

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس / سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على قيمة الخيارات

على الأسهم

- دراسة تطبيقية على بعض الشركات المقيدة في بورصة

باريس (Euronext Paris) -

تحت إشراف:

أ.د. ملياني حكيم

من إعداد المترشحة:

سماري إبتسام

لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
جبار محفوظ	أستاذ	جامعة سطيف	رئيسا
ملياني حكيم	أستاذ	جامعة سطيف	مشرفا ومقررا
عولمي بسمة	أستاذ	جامعة تبسة	مناقشا
سعيد يحي	أستاذ	جامعة المسيلة	مناقشا
بن دعاس زهير	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف	مناقشا
مريمت عديلة	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة قالمة	مناقشا

السنة الجامعية: 2018 / 2019

شكر وعرفان

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله" صدق رسول الله صلى الله عليه وسلم

الحمد لله على إحسانه والشكر له على توفيقه وإيمانه ونشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له، تعظيماً لشأنه ونشهد أن

سيدنا ونبينا محمد عبده ورسوله الداعي إلى رضوانه صلى الله عليه وعلى آله وصحبه وأتباعه وسلم

بعد شكر الله سبحانه وتعالى على توفيقه لنا لإتمام هذه الأشرطة المتواضعة

وتقدم بجزيل الشكر إلى كل أفراد الأسرة الكبيرة والصغيرة الذين دعانني وشجعوني على الإستمرار في مسيرة العلم والنجاح، ولا كمال مسيرة الدراسة والبحث؛

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى من شرفني بإشرافه على الأشرطة الأستاذ الدكتور "ملياني عبد الحكيم" الذي لن تكفي حروف هذه الأشرطة لإيفائه حقه بصبره الكبير على وتواضعه تواضع العظماء، وتوجهاته العلمية التي لا تقدر بثمن؛ والتي ساهمت بشكل كبير في إتمام ولاستكمال هذا العمل؛

إلى كل أساتذة قسم العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير؛ كما أتوجه بخالص شكري وتقديري إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز

وإتمام هذا العمل

بسم الله الرحمن الرحيم

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحاً ترضاه وأدخلي برحمتك في عبادة الصالحين"

الاعظيم
صدق الله

الإهداء

أهدي ثمرة مجهودي

إلى الوالدين الكريهين أطال الله في عمرهما

إلى زوجي وناتي:

هبة الرحمن، رانيا ولين

الملخص

تعتبر الأسواق المالية طرفاً رئيسياً في إرساء ودعم مبادئ حوكمة الشركات، وقد أثبتت العديد من الدراسات مدى تأثير تطبيق هذه المبادئ على القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة بها، في حين أن الدراسات لم تركز بالشكل الكافي على مدى تأثير تطبيق هذه المبادئ على قيمة المشتقات المالية بشكل عام والخيارات بشكل خاص، لذا تهدف هذه الدراسة لتبسيط الضوء على طبيعة تأثير حوكمة الشركات على قيمة عقود الخيارات على الأسهم، لما لقيمتها من أهمية بالغة في الأسواق المالية فهي تساهم في الرفع من الكفاءة المعلوماتية للسوق من خلال ما تحمله قيمتها الزمنية من محتوى معلوماتي يعكس توقعات المتعاملين، إضافة لامتلاكها لقيمة ضمنية تعكس قدرة السهم على تحقيق مكاسب أو خسائر رأسمالية من خلال التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ. تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، وذلك من أجل وصف المفاهيم المتعلقة بالموضوع، كما تم استعمال منهج دراسة الحالة مجسداً في دراسة حالة بورصة باريس بالجانب التطبيقي من الدراسة، بالإستعانة بمنهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، بهدف قياس مدى تأثير مبادئ حوكمة الشركات المقيدة ببورصة باريس على قيمة الخيارات الأوروبية على أسهم عينة من الشركات المقيدة بهذه البورصة، وقد تم التوصل إلى نتائج مفادها أن القيمة الزمنية لخيارات الشراء والبيع تتأثر بشكل كبير بمعايير الحوكمة المتعلقة بعلوات المديرين التنفيذيين، في حين أن القيمة الضمنية للعلوات ترتبط بشكل ضعيف بمعايير الحوكمة المرتبطة بمجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين معايير الحوكمة والقيمة الضمنية لخيارات البيع غير معنوية.

الكلمات المفتاحية: مبادئ حوكمة الشركات، قيمة الخيارات على الأسهم، القيمة الزمنية للخيار، القيمة الضمنية للخيار.

Le résumé

Les marchés financiers sont un acteur clé dans l'établissement et le soutien des principes de gouvernance d'entreprises; les études ont montré l'impact de l'application de ces principes sur l'amélioration de la performance et la valeur des actions cotées, en revanche on a constaté que les études n'étaient pas suffisamment axées sur l'impact de l'application de ces principes sur les produits dérivés et spécialement les options, pour cela on veut souligner l'impact du gouvernance d'entreprise sur la valeur des options sur actions, notamment que cette valeur joue un rôle très important sur les marchés car elle contribue à accroître l'efficacité informationnelle du marché grâce au contenu d'information intégré en sa valeur temporelle, reflétant les anticipations des acteurs des marchés financiers. En plus, sa valeur se compose d'une valeur implicite reflétant la capacité du titre à réaliser des gains ou des pertes en capital suite aux changements du cours de l'action par rapport au prix d'exercice.

Cette étude est basée sur l'approche analytique descriptive dans l'aspect théorique, afin de décrire les concepts liés au sujet; la méthodologie d'une étude de cas décrite dans l'étude de cas de la Bourse de Paris a également été utilisée dans la partie pratique, en s'appuyant sur la méthode d'estimation des données de Panel pour mesurer l'impact de l'application des principes de gouvernance sur la valeur des options européennes d'un échantillon de sociétés cotées à cette bourse, et on a conclu que la valeur temporelle des options d'achat et de vente est fortement influencée par les normes de gouvernance liés aux rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, tandis que la valeur implicite de la prime est vaguement liée aux normes de gouvernance associées au conseil d'administration et aux comités du conseil, on a également conclu que la relation entre les normes de gouvernance et la valeur implicite des options de vente est insignifiante.

Mots-clés : principes de gouvernance des entreprises, valeur des options sur actions, valeur implicite de l'option, valeur temporelle de l'option.

فهرس المحتويات

	شكر وعران
	إهداء
I	الملخص
II	فهرس المحتويات
IX	فهرس الأشكال
XI	فهرس الجداول
XIII	فهرس الملاحق
أ- ط	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: مدخل عام لعقود الخيارات على الأسهم
1	تمهيد
2	المبحث الأول: ماهية عقود الخيارات المالية
2	المطلب الأول: مفهوم نشأة وتطور تداول الخيارات المالية
2	الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات المالية
3	الفرع الثاني: نشأة عقود الخيارات
4	الفرع الثالث : تطور تداول عقود الخيارات
9	المطلب الثاني: أنواع أسواق الخيارات
9	الفرع الأول: سوق الخيارات الموازي أو غير المنظم
12	الفرع الثاني: الأسواق المنظمة للخيارات
14	المطلب الثالث: تصنيف الخيارات المالية
14	الفرع الأول: تصنيف الخيارات حسب نوع الحق الذي تمنحه
15	الفرع الثاني: تصنيف الخيارات حسب صلاحية ممارسة الحق
15	الفرع الثالث: تصنيف الخيارات حسب ملكية المحرر للأصل
16	الفرع الرابع: تصنيف الخيارات حسب الأصل محل العقد
19	المطلب الرابع: مزايا ومخاطر التعامل بالخيارات المالية
19	الفرع الأول: مزايا التعامل بالخيارات المالية
23	الفرع الثاني: مخاطر التعامل بالخيارات
26	الفرع الثالث: أمثلة عن مساهمة عقود الخيارات في أزمات بعض المؤسسات

29	المبحث الثاني: الخيارات على الأسهم
29	المطلب الأول: تعريف الخيارات على الأسهم
29	الفرع الأول : خيارات الشراء
31	الفرع الثاني : خيارات البيع
34	المطلب الثاني: المتعاملون بعقود الخيارات على الأسهم
34	الفرع الأول: المتحوظون
34	الفرع الثاني: المضاريون
35	المطلب الثالث: بناء الاستراتيجيات الاستثمارية باستخدام الخيارات على الأسهم
35	الفرع الأول: الاستراتيجيات المبدئية
37	الفرع الثاني: الاستراتيجيات المركبة
44	المطلب الرابع: سعر الخيار، محدداته وأهميته في الأسواق المالية
44	الفرع الأول: تعريف سعر الخيار ومكوناته
46	الفرع الثاني : محددات سعر الخيار
49	الفرع الثالث: مؤشرات حساسية قيمة الخيار لمختلف المحددات
50	الفرع الرابع: أهمية المحتوى المعلوماتي لسعر الخيارات بالنسبة للأسواق المالية
53	المبحث الثالث: تقييم الخيارات على الأسهم
53	المطلب الأول: نموذج بلاك وشولز
53	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نظرية تسعير الخيارات ونشأة النموذج
55	الفرع الثاني: الأساس النظري للنموذج
56	الفرع الثالث: فرضيات النموذج ومناقشة الفرضيات
58	الفرع الرابع: معادلة النموذج
61	الفرع الخامس: تسعير عقود الخيارات في ظل توزيعات مستمرة (نموذج BMS)
61	المطلب الثاني: النموذج الثنائي الحدين
62	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن النموذج
62	الفرع الثاني: الأساس النظري للنموذج
63	الفرع الثالث: فرضيات النموذج
64	الفرع الرابع: النموذج الثنائي للفترة الواحدة
66	الفرع الخامس: النموذج الثنائي الممتد لفترتين

68	المطلب الثالث: نموذج مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء وخيارات البيع
68	الفرع الأول: الأساس النظري للنموذج
70	الفرع الثاني: حساب قيمة خيار البيع استنادا لنموذج تكافؤ حق الشراء والبيع
70	الفرع الثالث: تقييم النموذج
71	المطلب الرابع: الأسلوب البياني
71	الفرع الأول: التعريف بالأسلوب البياني
72	الفرع الثاني: مثال توضيحي عن تحديد سعر الخيار بيانيا
73	خلاصة الفصل الأول
74	الفصل الثاني: حوكمة الشركات المقيدة وطبيعة تأثيرها على قيمة الخيارات على الأسهم
74	تمهيد
75	المبحث الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات
75	المطلب الأول: تعريف ونشأة مفهوم حوكمة الشركات والأطراف المعنية بتطبيقها
75	الفرع الأول: تعريف حوكمة الشركات
77	الفرع الثاني: نشأة مفهوم حوكمة الشركات
78	الفرع الثالث: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات
80	المطلب الثاني: مبادئ الحوكمة ومعاييرها
80	الفرع الأول: مبادئ الحوكمة
85	الفرع الثاني: معايير الحوكمة
88	المطلب الثالث: محددات الحوكمة وأهميتها
88	الفرع الأول: محددات الحوكمة
90	الفرع الثاني: أهمية الحوكمة
93	المطلب الرابع: النظريات المفسرة لحوكمة الشركات
93	الفرع الأول: نظرية الوكالة
97	الفرع الثاني: التيار الانضباطي للحوكمة
102	الفرع الثالث: التيار الإدراكي أو المعرفي (cognitif) للحوكمة
105	المبحث الثاني: دور السوق المالي في إرساء مبادئ الحوكمة
105	المطلب الأول: الدور التقليدي للسوق المالي في حوكمة الشركات

105	الفرع الأول: دور السوق المالي في إصدار القوانين والتنظيمات الخاصة بالحوكمة
107	الفرع الثاني: متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية
110	الفرع الثالث: دور سلطة السوق المالي في تطبيق الحوكمة
113	المطلب الثاني: الدور الحوكمي الحديث لأسواق المال في ظل خصخصة البورصات وتساعد تنافسيتها
113	الفرع الأول: الدور الحوكمي الحديث لأسواق المال في ظل خصخصة البورصات
116	الفرع الثاني: الحوكمة في ظل تصاعد المنافسة بين البورصات
119	المطلب الثالث: الدور الحوكمي الحديث للبورصات في ظل اندماج البورصات
119	الفرع الأول: لمحة عامة عن ظاهرة الاندماج العالمي للبورصات
120	الفرع الثاني: آثار دمج البورصات على حوكمة الشركات
121	المطلب الرابع: الدور الحوكمي الحديث للبورصات في ظل منافسة أنظمة التداول البديلة
121	الفرع الأول: مفهوم أنظمة التداول البديلة (ATS)
122	الفرع الثاني: أهم أنظمة التداول البديلة في العالم
123	الفرع الثالث: أثر أنظمة التداول البديلة على حوكمة الشركات
127	المبحث الثالث: تحليل طبيعة تأثير حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم
127	المطلب الأول: تأثير الحوكمة على قيمة السهم الضمني من خلال تأثيرها على كفاءة السوق
127	الفرع الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
129	الفرع الثاني: علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة السوق
131	الفرع الثالث: أثر الحوكمة على تحديد القيمة العادلة للسهم في ظل سوق كفاء
135	الفرع الرابع: تأثير كفاءة السوق على قيمة الخيارات على الأسهم
137	المطلب الثاني: تأثير الحوكمة على القيمة السوقية للسهم الضمني من خلال خلق القيمة
137	الفرع الأول: تعريف خلق القيمة
139	الفرع الثاني: قياس خلق القيمة
142	الفرع الثالث: دور حوكمة الشركات في خلق القيمة في المؤسسة
147	الفرع الرابع: انعكاس خلق القيمة بالمؤسسة على قيمة الأسهم والخيارات على الأسهم
151	المطلب الثالث: تأثير الخيارات لتعويض المسيرين كأحد آليات الحوكمة على قيمة السهم الضمني
151	الفرع الأول: مفهوم الخيارات على الأسهم كعلاوات للمسيرين
152	الفرع الثاني: تطور استخدامها كأداة دفع علاوات المسيرين
153	الفرع الثالث: أثر علاوات المسيرين في شكل خيارات على القيمة السوقية للسهم

158	الفرع الرابع: أثر منح خيارات الشراء كتعويضات للمسيرين على قيمة الخيارات العادية
160	المطلب الرابع: تأثير الحوكمة على قيمة الخيارات من خلال الطلب عليها لإدارة المخاطر
161	الفرع الأول: أنواع المؤسسات المستخدمة للمشتقات المالية
161	الفرع الثاني: تحليل طبيعة تأثير الحوكمة على قيمة الخيارات من خلال تفعيل الطلب عليها
164	خلاصة الفصل
165	الفصل الثالث: أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على قيمة الخيارات ببورصة باريس
165	تمهيد
166	المبحث الأول: التعريف ببورصة باريس وحوكمة الشركات المقيدة بها
166	المطلب الأول: التعريف ببورصة باريس
166	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة باريس
167	الفرع الثاني: هيكل بورصة باريس
170	المطلب الثاني: مدخل لحوكمة الشركات المقيدة في بورصة باريس
170	الفرع الأول: تطور مفهوم الحوكمة في فرنسا
171	الفرع الثاني: قانون حوكمة الشركات المقيدة (AfeP-Medef)
176	المطلب الثالث: تطور ممارسات الحوكمة على ضوء قانون (AfeP-Medef)
176	الفرع الأول: اختيار هيكل الإدارة
177	الفرع الثاني: تركيبة مجلس الإدارة ولجان مجلس للإدارة
181	الفرع الثالث: تقييم أعمال المجلس ولجانه
182	الفرع الرابع: التصريح بعلاوات المسيرين
185	المبحث الثاني: تقييم خيارات العينة محل الدراسة
185	المطلب الأول: التعريف بعقود الخيارات على أسهم شركات العينة المدروسة
185	الفرع الأول: التعريف بعقود الخيارات على الأسهم المتداولة في بورصة باريس
187	الفرع الثاني: التعريف بشركات العينة المدروسة
187	الفرع الثالث: التعريف بعقود الخيارات الأوروبية الخاصة بأسهم شركات العينة
190	المطلب الثاني: تحديد القيمة السوقية لخيارات الشراء
190	الفرع الأول: كيفية تحديد القيمة السوقية للخيارات على مستوى بورصة باريس
190	الفرع الثاني: تبرير اعتماد بعض الخصائص لعقود خيارات العينة

192	الفرع الثالث: تحديد مكونات القيمة السوقية لخيارات شراء أسهم العينة
195	المطلب الثالث: تحديد القيمة العادلة لخيارات الشراء وفق نموذج (Black & Scholes)
195	الفرع الأول: تحديد المتغيرات المؤثرة في القيمة العادلة (الحقيقية) للخيارات
198	الفرع الثاني: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء في بداية الدورة لسنة 2017
200	الفرع الثالث: تحديد الفرق بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء
202	المطلب الرابع: تقييم خيارات البيع
202	الفرع الأول: تقييم خيارات البيع وتحديد الفرق بين القيمتين السوقية والعادلة
204	الفرع الثاني: تحديد العلاقة بين قيمة خيارات الشراء والبيع
207	المبحث الثالث: دراسة العلاقة بين مبادئ الحوكمة وقيمة الخيارات على أسهم شركات العينة
207	المطلب الأول: الاجراءات المنهجية للدراسة
207	الفرع الأول: مجتمع و عينة الدراسة
207	الفرع الثاني: البيانات وفترة الدراسة
207	الفرع الثالث: نموذج الدراسة
208	الفرع الرابع: متغيرات النموذج
211	الفرع الخامس: تحليل البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة والارتباط بين المتغيرات
215	المطلب الثاني: دراسة العلاقة بين تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة السوقية لخيارات الشراء
215	الفرع الأول: تقدير النماذج
216	الفرع الثاني: المفاضلة بين النماذج
218	الفرع الثالث: مقدرات أفضل نموذج بالنسبة للعلاقات الثلاث
219	الفرع الرابع: النماذج النهائية
221	الفرع الخامس: تحليل النتائج
226	المطلب الثالث: دراسة العلاقة بين مبادئ الحوكمة والفرق بين القيمة السوقية والعادلة للخيارات
227	الفرع الأول: تقدير النماذج
227	الفرع الثاني: المفاضلة بين النماذج
228	الفرع الثالث: مقدرات أفضل نموذج بالنسبة للعلاقات الثلاث
230	الفرع الرابع: النماذج النهائية
231	الفرع الخامس: تحليل النتائج
232	المطلب الرابع: دراسة العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات البيع وتطبيق مبادئ الحوكمة

232	الفرع الأول: اختبار العلاقة بين القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع
235	الفرع الثاني: اختبار العلاقة المعنوية بين القيمة السوقية لخيارات البيع ومعايير الحوكمة
237	الفرع الثالث: تحليل النتائج
239	خلاصة الفصل
240	الخاتمة العامة
252	قائمة المراجع
266	الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	تطور حجم تداول عقود الخيارات المالية خلال الفترة 2002-2017	01
11	تدفق المعلومات في معاملة عقود مشتقة في سوق غير منظم	02
13	مسار صفقة الخيارات في سوق منظم	03
18	تصنيف عقود الخيارات	04
22	أثر شراء خيار البيع في التوزيع الإجمالي لعائد ومخاطرة الاستثمار	05
30	أرباح وخسائر مشتري وبائع خيار الشراء	06
31	أرباح وخسائر طرفي عقد خيار البيع	07
46	قيمة خيار الشراء والبيع	08
54	نماذج تقييم الخيارات	09
64	شجرة نموذج ثنائي الحد لمدة واحدة	10
63	الأسعار المحتملة للسهم وفقا للنموذج الثنائي لمدة واحدة	11
65	القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي للفترة الواحدة	12
66	الأسعار المحتملة للسهم وفقا للنموذج الثنائي للمدتين	13
67	القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي للمدتين	14
69	إستراتيجية شراء خيار شراء مع استثمار مبلغ	15
69	إستراتيجية شراء خيار بيع مع شراء السهم الضمني	16
72	قيمة خيار شراء الأسهم وفق الأسلوب البياني	17
72	قيمة خيار بيع الأسهم وفق الأسلوب البياني	18
90	المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة	19
98	الحوكمة التساهمية للشركة	20
102	النموذج التشاركي للحوكمة	21
113	مراحل خصخصة البورصات	22
129	مختلف مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	23
131	دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية	24
132	علاقة حوكمة الشركات بجودة التقارير المالية وتأثيرها على سوق الأسهم	25
134	الآليات المتبعة لتحقيق السعر العادلة للسهم	26

135	استجابة السعر السوقي للسهم في حالة السوق الكفاء وغير الكفاء	27
138	خلق القيمة لأكبر شركات الاتصالات الأوروبية سنة 2012	28
148	العلاقة بين القيمة المضافة وأسعار الأسهم لأكبر المجموعات الأوروبية المقيدة	29
150	قيمة خيار الشراء قبل وعند انتهاء الصلاحية	30
151	قيمة خيار البيع قبل وعند انتهاء الصلاحية	31
153	تطور العلاقة بين أجر الرئيس المدير العام والأجر المتوسط لموظفي القطاع الصناعي بالنسبة للشركات الأمريكية لمؤشر S and P 500	32
159	التغير في قيمة الخيارات المؤشرة والعادية وفق التغير في قيمة السهم	33
204	العلاقة بين القيم السوقية لخيارات البيع والشراء لسنة 2017	34
206	العلاقة بين القيم العادلة لخيارات البيع والشراء لسنة 2017	35



فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
33	مقارنة بين خيارات الشراء وخيارات البيع من حيث التزامات وحقوق طرفي العقد	01
35	التدفقات النقدية الناتجة عن إستراتيجية شراء وبيع خيار شراء	02
36	التدفقات النقدية الناتجة عن إستراتيجية شراء وبيع خيار بيع	03
37	التدفقات النقدية الناتجة عن شراء إستراتيجية عدم الوضوح (Straddle)	04
39	التدفقات النقدية الناتجة عن شراء إستراتيجية الخنق (strangle)	05
40	التدفقات النقدية الناتجة عن استراتيجية المدى الصعودي باستخدام خيارات شراء	06
42	التدفقات النقدية الناتجة عن شراء استراتيجية المدى النزولي باستخدام خيارات بيع	07
43	التدفقات النقدية الناتجة عن استراتيجية مدى الفراشة باستخدام خيارات الشراء	08
49	تطور قيمة الخيار حسب تطور العوامل المؤثرة بها	09
68	قيم المحافظتين A و B المعتمدتين لبناء نموذج (Put Call Parity)	10
80	الأهداف الخاصة لأصحاب المصالح	11
100	تصنيف آليات الحوكمة التساهمية	12
104	التمثيل المعرفي لنظام الحوكمة	13
106	دور البورصات في صياغة ومتابعة قواعد الحوكمة	14
114	التطور التاريخي لخصخصة البورصات	15
155	أثر تحفيز المسيرين على قيمة أسهم وخيارات شركة (Atena)	16
177	تطور هيكل الإدارة بالنسبة للشركات المقيدة الفرنسية 2009-2016	17
178	تطور تركيبة مجلس الإدارة للشركات الفرنسية المقيدة 2009-2016	18
180	تطور تركيبة لجان مجلس الإدارة بالنسبة للشركات الفرنسية المقيدة 2009-2016	19
181	تطور الالتزام بتقييم أعمال المجلس ولجانه بالنسبة للشركات الفرنسية المقيدة 2009-2016	20
183	تطور التصريح باستفادة مسيري الشركات الفرنسية من مختلف عناصر الأجر 2013-2014	21
186	خصائص عقود الخيارات على الأسهم المتداولة ببورصة باريس	22
187	تصنيف شركات العينة حسب القطاع الذي تنتمي إليه	23
188	معايير تصنيف عقود الخيارات الأوروبية حسب كل مجموعة	24
189	تصنيف عقود الخيارات الأوروبية الخاصة بشركات العينة حسب المجموعات	25

193	مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء سنة 2017	26
196	مثال عن سلم تحديد سعر التنفيذ في بورصة باريس	27
198	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2017 (بداية الدورة)	28
199	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2017 (بداية الدورة)	29
201	مقارنة بين القيم السوقية والعادلة لعقود خيارات الشراء لسنة 2017	30
203	مقارنة القيم السوقية والعادلة لعقود خيارات البيع سنة 2017	31
211	البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة	32
214	مصفوفة ارتباط المتغيرات التابعة فيما بينها	33
215	مصفوفة ارتباط المتغيرات المستقلة فيما بينها	34
217	نتائج إحصائية فيشر للمفاضلة (اختبار العلاقة بين قيم خيارات الشراء ومعايير الحكمة)	35
218	اختبار Hausman للمفاضلة (اختبار العلاقة بين قيم خيارات الشراء ومعايير الحكمة)	36
218	مقدرات أفضل نموذج لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء ومعايير الحكمة	37
220	النماذج النهائية لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء ومعايير الحكمة	38
228	نتائج إحصائية فيشر للمفاضلة (اختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحكمة)	39
228	اختبار (Hausman) للمفاضلة (اختبار العلاقة بين Delta ومتغيرات الحكمة)	40
229	مقدرات أفضل النماذج لاختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحكمة	41
230	النموذج النهائي لاختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحكمة	42
234	اختبارات المفاضلة بين النماذج المتعلقة بتحديد العلاقة بين قيم خيارات الشراء والبيع	43
234	مقدرات أفضل النماذج لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع	44
236	مقدرات أفضل نموذج لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات البيع ومعايير الحكمة	45
237	النموذج النهائي لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات البيع ومعايير الحكمة	46

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
266	مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء سنة 2014	01
267	مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء سنة 2015	02
268	مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء سنة 2016	03
269	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2014 (بداية الدورة)	04
270	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2014 (منتصف الدورة)	05
271	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2014 (نهاية الدورة)	06
272	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2015 (بداية الدورة)	07
273	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2015 (منتصف الدورة)	08
274	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2015 (نهاية الدورة)	09
275	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2016 (بداية الدورة)	10
276	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2016 (منتصف الدورة)	11
277	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2016 (نهاية الدورة)	12
278	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2017 (منتصف الدورة)	13
279	العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2017 (نهاية الدورة)	14
280	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2014 (بداية الدورة)	15
281	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2014 (منتصف الدورة)	16
282	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2014 (نهاية الدورة)	17
283	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2015 (بداية الدورة)	18
284	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2015 (منتصف الدورة)	19
285	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2015 (نهاية الدورة)	20
286	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2016 (بداية الدورة)	21
287	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2016 (منتصف الدورة)	22
288	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2016 (نهاية الدورة)	23

289	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2017 (منتصف الدورة)	24
290	حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2017 (نهاية الدورة)	25
291	مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء لسنة 2014	26
292	مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء لسنة 2015	27
293	مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء لسنة 2015	28
294	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2014 (بداية الدورة)	29
295	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2014 (منتصف الدورة)	30
296	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2014 (نهاية الدورة)	31
297	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2015 (بداية الدورة)	32
298	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2015 (منتصف الدورة)	33
299	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2015 (نهاية الدورة)	34
300	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2016 (بداية الدورة)	35
301	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2016 (منتصف الدورة)	36
302	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2016 (نهاية الدورة)	37
303	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2017 (بداية الدورة)	38
304	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2017 (منتصف الدورة)	39
305	تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2017 (نهاية الدورة)	40
306	مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات البيع لسنة 2014	41
307	مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات البيع لسنة 2015	42
308	مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات البيع لسنة 2016	43
309	العلاقة بين القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع لسنوات 2014، 2015، 2016	44
310	العلاقة بين القيم الحقيقية لخيارات الشراء والبيع لسنوات 2014، 2015، 2016	45
311	المتغيرات التابعة في شكل بيانات مقطعية	46
314	المتغيرات المستقلة للدراسة في شكل بيانات مقطعية	47
317	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMC1) متغير تابع	48
318	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMC2) متغير تابع	49

319	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMC3) متغير تابع	50
320	على التوالي النموذج النهائي حيث (VMC1) متغير تابع واختبار Hausman للمفاضلة بين النماذج	51
321	النماذج النهائية حيث على التوالي VMC2 و VMC3 متغيرات تابعة	52
322	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي (DELTA1) متغير تابع	53
323	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي (DELTA2) متغير تابع	54
324	على التوالي اختبار HAUSMAN للمفاضلة و النماذج النهائية حيث (DELTA1) ثم (DELTA2) متغيرات تابعة	55
325	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي لتحديد العلاقة بين VMC1 و VMP1	56
326	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي لتحديد العلاقة بين VMC2 و VMP2	57
327	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي لتحديد العلاقة بين VMC3 و VMP3	58
328	اختبار HAUSMAN للمفاضلة بين نماذج اختبار العلاقة بين VMC و VMP	59
329	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMP1) متغير تابع	60
330	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMP2) متغير تابع	61
331	نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMP3) متغير تابع	62
332	على التوالي اختبار هوسمان للمفاضلة بين النماذج والنموذج النهائي حيث (VMP1) متغير تابع	63

المقدمة العامة

شهد العالم العديد من التحولات خاصة بعد ظهور العولمة المالية وما تبعها من تحرير التجارة الدولية، وسيطرة القطاع الخاص والشركات المساهمة على مجريات الاقتصاد العالمي ومنحها دورا رياديا في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، من هنا بدأ العالم يهتم بمفهوم حوكمة الشركات وذلك منذ صدور تقرير لجنة Cadbury سنة 1992 في المملكة المتحدة، وقد أخذ هذا المفهوم قدرا وافرا من الاهتمام والتحليل من طرف الاقتصاديين والأكاديميين، وحتى من رجال المال، السياسة والاقتصاد.

