددة.

الاستراتيجية الثانية:

فهو يبيع عقد خيار شراء

اعتماداً على توقع انخفاض الأسعار وتوقع الطرف المقابل Counter Party ارتفاع الأسعار ، فعند

انخفاض الأسعار لا يقوم الطرف

قيام إدارة البنك بشراء عقد خيار بيع لعدد ١٠٠٠ سهم بسعر تنفيذ ٣٤ جنيه. وبعد دفع علاوة ٢ جنيه للسهم. في حالة انخفاض السعر السوقي وفقاً لتوقعات إدارة فإن إدارة البنك أمامها بديلين وهما

◀ البديل الأول:

تنفيذ عقد الخيار بشراء الأسهم من السوق بسعر ٣٠ جنيه وممارسه حق البيع إلى محرر العقد بمبلغ ٣٤ جنيه. وبأرباح إجمالية = ٤ × ١٠٠٠ = ٤٠٠٠ جنيه. وبصافي أرباح = ٢٠٠٠ جنيه.

◀ البديل الثاني:

تصفية عقد الخيار نقدياً ببيعه بمبلغ ٤ جنيه للسهم (عادة ما يتم البيع للمحرر) وتحقيق نفس الأرباح ، في هذه الحالة فإن إدارة البنك تحقق معدل عائد على الأموال المستثمرة من خلال عقد الخيار يقدر بما يلي:

معدل العائد =

$$\% ١٠٠ = ١٠٠ \times \frac{٢٠٠٠}{٢٠٠٠}$$

الخسائر الناتجة عن عدم تنفيذ العقد المضاد والمتمثلة في العلاوة المدفوعة. ونظرا لذلك فإن هناك اتجاه بعدم الاعتماد على عقود الخيارات في حاله تذبذب الأسعار مستقبلا". ويمكن أن يلخص الباحث التوجهات والاستراتيجيات التي يمكن اتباعها باستخدام عقود الخيارات وتوقعات الأسعار في الجدول التالي :

الأخر بتنفيذ عقد الشراء وبالتالي يربح البنك قيمة العلاوة ، إلا أن هذه الاستراتيجية تحتوي على مخاطر لا نهائية في حاله ارتفاع الأسعار والتزام إدارة البنك بالشراء.

٢- المضاربة على تقلب الأسعار:

في هذه الحالة فإن تحرك سعر الأصول مؤكد ولكن اتجاهات هذه الأسعار (بالصعود أو الهبوط) غير مؤكدة، وغالبا ما تتذبذب قيمة الأصل صعوداً أو هبوطاً ، وبالتالي فإن المفضل في هذه الحالة شراء عقد خيار شراء وعقد خيار بيع على نفس الأصل للقيام بمناورة مزدوجة ويتم تنفيذ أي من العقدين حسب اتجاه السعر^(١).

• في حالة اتجاه السعر إلى الارتفاع يتم تنفيذ عقد خيار الشراء.

• في حاله اتجاه السعر إلى الانخفاض يتم تنفيذ عقد خيار البيع، ولا يتم تنفيذ أي من العقدين إلا إذا كانت الأرباح في هذا العقد والناتجة من الاستفادة من فروق الأسعار تفوق

(١) رياض أسعد ، إدارة المشتقات والأدوات المالية الجديدة (الخيارات،المبادلات، العقود الآجلة،الوفاء) ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ،القاهرة، ١٩٩٧، ص ص ١٢٠-١٢٢.

جدول رقم (٣)
استراتيجيات استخدام عقود الخيارات

توقعات السعر			
انخفاض الأسعار	تقلب الأسعار	ارتفاع الأسعار	
- عدم استخدام عقد الخيار. - شراء الأصل بسعر منخفض من السوق	الشراء مستقبلاً	شراء خيار شراء. بيع خيار بيع	شراء الأصول
- بيع خيار شراء. - شراء خيار بيع	البيع مستقبلاً	- عدم استخدام عقد الخيار. - بيع الأصل بسعر مرتفع في المستقبل	بيع الأصول

المصدر: من إعداد الباحث

حالة امتلاك اسهم سعرها السوقى الحالي ٦٠ جنيه وتوقع انخفاض الاسعار فى المستقبل فإن شراء عقد خيار بيع بسعر تنفيذ ٥٥ جنيه يعنى تحديد الخسارة فى ٥ جنيه فقط لكل سهم + العلاوة المدفوعة ويتم التنفيذ بالبيع إذا انخفض السعر السوقى عن ٥٥ جنيه، وتسمى هذه الاستراتيجية حماية

المركز المغطى Hedging a Covered Position أما فى حالة عدم انخفاض الأسعار فإن إدارة البنك لا تقوم بالتنفيذ وتخسر فقط قيمة العلاوة.

٢- الحماية من المخاطر فى جانب الخصوم (الالتزامات):

قد يدخل البنك فى عملية يترتب عليها التزام مستقبلى بالوفاء، مثلاً قد يلتزم البنك ببيع

بد استخدام عقود الخيارات بفرض
الحماية من المخاطر Hedging

يمكن أن يتم استخدام عقود الخيارات لغرض الحماية ضد مخاطر تحرك السعر وليس لغرض المضاربة على ارتفاع أو انخفاض الأسعار وذلك وفقاً لما يلي:

١- الحماية من المخاطر فى جانب الأصول:

فى حالة ملكية الشركة للأصل موضوع عقد الخيار وتوقع انخفاض الاسعار على هذه الاصول فإن التحرك الواجب اتباعه هو شراء عقد خيار بيع لتثبيت السعر عند حد معين وبالتالي يضمن البنك ألا تتجاوز الخسارة حدود معينة، فمثلاً فى

ويمكن تقسيم هذه العقود إلى^(١):

◆ **عقد خيار لضمان الحد الأدنى من الفائدة Floor** ويضمن هذا العقد للبنك عدم انخفاض سعر الفائدة للقروض التي يستثمر فيها البنك عن حد معين، وفي حالة انخفاض معدل الفائدة لهذه القروض عن الحد الأدنى يتم تنفيذ العقد بالحد الأدنى المطلوب .

