

تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية

دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

*Hedging strategy analysis through financial options**A case study of some banks listed on the Kuwait Stock Exchange*

د. زهير بن دعاس *

جامعة سطيف 1، الجزائر

ben_daas19@yahoo.fr

أ. نريمان رقوب

جامعة سطيف 1، الجزائر

narimeneragoub@outloulk.fr

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على الدور الذي تلعبه عقود الخيارات المالية في تحسين سيولة سوق الأوراق المالية والتحوط من مخاطر الاستثمار فيها، بالاعتماد على بيانات فعلية لمجموعة من البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، والبالغ عددها سبعة بنوك، وقد تم اختيار القطاع المصرفي باعتباره أحد أعمدة الاقتصاد الكويتي، الذي يتم تداول أسهمه بانتظام، وكذا كونه من أكثر القطاعات تقبلاً وبالتالي الأكثر عرضة للمخاطر. وقد توصلنا إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من عقود الخيارات المالية واحتياجات المستثمرين في السوق، حيث رفعت قيمة عقود الخيارات من سيولة سوق الكويت للأوراق المالية، كما نجحت إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات في التقليل من مخاطر الاستثمار، حيث تحققت الكثير من التوقعات على خيارات الشراء والبيع في البنوك المدروسة.

كلمات مفتاحية: الخيارات المالية، سوق الخيارات الكويتي، إستراتيجية التحوط

Abstract:

This study aimed to identify the role of financial option contracts to cover investment risks and improve the liquidity of the financial market, on real data for a group of banks (7 banks) listed on the Kuwait Stock Exchange, we have selected the banking sector as one of the pillars of the Kuwaiti economy, its shares are traded regularly, and also one of the most volatile sectors, and therefore the most risky. as a conclusion of this study We have reached a positive relationship between the set of financial option contracts and the needs of investors in the market, and the value of the option contracts raised the liquidity of Kuwait financial market during the period. Also the hedging strategy through options has succeeded in reducing the investment risk, where many expectations have been made on the buying and selling of options in the studied banks

Keywords: options, Kuwaiti stock market, hedging strategy

* المؤلف المرسل

مقدمة:

شهد العقد الأخير العديد من التطورات في عالم المال والاستثمار، كان من أهمها النمو الهائل في استخدام الابتكارات المالية للتحوط من المخاطر التي تواجه العمليات الاستثمارية بما يلاءم ظروف العصر والتطورات الراهنة تحت سيادة تحرر أسواق المال، وفي هذه الدراسة سنحاول تبيين طريقة استخدام الخيارات المالية في التحوط من المخاطر في السوق الكويتية للأوراق المالية، باعتبارها من أقدم الأسواق المالية العربية التي تعاملت بالخيارات المالية. وعليه فقد تمحورت معالم إشكالية دراستنا في التساؤل التالي: إلى أي مدى استطاعت البنوك المدرجة في السوق الكويتية للأوراق المالية التحوط من المخاطر المالية باستخدام إستراتيجية خيارات الشراء وخيارات البيع؟ وتندرج ضمن الإشكالية مجموعة من التساؤلات الفرعية تتمثل في:

- كيف يتم التحوط من المخاطر باستعمال عقود الخيارات؟
- ما أثر تداول عقود الخيارات على سيولة سوق الكويت للأوراق المالية؟
- هل يمكن اعتبار عقود الخيارات وسيلة فعالة للتحوط من المخاطر في سوق الكويت للأوراق المالية؟

فرضيات الدراسة:

انطلقت الدراسة من فرضيتين هما:

- وجود علاقة موجبة بين تداول عقود الخيارات وسيولة السوق الكويتية للأوراق المالية.
- إستراتيجية التحوط باستخدام الخيارات تمكن المستثمر في السوق الكويتية من تجنب المخاطر.

منهج الدراسة:

بغية التشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة من مختلف جوانبه، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، مع الاستعانة ببعض البرامج الإحصائية كبرنامج (STATA) عند اختبار طبيعة العلاقة بين تداول عقود الخيارات وسيولة السوق، وكذا عند قياس إستراتيجية التحوط.

محاور الدراسة:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية واثبات أو نفي صحة الفرضيات قمنا بتقسيم الدراسة إلى المحاور التالية:

- 1- مفهوم التحوط عن طريق الخيارات.
- 2- أثر تداول عقود الخيارات على سوق الكويت للأوراق المالية.
- 3- تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية.

1- مفهوم التحوط عن طريق الخيارات:

تعد الخيارات أحد أهم أنواع المشتقات المالية التي تعطي المستثمر فيها فرصة مهمة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد وفي موعد أو قبل موعد محدد في المستقبل، حيث تساهم في تيسير عمليات التداول في الأوراق المالية المتنوعة (أسهم، سندات، أسعار الصرف، وغيرها) لغرض الاستثمار، المضاربة والتحوط من تقلبات السوق.

1-1- الخيارات المالية:

انتشر استخدام الخيارات على نطاق واسع في الأسواق المالية العالمية خلال السنوات الأخيرة، حيث تعقد ملايين العقود عليها يوميا، وذلك بهدف التحوط من تقلبات السوق من جهة، وتحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها لفترات قصيرة من جهة ثانية، وفيما يلي سنحاول إبراز مفهوم الخيارات المالية وأهم أنواعها.

1-1-1- تعريف الخيار:

يعبر الخيار عن اتفاق بين طرفين وهما مشتري الخيار وبياع الخيار:

أ- الطرف الأول المشتري: له الحق في بيع أو شراء¹:

- كمية محددة (يحدد ذلك في العقد) من الأوراق المالية؛
- سعر محدد يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ؛
- إلى غاية تاريخ محدد، ويكون إما تاريخ التنفيذ النهائي أو نهاية فترة تنفيذ الخيار.

فخيارات الشراء تعطي حق الشراء وخيارات البيع تعطي حق البيع.

ب- الطرف الثاني البائع: يكون ملزم ببيع أو شراء الشيء موضوع التعاقد (أوراق مالية؛ عملة؛...) بسعر الممارسة المتفق عليه، فإذا ما مارس المشتري هذا الحق داخل النطاق الزمني للعقد فإن المشتري عليه أن يدفع للبائع مبلغ محدد مقابل الحق².