لقد تصاعد الاهتمام بهذا المفهوم مع انفجار الأزمة الآسيوية سنة 1997، وما تلاها من فضائح مالية واكتشاف تلاعب الشركات في قوائمها المالية، الأمر الذي تسبب فيه ضعف نوعية المعلومات وتراجع الإشراف والرقابة مما أدى إلى انتشار الفساد وانعدام الثقة، مما استدعى الإسراع في إرساء قواعد الحوكمة لتفعيل حسن سير الشركات، وتأكيد نزاهة الإدارة فيها، وتحقيق التكامل بين الأطراف ذات المصلحة في الشركة، وتدعيم علاقاتها من خلال نظم الرقابة وإدارة المخاطر والمراجعة الداخلية والخارجية، والرقابة والإشراف على أداء الشركات ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين بما يساهم في الحفاظ على مصالح جميع الأطراف، ويتضاعف دور وأهمية الحوكمة بالنسبة للشركات المقيدة في السوق المالي، حيث تعتبر الأسواق المالية أحد أهم الأطراف التي تقوم بسن قوانين الحوكمة للشركات المساهمة، وأصبحت مبادئ الحوكمة من أهم الشروط التي يجب أن تتقيد بها الشركات للتسجيل في السوق، وقد تعرض في حال عدم التزامها بهذه القواعد لعقوبات من سلطة الضبط بالأسواق المالية.

وقد أثبتت العديد من الدراسات الدور البالغ لحوكمة الشركات في رفع معدلات الإفصاح والشفافية وتقديم المعلومات المالية التي تساعد على تحسين الأداء وتنويع الاستثمارات، رفع كفاءة الأسواق المالية في التسعير العادل للأسهم في السوق الحاضر مما يجعل قيمتها تعكس فعليا كل المعلومات المتاحة بما يحقق عدالة المكاسب بين جميع المتعاملين، كما يسمح التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة في تخفيض تكلفة الوكالة ومشكلة عدم التماثل المعلوماتي مما يتسبب في تخفيض تكلفة رأس المال ورفع معدل العائد على الاستثمار ويساهم في خلق القيمة المضافة للشركات بما يرفع من قيمتها الاقتصادية ومن القيمة السوقية لأسهمها المتداولة في السوق الحاضر.

في حين أن الدراسات لم تركز بالشكل الكافي على مدى تأثير تطبيق هذه المبادئ على الأسواق المشتقة بشكل عام وأسواق الخيارات بشكل خاص، خاصة وأن الأسواق المالية لم يبقى التعامل فيها مقتصرًا على الأدوات المالية الأساسية من أسهم وسندات ولكن انتشر منذ سبعينات القرن الماضي تداول المشتقات المالية، التي تعتبر بلا منازع أهم ابتكار مالي خلال الثلاثين سنة الماضية إضافة لتطورها المستمر سواء من حيث الكم أو النوع، وتعتبر عقود الخيارات المالية أهم هذه الأدوات وخاصة منها عقود الخيارات على الأسهم، التي تعتبر من الأدوات المشتقة التي تتأثر قيمتها بعدة عوامل أهمها القيمة السوقية للسهم محل العقد.

لذا تسعى هذه الدراسة لتسليط الضوء على طبيعة تأثير حوكمة الشركات على عقود الخيارات على الأسهم من جانب التأثير على قيمتها، لما لهذه القيمة من أهمية كبيرة في الأسواق المالية فهي أداة مهمة لاستكشاف السعر المستقبلي

في الأسواق الحاضرة، وقد تعززت هذه الأهمية مع بروز نظرية تسعير الخيارات ووضع نموذج بلاك وشولز الذي يستخدم لتحديد السعر العادل لهذه الأدوات لمعرفة مدى اقتراب هذا السعر من السعر السوقي أو ما يعرف بعلاوة الخيار والذي يتشكل بدوره من قيمتين قيمة ضمنية تتمثل في الفجوة بين سعر التنفيذ المثبت في بداية فترة استحقاق العقد والسعر السوقي للسهم عند التنفيذ أي تعكس الأداء السوقي للسهم ومدى إمكانية تحقيقه لعوائد بين الفترتين، وقيمة زمنية تعكس توقع تحقيق قيمة ضمنية أعلى للخيار في المستقبل أي توقعات السوق، وبالتالي تحتوي قيمة الخيارات على الأسهم على محتوى معلوماتي يعد مؤشرا هاما عن الأداء السوقي للشركة ونعتقد أنه من المهم أن نحاول دراسة مدى تأثير هذه القيمة بتطبيق مبادئ الحوكمة على مستوى الشركات المقيدة بالسوق المالي.

1. الإشكالية

من خلال كل ما سبق تسعى هذه الدراسة لتبيين أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة في بورصة باريس المنصوص عليها في قانون حوكمة الشركات المقيدة الفرنسي على قيمة بعض عقود الخيارات الأوروبية المتداولة على مستوى هذه السوق، وذلك على مستويين تبين أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع على اعتبارها تتحدد سوقيًا وهي الأنسب لعكس مبادئ الحوكمة، ومقارنتها بالقيمة النظرية العادلة لمحاولة معرفة مدى قدرة السوق على التقريب بينهما عن طريق تفعيل مبادئ الحوكمة، وبذلك يكون الطرح العام للإشكالية كالتالي:

ما مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة في بورصة باريس (Euronext Paris) على قيمة عقود الخيارات على أسهم هذه الشركات؟

يتفرع عن الإشكالية الرئيسية، الإشكاليات الفرعية التالية:

- كيف يتم تحديد القيمة العادلة (الحقيقية) لخيارات الشراء والبيع على أسهم شركات العينة المدروسة؟
- كيف تتحدد القيمة السوقية للخيارات المتداولة ببورصة باريس، وما مدى اقترابها من القيمة العادلة؟
- ما مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة المنصوص عليها بقانون حوكمة الشركات المقيدة (AfeP Medef) على القيمة السوقية لعقود خيارات الشراء على الأسهم المقيدة في بورصة باريس؟
- ما مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على التقريب بين القيمتين الحقيقية والسوقية لخيارات الشراء؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين قيمة عقود خيارات الشراء والبيع، وكيف تتأثر خيارات البيع بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات؟

2. فرضيات البحث

للإجابة على الإشكالية المطروحة اقترحنا الفرضيات التالية:

أ. يعتبر نموذج بلاك وشولز لتقييم الخيارات أداة ملائمة لتقدير القيمة العادلة لخيارات الشراء والبيع على أسهم العينة المدروسة.

ب. تقترب القيمة السوقية للخيارات والمحددة من طرف بورصة باريس حسب تفاعل قوى العرض والطلب من القيمة العادلة لأن السوق المالي الفرنسي سوق متطور يتمتع بقدر من الكفاءة في التسعير.

ج. هناك ارتباط قوي بين تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة السوقية لخيارات الشراء، من خلال تأثير هذه المبادئ على القيمتين الزمنية والضمنية المشكلتين لقيمتها السوقية.

د. يساهم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تقريب السعر السوقي من السعر العادل للخيار لأن دور هذه المبادئ في إرساء دعائم الإفصاح والشفافية كفيل بتحقيق كفاءة السوق في التسعير العادل للأدوات المالية الأساسية والمشتقة المتداولة به.

هـ. ترتبط قيمة خيارات الشراء والبيع بعلاقة عكسية، لذا نتوقع أن تتأثر بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ولكن بشكل معاكس لتأثر خيارات الشراء.

3. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في:

أ. **حدود مكانية:** وتتمثل في عينة من الشركات المقيدة في بورصة باريس (Euronext Paris) وهي 27 شركة تنتمي لمؤشر Cac 40 وهي الشركات المقيدة في السوق الأول الفرنسي والتي تتمتع بأكبر رسملة، و قد تم اختيار هذه العينة لضمان التجانس في الحجم وكذا التزامها بتطبيق قواعد الحوكمة بسبب الشروط الصارمة للقيود التي يفرضها السوق الأول، إضافة لكونها تمثل جانبا من شركات (Cac 40) التي يتم إبرام عقود خيارات من النوع الأوروبي على أسهمها، والتي تتناسب مع فرضيات نموذج التقييم المعتمد ألا وهو نموذج بلاك وشولز، وبالتالي أسقطنا من مجتمع الدراسة والمتمثل في شركات Cac40 الشركات التي لا تمتلك عقود خيارات أوروبية، وكذلك تلك التي لا تخضع لقانون حوكمة الشركات المقيدة بالسوق الفرنسي (Afep-Medef)، وتخضع لقوانين حوكمة أخرى لضمان تماثل مبادئ الحوكمة المطبقة.

ب. **حدود زمانية:** تتمثل الحدود الزمانية للدراسة في الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2017 أي لمدة أربع سنوات، وقد تم اعتماد هذه الفترة بسبب توفر البيانات التاريخية المنشورة الخاصة بهذه الفترة، وخاصة تلك المتعلقة بالخيارات والمتوفرة على مستوى الموقع www.euronext.com ، والتي يوفرها الموقع بداية من سنة 2013.

4. أهمية الموضوع ودوافع اختياره

تنبع أهمية الموضوع من:

- الأهمية البالغة التي وجهها الاقتصاديون لموضوع الحوكمة، بسبب تشعب تأثيراتها على المحيط الاقتصادي فلم ينحصر تأثيرها في مجال الإدارة والتسيير وإنما اتسع ليشمل مجال الإدارة المالية، والرقابة والمراجعة الداخلية والخارجية وإدارة المخاطر،

ويتعداه ليؤثر حتى على المؤشرات الاقتصادية الكلية، خاصة في ظل البيئة الاقتصادية العالمية التي أصبحت تتميز بالانفتاح والعمولة، مما سهل بروز الأزمات الاقتصادية وتدويلها بسبب هذا الانفتاح.

- إبراز مدى اتساع دور الحوكمة في التأثير على أداء الأسواق المالية والشركات المقيدة به، وانتشار هذا الأثر من الأدوات المالية الأساسية إلى المشتقة، التي تضاعف تداولها وأصبح اللجوء إليها يفوق اللجوء للأدوات المالية الأساسية بسبب ما توفره من فرص للتغطية من المخاطر وتحقيق الأرباح بسبب تميزها بالرفع المالي.

- تسليط الضوء على جانب مهم من جوانب المالية المعاصرة ألا وهو تحديد سعر أو قيمة أحد أنواع عقود المشتقات المالية ألا وهو الخيارات على الأسهم والذي يعتبر الأساس الذي تقوم عليه مجمل المعاملات في سوق الخيارات، والذي يعكس تفاعل جميع المتغيرات المؤثرة فيه.

أما دوافع اختيار الموضوع فتتمثل في:

- الخوض في موضوع لم تعالجه الأدبيات الاقتصادية بشكل كافي، حيث وحسب اطلاعي فلم يتم معالجة مدى تأثير تطبيق مبادئ الحوكمة على الأسواق والأدوات المالية المشتقة، بقدر ما توجد دراسات كافية تطرقت للحوكمة من زاوية تأثيرها على قيمة المؤسسة، قيمة الأسهم وكفاءة الأسواق الحاضرة؛

- إضافة للتركيز على موضوع الخيارات المالية من حيث جانب القيمة ومدى أهميتها والعوامل التي تتأثر بها على اعتبارها أداة مالية تطلب لذاتها من طرف شريحة هامة من المستثمرين الفعليين أو المضاربين لتحقيق مكاسب شخصية أو لبناء استراتيجيات استثمارية، بعد أن أسهبت الأدبيات الاقتصادية العربية في التطرق للخيارات من حيث دورها كأداة للتغطية من المخاطر تم شريحة المتحوظين فقط.

- وقد وقع اختيارنا على بورصة باريس بسبب كونها بورصة متطورة تتوفر على قانون خاص بحوكمة الشركات المقيدة في السوق المالي Code de gouvernement des sociétés cotées والمعروف بالقانون (AfeP-Medef) يمكن من خلاله استنباط مختلف مبادئ الحوكمة المستخدمة في دراستنا، وهو قانون حديث نسبيا دخل حيز التنفيذ بشكله الحالي بداية من سنة 2008، إضافة إلى أن بورصة باريس تعد سوقا متواضعا فيما يخص الحجم أو العمق، وكذا تداول المشتقات المالية به إذا ما قورن بأهم الأسواق الأوروبية على غرار البورصة الألمانية أو الإنجليزية، أو البورصات الأمريكية، وتتميز الشركات المساهمة الكبرى المقيدة به بتركز رأس المال، وهو بذلك يمكن تشبيهه لحد ما بالبورصات في بيئة الأعمال العربية.

5. أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة في:

- التعريف بعقود الخيارات على الأسهم من حيث أهميتها واستخداماتها والتعريف بنماذج تقييمها.
- محاولة تقييم عقود خيارات الشراء الأوروبية بناء على بيانات واقعية مستقاة من معلومات متوفرة على مستوى الأسواق المالية بالاعتماد على أهم نموذج للتقييم وهو نموذج بلاك شولز.

- الإحاطة النظرية بمفهوم حوكمة الشركات المقيدة بالسوق المالي ومدى مساهمة الأسواق المالية في تطبيق هذه القواعد وإنشائها.

- معرفة طبيعة تأثير تطبيق مبادئ الحوكمة على قيمة الأدوات المالية سواء كانت أساسية أو مشتقة.

6. منهج الدراسة

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري من الدراسة وهذا بغرض الوصف الدقيق لمفهوم عقود الخيارات المالية أهميتها استخدامها وكذا تقييمها، وكذلك للإحاطة بمفهوم الحوكمة مبادئها ونظرياتها، ومدى مساهمة الأسواق المالية في تفعيل قواعدها، وطبيعة تأثيرها على قيمة الخيارات على الأسهم. أما في الجانب التطبيقي فقد تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة، من خلال التطرق لحالة عينة من الشركات المقيدة في بورصة باريس، إضافة للنماذج الرياضية (نموذج بلاك وشولز) في تقديرنا للقيمة العادلة لخيارات شركات العينة المدروسة، كما تم قياس أثر تطبيق قواعد الحوكمة على قيمة الخيارات على الأسهم من خلال النماذج الإحصائية القياسية عن طريق الاستعانة ببرامج الاقتصاد القياسي.

7. الدراسات السابقة

من خلال إطلاعنا المتواضع على الدراسات السابقة توصلنا إلى أهمها:

أ. دراسة "John Ifeanyichukwu Osuoha and Al" بعنوان: "The Impact of Corporate Governance on Derivatives Usage—Empirical Evidence from African Non-financial Firms" أثر حوكمة الشركات على استخدام المشتقات المالية، دراسة قياسية متعلقة بشركات افريقية غير مالية، مقال منشور بـ: "British Journal of Economics, Management & Trade 8(1), 2015".

تهدف هذه الدراسة لتحديد مدى تأثير حوكمة الشركات على استخدام المشتقات المالية في الشركات غير المالية باستخدام عينة من 760 شركة افريقية غير مالية من 17 دولة افريقية، وتوصلت الدراسة أن استخدام المشتقات المالية من طرف الشركات غير المالية الأفريقية منخفض للغاية ، يقدر نسبة 38.5% من مجمل شركات العينة، و أن الأسباب الرئيسية لعدم استخدام معظم الشركات الأفريقية للمشتقات هي قلة المعرفة عنها إضافة لغياب سوق المشتقات المنظمة وغياب خبراء المشتقات ، وتظهر النتائج أيضًا أن تركيبة المجلس والتي تعتبر أقوى مقياس لحوكمة الشركات تؤثر على استخدام المشتقات، حيث يزيد استخدام المشتقات مع تراجع حجم المجلس وارتفاع عدد المديرين التنفيذيين، وأن معظم الشركات الأفريقية التي تستخدم المشتقات تتمتع بحوكمة قوية للشركات بغرض مراقبة استخدام هذه الأدوات، فأغلبها تمتلك لجنة التدقيق ولجنة إدارة المخاطر والتي تشرف على إدارة المخاطر و استخدام المشتقات داخل الشركة.

ب. دراسة "علام محمد حمدان وآخرون"، بعنوان: "أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت المالي"، مقال منشور ب: "المجلة العربية للعلوم الادارية، المجلد 20، العدد 2، ماي 2013" تهدف هذه الدراسة الى استطلاع أثر حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي والتشغيلي وأداء الأسهم بالإضافة إلى دراسة العلاقة في ظل اختلاف حجم الشركة ودرجة مديونيتها ونوع نشاطها وتضمنت الدراسة عينة تتشكل من 96% من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى تأثير حوكمة الشركات في مؤشر واحد من مؤشرات من مؤشرات الأداء المالي وهو القيمة السوقية المضافة وتأثيرها على جميع مؤشرات الأداء التشغيلي، بينما لم يكن لها دور في معدل العائد على الاستثمار كمؤشر على الأداء المالي والعائد على السهم العادي كمؤشر على أداء الأسهم، ولم تجد الدراسة أثرا لحوكمة الشركات في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة، ومديونيتها ونوع نشاطها إلا أثرا للحوكمة في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة.

ج. دراسة "مؤيد محمد علي الفضل ونوال حربي راضي" بعنوان: "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، دراسة حالة في الأردن"، مقال منشور ب: "مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 12 العدد 4 لسنة 2010"

تستهدف هذه الدراسة اختبار أربع آليات للحاكمية المؤسسية هي: نسبة الملكية الإدارية، حجم مجلس الإدارة، ورقابة حملة الأسهم وأخيرا الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام و اختبار أثر هذه الآليات الأربعة على قيمة الشركة معبر عنها بمقياسان هما: معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية للسهم، وقد جرت الدراسة على عينة من 116 شركة مسجلة في سوق عمان المالي والموزعة على ثلاث قطاعات الصناعة، المصارف والتأمينات وأخيرا شركات الخدمات، وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية:

وجود أثر للحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة عند التعبير عنها بمعدل العائد على الاستثمار وانعدام هذا الأثر عند التعبير عنها بالقيمة السوقية على القيمة الدفترية، يعد مستوى النمو في حجم الاستثمارات محددًا لتأثير آليات الحاكمية المؤسسية قيمة الشركة وتكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة، وتكون الشركات عالية المديونية أكثر من الشركات منخفضة المديونية في مجال استخدام آليات الحاكمية المؤسسية.

د. دراسة "أحمد رجب عبد المالك"، تحت عنوان: "دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأسواق المالية، دراسة تحليلية"، مقال منشور ب: "مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم 01 المجلد رقم 45 جانفي 2008".

تتمثل أهداف هذه الدراسة في التعرف على المنهج الملائم والذي يستخدم في وصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم وما هي علاقة الحوكمة بكفاءة سوق المال، دراسة وتحليل ارتباط حوكمة الشركات بالسعر العادل للأسهم، التعرف على ماهية القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على السعر العادل للأسهم، وأخيرا التعرف على ماهية الآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للأسهم، وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- المنهج الذي يصف العلاقة بين الحوكمة وأسعار الأسهم هو منهج دراسة السوق.
- أهم القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على قدرة السوق على الوصول للسعر العادل للأسهم، هي قاعدة أو مبدأ الإفصاح والشفافية.
- الحوكمة عامل محدد لقوة العلاقة الدالية بين محتوى الإفصاح والسعر العادل للأسهم.
- الحوكمة تعمل على سد النقص الحادث في المعايير المحاسبية بخصوص تحسين محتوى التقارير المنشورة.
- الآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للأسهم وهي نتاج لتطبيق الشفافية تتمثل في التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي، التوسع في المعلومات المالية، والاهتمام بالمعلومات غير المالية وبالإفصاح الالكتروني.
- وتتمثل النتيجة العامة في أن حوكمة الشركات تعمل على تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق العدالة في الوصول للسعر العادل للأسهم.

هـ. دراسة "Zacharias Sautner and Martin Weber" بعنوان "Corporate Governance and the Design of Stock Option Programs" ورقة بحثية JEL Classification Code: G 32, G 34, M 52 بتاريخ 19 ديسمبر 2006، الرابط -https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/1782/1/SSRN_ID956060_code450192.pdf

وتهدف هذه الدراسة لتحليل دور تطبيق حوكمة الشركات في التأثير على تصميم برامج الخيارات على الأسهم الممنوحة للمديرين التنفيذيين، وانتقاد ميزات التصميم في العديد من برامج خيارات الأسهم التنفيذية التي قام الرؤساء التنفيذيون من خلالها في تحديد أجورهم من منطق سيطرة السلطة الإدارية، وتحديد مدى استخدام أهداف الأداء كشرط لهذه التعويضات، وتشير النتائج المتوصل إليها إلى أن هياكل الحوكمة تلعب دورًا في تفسير متى تمثل هذه التعويضات امتيازات للمديرين التنفيذيين، حيث تكون برامج الخيارات مواتية للرؤساء التنفيذيين في الحالات التالية: عندما تكون تركيز الملكية منخفضًا؛ حالة الشركات ذات مجالس الإدارة ضعيفة الاستقلالية؛ حالة الشركات ضعيفة الاستدانة.

و. دراسة "paule A. Gompers and Al" بعنوان: "Corporate Governance and equity prices" مقال منشور بـ 1، 118 Quarterly journal of Economics، February 2003.

وتهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركة، وذلك عن طريق تشكيل مؤشر للحوكمة مكون من 24 قاعدة حوكمة على عينة من 1500 شركة، يعبر هذا المؤشر عن مدى وجود التوازن بين سلطة المسيرين والمساهمين، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود ارتباط قوي بين حوكمة الشركات وعوائد الأسهم، وأن اعتماد إستراتيجية استثمارية تقوم على شراء أسهم الشركة التي تتميز بنظام تسييري ذو حوكمة جيدة ترتفع فيه حقوق المساهمين، ثم بيع أسهم الشركات التي تتميز بنظام تسييري ضعيف الحوكمة يتميز بضعف حقوق المساهمين يمكن من الاستفادة من عوائد غير عادية على الأسهم تقدر ب 8.5% بالسنة، إضافة إلى ارتفاع في قيمة المؤسسة، حيث كلما تراجع مؤشر الحوكمة ب 1% (دليل على ارتفاع حقوق المساهمين مقارنة بحقوق المسيرين) ارتفع مؤشر Tobin Q (القيمة السوقية للأصول/القيمة المحاسبية للأصول) ب 11.4%.

تختلف هذه الدراسة عن بقية الدراسات من حيث أنها تتطرق لتأثير حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم، وفي حدود اطلاعنا فإنه لم يتم التطرق لهذا الموضوع ومن هذه الزاوية، أي من زاوية تأثير حوكمة الشركات على قيمة أحد الأدوات المشتقة، حيث أن الدراسات السابقة التي تطرقنا إليها تعرضت لتأثير الحوكمة على مدى استخدام الشركات للأدوات المشتقة بغرض عمليات التحوط دون التركيز على عقود الخيارات المالية، إضافة إلى أن دراسات أخرى ركزت على العلاقة بين حوكمة الشركات ومنح الخيارات على الأسهم التنفيذية للمسيرين، أي ربطت بين الحوكمة ونوع محدد من الخيارات ألا وهي الخيارات التنفيذية، أما الدراسات الأخرى فتعرضت لتأثير حوكمة الشركات على قيمة الأسهم، قيمة المؤسسة، تحقيق السعر العادل للسهم، أو أداء السهم.

وقد تم استلهاً هذا البحث من هذه الدراسات السابقة من خلال محاولة تحديد وقياس إمكانية انتقال أثر حوكمة الشركات للأدوات المشتقة عن طريق التأثير على قيمة الخيارات على الأسهم التي تعتبر في الأساس مشتقة من قيمة الأدوات المالية الأساسية ألا وهي الأسهم، خاصة وأن القيمة السوقية لهذه الأخيرة تعكس قيمة المؤسسة وكفاءة السوق وأداء الأسهم.

8. خطة البحث

تم تقسيم البحث إلى قسمين رئيسيين قسم نظري وآخر تطبيقي:
أ. القسم النظري، ويحتوي على فصلين:

- الفصل الأول عبارة عن مدخل عام لعقود الخيارات على الأسهم، حيث تم التطرق أولاً لماهية عقود الخيارات بشكل عام، ثم عقود الخيارات على الأسهم بشكل خاص، وأخيراً تقييم هذه العقود باستخدام مختلف النماذج الرياضية.