◆ **عقود اختيار لضمان الحد الأقصى للفائدة Caps** وهي الحالة العكسية للعقد السابق، حيث تستخدم البنوك هذه العقود لضمان عدم تجاوز الفائدة على القروض التي حصلت عليها عن حد أقصى . ويضمن كل من العقدين السابقين للبنك المخاطر المرتبطة بالحصول على الاستثمار أو التمويل بواسطة القروض.

◆ **عقود خيار لضمان الحد الأدنى والأقصى للفائدة Collars** وفيها يتم ضمان الحد الأدنى والحد الأقصى للفائدة في نفس الوقت وبالتالي تحييد مخاطر كل من التمويل والاستثمار في القروض معا.

أصل معين في المستقبل مع عدم ملكيته لهذا الأصل حالياً وهو أمر كثيراً ما يتكرر في البنوك بدخولها في عقود بيع عملة أو أصول لا تملكها ، وفي هذه الحالة يقوم البنك بالتحوط ضد مخاطر ارتفاع قيمه هذا الأصل سوقياً في المستقبل عن طريق شراء عقد خيار شراء حتى يمكن تحديد حجم الخسارة التي يتوقع أن يتكبدها في حاله ارتفاع الأسعار وهو ما يسمى بحماية المركز المكشوف Hedging A Naked Position.

٢- الحماية عن طريق عقود خيار العملات:

ويتم التعامل في هذه العقود بغرض الحماية ضد مخاطر تقلبات سعر صرف العملات الأجنبية وتستخدم هذه العقود بديلاً عن العقود الأجلة ، فعند الحاجة إلى تدبير عمله جنيه (ولتكن جنيه إسترليني) للوفاء بعقد أجل والتخوف من ارتفاع سعر صرف الإسترليني مقابل العملة المحلية فإن شراء عقد خيار لشراء الجنيه الإسترليني يمثل حماية من مخاطر تحرك هذه العملة بالارتفاع.

٤- الحماية عن طريق عقود خيار سعر الفائدة:

(١) John Hull, Op. Cit ., P320 .

تزداد مما يحق للبنك فرصة تحقيق الأرباح.

وبصورة عامة إذا لم تتحقق توقعات البنك فإن أقصى خسارة يمكن للبنك تحملها هي ثمن الخيار، وتكوين الخسارة أقل مما لو قام البنك ببيع الأسهم بنظام البيع على المكشوف.

(د) **التحصين باستخدام الخيارات (من خلال التوليفة)**

:Straddle

حيث يمكن للبنوك باستخدام الخيارات تحصين موقفهم الاستثماري، ويتم ذلك من خلال مايلي:

♦ يمكن أن يأخذ البنك موقف طويل في الأسهم (تملك الأسهم) بينما يقوم ببيع خيار الشراء (وقف قصير).

♦ وفي حالة الموقف الاستثماري القصير في الأسهم (البيع) فإن البنك من خلال مدير المحفظة يمكنه أن يقوم بالتحصين عن طريق أخذ موقف طويل في الخيارات (شراء خيارات الشراء).

♦ فعند ارتفاع سعر السهم مستقبلاً فإن البنك سوف يخسر نتيجة الموقف القصير في الأسهم، غير أن هذه الخسارة سوف يتم

(ج) **استخدام خيارات مؤشر السوق للحصول على عائد للبنك (التوقعات)**

إذا توقع البنك ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة وكان يرغب في الاستفادة من هذا الارتفاع المتوقع من أجل الحصول على الأرباح، فإنه يستطيع أن يقوم بشراء خيار مؤشر السوق، فإذا حدث أو ارتفعت الأسعار كما توقع في المستقبل فإن قيمة خيار الشراء سوف ترتفع مما يحقق لهذا البنك الاستفادة من هذا الارتفاع في الحصول على الأرباح.

وفي هذه الحالة يكون قد تحقق للبنك إمكانية تفادي المخاطرة غير التلقائية التي كان سيتحملها إذا ما قرر شراء بعض الأسهم للاستثمار فيها بدلاً من خيار المؤشر، بالإضافة إلى إمكانية تفادي العمولات الباهظة التي كان سيقوم بدفعها من أجل تكوين محفظة متنوعة.

أما إذا توقع البنك انخفاض أسعار الأسهم بصفة عامة في المستقبل فإنه يقوم بشراء خيار بيع مؤشر السوق، فإذا حدث أن انخفضت أسعار الأسهم في وقت لا حق حسب توقعات البنك، فإن قيمة خيار بيع مؤشر السوق سوف

للبيانات من خلال معامل الثبات ثم الأهمية النسبية والانتهاة باختبارات الفروض.

وبناء على ذلك سوف يقسم الباحث هذا الفصل إلى النقاط التالية:

النقطة الأولى : أسلوب الدراسة الميدانية.

النقطة الثانية : التحليل الإحصائي للبيانات.

