

عقود الخيارات المالية.

لقد أدى تفاقم المخاطر المرتبطة بتداول الأصول المالية في الأسواق المالية، من جهة. وتطور تقنيات التعامل في هذه الأسواق، من جهة أخرى. إلى ابتكار العديد من المنتجات (العقود) المشتقة بداية من السنوات الأولى لعقد السبعينات، حيث بدأ كل من الشركات و المتعاملون في الأسواق يستخدمون هذه العقود في التحوط من مختلف المخاطر. ويدخل ضمن هذه العقود ما يعرف بعقود الخيارات Les options، التي أصبحت في السنوات الأخيرة من بين الأصول المالية الأكثر تداولاً في الأسواق، حيث قدر بنك التسويات الدولية سنة 2006 حجم التداول في هذه العقود بـ 100.000 مليار دولار¹.

1- مفهوم عقد الخيار:

عقود الخيار هي عبارة عن عقود تربط طرفين مشتري ومحرر تمنح لحاملها الحق _ وليس الإلزام_ في شراء أو بيع عدد محدد من الأصول إلى المحرر، بسعر محدد يُتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ (الخيار الأوروبي) أو خلال فترة محددة مسبقاً (الخيار الأمريكي)². وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كانت أسعار التنفيذ في غير صالحه وذلك في مقابل تعويض يدفعه إلى المحرر يطلق عليه علاوة Prime، تدفع عند التعاقد وهي غير قابلة للاسترداد³. و تستعمل عقود الخيارات من أجل التغطية من المخاطر أو من أجل المضاربة على التغيرات في سعر الأصول محل عقود الخيار، وهذه الأصول يمكن أن تكون أصول مالية (أسهم، سندات، مؤشرات بورصية، عقود أجلة، عملات أجنبية، سندات خزينة... إلخ) أو أصول حقيقية (مواد أولية زراعية أو معدنية)⁴.

2- أنواع عقد الخيار: في الواقع هناك نوعين من عقود الخيارات⁵:

1-2- خيار الشراء: option d'achat (call) هو عبارة عن عقد خيار يمنح لحامله الحق _ وليس الإلزام_ في شراء أصل مالي، بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ. وذلك خلال فترة زمنية معينة إذا كان خيار الشراء هذا من النوع الأمريكي أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) إذا كان هذا الخيار أوروبي. ومن الناحية القانونية، يمكن النظر إلى خيار الشراء على أنه وعد بالبيع (التزام بالبيع) مقدم من

¹ - Jonathan Berk, Peter De Marzo, **finance d'entreprise**, op., cit, p 685.

² - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, pp 157-158.

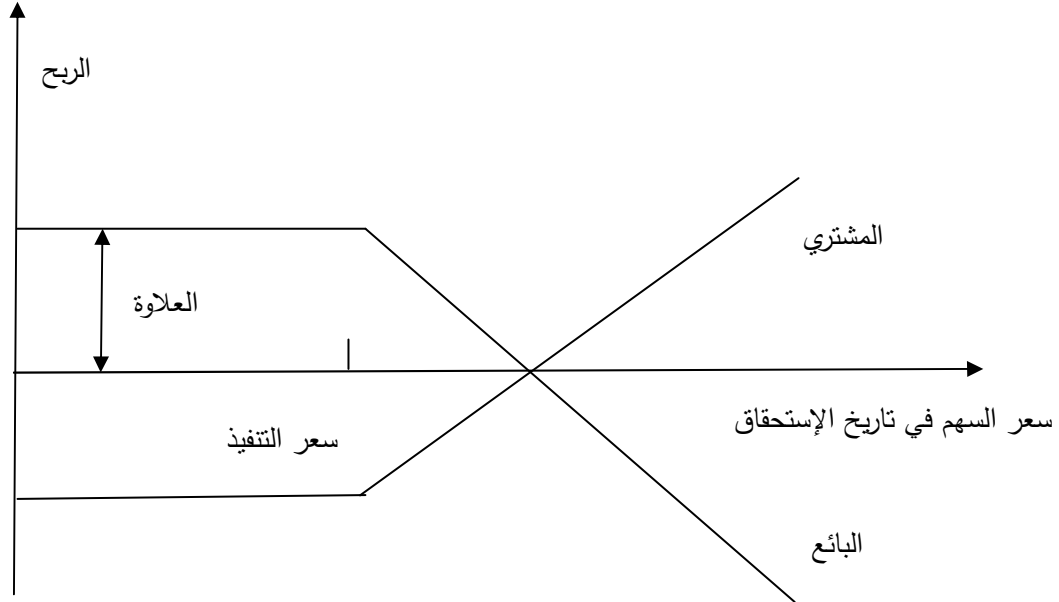
³ - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: عقود الخيارات، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014، ص ص 5-6.