- الفصل الثاني ويتناول حوكمة الشركات المقيدة وطبيعة تأثيرها على قيمة الخيارات على الأسهم، حيث يضم هذا الفصل مدخلا عاما للحوكمة، يليه التطرق لدور الأسواق المالية في إرساء قواعد الحوكمة، وأخيرا محاولة تحليل طبيعة تأثير تطبيق مبادئ الحوكمة على قيمة الخيارات على الأسهم.

ب. القسم التطبيقي: ويحتوي على فصل واحد، يتمحور حول دراسة أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم لعينة من الشركات المقيدة في بورصة باريس، ومن خلاله تم التعريف ببورصة باريس، وبإجراءات الحوكمة المطبقة على الشركات المقيدة بها، ثم التعرّيج على تقييم عقود الخيارات المالية على أسهم شركات العينة المدروسة والمقيدة في بورصة باريس باستخدام نموذج بلاك وشولز، وأخيرا قياس العلاقة بين المتغيرين (مبادئ الحوكمة وقيمة الخيارات على الأسهم) من خلال بناء نموذج قياسي.

9. صعوبات الدراسة

تتمثل صعوبات الدراسة التي واجهتنا في عدم وجود دراسات سابقة تعالج الموضوع من نفس الزاوية التي عالجناه منها، أي تأثير الحوكمة على قيمة المشتقات المالية، في حين توصلنا لبعض الدراسات التي تعالج الموضوع من زاوية تأثير الحوكمة على استخدام المشتقات المالية من طرف الشركات لأغراض إدارة المخاطر، أو تأثير الحوكمة على القيمة في الأسواق الحاضرة ممثلة في القيمة السوقية للشركة، قيمة وأداء الأسهم...إلخ.

كما واجهنا صعوبات أخرى تتمثل في صعوبة قراءة البيانات المنشورة من طرف البورصات الخاصة بالمشتقات المالية بفعل استخدامها للعديد من المصطلحات والرموز التقنية.

الفصل الأول

مدخل عام لعقود

الخيارات على الأسهم

تمهيد

تعتبر عقود الخيارات المالية من أهم الأدوات المالية المبتكرة، وتعود نشأتها في شكلها البدائي للعصور القديمة، ولكن تداولها بشكلها المتطور على مستوى الأسواق المنظمة بدأ منذ سبعينات القرن الماضي، وقد ساهمت خصائصها المتعددة والمزايا التي توفرها لمجمل المتعاملين في السوق المالي في انتشار تداولها بشكل منقطع النظير سواء على مستوى الأسواق المنظمة أو الغير منظمة.

وتعتبر عقود الخيارات على الأسهم بشقيها خيارات الشراء أو البيع من أهم أنواع عقود الخيارات المالية، حيث تساهم في تحقيق التغطية من المخاطر بالنسبة للمتحوطين، والأرباح للمضاربين، كما تعتبر أداة مرنة لحيازة الأسهم بالنسبة للمستثمرين، وبفعل أهميتها المتزايدة ابتكرت النظرية المالية العديد من النماذج لتقييمها نظرا لما تتمتع به هذه القيمة من أهمية كبيرة بالنسبة للمتدخلين في الأسواق المالية سواء كانت أسواق الخيارات أو أسواق الأسهم الحاضرة، فبالنسبة للأسواق الخيارات تعتبر قيمتها المحور الأساسي الذي تحدد على أساسه مكاسبهم وخسائرهم وانطلاقا منه يبنون استراتيجياتهم الاستثمارية المختلفة، أما على مستوى سوق الأسهم فتعد قيمة الخيارات أداة أساسية لاستكشاف السعر الحاضر الذي على أساسه تتخذ قراراتهم الاستثمارية، وبغرض إثراء كل هذه المضامين ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- المبحث الأول ويتمحور حول ماهية عقود الخيارات المالية.
- المبحث الثاني خصصناه للإحاطة بمختلف المفاهيم المتعلقة بالخيارات على الأسهم.
- المبحث الثالث وتطرقنا فيه لمختلف نماذج تقييم عقود الخيارات على الأسهم.

المبحث الأول: ماهية عقود الخيارات المالية

سنحاول في هذا المبحث الإلمام بماهية الخيارات المالية من خلال التطرق لمفهومها نشأتها وتطورها، ثم نعرف بأسواقها وأهم تصنيفاتها، مع الإشارة إلى مزايا ومخاطر التعامل بهذه الأدوات.

المطلب الأول: مفهوم نشأة وتطور تداول عقود الخيارات المالية

كمدخل للتعريف بعقود الخيارات المالية سنتعرض أولاً لمفهومها نشأتها ثم تطور تداولها على مستوى الأسواق المالية العالمية.

الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات المالية

يعرف بعض الاقتصاديين الخيارات المالية كما يلي:

تعرف أنها "عقد بين طرفين مشتري ومحرر يعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد (exercice or strike price) على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية (expiration date)، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه المكافأة (premium)".¹

كما تعرف على أنها "عقد يتحصل بموجبه الطرف المشتري (حامل العقد) على حق شراء (حالة خيار شراء call) أو بيع (حالة خيار بيع put) أصل معين بسعر محدد مسبقاً (سعر التنفيذ) وهذا خلال فترة الاستحقاق (حالة خيار الأمريكي) أو عند تاريخ محدد (حالة الخيار الأوروبي) عن طريق دفع المكافأة، الطرف البائع (محرر أو مصدر العقد) يلتزم حين تنفيذ العقد بتسليم الأصل (حالة خيار الشراء) أو بشراء الأصل (حالة خيار البيع) بسعر التنفيذ".²

كما عرف كذلك أن "الخيار هو أصل مالي للحصول عليه يدفع المشتري للبائع في الفترة الابتدائية مبلغاً من المال يسمى مكافأة الخيار ويتحصل بالمقابل في تاريخ مستقبلي على تدفقات نقدية موجبة أو م نعمة تسمى تسوية الخيار ويرتبط مبلغ التسوية بتطور قيمة الأصل الذي أبرم عليه العقد، حيث يوجد نوعان من الخيارات: خيارات الشراء (calls) والتي تمنح الحق وليس الالتزام بشراء أصل معين بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ تم تثبيته عند إصدار العقد، خيارات البيع (puts) تمنح الحق وليس الالتزام ببيع الأصل بسعر التنفيذ".³

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الخيارات المالية كالتالي: الخيار هو عقد يمثل حقاً للمشتري وليس التزاماً ببيع أو شراء أصول مالية أو عينية كالأسهم والسندات والمواد الأولية والعملات الأجنبية ومعدلات الفائدة ومؤشرات البورصة، وتكون عمليه الشراء أو البيع محددة السعر (سعر التنفيذ) وخلال فترة زمنية محددة، ويلزم العقد محرره ببيع أو شراء الأصل محل العقد بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى علاوة الصفقة.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 5.

² - Joseph Antoni, Marie-Claire Capiou-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, 2^{ème} édition, édition de Boeck, Belgique, 2008, p 382 .

³ - Roland Portait, Patrice Poncet, Finance de l'entreprise, 3^{ème} édition, édition Dalloz, Paris, 2012, p 308 .

الفرع الثاني: نشأة عقود الخيارات

امتدت نشأة عقود الخيارات على ثلاث مراحل:

أولاً: المرحلة الأولى

ظهرت عقود الخيارات أولاً في السلع سنة 1630¹، وقد كان المنتجون يهدفون من خلالها لحماية أنفسهم من تقلبات الأسعار ارتفاعاً أو انخفاضاً، والتي تنجم عن وفرة السلع وندرتها واضطراب الظروف واستقرارها، فإن حق الخيار يضمن للمتعاملين شراء أو بيع المنتجات في الأجل وبالسعر الثابت الذي يرضونه². ثم توسع التعامل بها ليشمل العقارات ومعاملات الأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة (الموازية) حيث تم التعامل بعقود الخيارات في الأسهم في سوق لندن في الأوراق المالية في لندن في بداية سنة 1820، وفي سنة 1860 كانت هناك سوق الخيارات والأوراق المالية في أمريكا، وكانت تلك العقود غير نمطية، فلم تكن لها قابلية التداول في الأسواق الثانوية³.

ثانياً: المرحلة الثانية

في العقد الأول من القرن العشرين قامت مجموعة من شركات الاستثمار بتأسيس جمعية المتعاملين وسماحة خيارات البيع والشراء (put and call brokers and dealers association) بغرض تنظيم عمليات التداول والوساطة بين مشتري العقد ومحرمه، وقد كانت وظيفته تسهيل التعامل بإيجاد كل من طرفي التعاقد والوساطة بينهما للوصول إلى اتفاق حول بنود العقد مقابل عمولات محددة وقد تميزت عقود الخيارات آنذاك بضعف سيولتها بسبب كونها عقود شخصية البنود، مما تسبب في ارتفاع تكلفة المعاملات، وتراجع عدد المتدخلين في تلك الأسواق⁴.

ثالثاً: المرحلة الثالثة

بداية من سنة 1973 ظهرت أول سوق منظمة للخيارات في أمريكا بمدينة شيكاغو، حيث أنشأ مجلس شيكاغو سوقاً متخصصاً للخيارات صممت فيها العقود بشكل نمطي، يمكن من تداولها والتعامل بها بوصفها أدوات مالية، ثم انتشر التعامل بهذه العقود النمطية في الأسواق الأخرى داخل الولايات المتحدة الأمريكية حتى وصلت خلال تلك الفترة إلى أكثر من مليوني عقد يومي، ولم يبدأ التعامل بالخيارات المنمطة في سوق لندن للأوراق المالية إلا في عقد الثمانينات، ففي سنة 1977 تم التعامل بعقود الخيارات المنمطة في سوق لندن للأوراق المالية (LSE)، ثم زاد عدد الأسواق التي تتعامل بهذه الأوراق المالية ليشمل أكثر من 40 سوقاً عبر العالم، ثم تطورت تشكيلة هذه العقود لتشمل جميع السلع والأوراق المالية، وحتى المؤشرات والعملات⁵.

¹ بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 99.

² - محمد خميسي بن رجم، المشتقات المالية وتغطية المخاطر، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، 2017، ص 204.

³ بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سابق، ص 99-100.

⁴ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 629-630.

⁵ - عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 110.

الفرع الثالث: تطور تداول عقود الخيارات

صاحب تطور المشتقات المالية بشكل عام وعقود الخيارات بشكل خاص عدة مظاهر ميزت المحيط المالي العالمي في تلك الفترة، كما تسبب في بروزها وتطورها عدة عوامل، نوجز فيما يلي مظاهر ثم أسباب تطور تداول المشتقات المالية:

أولاً: مظاهر تطور تداول المشتقات المالية

عرف المجال المالي العالمي خلال عشرية السبعينيات والثمانيات من القرن الماضي حجماً هائلاً متواصلاً من الابتكارات، كنتيجة لحدوث ثلاث تغيرات هيكلية رئيسية: تصاعد المخاطر، تطور تكنولوجيات الإعلام والاتصال وتحرير الاقتصاد العالمي، وتعتبر المشتقات المالية أهم الابتكارات المالية خلال الثلاثين سنة الأخيرة¹، ونقتل مظاهر هذا التطور في:²

النمو الهائل لحجم تداولها فحسب إحصائيات بنك التسويات الدولية (BRI) ففي العشرين سنة الأخيرة ارتفع حجم تداول المشتقات المالية في الأسواق المنظمة بنسبة متوسطة تقدر بـ 27 % سنوياً، أي بتضاعف حجم التداول كل أربع سنوات، مع تسارع هذا المعدل بداية من سنة 2002، بينما ترتفع هذه النسبة إلى 30 % بالنسبة لنمو حجم التداول السنوي للمشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة.

حسب تقرير مكتب رقابة العملة في الولايات المتحدة، بلغت 20 تريليون دولار عام 1995، وفي عام 2011 قفزت إلى 248 تريليون دولار أي ما يعادل 17 ضعفاً من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي وتوزعت نحو 82% عقود فائدة، 11% عقود نقد أجنبي، 6% مشتقات ائتمان، والباقي عقود مشتقات أسهم و سلع وغيرها، أما توزيع المشتقات حسب طبيعة المنتج المالي فقد بلغت: عقود المستقبلات والعقود الآجلة نسبة 16%، عقود المبادلات (Swaps) نسبة 63%، عقود الخيارات نسبة 15%، في حين بلغت 6% مشتقات الائتمان.

أصبحت هذه الأدوات تحتل الصدارة في الأسواق المالية لدرجة أن المبالغ المتداولة على مستوى الأسواق المشتقة تفوق تلك المتداولة على مستوى الأسواق الحاضرة، وهذا راجع لكون التعامل بهذه الأدوات يرفع عوائد البنوك على اعتبارها طرفاً وسيطاً في هذه المعاملات، لكون العمليات على هذه الأدوات مرتفعة الهوامش، كما يرفع عوائد المؤسسات المسيرة للأسواق المالية حيث أن أكثر من ثلث رقم أعمال الشركة المسيرة للبورصة الأوروبية (Euronext) والشركة المسيرة للبورصة الألمانية (Deutsche borse) مصدره تداول عقود المشتقات المالية.

إضافة للتطور الكمي فهذه الأدوات تعرف تطوراً نوعياً، فلم تعد هناك حدود للابتكارات المالية المتعلقة بهذه

الأدوات، حيث نشأت عقود خيارات ومشتقات الجيل الثاني والثالث والتي تطور على محورين: تطور على مستوى

¹ - Gunther Gabelle-Blancard, les marchés dérivés sont – ils dangereux ? presse de sciences po (PFNSP), Revue économique, (vol 60), 1/2009, p 157.

² - راجع:

- علي حاتم القرشي، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، المجلد 6، العدد 4، 2014، ص 97.

- Gunther Gabelle-Blancard, op-cit, p 158-159.

خصائص العقود المبرمة، وتطور على مستوى الأصول التي تبرم عليها هذه العقود ، بالنسبة للمحور الأول فإن عقود المشتقات أصبحت توفر بنوداً وطرق دفع شخصية لكل نوع مثل عقود الخيارات الأسيوية ، الرقمية والخيارات بجواجز (à barrière) ... إلخ، ففي بداية التسعينيات تم إحصاء أكثر من 1000 نوع من هذه العقود، أما بالنسبة للمحور الثاني فإن أول عقود المشتقات أبرمت على المواد الأولية وبداية من السبعينيات أصبحت هذه العقود تبرم على الأسهم، معدلات الفائدة، معدلات الصرف، وبداية من الثمانينات تم إدخال عقود المشتقات على المؤشرات وأصبح حالياً بالإمكان إبرام عقود على كل الأصول المتوفرة، فكل ما يمكن قياسه يمكن أن يبرم عليه عقد مشتقات فقد ظهرت عقود على معدلات التضخم، البطالة وتقلبات أسعار البورصات، درجات الحرارة، قوة اله زات الأرضية (مؤشر رشتير) ... إلخ، وهي عقود محدودة الانتشار بسبب ضعف تنميطها وتقييمها وغياب أسواق حاضرة لها.

ثانياً: الأسباب الأساسية لتطور عقود الخيارات

من أهم الأسباب التي دفعت المهندسين الماليين إلى تطوير أدوات الهندسة المالية على غرار المشتقات المالية وعقود الخيارات بصفة خاصة نجد:¹

1. انهيار نظام بروتن وودز ونهاية نظام سعر الصرف الثابت وما انجر عنه من تذبذب لأسعار الصرف والعملات المختلفة وارتفاع المخاطر المحيطة بالمؤسسات ومخاطر الأعمال وكذا الأزمة البترولية خلال السبعينيات وما انجر عنها من تقلبات في أسعار المعادن والسلع الأساسية والمواد الخام الأمر الذي استدعى توفر منتجات مالية جديدة للمؤسسات والبنوك للتحوط من هذه المخاطر.
2. وجود أسواق مالية جد متطورة للأدوات الأساسية تتميز بشفافية الأسعار وانخفاض تكلفة المعاملات، وانحصار دور الوساطة المالية أمام اللاوساطة مما خلق منافسة شديدة بين المصارف والمؤسسات المالية والأسواق المالية في حد ذاتها بهدف توسيع نشاطها وتقديم منتجات وخدمات مالية جديدة ومتنوعة لربائنها.
3. تطور أنظمة الإعلام والاتصال ومساهمتها في توسع الاتصال بين مختلف المتعاملين عبر العالم، وكذا توفير برامج وأنظمة الإعلام الآلي الخاصة بالهندسة المالية وإسهامها في خلق وتركيب أدوات مالية جديدة تعتبر عقود الخيارات أهمها.
4. انتشار ظاهرة العولمة المالية وإلغاء القيود المالية والاستثمارية بين دول العالم، مما سهل من تدفق رؤوس الأموال بين الأسواق المالية العالمية، وانتقال تداول الأدوات المالية المستحدثة من الأسواق المالية المتطورة إلى كل أنحاء العالم، وتحويل التكنولوجيا المستخدمة في الهندسة المالية إلى المؤسسات المالية التي حسنت بدورها من خدماتها المالية والمصرفية المقدمة للربائين.

¹ راجع:

- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 60.

- جبار محفوظ، عديلة مريم، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، العدد 10، 2010، ص 24.

- Juliette D'Hollander, L'émergence des produits dérivés : le cas du Québec, Les Cahiers de droit, Volume 37, numéro 2, 1996, p 380-381.

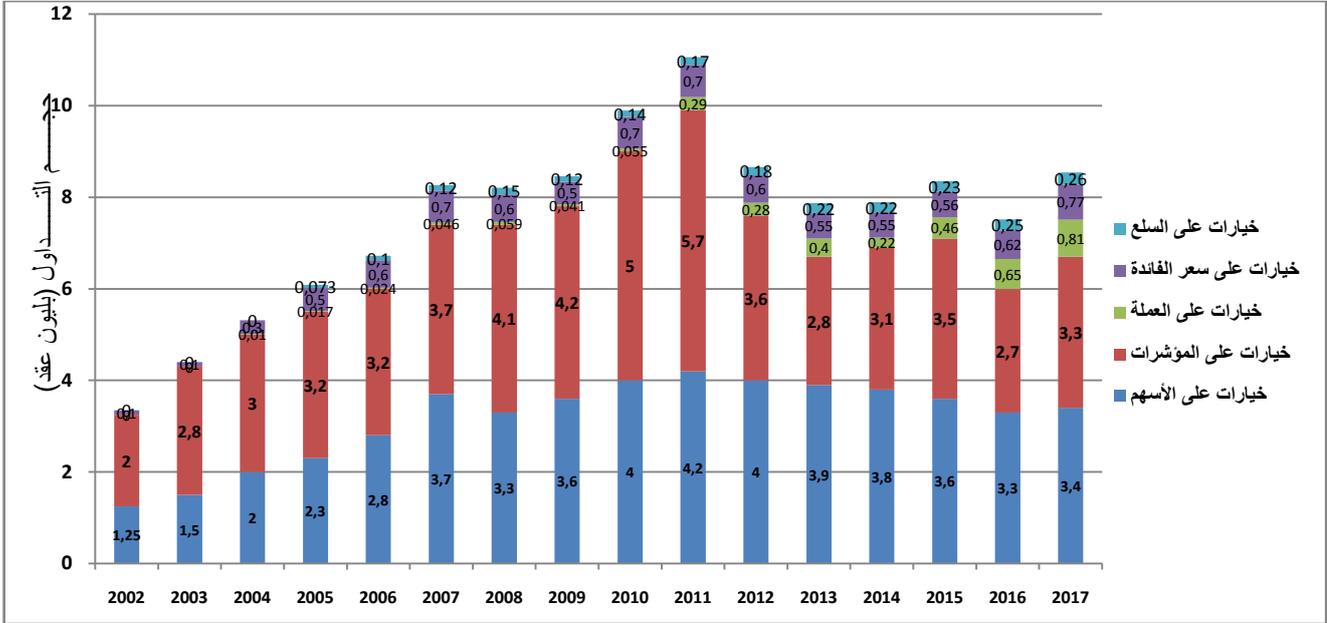
5. من أسباب تطور هذه الأدوات هو زيادة الطلب عليها من طرف الزبائن سواء كانوا مؤسسات مالية متخصصة أو زبائن غير متخصصين مثل شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات صناعية وخواص ... وهذا راجع أساسا للفرص التي تقدمها لهؤلاء المستثمرين سواء من حيث تحقيق الأرباح أو إدارة المخاطر.

6. مساهمات الباحثين والأكاديميين في العلوم المالية التي أدت إلى تطوير هذه الأدوات، وكذا فهمها من طرف المستخدمين لها سواء كانوا متخصصين أو غير متخصصين، الأمر الذي أتاح لهم تطبيقها واستخدامها بأمان وفعالية.

ثالثا: تطور حجم تداول عقود الخيارات

عرف تداول عقود الخيارات تطورا كبيرا في التداول خلال العشرين سنة الأخيرة والرسم البياني الموالي يوضح تطور حجم التداول على مستوى أهم 47 بورصة عالمية لتداول المشتقات في العالم والعضوة في الفدرالية العالمية للبورصات (WFE) خلال الفترة الممتدة بين 2002 و2017.

شكل رقم 01: تطور حجم تداول عقود الخيارات المالية خلال الفترة 2002-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الموقع www.world-exchanges.org

نلاحظ من خلال هذا الرسم البياني مدى التطور الذي عرفه تداول عقود الخيارات المالية بمختلف أنواعها وهذا منذ

سنة 2002، حيث نلاحظ أن أهم الخيارات المتداولة هي الخيارات على الأسهم ومؤشرات الأسهم:

1. عقود الخيارات على الأسهم وعلى المؤشرات: فقد ارتفع حجم تداولها بين سنتي 2002 و2006 خاصة بالنسبة

للخيارات على الأسهم التي تضاعف حجمها، وهذا راجع أساسا لارتفاع الطلب عليها من طرف صناديق الاستثمار

وكذا من المستثمرين الأفراد إضافة للطفرة التي عرفتها تجارة الخيارات في البورصة الكورية بداية من سنة 2003 وخاصة

الخيارات على مؤشر (KOSPI 200) التي عرفت رواجا كبيرا حيث أنها تمثل لوحدها 23% من نشاط السوق

المشتق¹، يتواصل الارتفاع في حجم التداول لغاية سنة 2007 حيث عرفت هذه السنة عدة اندماجات بين البورصات العالمية على غرار اندماج البورصة الأوروبية الموحدة (Euronext) مع (NYSE) وبذلك أصبحت المجموعة (Euronext Nyse) تمتلك لوحدها ستة أسواق لتداول المشتقات، منها خمسة أسواق مندمجة في إطار (Liffe)* وسوق في أمريكا هو (Arca Options) (Nyse)**، ويتم تداول على مستوى هذه المجموعة لوحدها 1.3 بليون عقد مشتق سنة 2007 أي ما يعادل 8.4% من مجموع العقود المتداولة في العالم، إضافة لاستحواذ (Eurex)*** على بورصة (ISE) * حيث تعتبر هذه الأخيرة الرائدة في تجارة الخيارات على الأسهم والمؤشرات في الولايات المتحدة، بعد هذا الاندماج ارتفع حجم التداول ليلغ 2.7 بليون عقد أي 17.7% من إجمالي العقود المتداولة عالميا، إضافة لاندماج بورصتي (CME) * مع (CBOT) * ليشكلا بذلك (CME Group) أكبر سوق للمشتقات في العالم بحجم تداول 2.8 بليون عقد أي 18% من حجم التداول العالمي، مما تسبب في تنشيط تجارة المشتقات في العالم، حيث ارتفع حجم التداول على الخيارات على الأسهم بمعدل 30% مقارنة بسنة 2006، وهذا راجع أساسا لارتفاع التداول على خيارات (ETF)* في جميع الأسواق العالمية خاصة في الأسواق الأمريكية، بينما ارتفع حجم تداول الخيارات على المؤشرات ب 15% فقط بفعل ارتفاع التقلبات في أسعار الأسهم خلال النصف الثاني من سنة 2007²، أما في سنة 2008 فقد استفادت الخيارات على المؤشرات أكثر من الخيارات على الأسهم من موجة التقلبات في الأسعار التي صاحبت الأزمة المالية لسنة 2008، حيث كانت التقلبات المسجلة في نهاية 2008 وبداية سنة 2009 الأعلى منذ سنة 1929³، مما أدى لتزايد استخدامها في عمليات المضاربة بسبب طبيعتها المضاربة البحتة، في حين لم تتأثر الخيارات على الأسهم بهذه التقلبات خاصة وأن الثلاثيات الأولى من سنة 2008 تميزت باستقرار الأسعار. أما سنة 2009 فنلاحظ تقريبا استقرار حجم التداول وبداية التعافي من الأزمة واستقرار الأسعار خلال الثلاث ثلاثيات الأخيرة من سنة 2009، ثم تنتعش السوق بداية من سنة 2010 ثم 2011 خاصة بالنسبة للخيارات على المؤشرات لترتفع بمعدل 35% بين سنتي 2009 و2011 ويرجع ذلك أساسا لتطور أسواق المشتقات لدول جنوب شرق آسيا على غرار بورصات هونغ كونغ، كوريا، تايلند، أوزاكا، والهند حيث تعتبر عقود الخيارات على مؤشر (The S&P CNX Nifty Index Options) الهندي الأكثر نشاطا بعد الخيارات على مؤشر (KOSPI 200) الكوري، إضافة لعودة التقلبات في أسعار الأسهم بداية من

¹ - IOMA(International Options Market Association), 2005 Derivatives Market Survey, may 2006, p19 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

* LIFFE: LIFFE: London International Financial Futures and Options Exchange

** Nyse Arca Options: إحدى بورصات الخيارات الأمريكية ذات أرضية تداول بنفس الاسم نشأت سنة 2006 من اتحاد Archipelago SE وهي أول أرضيات تداول الأسهم في الولايات المتحدة و NYSE.

*** EUREX: أو (European Exchange) ثاني أكبر سوق أجل في العالم من حيث التداول بعد CME Group، وهو سوق الكتروني أساسا.

* ISE: أو International Securities Exchange وهي أحد فروع Nasdaq وهي بورصة أمريكية الكترونية لتداول الخيارات.

* CME: Chicago Mercantile Exchange (بورصة شيكاغو للبضائع)

* CBOT: Chicago Board Of Trade (بورصة شيكاغو للتجارة)

* خيارات ETF: وهي خيارات على أسهم أو جزء من أسهم صناديق استثمارية متداولة في البورصة (Exchange Traded Funds).