أسلوب الدراسة الميدانية

تهدف الدراسة الميدانية إلى التعرف على أنواع الخيارات المالية التي يتم استخدامها في قطاع البنوك التجارية وكذلك تحديد المشاكل المرتبطة باستخدام تلك الأدوات وكذلك تحديد الضوابط والمقومات الأساسية اللازمة لتطبيق الخيارات المالية لتقليل مخاطر سياسات الإستثمار للبنوك التجارية ، ويمكن تحقيق تلك الأهداف من خلال اتباع المنهجية التالية:

تعويضها من الزيادة التي طرأت على قيمة خيار الشراء الذي يملكه هذا البنك ، حيث أنه من المعروف أن قيمة خيار الشراء تزداد بارتفاع سعر السهم .

• وإذا كان مدير المحفظة بالبنك يرغب في استخدام الخيارات لتحقيق تغطية كاملة لأثار التغيرات في أسعار الأسهم ، فإن معدل التحصين يمثل أهم أنواع المعلومات التي يحتاجها المدير في هذه الحالة.

معدل التحصين =

$$\frac{1}{\text{عدد خيارات الشراء اللازمة لتحصين}}$$

الفصل الثالث

التحليل الإحصائي ونتائج الدراسة التطبيقية

يتناول الباحث في هذا الفصل الجوانب التطبيقية للدراسة، وسوف يتم ذلك من خلال أسلوب الدراسة بما يشمله من فروض الدراسة وتصميم أداة الدراسة، ثم بعد ذلك تحديد متغيرات ومجتمع وعينة الدراسة، ثم أساليب التحليل، ثم تناول الباحث التحليل الإحصائي

أولاً: فروض الدراسة:

يوجد هناك إتفاق معنوي بين أفراد عينة الدراسة، بشأن كل عنصر من العناصر التالية:

أ - أهداف استخدام الخيارات.

ب - مشاكل استخدام الخيارات.

ج- المبادئ المطلوبة لإدارة الخيارات .

د - مقومات تطبيق الخيارات، المالية.

ثانياً: تصميم أداة الدراسة:

قام الباحث بإعداد قائمة استقصاء كأداة لجمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الميدانية واعتمد في تصميمها على مجموعة من الأسئلة التي تكونت لدى الباحث في ضوء مراجعة الأبحاث والدراسات السابقة في هذا المجال، وتتناول القائمة المحاور التالية:

(١) درجة الإلمام بالخيارات المالية

(٢) مدى التعامل في الخيارات المالية.

(٣) مدى الحاجة إلى الإسراع بإدخال الخيارات المالية إلى المؤسسات المالية وخاصة البنوك.

(٤) أنواع الخيارات المالية الحديثة التي يمكن استخدامها في البنوك المصرية

(٥) مجالات استخدام عقود الخيارات المالية.

(٦) أهداف استخدام الخيارات المالية.

(٧) المشاكل الإدارية المرتبطة باستخدام الخيارات المالية.

(٨) المبادئ التي يجب أخذها في الاعتبار عند استخدام الخيارات المالية.

(٩) المقومات الداخلية لتطبيق الخيارات المالية.

(١٠) المقومات الخارجية لتطبيق الخيارات المالية.

ثالثاً : مجتمع وعينة الدراسة:

١- مجتمع الدراسة:

البنوك التجارية العامة وهي (٤) بنوك :

■ بنك القاهرة.

■ بنك مصر.

■ بنك الإسكندرية.

■ البنك الأهلي المصري.

التحليل الإحصائي للبيانات

تم استخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة الميدانية على النحو التالي:

أولاً: معامل الثبات.

ثانياً: اختبارات الفروض.

ويتناول الباحث كل عنصر من العناصر السابقة بشيء من التفصيل كما يلي:

أولاً: معامل الثبات:

تم حساب معامل الثبات (Alpha) لأسئلة الاستقصاء (ما يسمى بمعامل الاعتمادية) ، وذلك لبحث مدى الاعتماد على نتائج الدراسة الميدانية في تعميم النتائج.

ويقصد بالثبات دقة القياس أو اتساقه ، فإذا حصل نفس الفرد على نفس الإجابات " أو ما يقرب منها " في نفس المقياس في أوقات مختلفة فإنه يمكن القول في هذه الحالة بأن المقياس على درجة عالية من الثبات وبهذا المعنى فإن المقصود بمعامل الثبات للمقياس أن المقياس إذا طبق في فترات مختلفة فإنه يعطي نفس النتائج.

والثبات ضروري للمقياس ولكنه ليس بديلاً عن الصدق .

رابعاً: أساليب التحليل:

تم استخدام البرنامج الإحصائي (spss) في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة الميدانية على النحو التالي:

١ - تحليل وصفي بغرض تلخيص

البيانات الإحصائية، وقد شمل هذا التحليل : معامل الثبات لأسئلة الدراسة، التوزيعات التكرارية في صورة الجداول المزدوجة، وذلك لمعرفة الأهمية النسبية لكل عنصر، والمتوسطات الحسابية والانحراف المعياري لكل عنصر من عناصر الدراسة.

٢- أساليب التحليل الإحصائي :

نظراً لأن غالبية البيانات الواردة في قائمة الاستقصاء ذات طبيعة إسمية (وصفية)، فقد تم استخدام الأساليب الإحصائية اللا معلمية (Non Parametric) لتحديد الفروق بين إجابات مفردات العينة من البنوك المختلفة، ولقد استخدم الباحث في هذا الشأن اختبار مان وتينى ، وكروسكال وليز.