⁴ - Pscal Quiry, Yann Le Fur , **opt cit. p 568**.

⁵ - Hervé Hutin, op., cit, pp 543-544.

طرف بائع الخيار إلى مشتري الخيار⁶. والشكل أسفله يوضح وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق.

الشكل رقم (3-4): وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق.



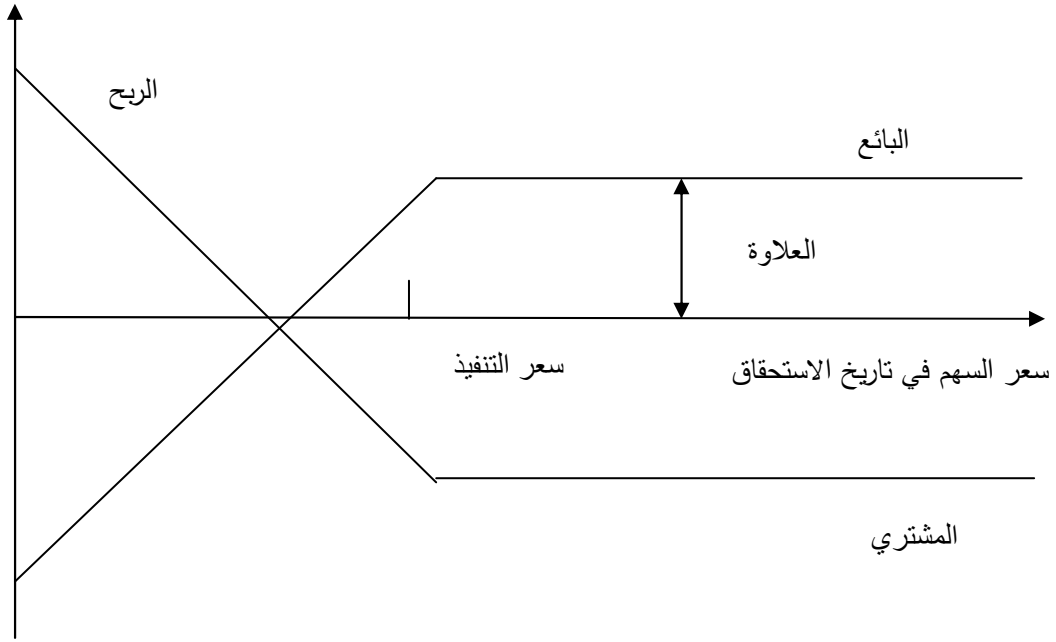
المصدر: Georges Depallens, jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11^{eme} édition, Editions : DALLOZ, Paris, 1997,p 164.

2-2- خيار البيع (put option) و هو عبارة عن عقد خيار يمنح لحامله الحق_ وليس الإلزام_ في بيع أصل مالي، بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ، وذلك خلال فترة زمنية معينة إذا كان خيار الشراء هذا من النوع الأمريكي أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) إذا كان هذا الخيار أوروبي. و من الناحية القانونية، يمكن النظر إلى خيار البيع على أنه وعد بالشراء (التزام بالشراء) مقدم من طرف بائع الخيار إلى مشتري الخيار⁷. والشكل أسفله يوضح وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق.

⁶ - Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, «Vernimmen», opt., cit., p. 568.

⁷ - idem, p 568.

الشكل رقم (3-5): وضعية كل من حامل خيار البيع ومصدره في تاريخ الاستحقاق.



المصدر : Georges Depallens, Jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11^{ème} édition, Editions : DALLOZ, Paris, 1997, p 164.