² - IOMA(International Options Market Association), 2007 Derivatives Market Survey, may 2008, p6 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

³ - IOMA(International Options Market Association), 2008 Derivatives Market Survey, may 2009, p11 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

الثلاثي الثاني لسنة 2011 بعد موجة الاستقرار التي تلت الأزمة، ثم يتراجع حجم التداول مجددا خلال سنة 2012 يرجع ذلك لعدة أسباب منها تضاعف حجم عقود أغلب الخيارات على الأسهم المتداولة في بورصة (Eurex) وكذا قيام هذه البورصات بمضاعفة حجم العقد على المؤشر الكوري (KOSPI 200) 5 مرات، فكلما ارتفع حجم العقد انخفض حجم التداول، وارتفعت قيمة علاوة الخيار خاصة في البورصات الأمريكية بفعل ارتفاع قيمة الأسهم¹، وقد استمر هذا التراجع في التداول لغاية سنة 2015 أين ارتفع حجم التداول بشكل طفيف بالنسبة للخيارات على المؤشرات فقط لترتفع بمعدل 25% مقارنة بسنة 2012 ويرجع 79% من هذا الارتفاع لتداول الخيارات على مؤشرات البورصة الهندية²، ليتراجع حجم التداول مرة أخرى خلال سنة 2016 تحت تأثير ركود الأسواق الحاضرة للأسهم بفعل أزمة الركود الاقتصادي العالمي التي بدأت منذ سنة 2014 لتنتعش الأسواق مرة أخرى خلال سنة 2017 وخاصة بالنسبة للخيارات على المؤشرات بفعل تراجع الركود الذي ميز الأسواق الحاضرة بداية من سنة 2014.

2. بالنسبة للخيارات على العملة وأسعار الفائدة: فإن تداولها ضعيف جدا ويعزى هذا لكون هذا النوع من المنتجات يتم تداوله على مستوى العقود الآجلة، المستقبلية، وخاصة عقود المبادلات (swaps) والتي تعتبر أكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بعقود الخيارات، كما تعتبر سوق المشتقات على أسعار الفائدة طويلة وقصيرة الأجل هي سوق ما بين البنوك، تركز على إبرام عقود غير منمطة بين الطرفين مما يتسبب في سيطرة الأسواق الغير المنظمة على تداول هذا النوع من المشتقات، ولكن رغم هذا تطورت الأسواق المنظمة الخاصة بما حيث تضاعف حجم تداولها 6 مرات بين سنتي 2002 و 2017 بفعل اندماج وتكامل أسواق المشتقات وكذا بروز أسواق جنوب شرق آسيا للمشتقات واستخدامها من طرف الصناديق السيادية والبنوك المركزية لهذه الدول³، كما اتسع استخدامها في عمليات التحوط خاصة في أوروبا بفعل ظروف عدم التأكد التي ميزت فترة ما بعد الأزمة، بالنسبة للخيارات على العملة فقط تضاعفت ب 8 مرات خلال نفس الفترة خاصة بفعل تنويع تشكيلة العملات التي تبرم عليها هذه العقود بإدخال العملات الوطنية لدول جنوب شرق آسيا وتداولها بأسواق متطورة بداية من سنة 2007 على غرار بورصة (ISE)⁴.

3. بالنسبة للخيارات على البضائع: فتداولها محتشم على مستوى الأسواق العالمية المنظمة مقارنة بالمستقبلية، فقد بدأ تداولها سنة 2005 وتمثلت في خيارات على الطاقة ب (NYMEX)* والخيارات على النحاس ب (LME)** وذلك في حدود 73 مليون عقد فقط مقابل 623 مليون عقد مستقبلية على السلع⁵، تطور تداول الخيارات على البضائع بداية

¹-IOMA(International Options Market Association), 2012 Derivatives Market Survey, may 2013, p14- 19 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

²- IOMA(International Options Market Association), 2015 Derivatives Market Survey, may 2016, p13(www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

³- IOMA(International Options Market Association), 2007 Derivatives Market Survey, may 2008, p25 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

⁴-Idem, p34.

* NYMEX: New York Mercantile Exchange (بورصة نيويورك للبضائع)

** LME: London Metal Exchange (بورصة لندن للمعادن)

⁵ - IOMA(International Options Market Association), 2005 Derivatives Market Survey, may 2006, p37 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

من سنة 2007، ويرجع هذا الحركة الاندماجات خلال تلك السنة حيث أصبحت (NYBOT)* فرع من فروع (ICE)**، كما استحوذت هذه الأخيرة على بورصة (Winnipeg) للسلع، وهي البورصة الرائدة للمستقبلات والخيارات على السلع الزراعية في كندا، ففي عام 2007 تم تداول 192 مليون عقد مستقبلي وخيار على مستوى (ICE)، أي 13% من إجمالي عدد العقود الآجلة للسلع والخيارات المتداولة في العالم، إضافة لإنشاء بورصة دبي للبضائع (DME) وذلك في إطار الشراكة مع (NYMEX) لتداول المشتقات على الطاقة¹، رغم ذلك بقي معدل نمو حجم التداول محتشما من سنة لأخرى مدعما ببروز البورصات المحلية الصينية (mainland Chinese exchanges) وبورصة السلع المتعددة للهند (Multi Commodity Exchange of India)، مع زيادة ملحوظة في حجم التداول منذ سنة 2014 بفعل ارتفاع عمليات التحوط من تراجع سعر النفط في البورصات الدولية.

المطلب الثاني: أنواع أسواق الخيارات

تنقسم أسواق الخيارات إلى سوق الخيارات الموازي أو غير المنظم، وسوق الخيارات المنظم.

الفرع الأول: سوق الخيارات الموازي أو غير المنظم (OTC options market)

فيما يلي نعرف بهذا السوق وخصائصه

أولاً: التعريف بسوق الخيارات الغير منظم

هو السوق الذي يتم فيه تداول عقود الخيارات غير المنمطة أي التي تتحدد بنود العقد فيها بناء على اتفاق الطرفين

وتنقسم إلى:

1. الشكل الأول: وهو سوق غير منظم ثنائي الطرفين (The bilateral OTC market) وهو غير ممرکز نهائي وفيه

يتم تفاوض ومقاصة المعاملات من طرف المتدخلين فيه مباشرة (طرف لطرف)².

2. الشكل الثاني: وهو سوق غير منظم حيث تكون المعاملات غير ممرکزة بينما المقاصة تتم بشكل ممرکز من خلال

طرف ممرکز (CCP: central counterparties)³، وهي هيئة قانونية مستقلة تفرض نفسها بين بائع ومشتري عقد

الخيار أو العقد المشتق الذي يتم تداوله في السوق غير المنظم، وقد تم إنشاؤها بناء على توصيات مجموعة العشرين

(G20) خلال اجتماعها في (Pittsburg) في سبتمبر 2009 والتي نادى بضرورة إصلاح الأسواق غير المنظمة

للمشتقات المالية من خلال ضرورة إدراج تداولها في أرضيات تبادل أو أرضيات تداول إلكتروني، ويتم مقاصتها عن طريق

طرف ممرکز (CCP) كأجل أقصاه نهاية 2012⁴.

* NYBOT: New York Board Of Trade (بورصة نيويورك للتجارة)

** ICE: أو Intercontinental Exchange، وهي بورصة مقرها في أطلنطا بالولايات المتحدة، متخصصة في التداول الإلكتروني للمشتقات خاصة على البضائع.

¹- IOMA(International Options Market Association), 2007 Derivatives Market Survey, may 2008, p6 (www.world-exchanges.org) consulté le 11/10/2018.

²-stephen G Cecchetti and Al, central counterparties for over - the - counter derivatives, BIS Quarterly review, september 2009, p 47 .

³-Idem.

⁴- Daniela Russo, Gertrude Tumpel-Gugerell, Les marchés de produits dérivés de gré à gré et la question de l'accès aux banques centrales des contreparties centrales, Revue d'économie financière, N° 101, 01/2011, p40.

نذكر من هذه الأرصيات مجموعة تقترحها (Euronext) للمتعاملين الكبار نذكر منها (Block trade facility) لتداول الخيارات على الأسهم المقيدة في بورصات لندن باريس وبروكسل أو الخيارات على المؤشرات متداولة ببورصات باريس وبروكسل؛ (Flex Facility) لتداول الخيارات على الأسهم المقيدة في بورصة لندن والخيارات على مؤشر (Prof trade facility)؛ (FTS1000) لتداول الخيارات على الأسهم المقيدة في بورصة لندن؛ (OTC Facility) لتداول الخيارات على الأسهم المقيدة في بورصة أمستردام¹.

ثانيا: خصائص الخيارات المتداولة بالسوق غير المنظم

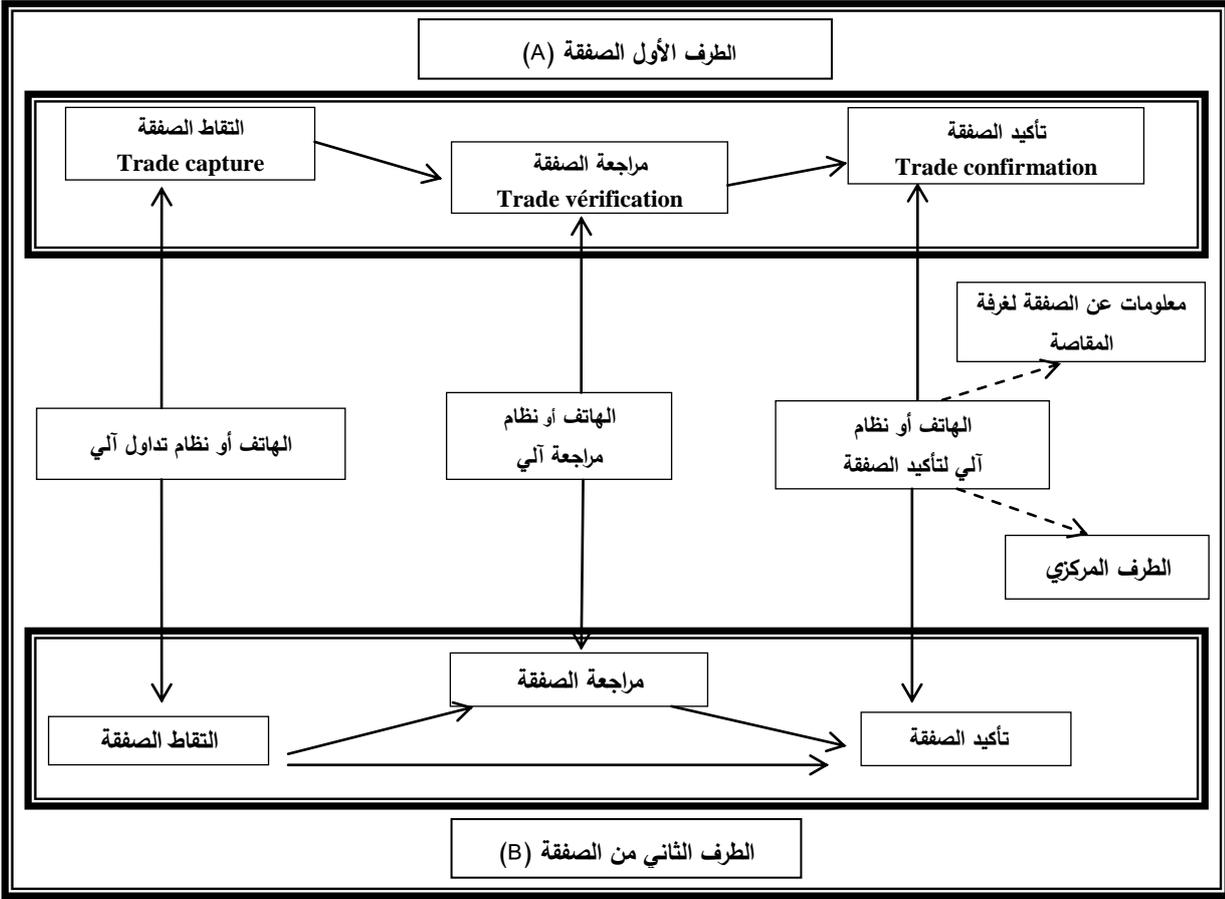
تتمثل خصائص هذه العقود في:²

1. يخضع تداول الخيارات في هذه الأسواق إلى أرضيات تداول متعددة الأطراف، بينما عملية المقاصة والتسوية تأخذ طبيعة ثنائية الأطراف
2. لا يتم تخزين المعلومات الخاصة بكل معاملة بطريقة مركزية مثلا في سجلات السوق المالي أو البورصة ولكن بطريقة منفصلة لدى كل طرف من طرفي المعاملة وهنا تكمن صعوبة ضمان صحة هذه المعلومات.
3. الخيارات المالية تحمل طبيعة عقد وليست أصل مالي يمكن تداوله بسهولة، وفي حالة تعدد أطراف الخيار يصبح العقد غير قابل للتنفيذ مما يصعب على الوسطاء إغلاق المراكز، لحل المشكل يجب البحث عن طرف آخر يعم مناقشة بنود العقد معه وقبوله بها.
4. غالبا ما يهين عقود الخيارات بطول فترة استحقاقها مما يجعل طرفي العقد في مواجهة بعضهما لفترة طويلة قد يتعرضان خلالها لمخاطر التسوية (مخاطر الائتمانية من أحد طرفي العقد) ومن الحلول التي تم وضعها المتعاملون في هذه الأسواق لمعالجة المخاطر الائتمانية إبرام عقد للضمان بين الطرفين (contrats de garantie) الأمر الذي يرفع من تعقيد المعالجة بعد العقد.
5. تتميز عقود الخيارات في الأسواق غير المنظمة بالتعقيد، وتستدعي عدة معاملات دفع ثانوية وهذا لكونها عقود غير منمطة يتم تكييفها مع الاحتياجات الملتحة لكل عميل، هذا يتطلب من الوسطاء نماذج أو برامج تعريفية للخيارات تستدعي وجود 10000 ملف من أجل معالجة مختلف العقود، عكس النماذج التعريفية المستخدمة بالنسبة للعقود المنمطة والتي تستدعي 6 ملفات فقط؛ والشكل الموالي يوضح عملية تدفق المعلومات في معاملة خيارات غير منتظمة.

¹-Lawrance Gitman, Michael Joehnk, Investissement et marchés financiers, 9^e édition, Pearson Education, France, 2005, p628.

²- Elisabeth Ledrut, Changing post-trading arrangements for OTC derivatives, BIS Quarterly review, december 2007, p84- 85.

شكل رقم 02: تدفق المعلومات في معاملة عقود مشتقة في سوق غير منظم



Source : Elisabeth Ledrut, Changing post-trading arrangements for OTC derivatives ,BIS Quarterly review, December 2007, p 86.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن الصفقة تمر بعدة مراحل أول مرحلة تتمثل في التقاط الصفقة وتسجيلها في النظام الداخلي لكل طرف من قبل مكتب خدمة العملاء (Front Office) بغرض تحويلها لمكتب المساندة أو الإدارة (Middle and back office) من أجل المعالجة بصفة إلكترونية بالنسبة للصفقات المنفذة إلكترونياً أما الصفقات المنفذة عن طريق الهاتف فتستدعي التوثيق (توفر وثائق) بعد التقاط الصفقة يتبادل الطرفان المعلومات حول شروط الصفقة لتفادي الاختلافات التي قد تؤدي إلى تسديد الضمانات أو توقيف الصفقة، وتسمى هذه المرحلة مرحلة تأكيد الصفقة، ويتم تسجيل هذا التأكيد الذي يحمل كل تفاصيل الصفقة في الموافقة الرئيسية (Master agreement) حيث تسجل هذه الموافقة كل تفاصيل الصفقة متخذة الاتفاقية الرئيسية المحددة للشروط الرئيسية المتعلقة بالعمليات على الأدوات المشتقة غير المنتظمة بين الطرفين مرجعاً رئيسياً، قد تستدعي بعض الصفقات المعقدة مراجعة الصفقة قبل تأكيدها حيث يتم تبادل معلومات إضافية متعلقة بنود الصفقة خلال مرحلة المراجعة بين الطرفين، وقد يكون تقديم هذه المعلومات بشكل إلكتروني أو مباشر في حالة استخدام الهاتف ونلاحظ أن اللجوء لطرف مركزي أو غرفة تسوية أو مقاصة يعد أمراً اختيارياً بالنسبة للمتعاملين في السوق الغير منظم للخيارات.

الفرع الثاني: الأسواق المنظمة للخيارات

وفيما يلي نعرف بهذه السوق و بأهم خصائصها

أولاً: التعريف بالأسواق المنظمة للخيارات

الأسواق المنظمة هي أسواق نمطية تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع والمشتري، وتعرف الأسواق المنظمة بأنها أسواق تكون فيها العقود المتداولة محددة حسب نمط معين بالنسبة لأحجامها وأجلها وشروط تسليمها، أي بمعنى أن هذه الشروط ليست محلاً للتفاوض عليها، وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي¹. وتعد هيئة شيكاغو لبورصة الخيارات (CBOE)* أول بورصة منظمة للخيارات أنشئت سنة 1973، تلتها سنة 1978 في أوروبا بورصة أمستردام للخيارات، ثم بورصة لندن للخيارات، وفي فرنسا تم افتتاح أول سوق للخيارات (MONEP)** سنة 1987، ليندمج سنة 2000 وفي إطار (Euronext) مع بورصة أمستردام، ثم تنضم إليهما سنة 2002 (LIFFE) بورصة لندن الدولية للمستقبليات والخيارات المالية².

ثانياً: خصائص عقود الخيارات المتداولة في الأسواق المنظمة

تتمثل خصائص عقود الخيارات المتداولة في هذه الأسواق في:³

1. يتم المتاجرة في السوق المنظم وفق أطر معيارية نمطية فيما يتعلق بحجم العقد (يتضمن العقد الواحد 100 سهم مثلاً)، أسعار تنفيذ متقاربة سعر الأصل محل الخيار، فترات الاستحقاق...إلخ.
2. فرض حدود لكل مركز، تتضمن الحد الأقصى للخيارات التي يحتفظ بها المستثمر على جانب واحد من الصفقة، وكذا حدود التنفيذ أي تحديد الحد الأقصى لعدد الخيارات التي يتم تنفيذها في اليوم، بغرض منع فرد أو مجموعة من الأفراد من التأثير على السوق.
3. ووجود هيئة منظمة (غرفة المقاصة التي تضمن إبرام الصفقات)، مهمتها ضمان أداء محرر الخيار بالدفع أو تسليم الأصل موضوع الخيار، أي تلعب دور الوسيط بين مشتري الخيار ومحرره، فحامل الخيار لا يتعامل مع المحرر وإنما مع غرفة المقاصة.
4. المتدخلون في السوق هم المستثمرون الخواص أو المؤسساتيون، تجار السوق (Traders)، أو صناع السوق (Market makers)، ويقومون بعمليات البيع والشراء لحسابهم الخاص.

¹ - فايدى خميسي، لحسن عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015، ص 30.

*CBOE: Chicago Board Options Exchange.

**MONEP: Marché des Options Négociables de Paris.

² - Lawrance Gitman, Michael Joehnk, op-cit, p627.

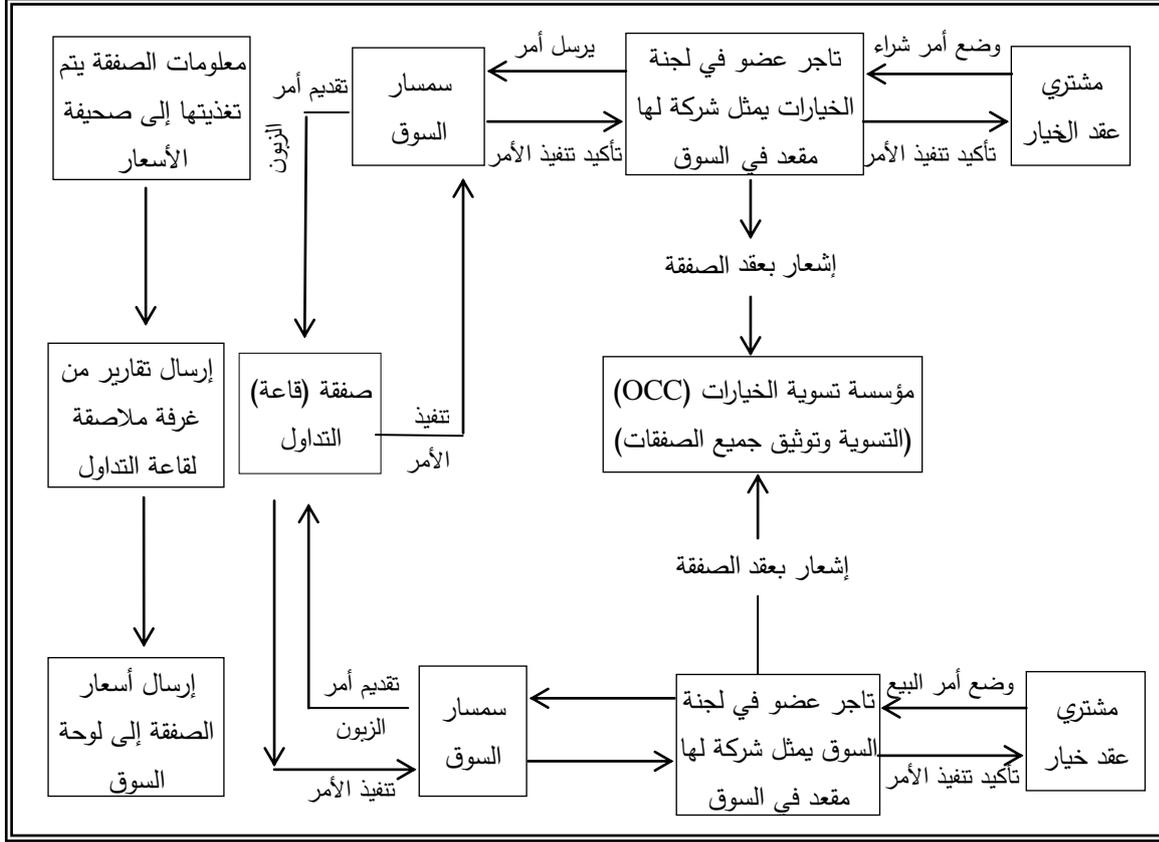
³ - راجع:

- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 347-349.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 236.

5. تتميز الأسواق المنظمة بالشفافية التامة للمعلومة الخاصة بالمعاملات والصفقات (سعر العرض والطلب ، حجم المعاملات، المراكز المفتوحة المتعاقد عليها في السوق)، أما آليات التداول فتختلف من سوق لآخر حسب القوانين التنظيمية الخاصة به، والمخطط الموالي يوضح مسار صفقة الخيارات في سوق منظم:

شكل رقم 03: مسار صفقة الخيارات في سوق منظم



المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 188.

من خلال المخطط يتضح أن المتعامل في الخيار (المستثمر) يحدد أولاً نوع الخيار الذي يريد التعامل به، يتصل بإحدى شركات الوساطة الأعضاء في السوق كما يبين الشكل تزود المستثمر بالأسعار السوقية الجارية للخيارات. وعندما يصدر المستثمر أمراً معيناً في حالة رغبته بالشراء ، فإنه يتعين عليه أن يودع هامشاً لدى شركة الوساطة، بعدها يذهب الأمر من شركة الوساطة التي تملك مقعداً في السوق إلى سمسار السوق الذي يعمل في قاعة التداول، ويحاول هذا الأخير تنفيذ أمر المستثمر.

ويتم التفاوض إما عن طريق المناقشة وتعتبر طريقة تقليدية في طريقها للزوال، أو عن طريق التداول الإلكتروني، بعض أنظمة التداول الإلكتروني مثل (ATP)* أو (LIFFE)** تم إعدادها بالشكل الذي يوضح عمق السوق وحدود السعر

* ATP: Automated Pit Trading (Euronext في التداول الإلكتروني)

** LIFFE: London International Financial Futures Exchange: (وهو اسم نظام التداول الإلكتروني للسوق المشتق البريطاني والذي يحمل نفس اسم السوق)

والتي لا يطلع عليها إلى تجار السوق أو سماسرة السوق، بعض البورصات تستخدم الطر يفتين المناداة والتداول الإلكتروني (مثل OM^{***})¹، عندها قد يرغب سمسار سوق آخر في تنفيذ أمر مستثمر آخر في البيع ويطرح السعر الذي يريد المستثمر أن يبيع به وعلى أساسه يتم تحديد مبلغ العلاوة وبذلك يُبرم العقد بينهما، ويتم توثيق الصفقة من طرف تجار السوق وإرسالها إلى مؤسسة (غرفة المقاصة) التي قد تكون جزء من البورصة مثل (CBOTCC: Chicago Board of Trade clearing corporation)، أو (DTB: Deutsche termin borse) أو تكون في شكل هيئة مستقلة مثل غرفة مقاصة بورصة شيكاغو (CBOE) والمسماة (OCC: Options clearing corporation) أو (LCH: London clearing house)²، وتقوم مؤسسة المقاصة بتوثيقها في نفس الوقت تغذى بيانات الصفقة إلى لوحة أسعار السوق وإلى النشرات المالية المتخصصة.

المطلب الثالث: تصنيف الخيارات المالية

يمكن تصنيف الخيارات المالية إلى عدة تصنيفات تختلف باختلاف معيار التصنيف ومن أشمل التقسيمات.

الفرع الأول: تصنيف الخيارات حسب نوع الحق الذي تمنحه

وحسب هذا التصنيف يمكن تمهي ثلاثة أنواع:

أولاً: خيار الشراء أو الطلب

هو عقد يعطي لحامله حق شراء الأصول (أسهم، سندات، عملات...)، ولكي يتمتع مشتري الخيار بهذا الحق فإنه يدفع للطرف الآخر أي محرر الخيار مكافأة غير قابلة للرد، ويرتبط ثمن حق الخيار بسعر التنفيذ الذي يتفق عليه في العقد وبفترة الاستحقاق³، وللمشتري الحق في بيع الخيار في السوق وإلغاء وضعيته، المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى انقضاء تاريخ الاستحقاق إذا كانت توقعاته خاطئة فيسقط حقه في الشراء، أو يمارس حقه في شراء الأصل ودفع السعر المحدد⁴.

ثانياً: خيار البيع أو الدفع

وهو عملية عكسية لخيار الشراء فهو عقد يعطي حامله حق بيع أصل مالي معين، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) مقابل دفع مبلغ معين (مكافأة أو علاوة) وبالسعر المحدد في العقد والذي يسمى سعر التنفيذ وعليه فعقد خيار البيع يلزم بائع الخ طلو بشراء الأصل من مشتري الخيار إذا رغب في البيع، أما الأخير فله الحق في بيع الخيار في السوق وإلغاء وضعيته، أو المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى أن ينقضي تاريخ الاستحقاق ويسقط حقه في البيع، أو ممارسة حقه في بيع الأصل مقابل السعر المحدد.

*** OM: Option Market (Stocholm)

¹-Mondher Belallah, Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques, Dunod, paris, 2003, p 7.

² - Idem .

³ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001، ص 469.

⁴ - Manuela Lehman, Le marché des actions, Hermes Sciences Publications, France, 2012, p 212.