وباستعراض الجدول رقم (٤) يتضح أن قيم معامل الثبات مقبولة لجميع الأسئلة، حيث تضمنت قائمة الاستقصاء عشرة أسئلة وكل سؤال يتضمن مجموعة من العناصر، وتراوحت قيمة معامل الثبات بين (5781). للسؤال الثالث " مجالات استخدام الخيارات المالية " و (8326). للسؤال الأول " درجة الإلمام بالخيارات المالية". وبالتالي يمكن القول أنها معاملات ذات دلالة جيدة لأغراض البحث ويمكن الاعتماد عليها في تعميم النتائج.

حيث أن الصدق يعني أن النموذج يقيس الهدف الذي صمم من أجله والمقياس الذي يعطينا درجة غير مستقرة أو غير متسقة لا يمكن أن يكون صادقاً . ومن ناحية أخرى إذا كانت درجة ثبات المقياس عالية جداً فهذا ليس دليلاً على أن المقياس يقيس ما نريد . ولهذا فإن الانخفاض في معامل الثبات يحد الصدق ، ولكن ارتفاع معامل الثبات لا يضمن درجة مرضية من الصدق ، وبمعنى آخر فإن وظيفة الثبات هي تحقيق الإجابات التي تمكن من تحقيق الصدق.

جدول رقم (٤)

معامل الثبات

السؤال	البيانات	معامل الثبات (Alpha)*
الأول	درجة الإلمام بالخيارات المالية	.8326
الثاني	أهم أنواع الخيارات المالية الحديثة في حالة استخدامها في البنوك المصرية	.7854
الثالث	مجالات استخدام الخيارات المالية في البنوك	.5781
الرابع	الأهداف المتبينة لاستخدام الخيارات المالية	.5862
الخامس	المشاكل المتوقعة لاستخدام الخيارات المالية	.6237
السادس	المبادئ التي يجب أخذها في الاعتبار عند تطبيق الخيارات المالية	.7007
السابع	مدى توافر المقومات للداخلية اللازمة لتطبيق الخيارات المالية	.6988
الثامن	مدى توافر المقومات للخارجية اللازمة لتطبيق الخيارات المالية	.7956

*المصدر: نتائج التحليل الإحصائي ملحق رقم (2).

ثالثاً: اختبارات الفروض:

ج- المبادئ التي يجب أخذها في الاعتبار عند تطبيق الخيارات .

د - مقومات تطبيق الخيارات المالية.

وفيما يلي نتائج اختبار ذلك الفرض:

أ- الأهداف المتباينة لاستخدام الخيارات:

يعرض جدول رقم (٥) ترتيب الأهداف المتباينة لاستخدام الخيارات المالية لمواجهة مخاطر سياسات الاستثمار وفقاً لآراء عينة الدراسة:

بعد أن تناول الباحث في الجزء السابق معامل الثبات والأهمية النسبية فسوف يتناول في هذا الجزء اختبار فرض الدراسة:

يوجد اختلاف معنوي بين أفراد عينة الدراسة، بشأن كل عنصر من العناصر التالية:

أ - الأهداف المتباينة لاستخدام الخيارات .

ب - المشاكل المتوقعة لاستخدام الخيارات.

جدول رقم (٥)

نتائج الترتيب الخاص بالأهداف المتباينة لاستخدام الخيارات

الترتيب	أهداف استخدام الخيارات
الاول	هدف الوقاية (الحماية من مخاطر عدم تحقيق التوقعات مستقبلاً)
الثاني	هدف المضاربة (الرغبة في تحقيق الأرباح في حالة حدوث توقعات المضارب)
الثالث	هدف المتاجرة . (الرغبة في تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة)
الرابع	هدف موازنة سعر الصرف

المصدر: نتائج الإحصاء الوصفي ملحق رقم (4)

وقد تم استخدام اختبار كروسكال ويلز، وذلك لاختبار عدم جود فرق بين آراء الدراسة حول الأهمية النسبية لأهداف استخدام الخيارات في حالة تطبيقها، ويعرض جدول رقم (٦) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (٦)
نتائج اختبار كروسكال ويلز لأهداف استخدام الخيارات

المعنى	P- Value	كروسكال ويلز	أهداف استخدام الخيارات
معنوى	.000	90.000	هدف الوقاية (الحماية من مخاطر عدم تحقيق التوقعات مستقبلاً)
معنوى	.000	68.500	هدف المضاربة (الرغبة في تحقيق الأرباح في حالة حدوث توقعات المضارب)
معنوى	.000	103.000	هدف المتاجرة . (الرغبة في تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة)
معنوى	.000	28.000	هدف موازنة سعر الصرف

المصدر: نتائج التحليل الاحصالي ملحق رقم (5)

٢- المشاكل المتوقعة لاستخدام الخيارات:

يعرض جدول رقم (٧) الترتيب الخاص بالمشاكل المتوقعة لاستخدام الخيارات.

يتضح من نتائج جدول رقم (٦) معنوية كل العناصر عند مستوى معنوية 5%، حيث أن قيم P- Value المحسوبة أقل من القيم الجدولية مستوى المعنوية 5%.