3- أطراف عقد الخيار: يبرم عقد الخيار بين طرفين هما:

3-1 الطرف الأول: وهو مشتري عقد الخيار The buyer ويسمى كذلك حامل الخيار أو صاحب

المركز الطويل Long Position، مما يعطيه الحق في مايلي:

- شراء أو بيع كمية محدودة من أصل محدد في عقد الخيار؛
- شراء أو بيع هذه الكمية بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ؛
- شراء أو بيع هذه الكمية في تاريخ محدد أو قبل تاريخ محدد يختاره هو وذلك حسب شكل عقد الخيار أكان أوروبياً أو أمريكياً؛

3-2 الطرف الثاني: وهو بائع أو محرر عقد الخيار The Seller، أو كما يطلق عليه أيضاً صاحب

المركز القصير Short Position. و هذا الطرف يكون ملزماً ببيع أو شراء الأصل موضوع التعاقد وبسعر التنفيذ المتفق عليه، وذلك مقابل حصوله على علاوة يدفعها مشتري الخيار.

وبما أن المتعامل في سوق الخيارات يمكن أن يكون مشترياً أو بائعاً (مصدراً أو مشترياً، صاحب مركز طويل أو صاحب مركز قصير) في سوق الخيارات، فإنه يمكن التمييز بين الإمكانيات التالية⁸:

- شراء خيار شراء؛
- بيع خيار شراء؛
- شراء خيار بيع؛
- بيع خيار بيع؛

يلاحظ مما سبق أن المخاطر التي يواجهها الطرف الثاني غير محدودة في حين أن مكاسبه محدودة بمقدار العلاوة المضمونة التي يحصل عليها من الطرف الأول. أما هذا الأخير فيواجه مخاطر محدودة تتمثل في عدم ملائمة ظروف السوق لتنفيذ الخيار الذي دفع مقابل الحصول عليه علاوة غير قابلة للاسترداد، في حين تعتبر مكاسبه غير محدودة وتتزايد كلما اتجهت أسعار السوق حسب توقعاته. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا لماذا يوافق الطرف الثاني (محرر عقد الخيار) على تحمل هذه المخاطر غير المحدودة مقابل مكاسب محدودة؟ السبب هنا يكمن في اختلاف التوقعات بينه وبين المشتري، من جهة، ومدى استعداده لتحقيق عائد قليل مضمون مقابل مخاطر كبيرة محتملة (غير مؤكدة).

كذلك وبما أننا في مجال المالية أين يسود المثل القائل بأنه لا يوجد شيء بدون تكلفة، مما يعني أن مكاسب طرف ما هي بالضرورة خسائر للطرف الآخر، فإن أرباح مشتري الخيار هي خسائر للمحرر والعكس صحيح، إذ لا يقدم الطرف الأول على تنفيذ عقد الخيار إلى إذا كان السعر السوقي للأصل أعلى من سعر التنفيذ مضافاً إليه قيمة العلاوة المدفوعة إلى المحرر وهي الحالة التي يسجل فيها هذا الأخير خسائر ابتداء من اللحظة التي يتجاوز فيها السعر السوقي سعر التنفيذ مضافاً إليه قيمة العلاوة*.

4- أشكال عقود الخيار:

على أساس المرونة الممنوحة لحامل الخيار فيما يخص توقيت تنفيذ الخيار، يمكن التمييز بين:

4-1- الخيار الأمريكي: **option américaine** وهو ذلك الشكل من عقود الخيار الذي يمكن لحامله تنفيذه في أي لحظة ابتداء من تاريخ إصداره إلى غاية تاريخ استحقاقه.

⁸ - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, p 159.