ثالثاً: الخيار المزدوج

وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء على سهم نفس الشركة ، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في تنفيذ أحد عقدي الخيار إما خيار الشراء أو البيع، ويكون ثمنه ضعف ثمن الخيار الواحد¹، وينقسم إلى نوعين:²

1. خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر تنفيذ خيار الشراء عن خيار البيع

مشتري هذا الخيار ينظر في تقلبات السوق، فإن وجد الأجدى له أن يبيع مارس حقه في البيع، وإذا وجد الأجدى له الشراء مارسه، وبذلك يكون متيقنا من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الخيار.

2. خيار مركب يتغير فيه سعر تنفيذ خيار الشراء عن خيار البيع

وفي هذا النوع لا يربح مشتري الخيار إلا إذا تجاوز سعر الأصل في السوق سعر التنفيذ في خيار الشراء، أو نقص عن سعر التنفيذ في خيار البيع، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة الخيار مارس حقه في الشراء، أما إذا انخفضت فإنه يمارس حقه في البيع.

الفرع الثاني: تصنيف الخيارات حسب صلاحية ممارسة الحق

تنوع إلى نوعين رئيسيين:³

أولاً: الخيارات الأوروبية

هي خيارات تفرض على حاملها أن يتم تنفيذ العقد في التاريخ المحدد لانتهاه العقد (expiration date)، وهذا في حالة اتخاذه قرار التنفيذ، أي له الاختيار بين قرارين، تنفيذ العقد في تاريخ انتهائه، أو عدم تنفيذ العقد.

ثانياً: الخيارات الأمريكية

يعطي حامله حق التنفيذ أو عدم التنفيذ مثل الخيار الأوروبي، أما وجه الاختلاف فيمكن في أنه إذا قرر حائز الحق التنفيذ يمكنه القيام بذلك في أي نقطة زمنية بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه، بما يوفر مرونة إضافية لحامل الحق، وبذلك فإن تسعير الخيار الأمريكي أعلى من نظيره الأوروبي.

الفرع الثالث: تصنيف الخيارات حسب ملكية المحرر للأصل

وتنقسم عقود الخيارات وفق هذا المعيار إلى نوعين:

أولاً: الخيار المغطى

وهو الخيار الذي يكون فيه محرر الخيار مالكا للأوراق المالية محل الخيار، ويكون بذلك قادرا على الوفاء بالتزاماته، إذا ما طلب منه تنفيذ الالتزام وتسليم الأوراق المالية في حالة خيار الشراء، أو لديه السيولة الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طلب منه تنفيذ العقد في حالة خيار البيع، وهذا النوع من الخيارات يحمل أدنى مخاطرة من العقود الخيارات غير المغطاة⁴.

¹ - هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 150.

² - بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سابق، ص 106-107.

³ - عبد الوهاب نصر علي، أحمد محمد كامل سالم، المحاسبة عن الأدوات والمشتقات المالية وعمليات الشركات متعددة الجنسيات وفقا لمعايير المحاسبة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 301.

⁴ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية، مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الطبعة الأولى، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص 60.

ثانيا: الخيار المكشوف

هو الخيار الذي لا يعتبر فيه محرر الخيار مالكا للأصل، وبالتالي إغلاق المراكز لا يشترط عملية تسليم أو استلام الأصول، بينما يشترط فقط التسوية النقدية بين الطرفين، وهذه المعاملة هي السائدة تقريبا على مستوى الأسواق المالية.

الفرع الرابع: تصنيف الخيارات حسب الأصل محل العقد

تنوع الخيارات حسب هذا التصنيف إلى عدة أنواع، نذكر أهمها على سبيل المثال لا الحصر:

أولاً: خيارات على الأسهم أو السندات

هي خيارات يكون موضوع العقد فيها مجموعة من الأسهم أو السندات، ويتم تداولها في أسواق منظمة أو غير منظمة الغرض منها المضاربة أو التحوط أو الحصول على أرباح من عملية التحكيم، وقد تكون خيارات شراء أو بيع أو خيارات مركبة مثلما ذكرناه سابقا.

وقد تم إدخال التعامل بهذه العقود أول مرة في 27 أبريل 1973 ببورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) وهي فرع من فروع بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT)، وكانت في البداية عبارة عن عقود خيارات شراء (Calls) وقد حققت نجاحا كبيرا خلال تلك السنة لتحقق حجم تداول قدر بـ 1,2 مليون خيارا ليقفز الرقم إلى 69 مليون عقد خيار خلال 1994.¹

ثانيا: عقود الخيارات على مؤشرات الأسهم

هي عقود خيارات لشراء أو بيع مؤشر بورصة لقاعدة من الأسهم، ويتمثل موضوع هذا الخيار في مؤشرات أسعار السوق وليس مؤشر أسهم شركة منفردة، ويقوم المتعاملون بخيارات المؤشرات الذين يتوقعون بأن أسعار السوق ستتخفف بشراء خيارات البيع، ويقوم المتعاملون الذين يتوقعون بأن أسعار السوق سوف ترتفع بشراء خيار الشراء.² ومنذ 1983 أصبحت هذه الخيارات متاحة على مجموعة متنوعة من مؤشرات الأسهم، مثل مؤشر (S&P100) ومؤشر (S&P500) ومؤشر (FTSE100)، وتسوية عقود الخيارات على المؤشرات هي تسوية نقدية فقط، لذا تعتبر العمليات على خيارات شراء وبيع المؤشرات عمليات مضاربة بحتة.³

ثالثا: عقود الخيارات على العملة

هو عقد يتحصل من خلاله الطرف الأول (المشتري) على الحق وليس الالتزام في شراء (حالة خيار الشراء) أو بيع (حالة خيار البيع) كمية معينة من العملة من الطرف الثاني (البائع أو المحرر) بسعر محدد مسبقا (سعر التنفيذ) مقابل علاوة.⁴

وتستخدم من أجل التحوط من مخاطر الصرف، مثلا إذا كانت شركة ما ستحصل مبلغا معيناً من اليورو في فترة مستقبلية، ستتحوط من مخاطر التقلبات في سعر الصرف عن طريق شراء خيارات شراء على اليورو تاريخ استحقاقها

¹ - Yves Simon, Encyclopédie des marchés financier, tome2, ed Economica, paris, 1997, p 1377 .

² - حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 228 .

³ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 251-252 .

⁴ - Cristian Descamps, Jaques Soichot, Gestion financière internationale, 2^e édition, EMS, Paris, 2006, p 84.

يوافق تاريخ تحصيل الجنيه، هذه الاستراتيجية ستضمن أن سعر البورو المحصل لن يختلف عن سعر التنفيذ، كما يمكن الشركة من تحقيق أرباح في حالة كانت التغيرات في سعر الجنيه الاسترليني في صالح الشركة.

رابعاً: عقود الخيارات على أسعار الفائدة

تم تداول أولى عقود الخيارات على أسعار الفائدة في بورصة أمستردام سنة 1981، وكانت عبارة عن خيارات على سندات بعائد ثابت، تلتها عدة أسواق أخرى بالولايات المتحدة أوروبا وكندا.¹ وتعرف على أنها عقود تسمح لمشتري العقد من اقتراض (أو إقراض) حسب رغبته، وحسب تاريخ محدد، ولفترة معينة وبمعدل فائدة ثابت ومحدد منذ إبرام العقد مبلغاً معيناً، وهذا عن طريق دفع مكافأة لبائع العقد تكون قيمتها متفقا عليها من الطرفين، وعند الاستحقاق يمكن لمشتري العقد تنفيذ العقد أو التخلي عن تنفيذه، حيث أن تغطية ملحق سعر الفائدة تتم في حالة تحرك أسعار الفائدة في غير صالح مشتري العقد، وتنوع تشكيلة عقود الخيارات على أسعار الفائدة فمنها ما يتم تداوله على مستوى الأسواق المنظمة أو يتم تداولها على مستوى الأسواق غير المنظمة، وقد تم إنشاؤها من طرف مصدري القروض السندية والتي يتم تداولها بالتراضي على مستوى السوق البنكي أو السوق ما بين البنوك، وهي خيارات على مختلف أنواع أسعار الفائدة الموجودة على مستوى العالم، خيارات على قروض طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل، خيارات على قروض إسمية، خيارات على (Euribor)*... إلخ.²

خامساً: عقود الخيارات على المستقبلية

وهي عقود متداولة منذ جانفي 1987 على مستوى العديد من الأسواق المالية، وغالبا ما تكون عقود خيارات أمريكية، وهي عقود يتم على إثرها في حال تنفيذ العقد تسليح للعقد المستقبلي وليس الأصل نفسه، ففي حالة تنفيذ عقد خيار لشراء مستقبلية على العملة مثلا: يتم شراء عقد مستقبلي على العملة وليس العملة نفسها، وكذا بالنسبة لعقد خيار البيع، ويكون ذلك في تاريخ التنفيذ، وعلى أساس السعر المحدد في عقد الخيار، ويتبعه تنفيذ العقد المستقبلي الذي يكون بعد تنفيذ عقد خيار، ويتطلب تنفيذ العقد المستقبلي من طرفي العقد إما الوفاء بمتطلبات الهامش والإبقاء على مركزيهما عليهما، أو أخذ كل طرف مركز عكسي على العقد المستقبلي فور تنفيذ عقد الخيار، لينتهي أمر ذلك العقد.³

فمن أهم مزايا عقد الخيار على المستقبلية، أنه في حالة غياب عقد الخيار يلتزم المشتري العقد المستقبلي بالتسليم طالما بلغ العقد التاريخ المحدد لذلك، حتى لو كان التسليم سيسفر عن خسائر أما في حالة عقود الخيارات على العقود المستقبلية، فيحق لمشتري العقد الرجوع عن التنفيذ، إذا ما اتضح له أن التنفيذ سينتهي بخسارة.⁴

¹ - Mondher Bellalah, Gestion des risques de taux d'intérêt de change, 1^e édition, De Boeck, Belgique, 2005, p 309.

* يتمثل (Euribor) في سعر الفائدة الأوروبي ما بين البنوك (Euro interbank offered rate) وهو أهم سعر فائدة مرجعي لمنطقة الأورو، وهو يعبر عن مجموعة من أسعار الفائدة الأكثر استخداما في منطقة اليورو، وضع سنة 1999 لتعويض Pibor.

² - Yves Simon, op-cit, p 1456-1457.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 539 - 542.

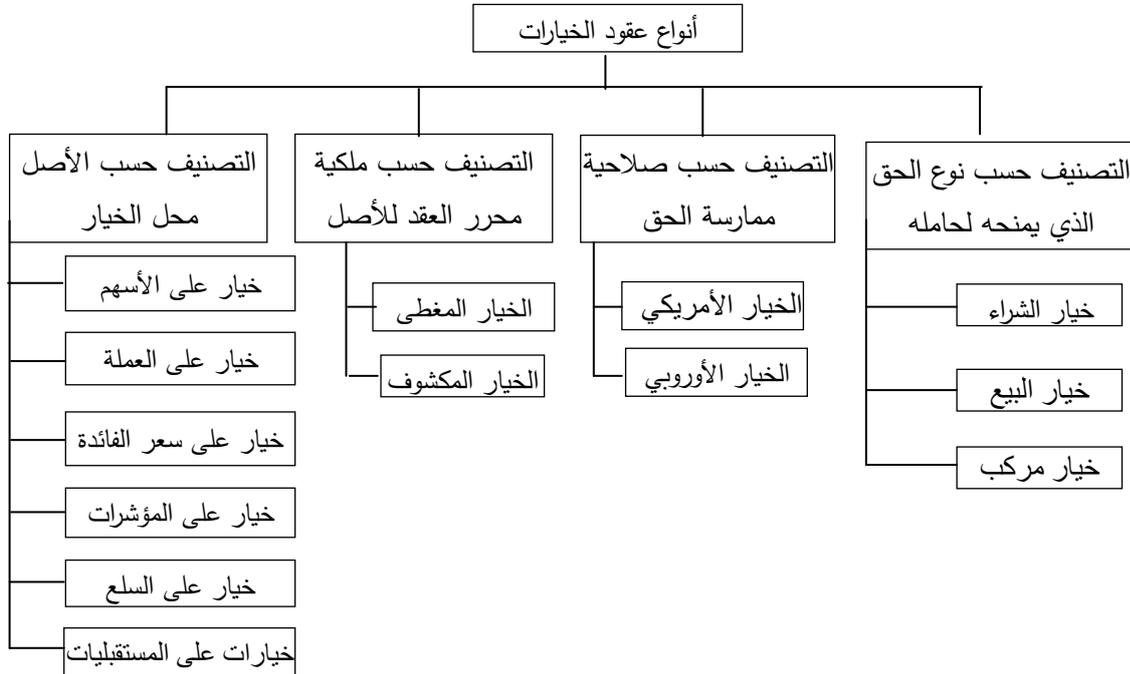
⁴ - نفس المرجع، ص 544.

سادسا: الخيارات على السلع

تعتبر الخيارات على السلع أول أنواع الخيارات على الأصول استخداما على مستوى الأسواق الآجلة، وقد بدأ تداولها مثلها مثل بقية الخيارات على مستوى الأسواق غير المنظمة للسلع منذ القرن 19 ولكن تطور تداولها في الأسواق المنظمة لم يكن إلا مع نشأة بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT) سنة 1848، وكانت أول العقود مبرمة على سلعة الذرة، وأكثرها شيوعا هي الخيارات على العقود الآجلة الخاصة بالمنتجات الزراعية والتي تبني الكونغرس الأمريكي قرار منعها من التداول خلال سنة 1936 من خلال إصداره لعقد بورصة البضائع (Commodity exchange act)، بسبب استخدامها بشكل كبير في عمليات المضاربة ومساهمتها في تقلب الأسعار، ولكن مع وضع أنظمة الهوامش الإلزامية سنة 1877، وخلق عرفة المقاصة 1925 عاد تداول هذه العقود بشكل أكبر وفتح المجال لتطور سوق الخيارات على جميع الأصول الأخرى.¹

تعتبر الخيارات من الأدوات المالية المفضلة للمستثمرين من أجل التدخل في أسواق السلع لأنها توفر له م درجة معتبرة من الرفع المالي لأن سعر الخيار (المكافأة) يكون أقل بشكل كبير من قيمة السلع محل العقد، مما يسمح بتحقيق عوائد مرتفعة تفوق الاستثمار في السوق الحاضر للسلع مباشرة، كما أنها تمنح الحق في اختيار السعر الأفضل (المريح) مع التحديد المسبق لخسائر القسوى، ويمكن تلخيص مختلف تقسيمات الخيارات في الرسم البياني التالي:

شكل رقم 04: تصنيف عقود الخيارات



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 115.

¹ - This Nhung Nguyen, les techniques des produits dérivés et leurs champs d'application au café du Vietnam, thèse de doctorat en sciences économiques, université de Bordeaux, France, 2015, p 45-46.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر التعامل بالخيارات المالية

سنعرض فيما يلي مزايا التعامل بعقود الخيارات المالية، ثم مخاطر التعامل بها مدعمين هذه المخاطر ببعض الأمثلة من واقع استخدام بعض المؤسسات لها.

الفرع الأول: مزايا التعامل بالخيارات المالية

إن مزايا التعامل بعقود الخيارات المالية ينبع من أمرين أساسيين، الأمر الأول ويتمثل في الخصائص التي تتميز بها هذه الأخيرة عن بقية الأدوات المالية، ثم أهمية الدور الذي تلعبه على مستوى النظام المالي ككل، على مستوى المؤسسات المالية والمستثمرين.

أولاً: خصائص عقود الخيارات المالية

تقدم الخيارات المالية للمتعاملين بها عدة خدمات يصعب تحقيقها في الأسواق الحاضرة تتمثل في:¹

1. انخفاض التكلفة، من حيث أن شراء سهم من السوق الحاضر يتطلب من المستثمر دفع هامش مبدئي في ظل نظام الشراء الهامشي المتعارف عليه في السوق الحاضر يفوق بكثير قيمة المكافأة التي يدفعها المستثمر لو اشترى نفس السهم بعقد خيار، إضافة لكون عقود الخيارات تخضع لمعاملة ضريبية خاصة على أرباحها وخسائرها.
2. توفر الخيارات درجة كبيرة من المرونة للمستثمرين حيث أنها تتيح لحامل الخيار الحرية في تنفيذ أو بيع الخيار باتخاذ مركز معاكس أو في ترك الخيار حتى تنتهي صلاحيته، كما تتيح له اختيار تاريخ انتهاء أجل الخيار الذي يتناسب مع خططه وتوقعاته، كما تمكنه من اختيار أحد أسعار التنفيذ المختلفة والمتوفرة وذلك وفقاً لتوقعات وإدراكات المستثمر، كما يمكنه التعامل بالخيارات في تشكيلة متنوعة من الأصول كمؤشرات الأسهم، معدلات الفائدة، السلع، العملات الأجنبية... إلخ، كما يتيح له اختيار أحد أسلوبي الخيار أمريكي أو أوروبي، إضافة لحرية التعامل بالخيارات وأنواعها في الأسواق المحلية، أو في أسواق الخيارات العالمية الأخرى، أو التعامل محلياً بخيارات الأوراق المالية الدولية إذا لم يرغب في خروج رأسماله.

3. يتيح سوق الخيارات الفرصة للتمتع بمزايا الرفع المالي، بدرجة تفوق ما يمكن أن يتيح السوق الحاضر من خلال الشراء الهامشي (Margin purchase) أي إمكانية تحقيق معدلات عائد مرتفعة من مبالغ صغيرة نسبياً عند مقارنتها بعملية شراء الورقة المالية الأساسية، مما يحقق للمستثمر عند التعامل بعقود الخيارات معدل عائد أعلى مما يتحقق من شراء السهم ذاته.

4. تتيح الخيارات للمستثمر إمكانية تطبيق عدد كبير من الاستراتيجيات تتحجج في مستويات عائدها ومخاطرتها وفقاً لما يتناسب مع أهدافه وخطته، وتتيح له فرصة بناء توليفة من العائد والمخاطر غير متاحة في الأسواق الحاضرة، وتمنحه

¹ - راجع :

- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول مفاهيم أساسية، الطبعة الأولى، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص 263-262.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات- الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 562.
- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 440-441.

الفرصة لإدخال تعديلات على عائد ومخاطر المحفظة، بشكل يجعلها أكثر جاذبية للمستثمر، فمثلا يمكن للمستثمر تخفيض مخاطر بيع سهم على المكشوف (Short Sell) بأن يدخل مشتريا لعقد خيار شراء على ذات السهم، فارتفاع سعر السهم يلحق بالمستثمر خسائر في مركزه كبائع على المكشوف يقابلها مكاسب من مركزه على خيار الشراء.

5. تتميز سوق عقود الخيارات بالسيولة بسبب تنميط العقود، ووجود مؤسسة تسوية العقود (OCC) مما يتيح فرصة أكبر للحد من الخسائر الكبيرة المحتملة، إضافة لكون الخسائر التي يمكن أن يبنى بها المشتري في سوق الخيارات محدودة ومعلومة مقدما وتمثل في قيمة المكافأة، أما الخسائر التي يمكن أن تترتب على التعامل في السوق الحاضر قد تصل إلى مستوى قد يصعب على المستثمر تحمله.

ثانيا: أهمية التعامل بالخيارات المالية

للإحاطة بمزايا التعامل بالخيارات المالية سنحاول دراسة أهميتها من خلال ثلاث محاور:¹

1. أهمية الخيارات بالنسبة للنظام المالي

أ. يمكن للتعامل بالخيارات أن يخفف من الصدمات التي تصيب الاقتصاد العالمي جراء التقلبات التي تمس أسعار الفائدة وأسعار أدوات الملكية والمديونية وكذا التغيرات الكثيرة في السياسات المالية والنقدية التي تعزز هذه التقلبات، لما تتمتع به هذه الأدوات من تطبيقات على الاقتصاد ككل وقدرتها على منح التحوط من هذه التقلبات.

ب. الدور الذي تلعبه هذه الأدوات في توزيع مخاطر الاستثمار بشكل كفؤ بين الأطراف الراغبة بتحملها، الأمر الذي يخفض تكلفة رأس المال ويسمح بتخصيصه إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية، مما يجعل الاستثمار أكثر جاذبية في النظام المالي.

ج. توفر هذه الأدوات مزيج لانهائي للمتعاملين من السيولة، العوائد والمخاطرة وتغطي آجال زمنية متعددة، وكذا دورها في تحويل الأموال من المدخرين إلى المستخدمين مما ينج عنه السوق المتكامل (complet market) إضافة إلى اتساع نطاق تداول هذه الأدوات فهي إما يتم تداولها في أسواق الأسهم، مما يوسع نطاق الخدمات المقدمة، أو في أسواق جديدة مثل الأسواق المشتقة مما يزيد من الكفاءة التجميعية للأسواق (Efficiency Allocating) أي رفع قدرة الأسواق على تجميع المدخرات وتوظيفها بالاستخدامات الأكثر فائدة.

د. تبرز أهمية عقود الخيارات أيضا في أنها تتيح ومن خلال نظم الربط الفائقة السرعة التي تتوفر عليها أسواق الخيارات تكامل أسواق المال العالمية، ففي بداية التسعينيات ربطت نظم التداول المعتمدة على تقنيات الإعلام والاتصال أسواق

¹ - راجع :

- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، المشتقات العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 22-23.

-بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سابق، ص 84-85.

- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 157-165 .

- حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 336-337.

-Stephen R. Goldberg and Al, On the determinants of corporate usage of financial derivatives, Journal of financial management and accounting N° 9, 2/ 1998, p 140 .

الخيارات والمستقبليات حول العالم على مدار الساعة، ومن هذه النظم المعروفة (GLOBEX)* والتي تربط الأسواق والمتعاملين لكل من شيكاغو، لندن، نيويورك وباريس.

2. أهمية الخيارات للمؤسسات المالية والوسطاء (الوسيط)

تتمثل أهمية التعامل بالخيارات المالية بالنسبة للمؤسسات المالية في:

أ. ساهم انفتاح أسواق الخيارات والمستقبليات في أوروبا عام 1988 وتطور أسواق جديدة على هذه الأدوات إلى إشباع حاجة المؤسسات المالية التي ارتفع طلبها على هذا النوع من العقود المالية، وقد استعملت خلال تلك الفترة من طرف مديري المحافظ والشركات الاستثمارية والمستثمرين عموماً كونها إحدى ابتكارات إدارة المخاطر، ومن أهم تطبيقاتها تحويل المحافظ الاستثمارية والتي أصبحت شائعة جداً خلال الثمانينات، حيث أكدت الدراسات أنه خلال تلك الفترة، 80% إلى 90% من مردودات الصناديق التعاونية (Mutual Funds) يعزى إلى قرارات تخصيص الموجودات المستندة إلى المشتقات.

ب. نستخدم المصارف عقود الخيارات بغرض تحويل فجوة الميزانية (Balance Sheet Gap) وذلك باستعمال خيارات على مستقبلات معدلات الفائدة، حيث تستخدم خيارات البيع لموازنة الخسائر من الفجوة السالبة، أي عندما تكون المطلوبات الحساسة لأسعار الفائدة أكبر من الموجودات الحساسة لأسعار الفائدة وذلك عند ارتفاع أسعار الفائدة، بينما تستخدم خيارات الشراء لمعادلة الفجوة الموجبة (أي عندما تكون الموجودات الحساسة لأسعار الفائدة، أكبر من المطلوبات الحساسة لأسعار الفائدة) وذلك عند انخفاض أسعار الفائدة، حيث أصبحت هذه الأدوات جزءاً أساسياً من نشاط المصارف لتخفيض مخاطر تقلب أسعار حقوق الملكية وأسعار الفائدة، والسلع ومعدلات الصرف.

ج. تسبب تداول عقود الخيارات خاصة بعد افتتاح أسواق الخيارات المنظمة في زيادة الطلب على خدمات هذه المؤسسات الوسيطة سواء التي تتعامل بالأوراق المالية الأساسية والخيارات معاً أم المتخصصة فقط بالخيارات، فقد ارتفع سعر مقعد العضوية في بورصة شيكاغو (CBOE) للشركات الوسيطة بـ 32% من سنة 93 إلى 94 ثم يتضاعف بين سنتي 94 إلى 96 مما يدل على نمو الاهتمام بهذه الأسواق وأهميتها بالنسبة للمؤسسات المالية الوسيطة.

د. تستخدم المؤسسات الوسيطة في تسيير محافظها أو محافظ زبائنها عقود الخيارات المالية بهدف تحويل هذه المحافظ، ولأجل هذا دأبت هذه المؤسسات على توظيف استراتيجيين في محافظ الخيارات يقومون بتحرير خيارات شراء على الأسهم في المحافظ التي ارتفعت أسعار أسهمها كثيراً، وهم بذلك يحمون مراكزهم ضد الانخفاض في الأسعار حالة حدوثه، حيث يوازن هذا الانخفاض الدخل المكتسب من تحرير خيارات الشراء، وفي أثناء ذلك سيستفيدون من توزيعات الأرباح التي تدرها محافظهم.

3. أهمية الخيارات للمستثمرين

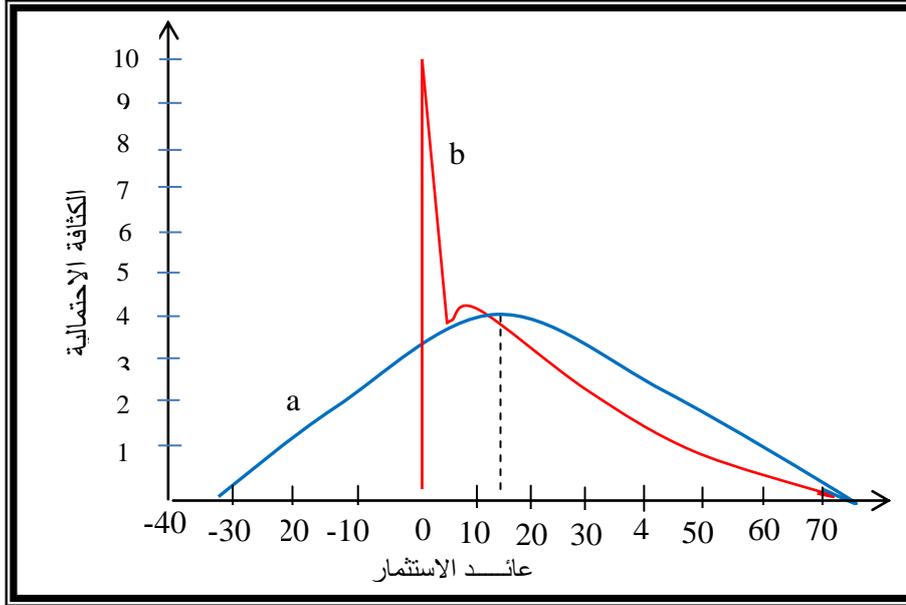
تكمن أهمية الخيارات بالنسبة للمستثمرين من حيث أنها:

* GLOBEX: Global Automated Transaction system for Futures and Options.