بناء على ما سبق نستنتج أن الخيارات المالية هي عقود تتم بين طرفين (مشتري الحق وبياعه) تعطي الحق لحاملها أو لمشتريها وليس الإلزام في شراء أو بيع أصل مالي معين (أسهم، عملة،....) في تاريخ مستقبلي

(تاريخ التنفيذ)، بسعر محدد مسبقا (سعر التنفيذ)، ويحصل بائعه مقابل ذلك على علاوة منحه هذا الحق تسمى سعر الخيار (غير قابلة للاسترداد سواء نفذ الحق أم لم ينفذه)؛ فإذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد، فمشتري هذا الحق سيقوم بتنفيذه، ويكون مربحا إذا كان سعر الخيار المستقبلي أكبر من سعر التنفيذ المتفق عليه سابقا زائد العلاوة المدفوعة.

1-1-2- أنواع الخيارات:

تتعدد الخيارات بحسب المعيار الذي ينضو منه إليها؛ وفيما نذكر أهمها:

أ- الخيارات الأمريكية والخيارات الأوروبية:

تتميز الخيارات الأمريكية بإعطاء حاملها (المستثمر) الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدماً، حيث بالإمكان تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه، بينما تمارس الخيارات الأوروبية في نهاية فترة صلاحيتها³.

ب- خيارات البيع وخيارات الشراء:

حيث تمنح خيارات الشراء لمالك الأصل حق الاقتناء من مكتب الخيارات في وقت مستقبلي، حيث يتوقع هذا المالك أن سعر سلعته أو أدواته سترتفع خلال فترة التعاقد أو حتى قد تتجاوز سعر التعاقد أو الخيار، وهنا عند ارتفاع سعر الأصل يرتفع سعر الخيار مما يحقق فرصة إضافية لبيعه بريح قبل انتهاء حق الخيار⁴.

ت- أنواع أخرى للخيارات:

- **خيارات الانتشار:** هي خيارات الشراء والبيع إلا أن السعر في خيار الشراء يحدده سعر الأصل زائد علاوة بمبلغ نقدي، وفي خيارات البيع يحدد بسعر البيع ناقص منه علاوة بمبلغ نقدي.
- **خيارات الانحياز للسوق أو الوقوف على طرف واحد:** تشبه عقود الانتشار إلا أن سعر التعاقد سواء كان في عقود الشراء أو البيع يحدد عند سعر السوق للأصل المعتمد للخيار وقت التعاقد، وبالتالي فإن التداول يقوم على شراء لحظي وأني للخيارات (البيع أو الشراء) حيث يكون لها نفس الأصل ونفس السعر.
- **خيارات الشد:** هي نفسها الخيارات السابقة، لكن خيار الشراء مضاف له خيار ثاني للشراء.
- **خيارات السحب:** تقابل خيارات الشد بمعنى إضافة خيار ثاني للبيع.

1-2- مفهوم التحوط من المخاطر:

1-2-1- تعريف المخاطر:

يقصد بالمخاطرة في العادة تلك الوضعية التي يكتنفها عدم التيقن فيتحقيق مردود أو عائد أو تدفق نقدي⁵.

بمعنى أنها تعبر عن عدم التأكد الذي ينطوي عليه المستقبل، فكما حدث تشتت كبير في العوائد المتوقعة للنواتج كلما انطوى القرار الاستثماري على مخاطر كبيرة⁶.
يجب أن نفرق بين مصطلح الخطر والمجازفة ومصطلح المخاطرة وعدم التأكد، فالخطر هو السبب في الخسارة الحادثة أي يمثل مصدر المخاطرة، أما المجازفة فهي حالة تخلق أو تزيد فرصة نشوء

خسارة من خطر ما، في حين تعبر المخاطرة عن النتيجة المحتملة الناتجة من الخطر (شدة الخطر وقدرته الكامنة على إحداث الضرر)، أما عدم التأكد فيصنف موقفاً لا يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية عن الأوراق المالية، وبالتالي يمكنه وضع تصور فقط لما سيكون عليه التوزيع الاحتمالي للتدفقات المستقبلية.

1-2-2- أنواع المخاطر ومصادرها:

أ- أنواع المخاطر:

يمكن تقسيمها بشكل عام إلى نوعين رئيسيين هما: المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة اللذان يشكل مجموعهما المخاطر الكلية⁷، والمخطط التالي يوضح تقسيمات المخاطر الكلية وأهم ما يميزها:

مخطط رقم (01): أنواع المخاطر الكلية ومميزاتها



- تنشأ عن العوامل التي تنفرد بها منشأة معينة؛
- تنشأ عن العوامل العامة المشتركة؛
- تؤثر في المنشأة ذاتها؛
- تؤثر في جميع منشآت الأعمال؛
- بمعامل بيتا (B).
- يمكن تقاديبها بالتنوع؛
- لا يمكن تقاديبها ولكن يمكن تعديلها؛
- جزء منها تشغيلي وآخر مالي؛
- جزء منها تشغيلي وآخر مالي؛
- تقاس بمعامل التباين (CV). تقاس

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2010م، ص37

ب- مصادر المخاطر:

يمكن تقسيم مصادر المخاطر المالية حسب نوع المخاطرة في حد ذاتها، لذلك نفرق بين مصادر المخاطر المنتظمة ومصادر المخاطر غير المنتظمة.

أولاً- مصادر المخاطر المنتظمة

تعبر عن تلك المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وتنشأ من عدة مصادر أهمها⁸:

- **مخاطر سعر الفائدة:** هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية.
- **مخاطر التضخم:** كلما ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم، فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية.
- **مخاطر السوق:** هي الخسائر الناجمة عن انخفاض الأسعار في السوق المالي.

ثانيا- مصادر المخاطر غير المنتظمة

يرتبط هذا النوع من المخاطر بصورة مباشرة بشركة معينة أو قطاع معين ولا علاقة لها بشركات وقطاعات أخرى، وتعرف بالمخاطر القابلة للتوزيع⁹. وتتكون أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة من ما يلي:

- **مخاطر الإدارة:** تنشأ عن سوء إدارة الشركة واتخاذ قرارات خاطئة فيما يتعلق بالاستثمار أو الإنتاج أو التسويق.
- **مخاطر الصناعة:** هي المخاطر التي تنتج عن عوامل تؤثر في قطاع معين بشكل واضح دون غيره من القطاعات. كعجز الشركة على المنافسة.

-**المخاطر المالية(مخاطر الرافعة المالية):** تنشأ عن مبالغة الشركة في اللجوء إلى التمويل بالاستدانة بشكل مبالغ فيه.

1-2-1- التحوط:

يقصد بالتحوط التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أو أسعار الأوراق المالية، أو أسعار الصرف والعملات¹⁰.