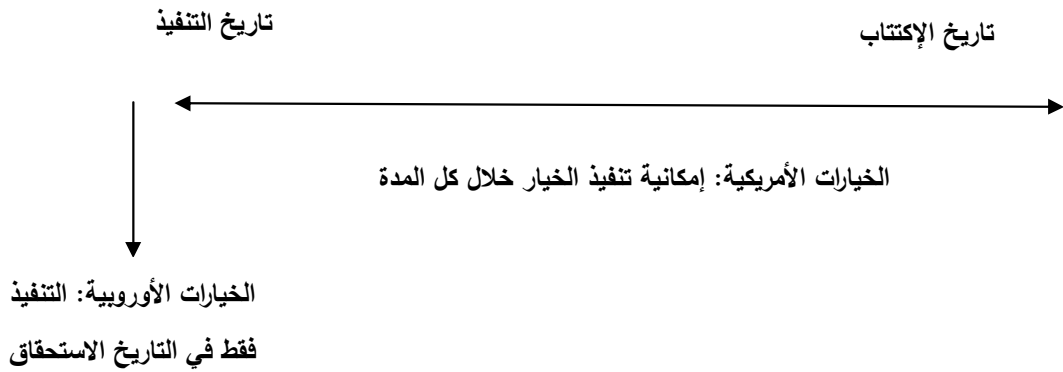
* هذا فيما يخص خيارات الشراء، أما بالنسبة لخيارات البيع فيقدم مشتري خيار البيع على تنفيذ خياره في الحالة التي يكون فيها السعر السوقي للأصل محل عقد الخيار قد انخفض إلى ما دون سعر التنفيذ. ويبدأ محرر خيار البيع في تسجيل الخسائر من اللحظة التي ينزل فيها سعر السوق إلى أقل من سعر التنفيذ مطروحاً منه قيمة العلاوة.

4-2- الخيار الأوروبي: option européen وهو ذلك النوع من الخيارات الذي يمكن لحامله تنفيذه في توقيت معين فقط، وهذا التوقيت هو تاريخ الاستحقاق.

4-3- خيار برمودا: وهو عبارة عن شكل هجين بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي، حيث أن حامل هذا الخيار يستطيع تنفيذه في أوقات محددة ومعينة سلفاً خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إصداره وتاريخ انتهاء صلاحيته.

والشكل رقم (3-6)، الظاهر أسفله يوضح الفرق، فيما يخص توقيت التنفيذ، بين الخيار من النوع الأمريكي والخيار من النوع الأوروبي:

الشكل رقم (3-6): الفرق بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي.



المصدر: Georges Depallens, Jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11^{ème} édition, Editions DALLOZ, Paris, 1997, p 159.

من خلال الفروقات بين الشكلين الأمريكي والأوروبي، لاسيما فيما يخص المرونة الممنوحة لحامل الخيار الأمريكي من حيث تمتعه بمجال زمني للتنفيذ بدلاً من تاريخ محدد فيما يخص الخيار الأوروبي، مما يمنح أفضلية كبيرة للخيارات الأمريكية والأسواق التي تتعامل فيها عن نظيرتها التي تتعامل في الخيارات الأوروبية، يزداد اهتمام المستثمرين والمضاربين بهذا الشكل أكثر من غيره، كما أن علاوته تكون أكبر من علاوة باقي الأشكال الأخرى وذلك نظير الفرص التي يمنحها لحامله. وعلى هذا الأساس نجد أن أغلبية الخيارات المسعرة في البورصات العالمية هي خيارات من الشكل الأمريكي، في حين تسود الخيارات من النوع الأوروبي في الأسواق غير المنظمة⁹.

⁹ - Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, «Vernimmen», opt., cit., p 568.

5- خصائص عقود الخيارات:

تمتاز الخيارات التي تتداول في الأسواق المنظمة بكونها عقود نمطية ذات مواصفات محددة مسبقاً و لا يخضع تحديدها لرغبات طرفي العقد. حيث يمس التتميط في عقود الخيارات كل الجوانب المتعلقة بتاريخ و أسعار التنفيذ، حجم العقد، قيود التنفيذ المراكز وأنظمة الهامش والتسوية. وذلك كمايلي:

5-1- حجم العقد: بغض النظر عن ماهية الأصل محل عقد الخيار، فإن كافة الأسواق المنظمة التي تتعامل في هذا النوع من العقود المشتقة تحدد حجم العقد Contract Size ، أي تحدد عدد الوحدات التي يتضمنها العقد الواحد، فمثلاً بالنسبة لعقود خيارات الأسهم فهي تشتمل على 100 سهم¹⁰. وفي عقود الخيارات على العملات يختلف حجم العقد باختلاف العملة موضوع العقد، فعقد الخيار على الجنيه الإسترليني يتضمن ما قيمته 62.500 جنيه، بينما يتضمن العقد على اليورو 125.000 وحدة يورو¹¹ و يبلغ فيما يخص الدولار الكندي 100.000 دولار¹².