أ. توفر لهم طريقة فريدة لتخفيض المخاطر السوقية

خاصة بالنسبة للخيارات المدرجة في الأسواق المنظمة، فمهما تكن الإستراتيجية التي قد يتبناها المستثمر فإن النتيجة المهمة لأي عملية شراء أو بيع للخيارات، هي تعديل خصائص المخاطرة المرتبطة بمركز المستثمر، فاستعمال خيار البيع مثلاً يغير من التوزيع الاحتمالي لعوائد الاستثمار كما يبين الشكل الموالي:

شكل رقم 05: أثر شراء خيار البيع في التوزيع الإجمالي لعائد ومخاطرة الاستثمار



المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع الأردن، 2008، ص 163.

يوضح هذا الشكل التوزيع الاحتمالي لعائد استثمارين بالأسهم العادية فالاستثمار الأول يمثل المنحنى (a) الذي يعبر عن الاحتفاظ بأسهم منفردة ذات معدل عائد 15 % وانحراف معياري 18 % وبالرغم ذلك توجد احتمالية أن يتعرض المستثمر إلى خسائر كبيرة، أما بالنسبة للاستثمار الثاني والذي يمثل المنحنى (b) فيعبر عن الاحتفاظ بأسهم منفردة وبنفس الخصائص السابقة، ولكن يرافقها شراء خيار بيع بسعر تنفيذ يساوي قيمتها الحالية، ويلاحظ من الشكل عدم وجود توزيعات احتمالية لعائد هذه السهم دون الصفر، وبالمقابل توجد توزيعات احتمالية أكبر من الصفر فقط مما ينعكس على تقليل تشتت العوائد وانخفاض المخاطرة ممثلة في الانحراف المعياري.

ب. سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

تتيح الخيارات للمستثمرين السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية سبب مرونتها وسيولتها المتميزة ، فإذا أراد مستثمر ما استثمار مليون دولار في محفظة شديدة التنوع فيأمكنه شراء تشكيلة من أسهم مجموعة من الشركات مثلاً، يقوم هذا المستثمر بالاستثمار في أسهم 20 شركة بمعدل ألف سهم من كل شركة ، متوسط سعر سهم الشركة الواحدة 50 دولار، هذا البديل يتطلب تنفيذه وقت طويل كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات إضافة لتعرضه لمخاطر

تراجع سعر السهم، حيث لو انخفض متوسط القيمة السوقية للسهم داخل المحفظة إلى 40 دولار فلن هذا من شأنه أن يسفر على خسائر قدرها 200 ألف دولار (20 ألف سهم مضروباً في خسائر قدرها 10 دولار عن السهم الواحد). هناك بديل آخر يمكن أن يتخذه المستثمر عن طريق شراء 10 عقود خيارات شراء على أسهم كل شركة بحيث يبلغ عدد الأسهم من العقد الواحد 100 سهم أي 1000 سهم من أسهم كل شركة، بإجمالي 20000 سهم من أسهم الشركات العشرين، لو أن متوسط المكافأة للسهم الواحد في عقد الخيار 25 دولار حينئذ تصبح المكافأة الكلية المطلوب دفعها 50 ألف دولار على أن يستثمر ما تبقى له من المليون دولار أي 950000 دولار في شراء سندات خزينة بسعر فائدة 6 % في المتوسط، في ظل انخفاض سعر السهم عن سعر التنفيذ فإن المستثمر لن ينفذ العقد وتتحصر خسائره في قيمة المكافأة أي 50000 دولار مقابل 200000 دولار في السوق الحاضر، كما سيتولد لديه فوائد عن الاستثمار في سندات الخزينة تقدر بـ 57 ألف دولار، وهي مبلغ يكفي لتغطية قيمة المكافأة وتحقيق مكاسب قدرها 7 آلاف دولار، إضافة للوفورات المحققة في تكلفة المعاملات وكذا السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية التي يحققها التعامل في سوق الخيارات.

ج. التخفيض من التكاليف المرتبطة بالفشل المالي للمؤسسات

إن الفشل المالي قد يؤدي إلى الإفلاس، إعادة تنظيم المنشأة أو تصفيته حسب دراسة لـ (Smith et Stulz 1985) أثبتت أن التحوط باستخدام الخيارات يقلل احتمالات عرض المؤسسة لمشاكل مالية عن طريق تخفيض التباين بالنسبة لعوائد المؤسسة، فمن خلال تخفيضها لاحتمال الفشل المالي، تقوم برامج التحوط برفع حجم التمويل الخارجي، وتقلل تكلفة الاقتراض، وكنتيجة لذلك فإنها تخفض من التكلفة المتوقعة للفشل المالي.

د. تساعد المستثمرين على استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

فمثلاً إذا كانت الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال التعرض لحالة كساد وما يرافقه من انخفاض أسعار الأسهم، فإن هذا سيؤدي لارتفاع عقود الخيارات المبرمة على بيع السهم، مما يؤدي لانخفاض أسعارها مع الوقت، حتى تصل للمستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار الخيارات وغيرها من المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر بالتغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المستثمرين.

الفرع الثاني: مخاطر التعامل بالخيارات

تؤدي المخاطرة الاستثمارية إلى احتمال تحقيق مردود أقل من المردود المتوقع فكلما زاد احتمال تحقيق مردود أقل أو سالب ارتفعت المخاطرة وتصل المخاطرة إلى الصفر في السندات الحكومية بوصفها استثمارات مالية خالية من المخاطرة، أما المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في عقود الخيارات فيمكن حصرها في:

أولاً: مخاطر الائتمان

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات عقد الخيار ، وتقدر تكلفة هذه المخاطر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير¹، وتتواجد هذه المخاطرة في السوق الموازي (غير منظم) فقط وتعد أحد العيوب الأساسية لسوق الخيارات الموازي هو احتوائه على مخاطر الائتمان، ورغم تراجعها مؤخراً بسبب قدرة هذا السوق على إبعاد عدد من المستثمرين غير القادرين على تثبيت ائمتانهم، أما بالنسبة لسوق الخيارات المنظم فلا وجود للمخاطر الائتمانية فيه لأن مشتري الخيار يتعامل مع مؤسسة التسوية (OCC) وهي تضمن التزامات محرر الخيار، ويتم الرجوع إليها عندما يرغب المشتري في تنفيذ الخيار ، ويقوم المشتري للخيار بتحليل المخاطرة الائتمانية لمحرر الخيار، أما المحرر فهو لا يقوم بتحليل المخاطرة الائتمانية للمشتري لأن هذا الأخير غير ملزم بتنفيذ عقد الخيار.²

تعد المخاطر الائتمانية من أهم أسباب حدوث الأزمات ففي حالة عدم توفر السيولة تنهار الأسعار بسبب الضغوط التي تمارسها عمليات بيع العقود، لأن المشتريين المحتملين لعقود الخيارات غير قادرين على توفير السيولة اللازمة مما يسبب ارتفاع كبيراً في التقلبات في الأسعار وفي الخسائر كذلك، ولجوء المتعاملين في هذه السوق لتدارك هذه الخسائر، سينقل هذا الضغط في بيع الأصول لأسواق أخرى، ويمكن تجنب مخاطر الائتمان عن طريق: دراسة الأوضاع المالية للطرف الآخر قبل التعامل معه، التوثيق الدقيق للمعاملات بما يوفر الإلزام القانوني للتنفيذ، توفير الضمانات الكافية.³

ثانياً: المخاطر التشغيلية

يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق الخيارات، لذا على مشتري الخيار أن يتعرف على المخاطر التشغيلية لمحرر الخيار لأن ذلك سوف يؤثر في قدرة الأخير على الوفاء بالتزاماته ، ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسئول واحد بالبنك لممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.⁴

ثالثاً: مخاطرة السوق

تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغيير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغيير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية⁵، مما يتسبب في خسائر للمتعاملين بهذه الأدوات، و من أجل حماية المتعاملين في سوق الخيارات من الخسائر الناتجة عن هذه التقلبات يتعين عليهم:

¹ - سحنون محمد، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، مداخلة في الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 6.

² حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 254 - 255.

³-Michel Aglietta, Défaillance des marchés financiers et risque systématique, Revue d'économie financière, N°37, 1996, p126-127.

⁴ سيد طه بدوي محمد ، مرجع سابق، ص 477.

⁵ محمد خميسي بن رجم، المشتقات المالية أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، مداخلة في الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009، ص 12-13.

- تكوين محافظ تضم عددا من المراكز التي يوازن بعضها بعضا مما يؤدي إلى تخفيض مجمل مخاطر المحفظة.¹
 - حماية السوق من مخاطر عدم تماثل المعلومات لأنها من أهم العوامل المسببة لتقلبات الأسعار، لذا يجدر بأسواق الخيارات أن تفرض علاوات مخاطر مرتفعة على المعاملات التي يتعرض أطرافها لخسائر تسبب فيها متعاملون يمتلكون معلومات كفيلة بإحداث تغيرات على الأسعار.²

قد ركزت مجموعة الثلاثين (Group Thirty) على أهمية تقدير مخاطر السوق لمراكز المشتقات وأوصت بما يلي:³
 تطوير السياسات التي تقوم على أساس فهم طبيعة المخاطر ثم مراقبة مدى توافق المعاملات والمراكز مع هذه السياسة.

تصميم سيناريوهات للضغوط والتقلبات التي يمكن أن تتعرض لها المحافظ بغرض قياس أثر ظروف السوق عليه.
 تصميم تقارير تتميز بدرجة عالية من الإفصاح عن الإيرادات وتحديد مدى إسهام المكونات الخطرة فيها.
 المراقبة على مدى التفاوت بين التقلبات الفعلية ولكل ما تم التنبؤ به وذلك لغرض قياس مخاطرة السوق.

رابعا: المخاطر القانونية

هي التي تنشأ من التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين الصلاحية في الدخول بالتعاقدات وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر أو الإفلاس.⁴

خامسا: المخاطر الاقتصادية

تأتي هذه المخاطرة من التغيرات في الظروف الاقتصادية كالعرض والطلب والاستهلاك والتضخم والتي غالبا ما تنتج عنها تغيرات كبيرة في بيئة الأعمال، ويعد التضخم من أبرز العوامل الاقتصادية وأهمها، ويأتي من قيام الدولة بالتوسع في عرض النقود وتخفيض أسعار الفائدة في محاولة لتحفيز فاعلية لاقتصاد وبالتالي تنعكس هذه السياسة على قيمة العملة التي ستأثر قيمتها في البورصات العالمية، وبذلك تتأثر المتاجرة بخيارات العملات الأجنبية وكذا الخيارات على أسعار الفائدة بشكل كبير بالمخاطر الاقتصادية.⁵

¹ بن علي بلعوز وآخرون، مرجع سابق، ص 90-91.

² -Michel Aglietta, op-cit, p130.

* مجموعة الثلاثين، هي لجنة منبثقة من بنك التسويات الدولي، لدراسة المشتقات المالية، وأساليب إدارتها وتتكون من 30 رئيسا لأكبر البنوك المركزية في العالم.

³ -حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 25 .

⁴ محمد خميسي بن رجم، المشتقات المالية أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مرجع سابق، ص 12.

⁵ حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 258.

سادسا: مخاطر السيولة

تنقسم مخاطر السيولة إلى مخاطر سيولة السوق ومخاطر التمويل:¹

1. مخاطر سيولة السوق

تتمثل في عدم قدرة المستثمر على إلغاء مركزه في السوق بسرعة، إما بتصفية الخيار أو بأخذ مركز معاكس، ويعاني سوق الخيارات من هذه المشاكل سواء كان سوقا منظما أو غير منظم، لأنه لا يمكن تجنب مخاطر عقد ما عن طريق أي عقد آخر، لذا وجب على أسواق الخيارات نشر المعلومات الكافية عن أصناف المخاطر الأساسية (سعر الفائدة، الصرف، الأسهم والسلع)، ونوع الأدوات سيكون ضروريا من أجل تقدير سيولة مراكز المتعاملين، وكذا تصنيف الأدوات المالية عبر آجالها تواريخ استحقاقها وأنواعها من أجل مساعدة أطراف السوق على فهم ومراقبة مخاطر سيولة السوق وخاصة إذا ما تعلق الأمر بالأسواق غير المنظمة.

2. مخاطر التمويل

يمثل خطر التمويل في الضغوطات غير الملائمة التي تمارسها المعاملات بعقود الخيارات على تمويل وتدفقات خزينة منشأة ما، وتتمثل هذه الضغوطات خاصة في دفع الهوامش والالتزام التسوية اليومية في الأسواق المنظمة، والطلب على السيولة التي قد تؤدي بالمؤسسة لأخذ مراكز مهمة على هذه الأدوات خاصة في الأسواق الغير منظمة، الأمر الذي يستدعي عند إبرام هذه العقود وضع شروط أو مواد في العقد تفرض على الطرفين تصفية العقد أو توفر ضمانات في بعض الحالات مثلا تراجع تصنيف أحد الطرفين لدى وكالات التصنيف أو تعرضه لمشاكل مالية.

الفرع الثالث: أمثلة عن مساهمة عقود الخيارات في أزمات بعض المؤسسات

من أهم المؤسسات التي تسبب التعامل بعقود الخيارات في حدوث خسائر فادحة لها نذكر:

أولا: أزمة شركة (Allied Lyons) سنة 1991

وهي شركة بريطانية لصناعة الحلويات أعلنت في 17 مارس 1991 خسائر صرف تقدر بـ 269 مليون دولار أي حوالي 20% من المبيعات المتوقعة لسنة 1991، حيث قامت إدارتها المالية بالمرهنة على تقلبات أسعار صرف الدولار مقابل الجنيه الإسترليني، ترجمت هذه المرهنة بتوليفة من الخيارات على العملة تسمى (Straddle and Strangle) التي كانت ستحقق لها أرباحا معتبرة لو أن تقلبات أسعار الصرف كانت أقل من تقلبات قيمة مكافأة الخيار.² بدأت الشركة العمل بهذه التوليفة في بداية حرب الخليج التي استمرت من سنة 1990 إلى 1991، حيث شجعت آنذاك الأسعار المرتفعة للخيارات على العملة (والتي كان سببها أوامر الشراء المتعددة بغرض التحوط بسبب حالة عدم التأكد من فترة الحرب) الشركة للمراهنة على تراجع تقلبات سعر صرف الدولار مقابل الجنيه الإسترليني بمجرد انطلاق الحرب، ولكن عندما بدأ الحلفاء في ضرب العراق لم تتراجع التقلبات في سعر الصرف سريعا بالشكل الذي يمكن الشركة

¹-Schéma d'information prudentielle concernant les activités de négociation et sur instruments dérivés, rapport conjoint du comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs (OICU), septembre 1998, p12-13.

² - Lorent L . Jacque, Les produits dérivés et les grand désastres financiers, Economica, Paris, 2011, p 117.

من تحقيق المكاسب، وتطلب الأمر شهرا كاملا حتى يظهر أثر العمليات العسكرية على سعر الصرف، حينها فات الأوان فقد أجبرت الشركة من طرف البنوك التي تتعامل معها على تصفية خياراتها المالية متكبدة بذلك خسائر كبيرة.¹

ثانيا: انهيار بنك (Barings Bank) 1995

كان المتسبب الرئيسي في هذا الانهيار هو الموظف المسئول عن تصميم وإدارة عقود المشتقات حيث بدأ نشاطه بعمليات مضاربة آمنة على عقود مستقبلية على مؤشر رات البورصة، وكان يراهن مضارباته دائما على تحسن الأوضاع الاقتصادية وانتعاش الأسعار ولكن الزلزال الذي ضرب اليابان (مدينة Kobe) 17 جانفي 1995 تسبب في انهيار مؤشر الأسعار، ولتغطية الخسائر ضاعف من مراكزه على مستوى عقود المستقبلات بشكل غير مسبوق، ومن أجل تغطية الحجم الكبير من الهوامش المدفوعة على عقود المستقبلات، بدأ هذا الموظف ببيع خيارات من نوع (Straddle) على مؤشر (Nikkei 225) بغرض تحصيل الغلاوات على الخيار لتمويل الهوامش على عقود المستقبلات، مارا هنا على عدم تنفيذ العقود خلال فترة استحقاقها، لكن حدث العكس استمرت خسائر مؤشر ني كاي بسبب الزلزال وعدم استجابة السوق لأعمال إعادة التعمير التي كان يتوقعها الموظف، مما تسبب في انهيار المستقبلات على مؤشر (Nikkei) وكذا أصبحت الخيارات غير مربحة لأنه راهن على ارتفاع المؤشر وبلغت خسائر البنك آنذاك 610 مليون دولار.²

ثالثا: أزمة بنك (Allied Irish Banks)

في 6 فيفري 2002 أعلن (AIB: Allied Irish Banks) أن فرعه الأمريكي (All first financial INC) خسر 691 مليون دولار والخسائر كانت مرتبطة بمعاملات بالمشتقات المالية من طرف أحد موظفيه حيث بدأت تلك الخسائر سنة 1997 وقد تم إخفاؤها من طرف هذا الموظف، وتسببت الخسائر في تراجع النتيجة الصافية لبنك AIB بـ 60 %، وتراجع رأس مال البنك بـ 10 %، ففي سنة 1997 أخذ هذا الموظف مراكز مضاربية متعددة على عقود آجلة على الين مارا هنا على ارتفاع قيمته، لكن عند حدوث العكس ومن أجل تدارك الخسائر قام بتشكيل خيارات مزدوجة على الين فقد قام بشراء توليفات من خيارات الشراء والبيع بنفس سعر التنفيذ ولكن بأجال مختلفة وهذا بهدف إقناع مساعديه بعدم تسجيل هذه التوليفات محاسبيا لأن المراكز المعاكسة ستلغي نفسها تلقائيا (تعادل المكافآت)، ولم يكتف بمساعدوه لاختلاف آجال الخيارات وهذا حتى يخفي هذه الخسائر على إدارة البنك والمدققين ومراجعي الحسابات، وكانت هذه التوليفة غير كافية لتغطية خسائره بحيث أنه في حالة كون خيار البيع مربح سيكون خيارا لشراء غير مربح ولم تكن عائدات خيارات البيع وحدها كافية لتسديد خسائر خيارات الشراء وهوامش المستقبلات على الين.³

نستخلص من خلال التجارب السابقة للتعامل من عقود الخيارات أن سوء استخدام هذه الأدوات يؤدي إلى خسائر فادحة للمؤسسات المالية التي تتعامل وقد يؤدي إلى إفلاسها ونستنتج أن الأسباب الرئيسية وراء هذه الأزمات تكمن في:

¹ - Idem.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، المشتقات العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص 25.

³ - Lorent L . Jacque, op-cit, p 144-145.

– ضعف الرقابة على المعاملات التي تتم على عقود المشتقات عامة وعقود الخيارات بصفة خاصة، فبوصفها عمليات معقدة تتم على مستوى مصالح السوق بالمؤسسات المالية وجب إخضاعها دورياً وبصفة نظامية للرقابة الداخلية والخارجية.

– ضعف التقارير المالية والمحاسبية التي تقوم بإعدادها إدارة الخزينة على مستوى البنك، سواء من حيث محتواها أو الأطراف التي ستوجه لها هذه التقارير، ومدى أخذ هذه التقارير بجدية من طرف مستقبلها، فقد كان من الضروري توجيه هذه التقارير لإدارة المؤسسة ومجلس الإدارة بالخصوص وليس فقط للمدراء الماليين لأنها تخص معاملات على المشتقات بمبالغ ضخمة.

– تجاوز الوظيفة الرئيسية لإدارة الخزينة على مستوى المؤسسات والتي تتمثل في توفير التمويل الذي يغطي جميع احتياجاتها طويلة متوسطة وقصيرة الأجل، وكذلك التحوط من المخاطر لتقليل تعرض المؤسسة لمخاطر الصرف وأسعار الفائدة، هذه الوظائف التقليدية لإدارة الخزينة تم تجاوزها على مستوى المؤسسات المذكورة لتصبح الأخيرة أداة للمضاربات بغرض تحقيق الأرباح، وتساهل إدارة المؤسسة مع هذا التداخل في الوظائف بسبب الأرباح المحققة من وراء هذه المضاربات، والتي أدى التمدد فيها إلى تحقيق خسائر فادحة.

– المغالاة في المضاربات من طرف الموظف المكلف بالتجارة في عقود الخيارات ومحاوله تغطية خساره بالدخول في مضاربات أخرى بسبب الثقة الكبيرة في النفس والمستوى الأكاديمي والعلمي الذي يتمتع به هؤلاء الموظفين ولاستغلال الرفع المالي الكبير الذي تتمتع به هذه العقود، وعدم الفصل بين مهام المتاجر الذي يقوم بتنفيذ هذه العمليات والذي يرقى لمكتب خدمة العملاء (Front Office) ومهام موظف مكتب المساندة للبنك (back Office) الذي يقوم بعمليات تأكيد المعاملات وتصنيفها ثم تسجيلها، وجود هذا الفصل بين المهام كان يستكشف وجود تجاوزات وعمليات التدليس وإخفاء المعلومات.

ومن أجل تفادي هذه الأزمات خاصة وفي ظل إلغاء حظر التعامل بالمشتقات المالية في قانون البنوك في عدد من الدول، ولغرض الاستفادة من مزايا المشتقات وتفادي الخسائر يجب أن يتوافر عند بدء التعامل في المشتقات في السوق عدة متطلبات يتقدمها وجود تنظيم داخلي للبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر بمساعدة الكوادر البشرية المتخصصة مع رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق المالي والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها، مع وضع الضوابط الرقابية الملائمة في تثبيت الحدود القصوى لحجم التعامل للمؤسسات المختلفة في مجال استخدام المشتقات المالية والأطر المؤسسية لمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطاتها، وحث البنوك على تكوين الاحتياطات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات، ولا يتم ذلك إلا من خلال توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد.¹

¹ - علي حاتم القريشي، مرجع سابق، ص 97.

المبحث الثاني: الخيارات على الأسهم

نتناول في هذا المبحث ماهية الخيارات على الأسهم، كيفية بناء مختلف الاستراتيجيات الاستثمارية باستخدام هذه الخيارات، ثم تسعير هذه الخيارات والعوامل المؤثرة في سعرها.

المطلب الأول: تعريف الخيارات على الأسهم

الخيارات على الأسهم كما سبق تعريفها هي عقود بين طرفين، يمنح بموجبها أحد الطرفين للطرف الآخر الحق وليس الالتزام أن يشتري منه (حالة خيار شراء) أو أن يبيعه (حالة خيار بيع) سهما معينا أو مجموعة من الأسهم بواسطة دفع مكافأة، بيع أو شراء هذا السهم يكون بسعر محدد مسبقا يسمى (سعر التنفيذ) وخلال فترة معينة تسمى فترة الاستحقاق بالنسبة للخيارات الأمريكية أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ الاستحقاق بالنسبة للخيارات الأوروبية¹، ومن هنا نستخلص نوعين رئيسيين من الخيارات على الأسهم:

الفرع الأول: خيار الشراء (Call option)

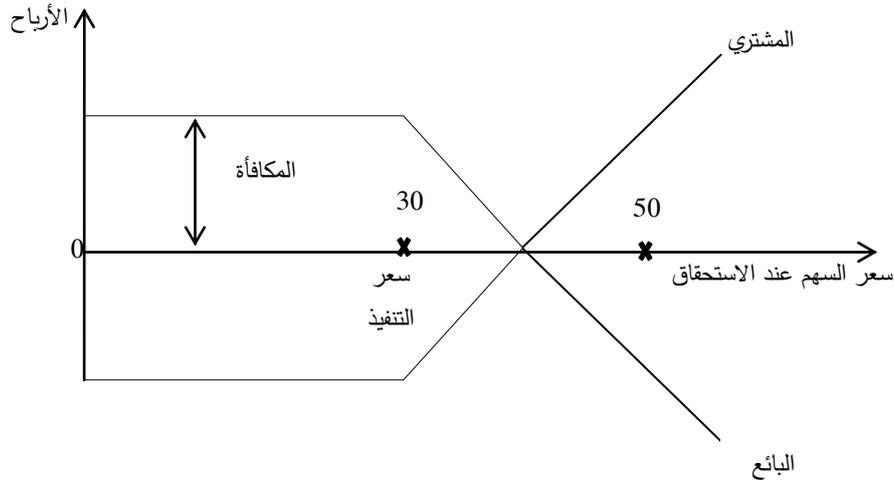
للإلمام بمفهوم بخيار الشراء سنتطرق لتعريفه وحالات ربحيته

أولا: تعريفه

خيار الشراء يتم تحليله من الناحية القانونية بأنه وعد أو التزام بالبيع يتعهد به بائع خيار الشراء لمشتريه، مثلا: إذا قام شخص A ببيع خيار شراء للشخص B على سهم شركة IBM بسعر \$ 30 استحقاق 3 أشهر، الشخص B يجب عليه خلال فترة الثلاثة أشهر (حالة خيار أمريكي) أو في نهاية هذه الفترة (خيار أوروبي) أن يشتري من الشخص A سهم IBM بسعر \$ 30 مهما كانت الأسعار السوقية لسهم شركة IBM في البورصة. في نفس الوقت الشخص B ليس ملزما بشراء السهم من الشخص A ولكن إذا طلب منه الشخص B ذلك يتعين على A أن يبعه السهم بسعر \$ 30، وهذا لن يكون إلا إذا كان السعر السوقي للسهم تجاوز \$ 30، في الحالة العكسية B سيشتري السهم من السوق بسعر أقل من \$ 30 دون اللجوء للشخص A؛ عند استحقاق عقد الخيار يمكن توضيح أرباح وخسائر مشتري وبالبائع الخيار كالتالي:

¹ - Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, 11^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2013, p 563 .

شكل رقم 06: أرباح وخسائر مشتري وبائع خيار الشراء (Call Option)



المصدر: (بتصرف) محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، در الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 219.

من خلال رجوعنا للمثال السابق نلاحظ أنه عند الاستحقاق إذا أصبح سهم شركة IBM يساوي \$ 50 سيقوم المشتري (B) بتنفيذ الخيار ويشتري السهم بـ \$ 50 لأنه يستطيع بيعه بـ \$ 50 ويربح \$ 20 ويجب اقتطاع قيمة العلاوة من أجل إتمام الصفقة والحصول على الخيار.