كما يعرف التحوط على أنه: "اتخاذ مركزين متعاكسين في وقت واحد أي باتخاذ مركز طويل وآخر قصير حيث توجد سياستان هما:

أ-**التحوط الساكن:** يقصد به التقييد بالعمل على تغطية المخاطرة ساعة اتخاذ القرار فقط، دون متابعة سلوك الأسعار بهدف تثبيت الوضع الحالي والبقاء عليه وعدم القيام بمتابعة الأسعار حتى تاريخ الاستحقاق وهذا الأمر يحمل في طياته خسائر للمتحوط.

ب- **التحوط المتحرك:** يسعى المتحوط وفق هذه السياسة إلى تحقيق أرباح إضافية، وذلك بتعديل المراكز المتحوطة بحسب التوقعات الخاصة بسلوك أسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو قيمة الأصول، وهذا يعني أنه هناك شبه مضاربة على المراكز المتحوطة، ويجب على مستعمل هذه السياسة امتلاك درجة

من المعرفة والتخصيص في الأسواق المتعامل بها، خشية تحقيق خسارة ليست متوقعة بينما أولئك الذين ليس لهم درجة الدراية الكافية بأسعار الصرف والفوائد وما إلى ذلك فإن عليهم بالتحوط الساكن.

1-3- إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات:

إن الغرض الأساسي للخيارات هو التحوط من المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى، وفيما يلي عرض لأهم استراتيجيات التحوط باستخدام عقود الخيارات المالية.

1-3-1- التحوط باستخدام خيار الشراء:

يشترى المتعاملون خيارات الشراء أحيانا ليس بغرض الاستفادة من ارتفاع الأسعار، وإنما لحماية مركزهم، كأن يكونوا بائعين لأسهم معينة أو لأصل ويخشون ارتفاع السعر السوقي لتلك الأسهم أو الأصول، وبالتالي فإن شراءهم لخيارات الشراء يمكنهم من الاستفادة من ارتفاع السعر السوقي على نحو يغطي جزئيا أو كليا خسائرهم¹¹. والمثال التالي يوضح ذلك:

"وقع مستثمر عقد خيار شراء على سهم إحدى الشركات بسعر تنفيذ 50 دولار للسهم الواحد. فإذا كانت

العلوة المدفوعة 10 دولارات للسهم، فما هي ربحية المستثمر عند الأسعار السوقية التالية في تاريخ التنفيذ (20، 30، 40، 50، 60، 70، 80، 90)".

جدول رقم (01): أرباح وخسائر إستراتيجية التحوط باستخدام خيارات الشراء بالدولار

سعر السهم في تاريخ نهاية صلاحية العقد	سعر التنفيذ	الربح	العلوة	صافي الربح (الخسارة) للسهم الواحد
20	50	0	10	(10)
30	50	0	10	(10)
40	50	0	10	(10)
50	50	0	10	(10)
60	50	10	10	0
70	50	20	10	10
80	50	30	10	20
90	50	40	10	30

المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2012م، ص 179

نلاحظ من خلال الجدول (01) أن الخسارة كانت صفرا عند أسعار الأسهم 20 إلى 50 دولار، ويتحمل المستثمر عندها خسارة قدرها 10 دولارات للسهم الواحد أي مبلغ (1000 دولار للخيار الواحد)، ويحقق ربحية مساوية للفرق بين سعر السهم بتاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ لجميع الأسعار التي تزيد عن 50

تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية : دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية _____ **زهير بن دعاس و نريمان رقوب**

دولار، وتتزايد هذه الربحية بشكل مضطرد كلما ارتفع سعر السهم عن سعر التنفيذ، أما نقطة التعادل فهي سعر التنفيذ زائد قيمة العلاوة.

1-3-2- التحوط باستخدام خيارات البيع:

تقوم هذه الإستراتيجية على أساس قيام المستثمر باتخاذ مركز طويل بالنسبة للأسهم (بمعنى شراء الأسهم) واتخاذ موقف طويل بالنسبة لحق الخيار (بمعنى شراء خيار بيع).
ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأسهم ستتخفف مستقبلاً. ولتوضيح الفكرة نعرض المثال الموالي:

"اشترى مستثمر عقد خيار بيع بسعر تنفيذ 50 دولار للسهم الواحد، و علاوة قدرها 10 دولارات للسهم، فما هي ربحية المستثمر عند الأسعار السوقية في تاريخ التنفيذ التالية (20، 30، 40، 50، 60، 70، 80، 90، 100 دولار)".

جدول رقم (02): أرباح وخسائر إستراتيجية التحوط باستخدام خيارات البيع بالدولار

سعر السهم في تاريخ نهاية صلاحية العقد	سعر التنفيذ	الربح	العلاوة	صافي الربح (الخسارة) للسهم الواحد
20	50	30	10	20
30	50	20	10	10
40	50	10	10	0
50	50	0	10	10
60	50	0	10	(10)
70	50	0	10	(10)
80	50	0	10	(20)
90	50	0	10	(30)
100	50	0	10	(40)

المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2012م، ص180

من الجدول رقم (02) نلاحظ أن ربحية مشتري خيار البيع تتزايد كلما انخفض سعر السهم بتاريخ التنفيذ عن سعر التنفيذ، ويكون الخيار مربحاً، أما عند سعر السهم (60 دولار فما فوق) فإن الخسارة ثابتة وتكون بمقدار العلاوة ويكون الخيار خاسراً، وكذلك تتحقق الخسارة إذا كان سعر السهم بتاريخ التنفيذ مساوياً لسعر التنفيذ وتكون الخسارة بمقدار العلاوة ويكون الخيار متعادلاً¹².

2- أثر تداول عقود الخيارات على سوق الكويت للأوراق المالية:

تعد سوق الكويت للأوراق المالية من أوائل الأسواق العربية التي يتم فيها تداول عقود الخيارات، وفي هذا المحور سنحاول الوقوف على أثر تداولها على سيولة السوق الكويتي للأوراق المالية.

2-1-1- نبذة على تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية وتطور أدائه:

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أهم الأسواق المالية العربية، سواء في تنظيمه أو في أدائه وذلك بالنظر لعراقته، وفي هذا العنصر سنحاول التعريف بالسوق وتنظيمه ودراسة تطور أدائه في الفترة الممتدة من 2009 إلى سنة 2013.

2-1-1-1- نشأة سوق الكويت للأوراق المالية:

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952 كأول شركة مساهمة كويتية، وبعدها أصدرت حكومة الكويت عددا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية¹³. وفي سنة 1972 تم افتتاح أول مقر لها. تولى العاملون فيها مهمة تجميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمت يومها.

وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أبريل من سنة 1976 الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية، تحت إشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983، وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وتواصلت بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000م، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001م، واستمرت عملية إصدار التنظيمات والإجراءات وأحيانا قوانين مثل قانون الإفصاح والشفافية، وإصدار قانون هيئة أسواق المال سنة 2010م، ولائحته التنفيذية سنة 2011م، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة¹⁴.