الترتيب	مشاكل استخدام الخيارات
الاول	صعوبة فهم الخيارات المالية بسبب طبيعتها المعقدة
الثانى	عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بها
الثالث	صعوبة تحديد المصروفات والإيرادات
الرابع	التعديل المستمر فى الهوامش التامينية
الخامس	عدم وجود الوعي الكافى لدى العديد من المستثمرين تجاه هذه الخيارات ومخاطر استخدامها
السادس	تخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود
السابع	عدم استخدام أوامر وقف الخسارة فى الوقت المناسب
الثامن	تنطوى على نفس مخاطر الأنشطة التقليدية
التاسع	تجاوز المعاملات مرحلة تأمين الأوضاع

المصدر: نتائج الإحصاء الوصفى ملحق رقم (4)

فى الواقع العملي تم استخدام كروسكال وليز، ويعرض جدول رقم (٨) نتائج هذا الاختبار.

ولاختبار وجود اختلاف معنوى بين آراء عينة الدراسة حول الأهمية النسبية للمشاكل المتوقعة لاستخدام الخيارات المالية

جدول رقم (٨)
نتائج اختبار كروسكال وليز.
الخاص بمشاكل استخدام الخيارات

المعنوية	P-Value	مان هويتنى U	مشاكل استخدام الخيارات
معنوى	.002	117.000	صعوبة فهم الخيارات المالية بسبب طبيعتها المعقدة
معنوى	.000	79.000	عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بها
معنوى	.002	120.000	صعوبة تحديد المصروفات والإيرادات
غير معنوى	.056	162.000	التعديل المستمر في الهوامش التأمينية
معنوى	.000	17.500	عدم وجود الوعي الكافي لدى العديد من المستثمرين تجاه هذه الخيارات ومخاطر استخدامها
معنوى	.001	111.500	تخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود
غير معنوى	.059	194.000	عدم استخدام أوامر وقف الخسارة فى الوقت المناسب
معنوى	.000	78.000	تنطوى على نفس مخاطر الأنشطة التقليدية
معنوى	.021	165.500	تجاوز المعاملات مرحلة تأمين الأوضاع

المصدر: نتائج التحليل الاحصائى ملحق رقم (5)

• عدم استخدام أوامر وقف الخسارة فى الوقت المناسب.

٢- المبادئ التى يجب أخذها فى الاعتبار عند تطبيق الخيارات:

يعرض جدول رقم (٩) الترتيب لبيانات السؤال الثامن والخاص بالمبادئ التى يجب أخذها فى الاعتبار عند تطبيق الخيارات.

يتضح من نتائج جدول رقم (٨) معنوية معظم العناصر عند مستوى معنوية 5%، حيث أن قيم P- Value المحسوبة أقل من القيم الجدولية مستوى المعنوية 5%، باستثناء ما يلي:

• التعديل المستمر فى الهوامش التأمينية.

جدول رقم (٩)
نتائج الترتيب الخاص بالمبادئ التي يجب أخذها
في الاعتبار عند تطبيق الخيارات.

الترتيب	مبادئ استخدام الخيارات
الاول	التحديد الواضح لأهداف التعامل في الخيارات
الثاني	إدارة الخيارات بأسلوب يتناسب مع كفاءة إدارة المخاطر
الثالث	تكيف سياسات توظيف الخيارات مع تغيرات ظروف المنظمة والأسواق
الرابع	قياس إيرادات الخيارات بصفة منتظمة وتفصيلية
الخامس	تقييم محافظ التعامل في الخيارات على أساس معدل الأسعار الجارية
السادس	التنبؤ بحجم الأموال التي توجه للاستثمار في الخيارات المالية

المصدر: نتائج الإحصاء الوصفي ملحق رقم (4)

للمبادئ اللازمة لتشغيل منظومة
الخيارات المالية في الواقع العملي"
(السؤال الثامن) ، ويعرض جدول
رقم (١٠) نتائج هذا الاختبار.

وقد تم استخدام
اختبار كروسكال وليز ، وذلك
لاختبار مدى وجود فروق بين آراء
عينة الدراسة حول الأهمية النسبية

جدول رقم (١٠)
نتائج اختبار كروسكال وليز.
للمبادئ التي يجب أخذها في الاعتبار عند تطبيق الخيارات

المعنوية	P-Value	كروسال وليز	مبادئ استخدام الخيارات
معنوى	.0511	70.000	التحديد الواضح لأهداف التعامل فى الخيارات
غير معنوى	.0512	77.000	إدارة الخيارات بأسلوب يتناسب مع كيفية إدارة المخاطر
غير معنوى	.0521	127.00	تكيف سياسات توظيف الخيارات مع تغيرات ظروف المنظمة والأسواق
معنوى	.007	148.000	قياس إيرادات الخيارات بصفة منتظمة وتفصيلية
معنوى	.004	142.500	تقييم محافظ التعامل فى الخيارات على أساس معدل الأسعار الجارية
معنوى	..010	153.000	التنبؤ بحجم الأموال التى توجه للاستثمار فى الخيارات المالية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى ملحق رقم (5)

♦ إدارة الخيارات بأسلوب يتناسب مع كيفية إدارة المخاطر.

♦ مدى توافر المقومات المطلوبة لتطبيق الخيارات المالية:

تختلف المقومات المطلوبة لتطبيق الخيارات المالية، حيث توجد مقومات داخلية (على مستوى البنوك محل الدراسة)، ومقومات خارجية (على مستوى الجهاز

يتضح من نتائج جدول رقم (١٠) معنوية العناصر عند مستوى معنوية 5%، حيث أن قيم P- Value المحسوبة أقل من القيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5%، باستثناء ما يلي:

♦ تكيف سياسات توظيف الخيارات مع تغيرات ظروف المنظمة والأسواق.