ثانياً: حالات خيار الشراء حسب ربحيته

يمكن أن يكون خيار الشراء حسب ربحيته في ثلاث حالات:¹

1. الحالة الأولى: ويكون فيها سعر التنفيذ المحدد في العقد أقل من سعر السوق وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري

للخيار يكون مربحاً ويقال عن الخيار أنه مربح، (ITM : in the money)

2. الحالة الثانية: ويكون فيها سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن تنفيذ الخيار ينتج عنه خسارة

فعلية، ويقال عن الخيار أنه خاسر، (OTM : Out of the money)

3. الحالة الثالثة: ويكون فيها سعر التنفيذ مساوياً لسعر السوق، وتنفيذ العقد لا ينتج عنه ربح ولا خسارة، ويقال عنه

خيار متعادل، (ATM : At the money)

وتعطي قيمة الخيار في الحالات الثلاث حسب العلاقة التالية:²

$$C_T = \text{Max} (0, S_T - X)$$

C_T : قيمة خيار الشراء خلال عند تاريخ التنفيذ T

X: سعر التنفيذ

S_T : السعر الجاري للأصل محل التعاقد عند التاريخ T

¹ - Pascal Philippart, Bruno Colmant, Les instruments financiers optionnels, De Boeck et Larcier, Bruxelles, 2003, p 08.

² - Roland Portait, Patrice Poncet, op-cit, p 309 .

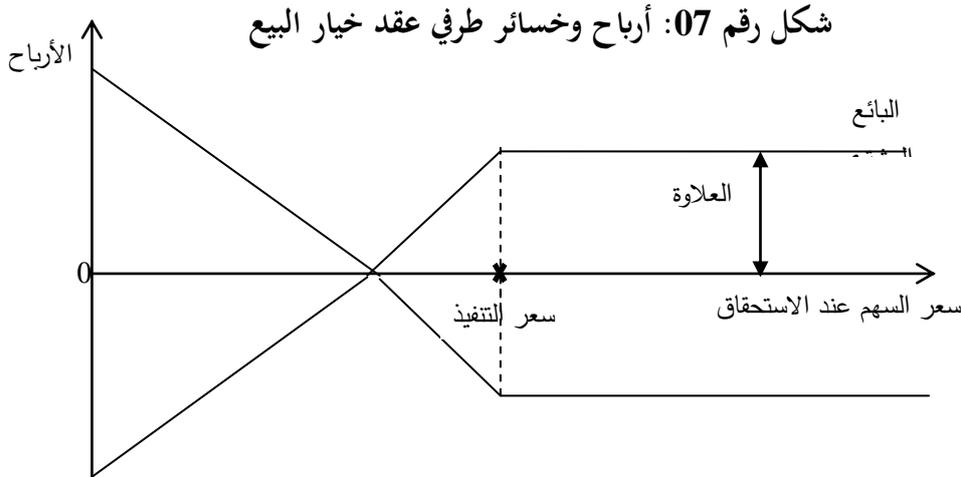
وتسعى القيمة الذاتية للخيار، وتكون موجبة في حالة الخيار المربح وتنعدم في حالة الخيار غير المربح أو الخيار المتعادل معناه أن حامل خيار الشراء له الحق عند تاريخ التنفيذ T في شراء السهم الذي تبلغ قيمته السوقية S_T بسعر X ولا يقوم بتنفيذ هذا الحق إلا عندما يكون $S_T > X$ وتبلغ قيمة مركزه عندها $S_T - X$ ، وإذا كان $S_T \leq X$ لن ينفذ العقد وينعدم مركزه عندها.

الفرع الثاني: خيار البيع (Put Option)

للإلمام بمفهوم بخيار الشراء سنتطرق لتعريفه وحالات ربحيته.

أولاً: تعريف خيار البيع

خيار البيع يتم تحليله من الناحية القانونية على أنه وعد أو التزام بالشراء يتعهد به بائع خيار البيع لمشتريه، ومن هنا نستنتج أن طرفي عقد الخيار (البائع والمشتري) لا يملكان نفس الحقوق ونفس الواجبات، حيث أن المشتري له الحق بالشراء وليس الالتزام، بينما البائع ملزم بتنفيذ خيار المشتري، ولهذا السبب يتحصل البائع على علاوة الخيار كتعويض مادي على الوضعية التي يتواجد بها بحيث أنه لديه كل الالتزامات وليس له حقوق، وعند استحقاق خيار البيع يمكن الإيضاح البياني لأرباح طرفي العقد كالتالي:



المصدر: (بتصرف) مُجَّد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، در الفكر الجامعي،

الإسكندرية، 2007، ص 222.

يوضح لنا الرسم البياني عدم تماثل المخاطر على الطرفين، فالمشتري له خسائر محددة بالمكافأة بينما أرباحه غير محدودة وهنا يجدر بنا التساؤل عن سبب أخذ المستثمرين لمركز بائع إذا كانت خسائره غير محدودة، والإجابة تكمن في تباين واختلاف توقعات طرفي التعاقد فالطرف البائع يراهن على تراجع الأسعار في خيار الشراء وعلى ارتفاعها في خيار البيع، إضافة إلى امتلاكه لمحفظة متنوعة من الخيارات على عدة أسهم، وبمراكز متعددة تمكنه من تخفيض المخاطر، إضافة لإمكانية إقفال مركزه بأخذ مركز معاكس حتى يضع حداً أقصى للخسائر التي قد يتكبدها.¹

¹ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 17.

إضافة لهذا فقد كشف الواقع أن عدد عقود خيارات الشراء المتداولة في البورصات يفوق بكثير عدد خيارات البيع وتفسير ذلك أن المستثمرين يميلون بالطبيعة إلى التعامل بكثافة أكبر عندما يكون لديهم تصور متفائل بشأن اتجاهات الأسعار وتحقيق الأرباح من وراء العقد، وهو ما يتمشى مع طبيعة عقود خيارات الشراء، أما عقود خيارات البيع فهي مثيلة للبيع على المكشوف وتقوم على تصور متشائم بشأن اتجاهات الأسعار والذي في ظله ينكمش التعامل في الأسواق الحاضرة وأسواق العقود على السواء.¹

ثانياً. حالات خيار البيع حسب ربحيته

يمكن أن يكون خيار البيع حسب ربحيته في ثلاث حالات:²

1. الحالة الأولى: يكون فيها سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، وبالتالي تنفيذ الخيار يعطينا ربحاً يقال عن الخيار أنه مربح (ITM).

2. الحالة الثانية: يكون فيها سعر التنفيذ أقل من سعر السوق يكون الخيار غير مربح (OTM).

3. الحالة الثالثة: يكون فيها تعادل بين سعر التنفيذ وسعر السوق ونقول عن الخيار أنه متعادل (ATM). وتعطى قيمة الخيار حسب العلاقة التالية:³

$$P_T = \text{Max} (0, X - S_T)$$

حيث P_T : قيمة خيار البيع خلال الفترة التاريخ T ؛

K : سعر التنفيذ؛

S_T : السعر الجاري للأصل محل التعاقد خلال التاريخ T .

معناه أن حامل خيار البيع لديه الحق أن يبيع خلال الفترة T (أو عند تاريخ الاستحقاق) بسعر X الأصل الذي تبلغ قيمة السوقية S_T ولا يقوم بالتنفيذ إلا إذا كان $S_T < X$ وتكون قيمة مركزه تساوي $(X - S_T)$ وإذا كان $S_T \geq X$ لن ينفذ العقد وتكون قيمة مركزه تساوي الصفر.

ثالثاً: أهم الفروق بين خيار البيع والشراء

يمكن تلخيص أهم الفروق في الجدول الموالي:

¹ - نفس المرجع، ص 57.

² - Pascal Philippart, Bruno Colmant, op-cit, p 08 .

³ - Roland Portait, Patrice Poncet, op-cit, p 309 .

جدول رقم 01: مقارنة بين خيارات الشراء وخيارات البيع من حيث التزامات وحقوق طرفي العقد

طرفا العقد	وجه المقارنة	خيار الشراء	خيار البيع
محرر العقد (البائع)	الالتزامات	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري بسعر التنفيذ في تاريخ (أو قبل تاريخ) الاستحقاق إذا رغب الطرف المشتري في تنفيذ العقد	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق (إذا قرر التنفيذ) بسعر التنفيذ وفي تاريخ (أو قبل تاريخ الاستحقاق) إذا رغب الطرف المشتري في تنفيذ العقد
	الحقوق	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار
	التوقعات	تصوره متشائم بشأن انخفاض أسعار السهم و بالتالي إمكانية تقليص الخسائر.	تصوره متفائل بشأن ارتفاع أسعار الأسهم وتقليص الخسائر.
مشتري العقد (المالك)	الأرباح والخسائر	الأرباح محدودة بالمكافأة أما الخسائر فهي غير محدودة (تتزايد كلما ارتفعت الأسعار واتسعت الفجوة بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم)	الأرباح محدودة بالمكافأة أما الخسائر فهي غير محدودة (تتزايد كلما تراجعت الأسعار وارتفعت الفجوة بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم)
	الالتزامات	دفع علاوة لمحور العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	دفع علاوة لمحور العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.
	الحقوق	ينفذ أو لا ينفذ الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في تاريخ (أو قبل تاريخ الاستحقاق).	ينفذ أو لا ينفذ الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ وفي تاريخ (أو قبل تاريخ) الاستحقاق.
	التوقعات	تصور متفائل بشأن ارتفاع أسعار السهم محل العقد ومضاعفة الأرباح.	تصوره متشائم بشأن تراجع أسعار الأسهم وبالتالي مضاعفة الأرباح.
	الأرباح والخسائر	الأرباح غير محدودة تتزايد بتزايد الفجوة بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم بينما الخسائر محدودة بالمكافأة.	أرباحه غير محدودة تتزايد كلما تراجعت أسعار السهم وارتفعت الفجوة بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم بينما الخسائر محدودة بالمكافأة.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

المطلب الثاني: المتعاملون بعقود الخيارات على الأسهم

لقد تطور سوق الخيارات على ضوء تضارب مصالح من المتدخلين على مستوى هذا السوق .

الفرع الأول: المتحوطون

يعرف التحوط بأنه اتخاذ مركزين متعاكسين في وقت واحد أي اتخاذ مركز طويل (مشتري) ومركز قصير في آن واحد، وذلك بغرض التقليل من المخاطر أو الاحتماء من تقلبات أسعار الأوراق المالية¹، وينقسم التحوط إلى:²

– **تحوط ساكن:** ويقصد 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 الوضع يحل في طياته خسائر للمتحوط.

– **التحوط المتحرك:** يسعى المتحوط وفق هذه السياسة إلى تحقيق أرباح إضافية، وذلك بتعديل المراكز المتحوطة بحسب التوقعات الخاصة بالأسعار وهذا يعني شبه مضاربة على المراكز المتحوطة، ويجب على مستعمل هذه السياسة امتلاك درجة من المعرفة والتخصص في الأسواق المتعامل بها.

يستخدم المتحوطون الخيارات لضمان بيع أو شراء أصولهم بسعر محدد (سعر التنفيذ)، حيث يضمنون بيعها بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ (خيار بيع) أو شراءها بسعر لا يزيد عن سعر التنفيذ (خيار الشراء) ، والمتحوطون هم الأطراف الباحثة على التغطية (hedging) من مخاطر السوق فمثلاً إذا أراد صندوق استثماري معين التحوط من تراجع الأسعار في البورصة يمكنه شراء خيارات بيع على أسهم مكونه لمحفظة المالية وتكون هذه الخيارات غير مربحة (OTM) حتى يخفف من تكاليف المكافأة المدفوعة من جهة، ومن جهة أخرى توفر له حماية كافية من تراجع أسعار الأسهم³. وبنفس الطريقة يمكن التحوط من ارتفاع الأسعار السوقية للأسهم حيث أن المستثمر يقوم بتغطية تدفقات نقدية مستقبلية من السوق المالي عن طريق شراء خيارات شراء غير مربحة (OTM) تكون مكافئتها منخفضة ويزيد فقط في حالة الارتفاع في أسعار الأسهم.

الفرع الثاني: المضاربون

حيث لا يكون غرض المضارب مشتري الخيار تملك الأوراق المالية التي اشترى حق شراءها وإنما هدفه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك، وذلك باستعمال حقه في الخيار عندما تتحقق توقعاته بارتفاع أسعارها إلى أكثر من سعر التنفيذ، فيشتري الأوراق المالية بالسعر المنخفض المتفق عليه وبيعهما بالسعر الأعلى ليربح الفرق بين السعرين⁴، أو يلجأ مباشرة للتسوية النقدية عن طريق تحصيل الفوارق وهو الأمر السائد في الأسواق المنظمة، ويرجع استخدام الخيارات في عمليات المضاربة لعدة أسباب:⁵

¹ - زهير بن دعاس، نريمان رقيب، تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية، دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد 26، جوان 2016، ص 126.

² - نفس المرجع.

³ - Pascal Philippart, Bruno Colmant, op-cit, p 09.

⁴ - هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 137.

⁵ - محمد خميسي بن رجم، المشتقات المالية وتغطية المخاطر، مرجع سابق، ص 222.

- هذا النوع من الاستثمارات لا يحتاج لمبالغ كبيرة، فقد لا يحتاج لأكثر من 10% من قيمة المبلغ المطلوب استثماره في الأسهم نفسها محل العقد وهذا ما يسمى بخاصية الرفع المالي، لذلك فهي تعتبر فرصة سانحة للمستثمرين الذين لا يمتلكون موارد كافية تمكنهم من الاستثمار في السوق الحاضر.
- الأرباح الممكن تحقيقها تكون معتبرة مقارنة بالمبالغ المستثمرة، أضف لذلك أنه ليس لها حد أعلى لا يمكن تجاوزه فهي مرهونة بالتغيرات في الأصول المالية موضوع العقد.
- الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المضارب في الغالب معلومة فهي لا تتجاوز قيمة المكافأة، الأمر الذي يحفز حتى المستثمرين المتخوفين من المخاطر.

المطلب الثالث: بناء الاستراتيجيات الاستثمارية باستخدام الخيارات على الأسهم

تتفرع الاستراتيجيات الاستثمارية التي تستخدم فيها الخيارات على الأسهم إلى استراتيجيات مبدئية وأخرى مركبة.

الفرع الأول: الاستراتيجيات المبدئية

تتمثل في أربع استراتيجيات أساسية شراء خيار شراء، بيع خيار شراء، شراء خيار بيع أو بيع خيار بيع.

أولاً: شراء أو بيع خيار شراء

تتمثل هاتين الإستراتيجيتين في شراء خيار شراء أو بيع خيار شراء، إذا دخل المستثمر كطرف مشتري يدفع علاوة للطرف البائع أو المحرر، بحيث تعكس هذه العلاوة قيمة الخيار أو سعر الشراء ونرمز له بـ "C"، وعند الاستحقاق يختار تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه وذلك حسب ظروف السوق أي حسب السعر السوقي للسهم محل العقد، بينما إذا دخل المستثمر كطرف بائع فيستلم العلاوة، وعند الاستحقاق يكون ملزماً بتنفيذ العقد إذا ما أراد المشتري ذلك، والجدول الموالي يوضح التدفقات النقدية التي تنجر عن هاتين الاستراتيجيتين، حيث تمثل S_T السعر السوقي للسهم عند تنفيذ العقد، و "X" سعر التنفيذ.

جدول رقم 02: التدفقات النقدية الناتجة عن إستراتيجية شراء وبيع خيار شراء

بيع خيار شراء		شراء خيار شراء		
+C		- C		عند إبرام العقد
$S_T > X$	$S_T < X$	$S_T > X$	$S_T < X$	عند الاستحقاق
-	-	التنفيذ	عدم التنفيذ	القرار
$-(S_T - X)$	0	$S_T - X$	0	القيمة
$+C - (S_T - X)$	+C	$S_T - X - C$	-C	الربح أو الخسارة

Source: André Farber et Al, Finance, 3^e édition, Pearson Education, France, Paris, 2011, p. 80.

نلاحظ من خلال الجدول أن خسائر مشتري خيار الشراء محدودة بالعلاوة، بينما أرباحه غير محدودة وذلك في حالة ما إذا كان $S_T > X$ ، وتساوي الفجوة بين سعر التنفيذ وسعر السهم في السوق عند التنفيذ مطروحا منها قيمة العلاوة أي

$(S_T - X - C)$ ، وحينها تكون قيمة الخيار عند الاستحقاق مساوية تماما للقيمة الضمنية $(S_T - X)$ لأن القيمة الزمنية تنعدم، بينما إذا كان $S_T < X$ فلن ينفذ المشتري العقد وتكون قيمة الخيار منعدمة لأن القيمة الضمنية تصبح سالبة؛ عملية التغطية أو التحوط من عملية شراء هذا الخيار تكون عن طريق بيع عدد Δ (دلتا) من الأسهم محل العقد حيث تقيس دلتا حساسية العلاوة للتغير في السعر السوقي للسهم وهي بذلك تستخدم لمعرفة نسبة التغطية (تعرض لها في المطلب اللاحق).

بينما مكاسب البائع محددة بالعلاوة وخسائره غير محدودة ولتغطية هذه الخسائر يتعين على المستثمر تغطية عملية بيع خيار الشراء عن طريق شراء عدد Δ (دلتا) من الأسهم.

ثانيا: شراء أو بيع خيار بيع

تتمثل الاستراتيجيات المبدئية التي تعتمد على خيار البيع في شراء خيار بيع أو بيع خيار بيع، إذا دخل المستثمر كطرف مشتري يدفع علاوة للطرف البائع أو المحرر، بحيث تعكس هذه العلاوة قيمة الخيار أو سعر الشراء ونرمز له ب "P"، وعند الاستحقاق يختار تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه وذلك حسب ظروف السوق، وتكون ظروف السوق المواتية لتنفيذ خيار البيع معاكسة لظروف السوق المواتية لتنفيذ خيار الشراء، أما إذا دخل المستثمر كطرف بائع فيستلم العلاوة، وعند الاستحقاق يكون ملزما بتنفيذ العقد إذا ما أراد المشتري ذلك، والجدول الموالي يوضح التدفقات النقدية التي تنجر عن هاتين الاستراتيجيتين:

جدول رقم 03: التدفقات النقدية الناتجة عن إستراتيجية شراء وبيع خيار بيع

بيع خيار بيع		شراء خيار بيع		عند إبرام العقد
+P		-P		
$S_T > X$	$S_T < X$	$S_T > X$	$S_T < X$	عند الاستحقاق
-	-	لا ينفذ	التنفيذ	القرار
0	$-(X - S_T)$	0	$X - S_T$	القيمة
P	$+P - (X - S_T)$	- P	$X - S_T - P$	الربح أو الخسارة

Source: André Farber et Al, Finance, 3^e édition, Pearson Education, France, Paris, 2011, p. 81.

نلاحظ من خلال الجدول أن خسائر مشتري خيار البيع مثله مثل مشتري خيار الشراء محدودة بالعلاوة، بينما أرباحه غير محدودة ولكن ذلك في حالة ما إذا كان $S_T < X$ ، وتساوي هذه الأرباح الفجوة بين سعر التنفيذ وسعر السهم في السوق عند التنفيذ مطروحا منها قيمة العلاوة أي $(X - S_T - P)$ ، وحينها تكون قيمة الخيار عند الاستحقاق مساوية تماما للقيمة الضمنية $(X - S_T)$ لأن القيمة الزمنية تنعدم، بينما إذا كان $S_T > X$ فلن ينفذ المشتري العقد وتكون قيمة الخيار منعدمة لأن؛ ولتغطية الخسائر الناشئة عن الاستثمار في شراء خيار بيع يجب شراء عدد يقدر ب Δ من الأسهم.

بينما مكاسب بائع خيار البيع محددة بالعلو وخسائره غير محدودة تتسع كلما اتسعت الفجوة بين السعر السوقي للسهم وسعر التنفيذ أي $(X - S_T) - P$ ، ولتغطية هذه الخسائر يتعين على المستثمر تغطية عملية بيع خيار الشراء عن طريق بيع عدد Δ (دلتا) من الأسهم.

الفرع الثاني: الاستراتيجيات المركبة

تتمثل أهم هذه الاستراتيجيات في استراتيجية عدم الوضوح، الخنق واستراتيجيات المدى بأنواعها الثلاث المدى الصعودي، النزولي ومدى الفراشة.

أولاً: استراتيجية عدم الوضوح (Straddle)

هي إستراتيجية مضاربة تقوم على أساس شراء (أو بيع) خيار شراء وخيار بيع، وتكون هذه العقود على نفس السهم ونفس سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ، وهي إستراتيجية يتبعها المضارب في حالة عدم التأكد بشأن ما إذا كان سعر السهم سيرتفع أو سينخفض، لذا عادة ما تستخدم هذه الإستراتيجية في حالة العروض العامة للشراء (OPA)، الأمر الذي يخلق تقلبات في أسعار الشركة المستحوذة والمستحوذ عليها، دون إمكانية التكهن من النتائج الفعلية للعملية.¹

الهدف من وراء هذه الإستراتيجية تحقيق الأرباح من وراء تقلبات كبيرة أو طفيفة في سعر السهم، فإذا كان يتوقع تذبذب كبير في سعر السهم حينها يقوم المستثمر بشراء إستراتيجية (Straddle) أي شراء خيارين أحدهما خيار شراء والآخر بيع، فإذا ارتفعت الأسعار ينفذ خيار الشراء ويحقق مكاسب وحينها يكون قد خسر مكافأة خيار البيع، إذا انخفضت الأسعار يُنفذ خيار البيع ويحقق مكاسب وحينها يكون قد خسر مكافأة خيار الشراء، أما إذا كان يتوقع تغيرات منخفضة في سعر السهم حينها يقوم ببيع الإستراتيجية أي بيع خيارين أحدهما خيار شراء والآخر خيار بيع وبذلك وفي ظل استقرار الأسعار يحافظ المستثمر على قيمة العلاوات المحصلة²، لأن العقود لن تنفذ، وإن نفذت تكون الخسائر طفيفة؛ بافتراض أن المستثمر يقوم بشراء الاستراتيجية ستكون ربحيها حسب الجدول التالي:

جدول رقم 04: التدفقات النقدية الناتجة عن شراء استراتيجية عدم الوضوح (Straddle)

سعر السهم	ربحية خيار الشراء عند التنفيذ	ربحية خيار البيع عند التنفيذ	الربحية الإجمالية للاستراتيجية
$S \leq X$	0	$X - S$	$X - S$
$S > X$	$S - X$	0	$S - X$

Source: John Hull, Options futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004, p 205.

تستخدم هذه الإستراتيجية عندما يتوقع المستثمر تقلبات كبيرة في سعر السهم دون العلم باتجاه هذه التقلبات صعوداً أم نزولاً، ونوضح ذلك من خلال المثال التالي:³

¹-Manuela Lehmann, Op- Cit, p 220.

² - Lawrence Gitman, Michael Joehnk, op-cit, p 646.

³ - John Hull, Options futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004, p 204 .

مثلا يتوقع مستثمر أن سعر السهم الذي تبلغ قيمته السوقية حاليا \$69 ستغير بشكل كبير خلال الثلاث أشهر المقبلة، يمكن للمستثمر بناء استراتيجية عدم الوضوح (Straddle) من خلال شراء خيار شراء و خيار بيع سعر تنفيذ \$130=X وفترة استحقاق 3 أشهر.

• إذا كان سعر خيار الشراء \$4=C وسعر خيار البيع \$3=P ولم يتغير سعر السهم بقي يساوي \$69=S ستكلف هذه الاستراتيجية المستثمر \$6 أي قيمة العلاوتين مطروحا منها قيمة خيار البيع الذي تم تنفيذه أي:

$$6\$ = (70 - 69) - (C+P) = 7 - (4+3)$$

• إذا ارتفع سعر السهم إلى \$70 سيحمل المستثمر تكلفة (خسارة) تقدر بـ \$7 قيمة العلاوتين، أما إذا ارتفع سعر السهم بشكل كبير إلى \$90 سيحقق المستثمر أرباحا تقدر بـ \$13، لأنه سينفذ خيار الشراء ويحقق من وراءه مكاسب تقدر بـ: $13\$ = (90 - 70) - (C+P) = 20 - 7$

• إذا انخفض سعر السهم إلى \$55 (بشكل كبير) سيحقق المستثمر أرباحا تقدر بـ \$8 لأنه ينفذ خيار البيع ويحقق من وراءه مكاسب تقدر بـ $8\$ = 70 - 55 - (C+P) = 15 - 7$

نستخلص من هذا المثال أنه هناك حد أدنى لا بد أن ينخفض دونه السعر وحد أقصى لا بد أن يرتفع عنه السعر حتى يحقق المضارب الأرباح لأن التقلبات الطفيفة غير مربحة بالنسبة للمستثمر حينئذ يكون من الضروري بيع أو تحرير الإستراتيجية أي بيع خياري بيع وشراء على نفس السهم وبنفس تاريخ وسعر التنفيذ حيث تعد البديل الأفضل في هذه الحالة.

ثانيا: استراتيجية الخنق (Strangle)

تتمثل هذه الاستراتيجية في عملية بيع (أو شراء) متزامن لخيارات شراء وبيع بنفس تاريخ التنفيذ ولكن بسعر تنفيذ مختلفين، بحيث تكون الخيارات خارج نطاق النقد (OTM)، ولا يتحصل المستثمر في حالة شراء (Strangle) على الأرباح إلا إذا كان السعر السوقي للسهم أعلى من سعر التعادل الأعلى وأقل من سعر التعادل الأدنى (كما سنوضحه في المثال اللاحق)، بينما في حالة بيع (Strangle) لا يتحصل المستثمر على أعلى الأرباح إلا إذا كان السعر السوقي للسهم عند التنفيذ محصورا بين سعري التنفيذ لأنه لا يكون للخيارات أي قيمة لأنها لا تنفذ، أما إذا جاوز السعر السوقي للسهم أسعار التنفيذ تتراجع أرباح المستثمر¹، والجدول الموالي يوضح مكاسب شراء إستراتيجية (Strangle):

¹ - Bourse de Montréal, options sur action (Manuel de référence), mai 2018, p 37-39. (https://www.m-x.ca/fr_publications_fr/fr.guide.options.pdf) consulté le 14-10-2018.

جدول رقم 05: التدفقات النقدية الناتجة عن شراء استراتيجية الخنق (Strangle)

الأرباح الكلية عند الاستحقاق	أرباح خيار البيع عند الاستحقاق	أرباح خيار الشراء عند الاستحقاق	سعر التنفيذ
$X_1 - S$	$X_1 - S$	0	$S \leq X_1$
0	0	0	$X_1 < S < X_2$
$S - X_2$	0	$S - X_2$	$S \geq X_1$

Source : John Hull, Options futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004, p 207

ولتوضيح فكرة هذه الإستراتيجية نضع المثال التالي:¹

لدينا سهم قيمته السوقية \$57 قرر أحد المضاربين الدخول كطرف مشتري في عقدين على هذا السهم، أحدهما خيار شراء والآخر خيار بيع سعر تنفيذ عقد خيار الشراء $X_1=60\$$ وسعر تنفيذ عقد خيار البيع $X_2=55\$$ وتبلغ مكافأة العقدين $C=4\$$ و $P=5\$$ على التوالي.