2-1-1-2- أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2013):

نستعرض في هذا العنصر تطور أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة تسعة سنوات بدءا من سنة 2005 إلى سنة 2013، عن طريق دراسة تحليلية لمجموعة من المؤشرات كتطور الشركات المدرجة في السوق، وسيولة السوق إضافة إلى حجم التداول في السوق، والجدول التالي يبرز ذلك:

جدول رقم(03): تطور مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية خلال للفترة (2005-2013)

السنة	عدد الشركات المدرجة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	حجم التداول (قيمة الأسهم) -مليون دينار كويتي(دك)-	مؤشر السوق (نقطة)
2005	156	52246	28422	11445.1
2006	180	37658	17284	10067
2007	196	70438	37009.5	12558.9
2008	205	80850	35747.1	7782.6
2009	205	106331.70	21828.9	7005.3
2010	214	74691.50	12526.30	6955.5
2011	216	38423.00	6068.3	5814.2
2012	216	82805.70	7215.9	5934.3
2013	215	129921.30	11389.4	7549.5

المصدر: بالاعتماد على: - الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية <http://www.kuwaitse.com>

- بحوث كامكو متوفر على الموقع: <http://www.kamconline.com>

يتضح من الجدول رقم (03) التزايد المستمر لعدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، ففي سنة 2005 كانت (156 شركة) مدرجة، ليرتفع عددها إلى (180 شركة) سنة 2006، لتعرف بعدها زيادة مستمرة سنة بعد سنة، حيث وصلت إلى (216) شركة سنتي 2011 و 2012، لتصبح (215) شركة في 13 مارس 2013، وصنفت بذلك في المرتبة الرابعة من حيث عدد إدراج الشركات في البورصات الخليجية بعد بورصة مسقط وبورصة عمان وبورصة السعودية التي تحتل الصدارة بـ 261 شركة.

أما فيما يتعلق بحجم تداول الأسهم فالجدول (03) يوضح أنه تم تداول (52246 مليون سهم) خلال سنة 2005، لتتخفض بعدها إلى (37658 مليون سهم) سنة 2006، ثم عرفت ارتفاعاً تدريجياً إلى غاية 2009 حيث سجلت القيم التالية (70348، 80850، 106331،70 مليون سهم) على الترتيب، لتعاود الانخفاض من جديد خلال سنتي 2010 و 2011، وعادت للارتفاع خلال سنتي 2012، 2013 بقيمة: (82805،70، 129921،30 مليون سهم) على التوالي.

أما من حيث القيمة فيتضح من الجدول (03)، أنه تم تداول ما قيمته (28422 مليون دك) سنة 2005، ثم انخفضت إلى (17284 دك) في السنة التي تليها، لتبلغ ذروتها سنة 2007 بقيمة (37009،5 دك). وخلال المرحلة التي تليها (من سنة 2008 إلى 2011) عانت من فترات انحدار وهبوط شديد حيث تم تداول ما قيمته (37547،1) ثم (21828،90) وتليها (12526،30، 6068،30 دك)، والسبب في ذلك

راجع لتداعيات الأزمة المالية العالمية شأنها في ذلك شأن السيولة، ثم ارتفعت من جديد خلال سنتي 2012 و 2013.

وبخصوص تطور المؤشر العام للسوق خلال الفترة 2005 إلى 2013، فنلاحظ من خلال الجدول (03) حالة تذبذبات نسبية خلال إقفالاته السنوية، ففي سنة 2007 وصل المؤشر إلى أعلى مستوياته فقد سُجّلت أعلى نقطة (12558,9 نقطة)، ثم انخفضت بشكل ملحوظ في السنوات الموالية باستثناء سنة 2012 والتي ارتفع بها مؤشر السوق إلى (7549,5 نقطة)، وكانت سنة 2011 تعبر عن أدنى مستوى بلُغَة السوق (5814,2 نقطة).

2-2- سوق الخيارات الكويتي:

تعد سوق الكويت للأوراق المالية أول سوق عربية يتم فيها تداول عقود الخيارات، وفيما يلي سنحاول إعطاء نبذة عن تداول هذا النوع من العقود ومحاولة تحليل تطور تداولها من سنة 2007 إلى غاية سنة 2013، وإظهار الدور الذي تلعبه في أداء السوق من خلال دراسة تأثير تداول هذه العقود على سيولة السوق.

2-2-1- نشأة سوق الخيارات الكويتي:

منح سوق الكويت للأوراق المالية الموافقة للمركز المالي الكويتي لتقديم خدمة الخيارات، وبالضبط خيارات الشراء في 28 مارس 2005، لتكون بذلك أول سوق عربية يتداول فيها هذا النوع من العقود، حيث يتم تداولها في السوق الثانوية الكويتية داخل قاعة التداول، وبعد إغلاق السوق المالية لمدة ساعة يومياً، وبعد ذلك قررت إدارة السوق إنشاء لجنة لمتابعة وتطور سوق الخيارات في الكويت.

وفي أول يوم من التداول (28 مارس 2005) تم تداول 75 عقدا بقيمة إجمالية وصلت إلى 150 ألف دينار كويتي، تمت على أسهم 13 شركة منتقاة من مختلف القطاعات حسب معايير مختلفة منها: القيمة السوقية المرتفعة؛ السيولة العالية؛ والتذبذب المعتدل.

وقد أوكلت مهمة تنظيم سوق الخيارات لشركة المركز المالي التي وفرت الجانب التقني والإطار القانوني لهذه السوق، بالإضافة إلى الجانب التنظيمي للمتعاملين في هذه الأدوات الجديدة، وتم كل ذلك بالتنسيق مع إدارة سوق المال والشركة الكويتية للمقاصة.

2-2-2- لوائح وآليات تداول الخيارات في السوق الكويتية:

يتم تداول الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية وفقا للوائح التداول والإجراءات التي حددتها السلطات المالية الكويتية وسلطات البورصة على وجه الخصوص، حيث تتكون هذه القواعد من 51 مادة مقسمة إلى 8 فروع هي: المعلومات العامة، الإصدار، الضمانات، التداول، أسعار العقود، تسوية العقود، الاستحقاقات وقرارات الشركات.

وتشرح هذه الفروع والمواد كافة مظاهر إصدار وتداول وتسوية الخيارات وكيفية تحديد أسعارها، كما تشرح الضمانات الممنوحة من قبل مصدر الخيارات وكذا المدة المحددة في العقود كتاريخ الاستحقاق وغيره من العوامل المساعدة على تنشيط سوق هذه الأدوات المالية الجديدة¹⁵.