المصرفي ككل)، وسوف نتناول كلا
من النوعين على النحو التالي:
الترتيب الخاص بالمقومات
الداخلية لاستخدام الخيارات
المالية:
المقومات الداخلية:

جدول رقم (١١)
نتائج الترتيب الخاص بالمقومات الداخلية
لاستخدام الخيارات المالية

الترتيب	المقومات الداخلية لاستخدام الخيارات المالية
الاول	الالتزام بالأهداف الأساسية التي تم من أجلها تطوير الخيارات المالية المالية
الثاني	إعداد الكوادر الكافية للقيام بهذا النشاط وتدريب المتعاملين في هذه الأدوات على العمل
الثالث	الفصل بين عمليات المتاجرة بالخيارات المالية وعمليات التسوية الخاصة بها
الرابع	الالتزام بنصائح وتحذيرات المراجعين الخارجيين
الخامس	الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية
السادس	وضع سياسة عامة تحكم استخدام الخيارات المالية
السابع	إسناد مهمة تنفيذ سياسة الخيارات المالية إلى إدارة مستقلة

المصدر: نتائج الإحصاء الوصفي ملحق رقم (4)

وقد تم استخدام اختبار كروسكال وليز، وذلك لاختبار مدى وجود فرق بين آراء عينة الدراسة حول الأهمية النسبية للمقومات الأساسية اللازمة لتطبيق الخيارات المالية (المقومات الداخلية)، ويعرض جدول رقم (١٢) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (١٢)
نتائج كروسكال وليز

الخاص بالمقومات الداخلية لاستخدام الخيارات المالية

المعنوية	P-Value	كروسكال وليز	المقومات الداخلية لاستخدام الخيارات المالية
معنوى	.001	13.061	الالتزام بالأهداف الأساسية التى تم من أجلها تطوير الخيارات المالية المالية
معنوى	.001	13.473	إعداد الكوادر الكافية للقيام بهذا النشاط وتدريب المتعاملين فى هذه الأدوات على العمل
غير معنوى	0.077	9.974	الفصل بين عمليات المتاجرة بالخيارات المالية وعمليات للتسوية الخاصة بها
معنوى	.000	16.281	الالتزام بنصائح وتحذيرات المراجعين الخارجيين
غير معنوى	.078	5.113	الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية
معنوى	.000	16.190	وضع سياسة عامة تحكم استخدام الخيارات المالية
غير معنوى	.052	12.017	إسناد مهمة تنفيذ سياسة الخيارات المالية إلى إدارة مستقلة

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى ملحق رقم (5)

بد المقومات الخارجية :

أما بالنسبة للمقومات الخارجية فيعرض جدول رقم (١٣) الترتيب للبيانات الخاصة بالمقومات الخارجية لاستخدام الخيارات المالية.

ويتضح من النتائج معنوية الفرق بين آراء فئات الدراسة حول المقومات الداخلية وذلك عند مستوى معنوية (5%) ما عدا الفصل بين عمليات المتاجرة بالخيارات المالية وعمليات التسوية الخاصة بها ، الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية ، إسناد مهمة تنفيذ سياسة الخيارات المالية إلى إدارة مستقلة.

جدول رقم (١٣)
نتائج الترتيب الخاص بالمقومات الخارجية
لاستخدام الخيارات المالية

الترتيب	المقومات الداخلية لاستخدام الخيارات المالية
الاول	وضع معايير رقابية نظمية تلتزم بها كل البنوك عند استخدام الخيارات المالية
الثاني	التعاون بين الهيئات الرقابية الدولية في مجال الرقابة على استخدام الخيارات المالية المالية
الثالث	وضع حدود لحجم استخدام الخيارات المالية طبقا لظروف كل مؤسسة
الرابع	متابعة المعايير التي تم وضعها للتعامل في الخيارات المالية
الخامس	إصدار القوانين الضريبية والمحاسبية ذات الارتباط بنشاط الخيارات المالية
السادس	إصدار التشريعات والقوانين التي تنظم العلاقات بين أطراف عقود الخيارات المالية
السابع	تنظيم وتطوير أسواق تداول الخيارات المالية المالية
الثامن	تنظيم الندوات والمؤتمرات الخاصة بذلك النشاط

المصدر: نتائج الإحصاء الوصفي ملحق رقم (4)

وقد تم استخدام اختبار
كروسكال وليز . ويوضح جدول
رقم (١٤) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (١٤)
نتائج اختبار كروسكال وليز
الخاص بالمقومات الخارجية لاستخدام الخيارات المالية

المعنوية	P-Value	كروسكال وليز	المقومات الداخلية لاستخدام الخيارات المالية
معنوى	.005	10.603	وأضع معايير رقابية نمطية تلتزم بها كل البنوك عند استخدام الخيارات المالية
غير معنوى	.064	5.499	التعاون بين الهيئات الرقابية الدولية في مجال الرقابة على استخدام الخيارات المالية المالية
معنوى	.003	11.379	وأضع حدود لحجم استخدام الخيارات المالية طبقاً لظروف كل مؤسسة
غير معنوى	.057	9.82	متابعة المعايير التي تم وضعها للتعامل في الخيارات المالية
معنوى	.016	8.302	إصدار القوانين الضريبية والمحاسبية ذات الارتباط بنشاط الخيارات المالية
غير معنوى	.0531	8.616	إصدار التشريعات والقوانين التي تنظم العلاقات بين أطراف عقود الخيارات المالية
معنوى	.001	14.869	تنظيم وتطوير استواق تداول الخيارات المالية المالية
معنوى	.000	19.435	تنظيم الندوات والمؤتمرات الخاصة بذلك النشاط

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي ملحق رقم (5)

معنوية الفروق من خلال مقارنة العناصر التي بها فروق معنوية مع التي لا يوجد بها فروق معنوية والأخذ بالأكثر ، فقد اتضح من خلال التحليل السابق صحة الفرض.