5-2- تاريخ التنفيذ: يتحدد تاريخ التنفيذ Expiration date، أي التاريخ الذي ببلوغه تنتهي صلاحية عقد الخيار، على أساس دورة أو سلسلة قوامها ثلاث شهور، ومن أكثر الدورات شيوعاً هي¹³:

- جانفي، أفريل، جويلية وأكتوبر؛

- فيفري، ماي، أوت ونوفمبر؛

- مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر؛

هذا فيما يخص الشهور، أما فيما يخص اليوم من الشهر الذي تنتهي فيه صلاحية التنفيذ، فهو يوم السبت التالي لثالث يوم جمعة من شهر التنفيذ. وفي الدول التي يصادف فيها يوم السبت يوم عطلة، فإن آخر يوم للتعامل في عقد الخيار هو نهاية يوم العمل في البورصة في ثالث يوم جمعة في شهر التنفيذ. وهكذا فإن عقد الخيار الذي تنتهي صلاحيته في جانفي، يمكن التعامل فيه في ثالث جمعة من هذا الشهر، والعقد الذي تنتهي صلاحيته في شهر أفريل، يمكن التعامل فيه حتى ثالث جمعة من شهر أفريل...إلخ، وأنه في أي لحظة زمنية عادة يتم تداول ثلاثة عقود وبتواريخ تنفيذ متتالية.

5-3- سعر التنفيذ: يقصد بسعر التنفيذ السعر الذي تنفذ على أساسه الصفقة، وفي محاولة لتتميط سعر التنفيذ قامت بورصة شيكاغو بإصدار عقود خيارات بثلاث أسعار تنفيذ وفي بعض الأحيان بخمسة

¹⁰ - <http://www.investopedia.com/terms/c/contractsize.asp> (14/06/ 2016 , 16 : 20 GMT)

¹¹ - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: عقود الخيارات الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص ص 5-6.

¹² - <http://www.investopedia.com/terms/c/contractsize.asp> (14/06/ 2016 , 16 : 20 GMT) (يوم

¹³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث- الإسكندرية، 2015، ص ص

أسعار تنفيذ، بحيث يكون هناك هامش هو عبارة عن الفرق بين كل سعر والسعر الأعلى أو الأقل منه، ويقدر هذا الهامش بـ 2,5 دولار بالنسبة للأسهم التي تتداول بسعر أقل من 25 دولار، 5 دولارات للأسهم التي تتداول بسعر يتراوح ما بين 25 و 200 دولار للسهم و 10 دولار للأسهم التي تتداول بسعر يزيد عن 200 دولار. كما يمكن أن يكون سعر التنفيذ للخيار هو سعر السهم في السوق في تاريخ التعاقد¹⁴.

5-4- القيمة الذاتية والقيمة الزمنية لعقد الخيار:

تلعب قيمة عقد الخيار في تاريخ (مدة) تنفيذه، دوراً أساسياً في مدى اتجاه حامله إلى تنفيذه من عدمه، وبالتالي يصبح من الضروري تحديد قيمة عقد الخيار. ويمكن التمييز في هذا الصدد بين القيمة الذاتية *valeur intrinsèque* والقيمة الزمنية *valeur temps* لعقد الخيار. و نظراً لكون حامل خيار الشراء يضارب على ارتفاع أسعار الأصول محل العقد، في حين يضارب حامل خيار البيع على انخفاضها، فإن القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء تتمثل في الفرق الإيجابي بين سعر الأصل محل عقد الخيار وسعر تنفيذ هذا الأخير. وعلى العكس من ذلك، تتمثل القيمة الحقيقية لعقد خيار البيع هي الفرق الموجب بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للأصل محل العقد¹⁵.