أما فيما يخص آليات تداولها فصانع السوق يقوم بطرح أسعار عرض وطلب لجميع عقود الخيارات عبر شاشات العرض. ويقوم الراغبون في شراء تلك العقود من صانع السوق بإرسال أوامر الشراء إلى وسطائهم الذين يكلفون بتنفيذ تلك الأوامر. وبعد تنفيذ الصفقات يقوم كل وسيط بتسليم المستثمر عقد شراء يحتوي على مكونات الصفقة المنفذة ومبلغ الشراء المطلوب دفعه.

ففي هذه الحالة يتوفر لدى مشتري الخيار وسيلتان لتسوية عقده، إما أن يبيعه إلى صانع السوق بسعر الطلب المحدد مسبقاً من قبل المصدر (صانع السوق)، أو دفع قيمة الخيار المتمثلة في حاصل ضرب سعر التنفيذ في عدد الأسهم محل الخيار لصانع السوق الذي بدوره يقوم بتحويله إلى حسابه (عن طريق شركة المقاصة الكويتية).

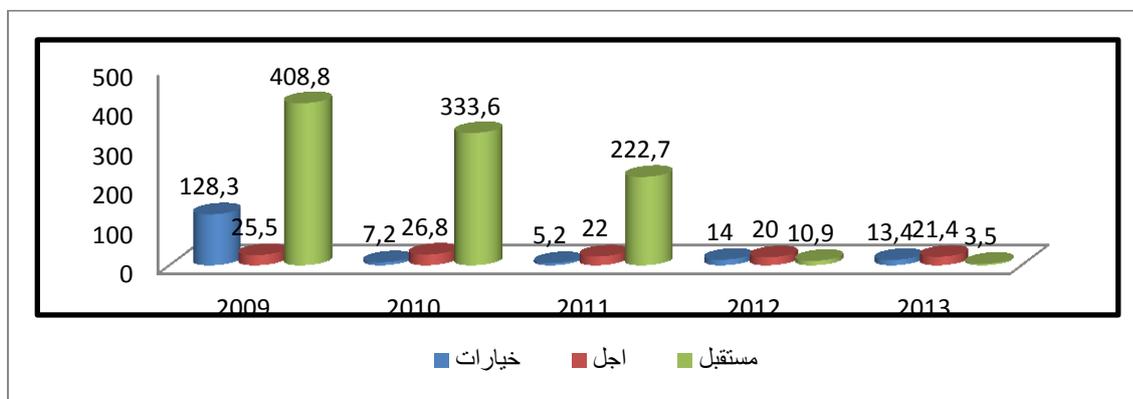
2-3- دراسة تطور تداول عقود الخيارات خلال الفترة (2007-2013):

سنحاول في هذا العنصر تحليل وتيرة تداول عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2007-2013.

2-3-1- تطور مكانة عقود الخيارات ضمن سوق عقود المشتقات الكويتي خلال الفترة (2009-2013):

يتم تداول ثلاث أنواع من عقود المشتقات في سوق الكويت للأوراق المالية وتتمثل في: العقود المستقبلية (من الساعة 9:00 إلى الساعة 12:30)، وعقود الخيارات (من الساعة 12:55 إلى الساعة 13:15)، والعقود الآجلة (من الساعة 12:55 إلى الساعة 13:15)، وأيام التداول من الأحد إلى الخميس¹⁶. والشكل الموالي يوضح وتيرة تداولها:

شكل رقم (01): تداول عقود المشتقات خلال الفترة (2009-2013) الوحدة: مليون دينار كويتي



المصدر: بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2009 إلى 2013)

يتضح من الشكل رقم(01) أنه في السنوات الأربعة الأولى عرفت السوق اتجاه متزايد نحو تداول العقود المستقبلية بقيمة (408,8 مليون د ك)، وتليها عقود الخيارات ثم العقود الآجلة بقيمة(25,5 مليون دك) لتتخفف في السنة الموالية بالنسبة لكل العقود. ويستمر التراجع لبقية السنوات، أما في سنة 2012 فقد ارتفعت قيمة عقود الخيارات إلى (14 مليون د ك)، والعقود الآجلة إلى (20 مليون د ك)، في حين عرفت العقود المستقبلية تراجع حاد بسبب انخفاض معدلات الثقة في السوق واستمرار المخاوف من تبعات الأزمة المالية العالمية، فضلا عن ظهور تقارير سلبية عديدة عن واقع الاقتصاد العالمي.

2-3-2- تطور قيمة تداول عقود الخيارات خلال الفترة (2007-2013):

الجدول الموالي يوضح وتيرة تداول عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية:

جدول رقم (04): تطور قيمة تداول عقود الخيارات خلال الفترة (2007-2013)

الوحدة: مليون دينار كويتي

السنوات	قيمة العقود
2007	144520
2008	143257,6
2009	128,3
2010	7,2
2011	5,2
2012	14
2013	13,4

المصدر: بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية متاح على: <http://www.kuwaitse.com>

يتضح من الجدول (04) أنه في سنة 2007 تم تداول ما قيمته (144520 مليون د ك) وهذا ما يوضح مدى إقبال وسرعة تداول هذا النوع من العقود بين المستثمرين، ويرجع السبب في ذلك بالدرجة الأولى إلى توفرها على درجة عالية من التغطية ضد المخاطر المالية، ومختلف المخاطر الأخرى التي قد تعترضها. هذا ما فهمنا المتمثلة أساساً في تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة، مما جعلهم يقبلون عليها بشكل كبير .
 نتج عن انخفاض في سنة 2008 بحوالي (1262,4 مليون د ك)، ثم ازداد انخفاضها شدة سنة 2009 حيث وصلت (128,3 مليون دك)، ويرجع السبب في ذلك لما شهدته سوق الكويت للأوراق المالية من أحداث لاسيما تداعيات الأزمة العالمية، وإجماع آراء المحللين الماليين على أن تداول هذا النوع من

الأوراق المالية يعتبر من مسببات الأزمة، ما أدى إل نفور المستثمرين من شرائها وتداولها في الأسواق المالية كافة، وبالتالي تحمل المستثمر النهائي لهذه العقود للخسائر المالية المترتبة عنها. وقد تواصل هذا التراجع الحاد سنتي 2010 و 2011، حيث انخفضت القيمة إلى (7,2 مليون د ك و 5.2 مليون دك على التوالي) وذلك لنفس السبب السابق.