ويوضح مما سبق أن معظم

المتغيرات معنوية عند مستوى 5% ، ما عدا المتغيرات غير المعنوية التي تتضح من الجدول.

ونظراً لأن إثبات صحة الفرض يعتمد على قياس معنوية الفروق في البنود التي تقيس صحته ، ونظراً لأنه تم تحديد

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

١- درجة الإلمام بالخيارات المالية .

٢- أنواع الخيارات المالية التي تستخدم في البنوك المصرية .

٣- مجالات استخدام الخيارات المالية .

٤- أهداف استخدام الخيارات المالية .

٥- لمبادئ التي تؤخذ في الاعتبار عند استخدام الخيارات المالية .

٦- المقومات الداخلية والخارجية المطلوبة لتطبيق الخيارات المالية .

وقد قام الباحث بتوجيه قائمة الاستقصاء إلى عينة الدراسة والتي شملت المصرفين العاملين بإدارات الاستثمار في البنوك محل الدراسة .

وتحقيقاً لما سبق فقد قام الباحث بوضع فرض اساسي لهذا البحث وهو:

يوجد إتفاق معنوي بين أفراد عينة الدراسة ، بشأن كل عنصر من العناصر التالية:

أ- الأهمية النسبية لكل نوع من أنواع الخيارات المالية .

بعد أن تناول الفصل السابق الدراسة الميدانية بما شملته من حساب معامل الثبات للأسئلة التي تضمنها قائمة الاستقصاء ، قام الباحث بعد ذلك باختبار فروض الدراسة ، وبناء على اختبارات الفروض فقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج وبناء عليها فقد وضع مجموعة من التوصيات .

أولاً : النتائج:

تناول هذا البحث التعرف على الخيارات المالية ، وتحديد المشاكل المرتبطة بها عند استخدامها لتقليل مخاطر سياسات الإستثمار في البنوك ، وكذلك المبادئ والمقومات الأساسية لتطبيقها في الواقع العملي .

ولتحقيق ذلك فقد قام الباحث من خلال الدراسة الميدانية بتصميم قائمة استقصاء تحتوي على مجموعة من الأسئلة والتي تم من خلال التعرف على الخيارات المالية ومبادئ ومقومات تطبيقها ، وتناولت قائمة الاستقصاء النقاط التالية:

استخدامها ، ثم صعوبة فهم الخيارات المالية بسبب طبيعتها المعقدة ، ثم عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بها.

المبادئ المطلوبة لإدارة الخيارات المالية:

حيث أثبت التحليل الإحصائي أن ترتيب هذه المبادئ على النحو التالي:

♦ التحديد الواضح لأهداف التعامل في الخيارات المالية، ثم إدارة الخيارات المالية بأسلوب يتناسب مع كيفية إدارة المخاطر ، ثم تقييم محافظ التعامل في الخيارات المالية على أساس معدل الأسعار الجارية.

مدي توافر المقومات المطلوبة لتطبيق الخيارات المالية:

حيث أثبت التحليل الإحصائي أن ترتيب هذه المقومات على النحو التالي:

أ - المقومات الداخلية:

كان الترتيب الخاص بالمقومات الداخلية لاستخدام الخيارات المالية كالتالي:

١ - الإلتزام بالأهداف الأساسية التي تم من أجلها تطوير الخيارات المالية

ب- أهداف استخدام الخيارات المالية.

ج - مشاكل استخدام الخيارات المالية.

د- المبادئ المطلوبة لإدارة الخيارات المالية.

هـ مقومات تطبيق الخيارات المالية.

وباختبار هذا الفرض إحصائياً فقد ثبت صحته بالنسبة لكل نقطة من النقاط التي تنازلتها الدراسة وذلك على النحو التالي:

أهداف استخدام الخيارات المالية:

حيث أثبت التحليل الإحصائي أن ترتيب هذه الأهداف على النحو التالي:

♦ هدف الوقاية، ثم هدف موازنة سعر الصرف، ثم هدف المضاربة.

المشاكل الإدارية لاستخدام الخيارات المالية:

حيث أثبت التحليل الإحصائي أن ترتيب هذه المشاكل الإدارية على النحو التالي:

♦ عدم وجود الوعي الكافي لدي العديد من المستثمرين تجاه هذه الخيارات المالية ومخاطر

٤- متابعة المعايير التي تم وضعها للتعامل في الخيارات المالية.

٥- إصدار القوائم الضريبية والمحاسبية ذات الارتباط بنشاط الخيارات المالية.

٦- إصدار التشريعات والقوانين التي تنظم العلاقة بين أطراف العقود.

٧- تنظيم وتطوير اسواق تداول الخيارات المالية.

٨- تنظيم الندوات والمؤتمرات الخاصة بهذا النشاط.