من خلال هذا التعريف للقيمة الذاتية، يظهر أن هذه القيمة لا يمكن أن تكون سلبية، وهي ايجابية دوماً أو معدومة في أسوأ الأحوال، ويرجع ذلك إلى أن حامل الخيار يملك الخيار - وليس الإلزام - في تنفيذ عقده.

ومن الناحية التقنية وبناء على الفرق بين السعر السوقي للأصل محل خيار الشراء وسعر تنفيذ الخيار، يمكن أن يكون هذا الأخير في إحدى الوضعيات التالية¹⁶:

_ **خارج النقود: (out of the money) en dehors de la monnaie**، وذلك في حالة كون سعر السوق

لأصل محل عقد خيار الشراء، أقل من سعر التنفيذ، وفي هذه الحالة تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

_ **مع النقود: (at the money) à la monnaie**، وذلك في حالة تساوي سعر السوق للأصل مع سعر

التنفيذ، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

_ **في النقود: (in the money) dans la monnaie**، في حالة كون سعر السوق للأصل أكبر من سعر

التنفيذ، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار موجبة.

¹⁴ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 564 - 564.

¹⁵ - Georges Depallens, **Jean-Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise**, 11^{ème} édition, EDITION DALLOZ, Paris 1997, p 167.

¹⁶ - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», opt., cit, p 573.

وكذلك بناء على الفرق بين سعر تنفيذ خيار البيع والسعر السوقي للأصل الذي يقع عليه الخيار، يمكن أن يكون خيار البيع في إحدى الوضعيات التالية¹⁷:

_ **خارج النقود: (out of the money) en dehors de la monnaie**، وذلك في حالة كون سعر السوق للأصل محل عقد خيار الشراء، أكبر من سعر التنفيذ، وفي هذه الحالة تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

_ **مع النقود: (at the money) à la monnaie**، وذلك في حالة تساوي سعر السوق للأصل مع سعر التنفيذ، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

_ **في النقود: (in the money) dans la monnaie**، في حالة كون سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق للأصل محل عقد الخيار، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار موجبة.

وفي ظل وجود احتمال قائم بأن سعر الأصل محل عقد الخيار سوف يرتفع (ينخفض) بما يجعل تنفيذ عقد خيار الشراء (البيع) أكثر أهمية في المستقبل من الوقت الحالي، فإن القيمة الذاتية للخيار لا تمثل سوى قيمة دنيا *valeur plancher*، تضاف إليها القيمة الزمنية والمتمثلة في توقع قيمة ذاتية أعلى مما هي عليه في الوقت الحالي. وعلى هذا الأساس تصبح قيمة الخيار كمايلي¹⁸:

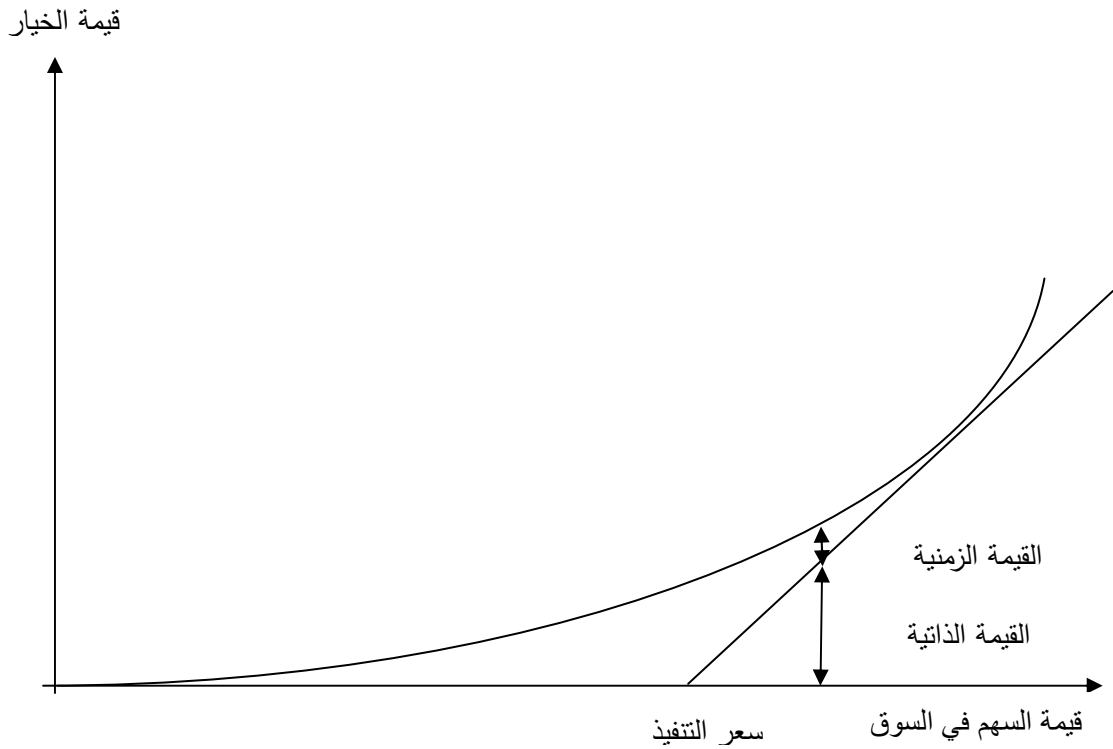
$$\text{قيمة الخيار} = \text{القيمة الذاتية} + \text{القيمة الزمنية.}$$