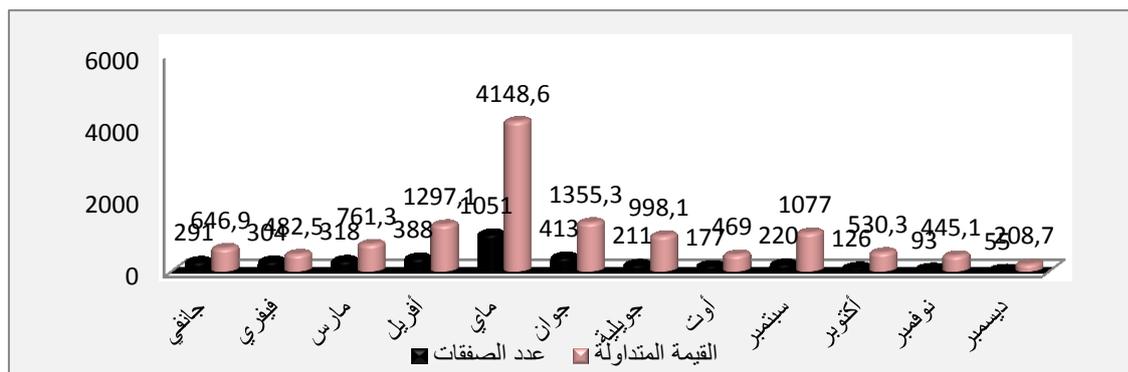
وفي 2012 بدأت تعرف ارتفاع نسبي حيث بلغت (14 مليون د ك)، ويفسر ذلك ببدء زوال آثار الأزمة الأخيرة إضافة إلى بداية تنامي ثقة المستثمرين في مثل هذه العقود كونها توفر لهم المزيد من التغطية ضد المخاطر التي تواجههم فضلا عن ذلك الأرباح الطائلة التي تدرها عليهم. ليليتها انخفاض طفيف سنة 2013 فتم تسجيل (13,4 مليون د ك)، رغم أن هذا التراجع طفيف، إلى أنه يمكن أن يكون السبب في ذلك توجه المستثمرين نحو نوع آخر من الاستثمارات المالية.

2-3-2- عقود الخيارات المتداولة شهريا في سوق الكويت للأوراق المالية:

يتم توضيح ملخص تداول عقود الخيارات خلال عام 2013 في الشكل التالي:

شكل رقم (02): تداول عقود الخيارات خلال عام 2013

الوحدة: ألف دينار كويتي، صفقة



المصدر: التقرير الاقتصادي السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2013 <http://www.kuwaitse.com>

يتضح من الشكل (02)، أن قيمة وعدد الصفقات المتداولة تختلف من شهر لآخر حيث تم تسجيل ما قيمته (2195,3 ألف د ك)، وتداول (4478 صفقة) خلال العام كله وكانت أكبر كمية في شهر ماي بقيمة (4148,6 ألف د ك و 1051 صفقة)، ويليه شهري جوان وأفريل، لتسجل أدنى قيمة في شهر ديسمبر بالنسبة لعدد الصفقات (55 صفقة)، أما بالنسبة لقيمتها فكانت تقدر ب(208,7 ألف دينار كويتي).

2-4-4- أثر تداول عقود الخيارات على سيولة سوق الكويت للأوراق المالية:

سنقوم بدراسة الدور الذي يمكن أن تلعبه عقود الخيارات في تنشيط السوق المالي من خلال تجميع البيانات المتاحة عن هذه العقود وتبيان آثارها على سيولة السوق الكويتي للأوراق المالية.

2-4-1- متغيرات الدراسة:

يمكن حصر متغيرات الدراسة في قيمة عقود الخيارات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية لفترة الدراسة، وسيولة السوق لنفس الفترة، حيث اعتمدنا على المعلومات والبيانات المتحصل عليها من تقارير سوق الكويت للأوراق المالية، ومواقع ذات صلة مثل (موقع كامكو).
ولقياس وتحليل أثر عقود الخيارات، اعتمدنا على البرنامج الإحصائي stata وعلى العديد من الأدوات نذكر منها: نموذج الانحدار البسيط؛ الجداول الإحصائية لتوزيع فيشر وستيودنت.

وعليه فالنموذج الخطي للانحدار يأخذ الشكل التالي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 x_i + u_t$$

Y_t : المتغير التابع في النموذج؛

x_i : المتغير المستقل في النموذج؛

β_0 : المعامل الثابت؛

β_1 : معامل الاتجاه العام؛

μ : حد الخطأ وهو يتبع التوزيع الطبيعي.

نقوم بتقدير نموذج الانحدار ثم تحليله باستخدام كل من معامل الارتباط R ومعامل التحديد R^2 ، وكذا اختبار دلالة الانحدار الذي يهدف لقياس تأثير المتغير x على المتغير y. ثم نختبر دلالة المعامل β_1 الذي يهدف لمعرفة مدى استجابة التغير في المتغير التابع للتغيرات الحادثة في المتغير المستقل. ومن أجل هذين الاختبارين نضع الفرضيتين:

- فرضية العدم (H_0) التي تنص على انعدام العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل؛

- الفرضية البديلة (H_1) التي تنص على وجود العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

وباستخدام توزيع ستيودنت وتوزيع فيشر تتم مقارنة قيم (f و t) المحسوبة، بقيم (f و t) الجدولية لقبول إحدى الفرضيتين السابقتين.

والجدول التالي يوضح البيانات المستخدمة لبناء وتقدير نموذج الانحدار خلال الفترة 2007-

2013.

جدول رقم (05): البيانات المستخدمة لتقدير نموذج الانحدار

الوحدة: مليون دينار كويتي

السنة	قيمة عقود الخيارات	سيولة السوق
2007	144520	37009,5
2008	143257,6	35747,1
2009	128,3	21828,9
2010	7,2	12526,3
2011	5,2	6068,3

تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية : دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية _____ زهير بن دعاس و نريمان رقوب

7251,9	14	2012
6251,9	13,4	2013

المصدر: بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية <http://www.kuwaitse.com>

يبين الجدول (05) قيمة عقود الخيارات وسيولة السوق خلال فترة سبع سنوات ابتداء من سنة 2007 إلى سنة 2013، حيث تباينت القيم بين ارتفاع وانخفاض خلال الفترة.