ثانياً : التوصيات :

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، قام الباحث بوضع مجموعة من التوصيات، وذلك على النحو التالي:

١- التطبيق التدريجي للخيارات المالية في البنوك المصرية كوسيلة لمواجهة مخاطر السياسات المصرفية وذلك مع الأخذ في الاعتبار تجارب البنوك الأجنبية التي طبقت هذه الأساليب.

٢- إعداد الكوادر الإدارية اللازمة للقيام بهذا النشاط

٣- الفصل بين عمليات المتاجرة بالخيارات وعمليات التسوية الخاصة بها.

٤- الإلتزام بتوجيهات المراجعين والمراقبين الخارجيين

٥- وضع سياسة عامة تحكم استخدام الخيارات المالية.

ب- المقومات الخارجية :

كان الترتيب الخاص بالمقومات الخارجية لاستخدام الخيارات المالية كالتالي:

١- وضع معايير رقابية تلزم بها كل البنوك عند استخدام الخيارات المالية.

٢- التعاون بين الهيئات الرقابية الدولية في مجال الرقابة على استخدام الخيارات المالية.

٣- وضع حدود لحجم استخدام الخيارات المالية طبقاً لظروف كل مؤسسة.

هـ وجود الوعي الكافي لدى
العديد من المستثمرين
تجاه هذه الخيارات

و- مراعاة أن الخيارات المالية
تتطوي على نفس مخاطر
الأنشطة التقليدية

من خلال ما يلي :

٥- تطوير نظم وأساليب
متكاملة لاستخدام الخيارات
المالية بكفاءة ، وتشمل تلك
الأساليب :

أ- إنشاء قاعدة بيانات وإدخالها
الكمبيوتر

ب- إعداد مؤشرات مالية
للجهات المتعاملة في
أسواق الخيارات المالية

ج- إعداد تنبؤات مالية للفرات
المقبلة

د- المراجعة الدورية للنشرات
المالية للبورصات

هـ إنشاء نظام للمعلومات
المالية

٦- ضرورة توافر مجموعة من
المبادئ اللازمة لتطبيق
الخيارات المالية في مواجهة

٢- عدم تجاوز التعامل في
الخيارات المالية الهدف الذي
صممت من أجله وهو تلبية
المخاطر، وإلا أصبحت
قنابل موقوتة قد تدمر البنوك
في أي وقت .

٣- ضرورة الإسراع في تطبيق
الخيارات المالية ولكن بشرط
توافر المقومات المادية
والتشريعية والبشرية
والمحاسبية اللازمة لهذا
التطبيق .

٤- الأخذ في الاعتبار علاج
المشاكل الإدارية التي تواجه
المؤسسات المصرفية التي
طبقت هذه الخيارات المالية :

أ- ضرورة فهم هذه الخيارات
المالية وكيفية تطبيقها .

ب- الإفصاح الكامل عن
المعلومات المتعلقة بها .

ج- تحديد المصروفات
والإيرادات الخاصة بها .

د- التعديل المستمر في
الهوامش التأمينية حسب
ظروف السوق .

أ- الإلتزام بالأهداف الأساسية التي تم من أجلها تطوير الخيارات المالية .

ب- إعداد الكوادر الكافية للقيام بهذا النشاط وتدريب المتعاملين في هذه الأدوات على العمل .

ج- الفصل بين عمليات المتاجرة بالخيارات المالية وعمليات التسوية الخاصة بها .

د- الإلتزام بنصائح وتحذيرات المراجعين الخارجيين .

هـ الإلتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية .

و- وضع سياسة عامة تحكم استخدام الخيارات المالية.

ز- إسناد مهمة تنفيذ سياسة الخيارات المالية إلى إدارة مستقلة.

٩- توجد مجموعة من الضوابط الخارجية (على مستوى البنك المركزي) لحماية أسواق المال والجهاز المصرفي من الأزمات المرتبطة باستخدام الخيارات المالية ، وتشمل تلك الضوابط :

مخاطر السياسات المصرفية وخاصة ساسية الإستثمار ، وتشمل تلك المبادئ :

أ- التحديد الواضح لأهداف التعامل في الخيارات المالية.

ب- تكيف سياسات توظيف الخيارات المالية مع متغيرات ظروف المنظمة والأسواق .

ج- قياس إيرادات الخيارات المالية بصفة منتظمة وتفصيلية .

د- قياس محافظ التعامل في الخيارات المالية على أساس معدل الأسعار الجارية .

هـ- التنبؤ بحجم الأموال التي توجه للاستثمار في الخيارات المالية.

٨- توجد مجموعة من الضوابط الداخلية (على مستوى كل بنك) لحماية أسواق المال والجهاز المصرفي من الأزمات المرتبطة باستخدام الخيارات المالية ، وتشمل تلك الضوابط :

أ- وضع معايير رقابية نمطية
تلتزم بها كل البنوك عند
استخدام الخيارات المالية.

ب- التعاون بين الهيئات
الرقابية الدولية فى مجال
الرقابة على استخدام
الخيارات المالية .

ج- وضع حدود لحجم استخدام
الخيارات المالية حسب
ظروف كل مؤسسة مالية .

د- متابعة المعايير التى تم
وضعها للتعامل فى
الخيارات المالية.

هـ إصدار القوانين الضريبية
والمحاسبية ذات الارتباط
بنشاط الخيارات المالية.

و- إصدار التشريعات
والقوانين التى تنظم
العلاقات بين أطراف
وعقود الخيارات المالية.

ز- تنظيم وتطوير أسواق
تداول الخيارات المالية.

ح- تنظيم الندوات والمؤتمرات
الخاصة بذلك النشاط .