¹⁷ - ibid, p 573.

¹⁸ - idem.

والشكل رقم (3-7) أسفله يوضح العلاقة بين كل من قيمة خيار الشراء، سعر التنفيذ، قيمة الأصل محل عقد الخيار، القيمة الذاتية والقيمة الزمنية.

الشكل رقم (3-7): قيمة خيار الشراء.



المصدر: Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9^{ème} édition – DALLOZ- Paris

2011.p 574.

6- العوامل المؤثرة في تحديد مبلغ العلاوة:

يقف وراء تحديد قيمة عقد الخيار أو ما يعرف بعلاوة الخيار مجموعة من العوامل، التي ترتبط في مجملها بالأصل موضوع العقد أو بخصائص هذا الأخير في حد ذاته أو تتعلق بالسوق المالي. وفيمايلي نقدم هذه العوامل:

6-1- القيمة السوقية للسهم: ويعد هذا العامل إحدى العوامل الأساسية لتحديد سعر الخيار، وهنا يتم التمييز بين الأثر الذي تحدثه هذه القيمة في كل من خيار الشراء وخيار البيع. إذ من الواضح أن هناك علاقة طردية بين التوقعات فيما يخص القيمة السوقية للأصل محل عقد الخيار (السهم) والعلاوة التي يقدمها مشتري عقد الخيار إلى محرره، بالنسبة لخيارات الشراء التي يضارب مشتريها على ارتفاع

الأسعار، بينما هناك علاقة عكسية بين التوقعات فيما يتعلق بالقيمة السوقية للأصل محل عقد خيار البيع و العلاوة الممنوحة لمحرره، لأن مشتري عقد الخيار في هذه الحالة يراهن على انخفاض الأسعار. هذا فيما يتعلق بالتوقعات، أما بالنسبة للقيمة السائدة للأصل محل عقد الخيار فإن قيمة عقد خيار الشراء تزداد بارتفاع هذه القيمة، في حين تنخفض قيمة عقد خيار البيع، والعكس صحيح¹⁹.

6-2- تقلب سعر السهم: يعتبر تقلب سعر السهم محل العقد عاملاً أساسياً في تحديد سعر العقد، فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني فرص أكبر لتنفيذ العقد وتحقيق مشتري العقد لأرباح غير محدودة على حساب المحرر، مما يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على العقود التي تبرم على مثل هذه الأسهم وذلك لتعويضه على المخاطر (الخسائر) التي يمكن أن يواجهها نتيجة وجود فرص أكبر لانخفاض سعر السهم في حالة خيار البيع أو ارتفاعه في حالة خيار الشراء وهو ما يعني ظروف مواتية لتنفيذ العقد من طرف المشتري. حيث أنه حتى لو كانت القيمة السوقية للسهم في تاريخ إبرام العقد أقل من سعر التنفيذ (حالة عقد الشراء) وأكبر منه (حالة خيار البيع) فسيظل المحرر عرضة بدرجة أكبر للخسائر بالنسبة للأسهم التي تتعرض قيمتها السوقية لتقلبات شديدة.