2-4-2- تحليل نتائج الدراسة:

أظهر برنامج (Stata) النتائج التالية:

. rename var1 time					
. rename var2 v					
. rename var3 liqui					
. reg liqui v					
Source	SS	df	MS	Number of obs =	7
Model	936423733	1	936423733	F(1, 5) =	25.96
Residual	180357007	5	36071401.5	Prob > F =	0.0038
				R-squared =	0.8385
				Adj R-squared =	0.8062
Total	1.1168e+09	6	186130123	Root MSE =	6005.9
liqui	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

من خلال البيانات الواردة أعلاه من برمجية (Stata) يمكن استنتاج ما يلي:

أ- اختبار ستيودنت (لاختبار معنوية المعلمات):

- نلاحظ أن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة الجدولية (Tt= 2,75 و Tc= 5,1)، وعليه نرفض فرضية العدم H0 ونقبل الفرضية البديلة H1، أي أن β_i معنوي؛
- نلاحظ أن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة الجدولية (Tt= 2,75 و Tc= 4,01) وعليه نرفض فرضية العدم H0 ونقبل الفرضية البديلة H1، أي أن β_1 معنوي.

ب- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

- قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت حوالي 83,85%، وهذا يعني أن قيمة عقود الخيارات تفسر وتتحكم في 83,85% من التغيرات التي تحصل في سيولة السوق؛
- أما بالنسبة لمعامل الارتباط فكان حوالي 80,62%، وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سيولة السوق وقيمة العقود المتداولة.

كما أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين السيولة وقيمة العقود المتداولة، حيث تبين أن قيمة فيشر الجدولية تساوي (6,60) ؛ وقيمة فيشر المحسوبة تساوي (25,96) أي أن: $F_c > F_t$ ، وهذا معنا أن نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، ونرفض فرضية العدم (H_0).

وعلى ضوء ما سبق اتضح وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، أي أن قيمة عقود الخيارات رفعت من سيولة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2005 إلى 2013).

3- تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية:

تمكن إستراتيجية الخيارات المستثمرين من التحوط من مخاطر ارتفاع أو انخفاض السعر في المستقبل، وذلك من خلال العديد من الاستراتيجيات ومن بينها شراء خيارات الشراء وخيارات البيع.

3-1- التحوط عن طريق شراء خيار الشراء:

إذا كان المستثمر غير متأكد عما إذا كان سعر السهم في تاريخ انتهاء العقد سيكون أقل أو أكبر من سعر التنفيذ، فإنه يتخذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بيع الأسهم)، واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق خيار الشراء (شراء حق خيار الشراء) من أجل تقليل المخاطر التي يتعرض لها، وعليه سنقوم بتحليل نتائج عملية التحوط عن طريق خيار الشراء للبنوك محل الدراسة، وقد كانت أسعار الأسهم في تاريخ انتهاء صلاحية العقد كما يلي:

جدول رقم (06): أسعار أسهم البنوك تاريخ انتهاء صلاحية العقد

السعر في تاريخ انتهاء صلاحية العقد	البنك
920	بنك الكويت الوطني
300	بنك الخليج
590	البنك التجاري الكويتي
240	بنك الكويت الدولي
480	بنك برقان
730	بيت التمويل الكويتي
240	الأهلي المتحد

المصدر: بالاعتماد على النشرة الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية للشهر ديسمبر 2014

والجدول الموالي يظهر النتائج المترتبة عن عملية التحوط.

جدول رقم (07): النتائج المترتبة عن عملية التحوط عن طريق شراء خيار الشراء

البنك	سعر السهم في تاريخ التنفيذ	سعر التنفيذ	الربح	العلاوة	أرباح/خسائر المستثمر في ظل التحوط
بنك الكويت الوطني	920	860	60	42,103	17,897
بنك الخليج	300	270	30	22,523	7,477
البنك التجاري	590	620	0	24,988	(24,988)
بنك الكويت الدولي	240	260	0	17,595	(17,595)
بنك برقان	480	450	30	26,424	3,576
بيت التمويل الكويتي	730	680	50	37,15	12,85
الأهلي المتحد	240	220	20	14,814	5,186

يتضح من الجدول (07) أن سعر سهم بنك الكويت الوطني في تاريخ انتهاء صلاحية العقد قد ارتفع إلى 920 د ك، أي أن توقعات المستثمر تجاه حركة الأسعار تحققت، وبالتالي فإن خيار الشراء يقع ضمن دائرة الربح، وعليه فالمستثمر سيقوم بتنفيذ العقد، ويكون ربح حامل خيار الشراء 60 د ك، وهو عبارة عن الفرق بين سعر السهم بتاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ. وبما أن قيمة العلاوة (ثمن الخيار) لا تتجاوز قيمة بسيطة من القيمة الكلية للصفقة، فإن العائد المحقق من عملية التحوط بخيار الشراء (صافي الربح) هي (17,897 د ك)، أي سعر السهم في تاريخ التنفيذ ناقص سعر التنفيذ ناقص قيمة العلاوة.

ونفس الشيء بالنسبة لبنك برقان فقد ارتفع السعر من 450 د ك إلى 480 د ك، وهذا يعني أن الخيار مريح وبالتالي سينتهي العقد إلى التنفيذ، ويكون الربح من السهم 30 د ك، في حين يكون الربح الصافي من عملية التحوط هو (3,576 د ك). والأمر نفسه بالنسبة لبنكي بيت التمويل الكويتي وبنك الأهلي المتحد.

أما بالنسبة لبنك الكويت الدولي فقد انخفض السعر من 260 د ك إلى 240 د ك، (لم تتحقق توقعات المستثمر)، ففي هاته الحالة الخيار خارج دائرة الربح وليس في صالح المستثمر تنفيذ العقد، وتحدد الخسارة بقيمة العلاوة فقط، أي أن أقصى خسارة لمشتري خيار الشراء تتمثل في العلاوة والمقدرة بـ (17,595 د ك)، وهذا قد يجنب المستثمر خسارة قدرها (20 د ك) في حالة عدم التحوط. وبالتالي فهذا الوضع المتمثل في عدم تنفيذ الخيار نتيجة انخفاض السعر السوقي للسهم لا يكون له أثر سلبي على المتعامل في السوق لأن الخسارة أو الخطر الناجم عن الانخفاض محددة بسعر العلاوة المدفوعة فقط.

3-2- التحوط عن طريق شراء خيار البيع:

يلجأ المستثمر لهاته الإستراتيجية في حالة توقعه انخفاض الأسعار في المستقبل، والجدول الموالي يوضح نتائج عملية التحوط عن طريق شراء خيار البيع.