6-3- تاريخ التنفيذ: في خيارات الشراء كما في خيارات البيع، كلما أبتعد تاريخ الاستحقاق، زاد احتمال تطور سعر الأصل محل عقد الخيار في اتجاه مصلحة مشتري الخيار، ونتيجة ذلك كلما طالت المدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء صلاحيته، أرتفع مقدار العلاوة والعكس صحيح، وذلك لأنه مع طول المدة تزداد فرص تغير الأسعار في غير مصلحة مصدر عقد الخيار، فيطلب مقابل ذلك علاوة أكبر لتعويضه عن المخاطر التي يواجهها²⁰.

ولما كانت العلاوة هي المبلغ الذي يحصل عليه محرر عقد الخيار سواء كان خيار بيع أو خيار شراء، من مشتري الخيار وذلك مقابل أن يكون لهذا الأخير الخيار _ وليس الإلزام _ في تنفيذ الخيار من عدمه وتعتمد قيمة هذه العلاوة على مجموعة من العوامل هي:

6-3-1- معدلات الفائدة بدون مخاطرة: تسمح عقود الخيار بالاستفادة من التغيرات في أسعار الأصول دون شراء أو بيع هذه الأخيرة، إذ أن شراء خيار شراء يمكن النظر إليه على أنه اقتناء مؤجل للأصل محل عقد خيار الشراء، حيث يسمح الشراء المؤجل للأصل، عن طريق عقد الخيار، للمشتري باقتناء مبلغ من المال يقدر بالفرق بين السعر السوقي للأصل و مبلغ العلاوة المدفوعة لاقتناء خيار

¹⁹ - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise, op., cit, p. 166.

²⁰ - ibid, p. 168.

الشراء، ومن ثم يمكن له توظيف هذا المبلغ والحصول على فوائد إلى غاية تاريخ استحقاق عقد الخيار. وعلى هذا الأساس هناك علاقة طردية بين معدل الفائدة بدون مخاطرة السائد في السوق وعلاوة عقد خيار الشراء، وتكون هذه العلاقة أقوى كلما كان تاريخ الاستحقاق أبعد²¹.

وعلى العكس من ذلك، يمكن النظر إلى شراء خيار البيع على أنه بيع مؤجل للأصل محل عقد البيع، بحيث لا يتمكن مشتري هذا الخيار من تحصيل الفرق بين سعر البيع المتفق عليه و مبلغ علاوة المدفوعة، وبالتالي لا يستطيع توظيف هذا المبلغ بمعدل الفائدة بدون مخاطرة السائد في السوق. وعلى هذا الأساس هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة بدون مخاطرة السائد في السوق وعلاوة خيار البيع²². كما تجدر الإشارة هنا أيضاً إلى أن عامل سعر الفائدة هو العامل الأقل تأثيراً على قيمة علاوة الخيار من بين العوامل الستة المؤثرة على قيمة هذه العلاوة²³.

6-3-2- الأرباح الموزعة والكوبونات: نظراً لكون توزيعات الأرباح على الأسهم ودفع الكوبونات على

السندات، تُقتطع من قيمة كل من الأسهم والسندات على الترتيب، وتؤثر على القيمة السوقية لهذين الصكين في حالة إذا لم يتبع ذلك بتسوية شروط عقد الخيار. فإن قيمة عقود الخيارات التي يكون الأصل محل عقد الخيار عبارة عن سهم أو سند، تتأثر سلباً بهذه التوزيعات والكوبونات²⁴. ولهذا بالضبط يقوم بعض المستثمرون في الأسواق المالية والحاملين لعقود خيار من النوع الأمريكي، ببيع هذه الأخيرة قبل قيام الشركات المصدرة للأسهم أو السندات بدفع الأرباح الموزعة أو الكوبونات

²¹ - ibid, p 167.

²² - idem..

²³ - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», op., cit, p 578.

²⁴ - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, p 168.