جدول رقم (08): نتائج التحوط عن طريق شراء خيار البيع

البنك	سعر السهم في تاريخ التنفيذ	سعر التنفيذ	الربح	العلاوة	أرباح وخسائر المستثمر في ظل وضع التحوط
بنك الكويت الوطني	920	860	0	42,103	(42,103)
بنك الخليج	300	270	0	22,523	(22,523)
البنك التجاري الكويتي	590	620	30	24,988	5,012
بنك الكويت الدولي	240	260	20	17,595	2,405
بنك برقان	480	450	0	26,424	(26,424)
بيت التمويل الكويتي	730	680	0	37,15	(37,15)
الأهلي المتحد	240	220	0	14,814	(14,814)

يتضح من خلال الجدول (08) أن توقعات المستثمر تحققت في كل من أسهم البنك التجاري الكويتي حيث انخفض السعر من (620 إلى 600 د ك) عند تاريخ نهاية صلاحية العقد، وبذلك يتم تنفيذ العقد. ونفس الشيء بالنسبة لسهم بنك الكويت الدولي أين انخفض السعر من (260 إلى 240 د ك)، وعليه فإن الخيار يقع ضمن دائرة الربح وبالتالي يتم تنفيذه.

أما بالنسبة لأسهم بقية البنوك فقد حدث عكس ما كان يتوقع المستثمر أي ارتفعت أسعار الأسهم وبالتالي ليس في صالح المستثمر تنفيذ العقد كون ذلك يجره لتكبد خسائر، وفي حالة عدم تنفيذ العقد تتحدد خسارة المستثمر بقيمة العلاوة فقط. فمثلا بالنسبة لسهم بنك الأهلي المتحد نلاحظ أن سعر السهم ارتفع من (220 د ك إلى 240 د ك)، وعلى هذا لا ينفذ المستثمر العقد ويخسر قيمة العلاوة المقدرة بـ(14,814 د.ك.).

الخلاصة:

تعد الخيارات المالية أحد أهم الابتكارات التي تعطي للمستثمر فيها فرصة مهمة للتحوط من تقلبات السوق، وتقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد يتم تنفيذه في تاريخ مستقبلي، كما أنها تمنح للمستثمرين فرصة تحقيق أرباح حينما تصدق توقعاتهم.

وقد كان الهدف الرئيسي من هذه الدراسة الوقوف على دور عقود الخيارات في تنمية سيولة السوق الكويتية للأوراق المالية، وتبين كيفية استخدامها للحد من المخاطر التي تواجه العمليات الاستثمارية وقد توصلنا إلى النتائج التالية:

- تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية السبابة للتعامل بعقود الخيارات المالية خليجياً وعربياً؛ وقد اكتسبت عقود الخيارات المالية زخم كبير في بداية تداولها، حيث تم تسجيل تداول 150 عقد خلال يوم افتتاحها (28 مارس 2005).
- ساهم التعامل بعقود الخيارات في زيادة سيولة السوق ككل رغم الفترة القصيرة للدراسة، وهذا يدل على أهمية هاته العقود ليس في كونها أداة للتقليل من المخاطر فقط، بل لدورها في تنشيط السوق؛ وعليه فتداول عقود الخيارات أضفى المزيد من السيولة في السوق خلال الفترة 2009 إلى 2013، وهو ما يثبت الفرضية الأولى للبحث.
- يلجأ المستثمر لإستراتيجية شراء خيار الشراء في حالة اعتقاده أن الأسعار سترتفع مستقبلاً ويلجأ المستثمر لإستراتيجية شراء خيار البيع في حالة اعتقاده أن الأسعار ستخف؛
- تحقق الكثير من التوقعات على خيارات البيع وخيارات الشراء، ما يدل على نجاعة إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات في التغطية من المخاطر؛
- لعقود الخيارات دور مهم في تجنب المستثمر تحمل المخاطر في سوق الكويت للأوراق المالية وهذا ما أظهرته النتائج في حالة القيام بعملية التحوط وفي الحالة العكسية أي في حالة عدم التحوط، كما ساهمت عقود الخيارات بشكل كبير في تخفيض المخاطر عن طريق إستراتيجية شراء خيار الشراء في حالة توقع ارتفاع الأسعار، وخسارة المستثمر محدودة بقيمة العلاوة فقط، أو التحوط عن طريق إستراتيجية شراء خيار البيع في حالة توقع انخفاض الأسعار، وهو ما يثبت الفرضية الثالثة للبحث.
- وبناء على النتائج المتوصل إليها نوصي بتكثيف نشر الوعي بين المستثمرين عن طريق التعريف بإيجابيات الابتكارات المالية، وسليبات التعامل الخاطئ بها، ووضع المزيد من اللوائح والتشريعات التنظيمية المتعلقة بالتعامل بها لنقادي الوقوع في أزمات مالية؛ والسعي نحو استخدام النماذج الكمية والرياضية لتقييم مخاطر الابتكارات المالية والتحوط منها؛ كما يجب على الهيئات المشرفة على البورصات لاسيما بورصة الكويت للأوراق المالية، اتخاذ كافة الإجراءات على مستوى مراقبة تداول هذه الأدوات نظراً للخطر الذي يمكن أن تسببه جراء عمليات المضاربة عليها.

الهوامش والمراجع:

¹ Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER , Banque et marches financiers, Edition Economica, Paris 1998. p347

² Michael Chu, "Derivatives markets, products and participants: an overview", IFC Bulletin No 35, 2014 p 05 Available at, <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35a.pdf>

³ Investor Campus – "The Basics Series", Derivative Markets and Instruments, Available at, <http://www.investorcampus.com/Courses/Derivatives/TheBasicsofDerivatives/DerivativeMarketsandInstruments/1264.pdf>

⁴ أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية في إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010م، ص350.

⁵ أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2010م، ص205.

⁶ عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008م، ص321.

⁷ Gautier bordeaux, "Gestion de la banque:diagnostic à la stratégie", Sylvie de coussergues, dunod, 7^e édition, 2013, p182.

⁸ Aaron hou, Market risk management: Value at Risk Approach & Capital Adequacy, Caribbean Actuarial Association Annual Conference Montego Bay, Jamaica, 2005, p3, <http://www.caa.com.bb/files/aaronhou>. 25-01-2015.

⁹ عبد القادر السيد متولي، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، الأردن، ط1، 2010م، ص43، ص42.

¹⁰ Chia-Lin Chang, Lydia González-Serrano, Juan-Ángel Jiménez-Martín, "Currency Hedging Strategies Using Dynamic Multivariate GARCH", 2012, p3.

¹¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2012م، ص172.

¹² مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سبق ذكره، ص181.

¹³ -ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية: تركيبها كفاءتها سيولتها، التجربة العربية؛ المنظمة العربية للتنمية الادارية؛ القاهرة، 2015، ص101.

¹⁴ - شافية كتاف، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2014م، ص184.

¹⁵ محفوظ جبار، "أسواق رؤوس الأموال: الهياكل والأدوات، الاستراتيجيات"، ج2 مرجع سبق ذكره، ص255.

¹⁶ التقرير السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2014م، ص11. متاح على الموقع <http://www.kuwaitse.com>