نلاحظ أن تكلفة الإستراتيجيتين تقدر بـ \$9 وأنه في أي لحظة لا يمكن تنفيذ سوى عقد واحد (خيار الشراء إذا ارتفع السعر وخيار البيع إذا انخفض السعر)

إذا ارتفع السعر السوقي للسهم مثلاً إلى $S=62\$$ فعندها يمكن للمستثمر أن ينفذ خيار الشراء ويتحصل على

$$S - X_1 = 62 - 60 = 2\$$$

ولكن في نفس الوقت هذا المكسب لن يغطي تكلفة هذه الإستراتيجية والمقدرة بـ \$9 (قيمة العلاوتين) وبالتالي سيحقق خسائر تقدر بـ $(-7\$)$ ومنه نستخلص ما يلي:²

- لا يمكن للمضارب أن يحقق أرباحاً من خلال هذه الإستراتيجية إلا إذا كان سعر السهم أعلى من سعر التنفيذ لخيار الشراء بما يعادل تكلفة الإستراتيجية (وهو ما يسمى سعر التعادل الأعلى) أي سعر السهم يفوق \$69 حسب مثالنا، أو يكون سعر السهم أقل من سعر التنفيذ لخيار البيع بما يعادل تكلفة الإستراتيجية سعر التعادل الأدنى) أي سعر السهم أقل \$46.

- حتى يحقق المستثمر الأرباح من وراء هذه الإستراتيجية يجب أن تتقلب الأسعار السوقية للأسهم بما يفوق نقطة التعادل الأعلى \$69 ويقل عن نقطة التعادل الأدنى \$46 أي يجب أن تكون التقلبات المتوقعة في سعر السهم ارتفاعاً أو انخفاضاً كبيرة جداً حتى يحقق الأرباح، أما التقلبات الصغيرة فقد تسفر عن خسائر.

- تشبه هذه الإستراتيجية لحد كبير إستراتيجية عدم الوضوح (Straddle) ولكن المستخدم لها يراهن على تقلبات أكبر في سعر السهم، حيث يجب أن تكون التقلبات في إستراتيجية الخنق (Strangle) أكبر بكثير منها في إستراتيجية عدم

¹ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 310.
² - راجع :

- نفس المرجع، ص 312.
- John Hull, op- cit, p 206.

الوضوح (Straddle) حتى يحقق المستثمر أرباحاً، في حين الخسارة تكون أقل في حالة إستراتيجية الخنق لأن تكلفة الإستراتيجية أقل نسبياً (الاستثمار المبدئي يكون في شراء خيارات غير مربحة) من إستراتيجية عدم الوضوح.

- يرتبط تحقيق الأرباح في إستراتيجية الخنق بالقيمة التي تفصل سعري التنفيذ X_1 و X_2 ، حيث كلما كان السعرين متباعدين كلما تراجعت الخسائر وكلما كان التذبذب في سعر السهم أكبر بالشكل الذي يحقق مكاسب أكبر.

ثالثاً: استراتيجيات المدى (Spreads)

وهي تركيبة من عدة خيارات في عملية واحدة، حيث يمكن خلق "مدى" عن طريق شراء أو بيع متزامن لخيارات على نفس السهم، تختلف هذه الخيارات من حيث سعر التنفيذ و/أو تاريخ الاستحقاق، ومن أهمها نجد:

1. إستراتيجية المدى الصعودي (Bull spread)

حيث يمكن بناء هذه الإستراتيجية باستخدام خيارات شراء أو بيع، ففي حالة استخدام خيارات شراء يقوم المستثمر بشراء خيار شراء بسعر تنفيذ معين وبيع خيار شراء بسعر تنفيذ أعلى، أي أخذ مركز على خيارين على أصل واحد وبنفس فترة الاستحقاق، ولكن يختلفان من حيث سعر التنفيذ، فإذا كان التوقع بأن السوق صعودي (Bull MarXet) فإن الإستراتيجية المناسبة هي المذكورة سابقاً أي شراء خيار شراء بسعر تنفيذ X_1 وبيع خيار شراء بسعر تنفيذ X_2 حيث $X_2 > X_1$ ، الجدول الموالي يوضح التدفقات النقدية الناتجة عن هذه الإستراتيجية دون خصم تكلفة الإستراتيجية (قيمة العلاوة).

جدول رقم 06: التدفقات النقدية الناتجة عن استراتيجية المدى الصعودي باستخدام خيارات شراء

الرياح الكلي	أرباح المركز القصير لبائع على خيار الشراء	أرباح المركز الطويل (المشتري) لخيار الشراء	قيمة السهم
$X_2 - X_1$	$X_2 - S$	$S - X_1$	$S \geq X_2$
$S - X_1$	0	$S - X_1$	$X_1 < S < X_2$
0	0	0	$S \leq X_1$

Source: John Hull, Options futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004, p 196.

ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي:²

نفترض مستثمراً قام ببناء استراتيجية المدى الصعودي عن طريق:

- شراء خيار شراء على سهم معين بسعر تنفيذ $X_1 = 30\$$ بسعر $C_1 = 5,5\$$ (مكافأة).

- بيع خيار شراء على نفس السهم بسعر تنفيذ $X_2 = 35\$$ بسعر يقدر بـ $C_2 = 2,5\$$ حيث أن الخيار ذو سعر التنفيذ الأقل يكون سعره أعلى من الخيار ذو سعر التنفيذ المرتفع لأن الأول له احتمالات أكبر أن يكون مربحاً، ويكون لدينا ثلاث احتمالات:

¹ - Lawrence Gitman, Michael Joehnk, op- cit, p 644.

² - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 284 – 286 .

أ. الحالة الأولى: إذا كان سعر السهم أكبر أو يساوي سعر التنفيذ الأكبر $S \geq X_2$ فإن الاستراتيجية ستسفر عن:

شراء خيار الشراء يحقق تدفقات نقدية $(S - X_1 - C_1)$ ، وبيع خيار شراء يحقق تدفقات نقدية $(X_2 - S + C_2)$

التدفقات النقدية من الإستراتيجية ككل تساوي جمع التدفقين أي $(X_2 - X_1 - C_1 + C_2)$ وهي بذلك تساوي:

$$X_2 - X_1 - C_1 + C_2 = 35 - 30 - 5,5 + 2,5 = 2 \$$$

ب. الحالة الثانية: إذا كان سعر السهم أكبر من X_1 وأقل من X_2 أي $X_1 < S < X_2$ مثلاً إذا كان يساوي \$31

فإن المضارب سينفذ العقد الأول ويحصل على تدفقات نقدية تقدر بـ $S - X_1 - C_1 \Rightarrow 31 - 30 - 5,5 = -4,5 \$$

بينما العقد الثاني لا ينفذ لأن $X_2 > S$ ، وفي هذه الحالة يتحصل المستثمر فقط على قيمة المكافأة المقدرة بـ \$2,5،

وتكون التدفقات الإجمالية الناتجة عن الاستراتيجية كل تقدر بمجموع التدفقين أي :

$$S - X_1 - C_1 + C_2 \Rightarrow 31 - 30 - 5,5 + 2,5 = -2 \$$$

أي يحقق المستثمر من هذه الاستراتيجية خسارة تقدر بـ \$2 وفي هذه الحالة تحقق استراتيجية المدى التصاعدي أرباحاً

فقط إذا ما ارتفع سعر السهم إلى مستوى يفوق سعر التعادل الذي يساوي: $X_1 - C_2 + C_1 = 33 \$$.

ج. الحالة الثالثة: سعر السهم أقل من أصغر سعر تنفيذ $S \leq X_1$

ما دام $S \leq X_1$ فإن $S < X_2$ فلن يتم تنفيذ العقود، وتمثل التدفقات النقدية المحصلة من هذه الإستراتيجية في

الفرق بين المكافأتين $C_2 - C_1 = 2,5 - 5,5 = -3 \$$ أي خسائر تقدر بـ \$3.

نلاحظ أن استراتيجية المدى الصعودي تحدد بالنسبة للمستثمر المكاسب إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم، كما

تحدد الخسائر في حالة تراجع الأسعار، ففي هذه الاستراتيجية يتخلى المستثمر عن جزء من مكاسب عملية شراء خيار

الشراء (ذو سعر التنفيذ الأقل X_1) مقابل حصوله على المكافأة من عملية بيع خيار البيع ذو سعر التنفيذ الأكبر X_2

2. إستراتيجية المدى النزولي (Bear spread)

تستخدم هذه الإستراتيجية إذا توقع المضارب اتجاه نزولي للأسعار (Bear Market)، ومثلها مثل إستراتيجية المدى

الصعودي يمكن بناؤها باستخدام خيارات شراء أو بيع، فإذا ما اختار المستثمر خيارات البيع فإنه يقوم ببيع (تحرير) عقد

خيار بيع بسعر تنفيذ منخفض X_1 ، وشراء عقد خيار بيع على نفس السهم بسعر تنفيذ مرتفع X_2 أكبر من X_1

وبالتالي تكون مكافأته أكبر من مكافأة العقد الأول، وحسب هذه الإستراتيجية فإن المستثمر بشراؤه خيار البيع بسعر

تنفيذ معين X_2 فإنه يكون قد اختار أن يتخلى عن جزء من أرباحه المتوقعة عن طريق بيع خيار بيع بسعر تنفيذ X_1 أقل

من X_2 ، مقابل التخلي عن هذا الجزء من الأرباح فإن يحصل على مكافأة تحرير خيار البيع¹، وتكون التدفقات النقدية

الناتجة عن هذه الإستراتيجية كالتالي:

¹ - Bourse de Montréal, options sur action (Manuel de référence), mai 2018, p 42. (https://www.m-x.ca/f_publications_fr/fr.guide.options.pdf) consulté le 14-10-2018.

جدول رقم 07: التدفقات النقدية الناتجة من إستراتيجية المدى النزولي باستخدام خيارات بيع

قيمة السهم	تدفقات المركز الطويل على خيار البيع	تدفقات المركز القصير على خيار البيع	التدفقات الإجمالية
$S \geq X_2$	0	0	0
$X_1 < S < X_2$	$X_2 - S$	0	$X_2 - S$
$S \leq X_1$	$S - X_1$	$X_2 - S$	$X_2 - X_1$

Source : John Hull, Options futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004, p 198.

نلاحظ أن المستثمر يواجه ثلاث احتمالات:

أ. الاحتمال الأول: سعر السهم في تاريخ التنفيذ يفوق سعر تنفيذ الخيار البيع الأول والثاني في هذه الحالة لن يتم تنفيذ العقد، وتكون خسائر المستثمر محددة بتكلفة الإستراتيجية أي الفرق بين العلاوة المحصلة P_2 والمدفوعة P_1 .

ب. الاحتمال الثاني: سعر التنفيذ محصور بين سعري تنفيذ الخيارين X_1 و X_2 حيث $X_1 < S_T < X_2$ ففي هذه الحالة لن ينفذ العقد الأول الذي يدخل فيه المضارب كطرف محرر ، بينما ينفذ العقد الثاني الذي يدخل فيه المضارب كطرف مشتري وتكون مكاسبه حينها : $(X_2 - S - P_1 + P_2)$ ، حتى يحقق المضارب أرباحا يجب أن ينخفض السعر السوقي للسهم للمستوى الذي يقل فيه عن سعر التعادل الذي يساوي $(X_2 - P_1 + P_2)$.

ج. الاحتمال الثالث: السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ الأصغر X_1 وبالتالي أقل من سعر التنفيذ الأكبر X_2 ، أي $S_T \leq X_1 \leq X_2$ ، في هذه الحالة يتم تنفيذ العقدين حيث يضطر المضارب أن ينفذ العقد الأول الذي دخل فيه كطرف محرر وتكون التدفقات النقدية التي يحصلها كالتالي: $(S - X_1 + P_2)$ ، ويتم تنفيذ العقد الأول الذي دخل فيه المستثمر كطرف مشتري وتكون تدفقاته النقدية : $(X_2 - S - P_1)$ ، وتكون بذلك التدفقات الإجمالية $(X_2 - X_1) + (P_2 - P_1)$.

3. إستراتيجية مدى الفراشة (Butterfly Spreads)

إستراتيجية مدى الفراشة تتطلب من المستثمر اتخاذ مراكز على عقود خيارات بثلاث أسعار تنفيذ مختلفة، حيث يمكن بناء هذه الإستراتيجية عن طريق شراء خيار شراء بسعر تنفيذ X_1 ، وشراء خيار شراء آخر بسعر مرتفع X_3 وبيع خيار شراء بسعر تنفيذ X_2 محصور بين X_1 و X_3 ويكون سعر التنفيذ X_2 عادة قريب من السعر السوقي للسهم عند إبرام العقد¹.

وتحقق إستراتيجية مدى الفراشة أرباحا إذا بقي سعر السهم قريب من X_2 ، وتحقق خسائر طفيفة إذا تغير سعر السهم بشكل معتبر صعودا أو انخفاضاً لهذا تعتبر هذه الإستراتيجية مناسبة في حالة كون التقلبات مع تيرة في الأسعار وغير معروفة الاتجاه، وهي تستدعي استثمارا مبدئيا ضئيلا²؛ ولكون التدفقات النقدية الناتجة عن إستراتيجية مدى الفراشة عند تاريخ الاستحقاق كالتالي، علما أن حساب هذه التدفقات على أساس $X_2 = 0,5(X_1 + X_3)$:

¹ - Mondher Bellalah, Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques, op-cit, p 57.

² - Dov Ogien, Pratique des marchés financiers, 2^e édition, Dunod, Paris, 2007, p 446.

جدول رقم 08: التدفقات النقدية الناتجة عن إستراتيجية مدى الفراشة باستخدام خيارات الشراء

التدفقات النقدية الناتجة عن بيع خيار الشراء	التدفقات النقدية الناتجة عن شراء خيار الشراء الثاني	التدفقات النقدية الناتجة عن شراء خيار الشراء الأول	التدفقات النقدية الناتجة عن شراء خيار الشراء الأول	سعر التنفيذ
0	0	0	0	$S_T < X_1$
$S - X_1$	0	0	$S - X_1$	$X_1 < S < X_2$
$X_3 - S$	$-2(S - X_2)$	0	$S - X_1$	$X_2 < S < X_3$
0	$-2(S - X_2)$	$S - X_3$	$S - X_1$	$S > X_3$

Source : John Hull, options futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004, p 201.

ولتوضيح هذه الإستراتيجية يمكن أن نضرب المثال التالي¹:

نفترض سهم شركة معينة تبلغ قيمته السوقية الحالية \$61 ويتوقع المستثمر في هذا السهم تقلبات معتبرة وغير متوقعة في الأسعار حيث تعطى أسعار خيارات الشراء ذات استحقاق 6 أشهر كالتالي:

- سعر خيار الشراء ذو تاريخ التنفيذ \$55 يساوي $C_1 = 10$

- سعر خيار الشراء ذو تاريخ التنفيذ \$60 يساوي $C_2 = 7$

- سعر خيار الشراء ذو تاريخ التنفيذ \$65 يساوي $C_3 = 5$

يمكن للمستثمر بناء إستراتيجية مدى الفراشة عن طريق شراء خيار شراء بسعر تنفيذ $X_1 = 55$ وخيار شراء آخر بسعر تنفيذ $X_3 = 65$ حيث $X_1 < X_3$ وبيع خياري شراء بسعر تنفيذ $X_2 = 60$ حيث $X_1 < X_2 < X_3$ ، وتكون التكلفة المبدئية للعملية \$ $1 = 10 + 5 - (2 \times 7)$.

- إذا أصبح السعر السوقي عند تاريخ التنفيذ أقل من $X_1 = 55$ (أقل من أصغر سعر تنفيذ) فلن يتم تنفيذ خيارات الشراء وتنحصر خسائر المستثمر في قيمة تكلفة الإستراتيجية أي \$ 1.

- نفس التدفقات النقدية إذا أصبح السعر السوقي عند تاريخ التنفيذ أكبر من $X_3 = 65$ (أكبر من أعلى سعر تنفيذ) سيتم تنفيذ جميع العقود بما فيها عملية بيع خياري الشراء ، حيث تنحصر كذلك خسائر المستثمر في قيمة تكلفة الإستراتيجية أي \$ 1، في ظل الافتراض $X_2 = 0,5 (X_1 + X_3)$.

- إذا كان سعر التنفيذ محصور بين $X_1 = 55$ و $X_2 = 60$ سيتم تنفيذ خيار الشراء الأول فقط (ذو سعر تنفيذ $X_1 = 55$)، وبالتالي يحقق المستثمر ربحاً إذا كان السعر السوقي عند التنفيذ $S_T = 60$ يقدر بـ: $60 - 55 - 1 = 4$.

- إذا كان سعر التنفيذ محصور بين $X_2 = 60$ و $X_3 = 65$ أي $60 < S < 65$ فسيتم تنفيذ عقد خيار الشراء الأول وكذا بيع خياري الشراء ذو سعر تنفيذ $X_2 = 60$ مثلاً إذا كان السعر السوقي \$62 فسيحقق المستثمر أرباح تقدر بـ: $(S - X_1)$ من شراء خيار الشراء الأول، و $-2(S - X_2)$ من بيع خياري الشراء، و $S - X_1 - 2(S - X_2)$

¹ - John Hull, op-cit, p 200.

من الإستراتيجية ككل أي: $\Rightarrow 3 = 62 - 55 - 2(60) = 2X_2 - X_1 - S$ ، وعند خصم تكلفة الإستراتيجية تصبح أرباح الإستراتيجية تساوي \$2.

كما تجدر الإشارة إلى إمكانية بناء إستراتيجية مدى الفراشة باستخدام خيارات البيع، حيث يقوم المستثمر بشراء خيار بيع بسعر تنفيذ منخفض X_1 كما يقوم بشراء خيار بيع آخر بسعر تنفيذ أكبر X_3 وبيع خياري بيع بسعر تنفيذ متوسط محصور بين السعرين السابقين أي $X_1 < X_2 < X_3$ ، ولو طبقنا هذه الإستراتيجية على نفس المثال السابق أي شراء خياري بيع سعري تنفيذ $X_1 = 55 \$$ و $X_3 = 65 \$$ وبيع خياري بيع بسعر تنفيذ $60 \$$ للخيار الواحد، فسنحصل على نفس التدفقات النقدية التي حصلناها عند بناء الإستراتيجية مدى الفراشة باستخدام خيارات الشراء. كما نشير كذلك أنه مثلما يمكن للمستثمر شراء هذه الإستراتيجية (كما وضحنا ذلك في المثال السابق) يمكنه كذلك بيعها أو أخذ مركز قصير في هذه الإستراتيجية أي تبني الإستراتيجية المعاكسة عن طريق بيع خياري شراء (أو بيع) سعري تنفيذ X_2 و X_3 وشراء خياري شراء (أو بيع) بسعر تنفيذ محصور بين السعرين السابقين X_2 ، حيث تحقق هذه الإستراتيجية أرباح متواصلة في حالة تقلبات معتبرة في سعر السهم.¹

المطلب الرابع: سعر الخيار محدداته وأهميته في الأسواق المالية

يتمثل سعر الخيار في العلاوة التي يدفعها المشتري ويتحدد وفق عدة عوامل.

الفرع الأول: تعريف سعر الخيار (الخلاوة) ومكوناته

يتمثل سعر الخيار في قيمة علاوة حق الخيار أي المبلغ الذي يدفعه البائع (المحرر) للمشتري، ويتم تسعيرها في البورصة بالنسبة للسهم الواحد، فمثلا العلاوة المقدرة بـ 2.1 € المطلوبة لشراء عقد خيار يقدر حجمه بـ 100 سهم تساوي 201 € للعقد، أي (2.1×100) ، يحتفظ البائع بهذه العلاوة سواء نفذ العقد أم لم ينفذ ويعتبرها كتعويض عن المخاطر التي يتحملها عندما قبل بشروط العقد، بينما الطرف المشتري من خلال دفعه لهذه العلاوة يأمل في تحقيق أرباح من خلال تنفيذ الخيار أو بيعه في السوق، وتتكون قيمة العلاوة من جزأين، قيمة ضمنية وأخرى زمنية.²

أولاً: القيمة الذاتية (الضمنية)

تتمثل القيمة الذاتية للخيار في أرباح الخيار عند (التدفقات Pay off) عند التنفيذ، والتي تماثل الأرباح التي يحصلها حامل الخيار إذا ما نفذ عقده في الحين وتحسب وفق الصيغة $\text{Max} [0, S_T - X]$ بالنسبة لخيار الشراء وحسب الصيغة $\text{Max} [0, X - S_T]$ بالنسبة لخيار البيع وجود القيمة الذاتية للخيار هو السبب الرئيسي للعلاقة المتزايدة بين قيمة خيار الشراء وقيمة الأصل والعلاقة المتناقصة بين قيمة خيار البيع وقيمة الأصل ، نقول عن خيار له قيمة ذاتية موجبة أنه خيار

¹ - Idem, p 201 .

² - Bourse de Montréal, Options sur action (Manuel de référence), mai 2018, p 6. (https://www.m-x.ca/f_publications_fr/fr.guide.options.pdf) consulté le 14-10-2018.

مربح أو داخل نطاق النقد (ITM) ونقول عن خيار له قيمة ذاتية سالبة (مساوية للصفر) أنه خيار غير مربح أو خارج نطاق النقد (OTM).¹

ولا تهبط علاوة خيار الشراء أو البيع عن أبدا عن قيمته الذاتية والسبب في ذلك أن المضاربين في السوق والذين يراقبون أسعار خيارات الشراء والبيع بحثا عن الفروق السعرية سوف يشترون تلك الحقوق ويمارسونها فيكسبون بذلك عوائد عديمة المخاطرة وذلك من خلال بناء تحوطات عديمة المخاطرة.²

ثانيا: القيمة الزمنية (المضاربة)

نلاحظ أن أسعار خيارات البيع أو الشراء تتجاوز دائما القيم الضمنية ويتمثل الفرق بينهما في القيمة الزمنية للخيار، وتسمية القيمة الزمنية مغلوبة إلى حد ما لأن المصدر الفعلي للقيمة هو التقلب في السعر، ومع ذلك فالتقلب في الأسعار يتناقص مع تناقص الوقت المتبقي حتى موعد انتهاء صلاحية العقد، ومن هنا جاء مصطلح القيمة الزمنية، ونظرا لأن المشتريين يكونون مستعدين لدفع سعر مقابل التحركات المستقبلية في أسعار الأسهم، فإن للوقت قيمة موجبة أو طردية، فكلما طال الوقت المتبقي حتى موعد انتهاء صلاحية الخيار كلما زادت فرصة ارتفاع قيمته، ومع ذلك فعندما يتم تثبيت سعر السهم ينظر للخيارات على أنها أصل مستهلك أو قابل للنفاذ تقترب قيمته من القيمة الذاتية مع اقتراب موعد انتهاء الصلاحية، بعبارة أخرى مع اقتراب موعد انتهاء الصلاحية تتراجع القيمة الزمنية للصفر.³

أي أن مصدر هذه القيمة يتأتى أساسا من احتمالات التغيرات المستقبلية المرحة في السعر السوقي للسهم محل العقد وتساوي:⁴

قيمة الزمن = علاوة الخيار - القيمة الذاتية

$$O_t = VI_{(t)} + VT_{(t)} \Rightarrow VT_{(t)} = O_t - VI_{(t)}$$

وتتأتى هذه القيمة من التوقع قيمة ذاتية أكبر مع مرور الزمن حيث O_t تمثل العلاوة (سعر الخيار) في الفترة t وهي تتكون من القيمة الذاتية (VI) + قيمة الزمن (VT).

مثلا : إذا كان خيار البيع على سهم الشركة XYZ سعر تنفيذها \$45، تبلغ قيمته الآن \$ 3,55، السعر

السوقي للسهم \$ 43,5، نقول أن عقد الخيار أنه مربح لأن السعر التنفيذي < السعر السوقي للسهم وبالتالي فله قيمة

$$VI = X - S_t \Rightarrow VI = 45 - 43,5 = 1,5 \quad \text{ذاتية تساوي:}$$

$$VT = O_t - VI \Rightarrow VT = 3,55 - 1,5 = 2,05 \$ \quad \text{قيمة زمنية تساوي:}$$

$$O_t = VI + VT \Rightarrow O_t = 1,5 + 2,05 = 3,55 \$ \quad \text{قيمة المكافئة هي:}$$

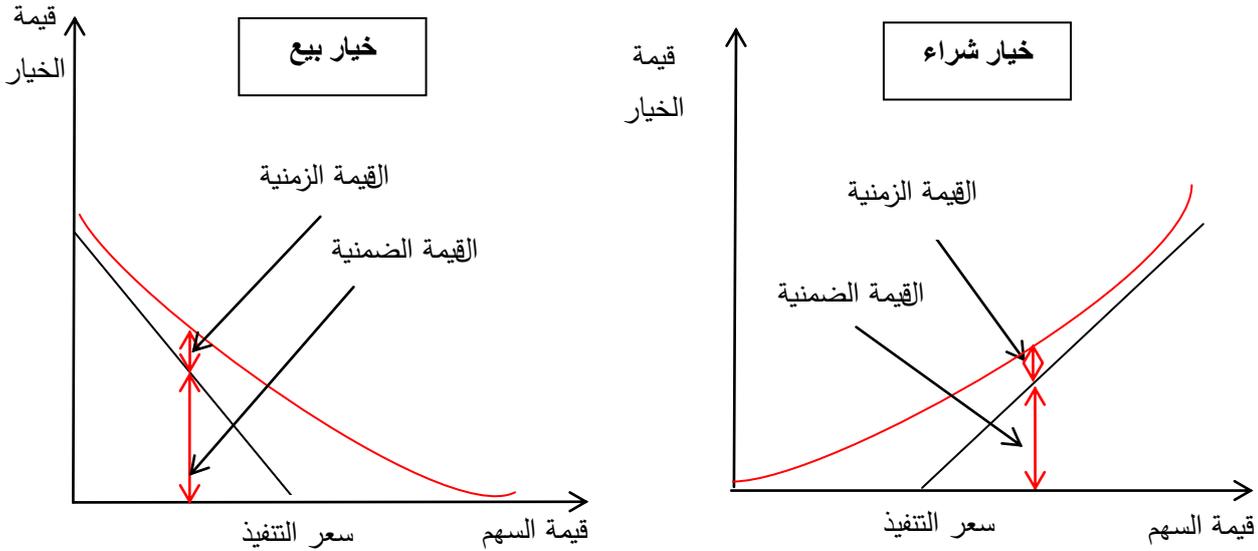
¹ - Pascal Alphonse et Al, Gestion de portefeuille et marchés financiers, Pearson Education, Paris, 2010, p 443 .

² - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 82.

³ - نفس المرجع، ص 83.

⁴ - Idem .

شكل رقم 08: قيمة خيار الشراء والبيع



Source: Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 11^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2013, p 568-569.

نلاحظ أنه عندما يتساوى السعر السوقي للسهم مع سعر التنفيذ تبلغ القيمة الزمنية أعلاها في حين تنعدم القيمة الضمنية (الحالة عند إبرام العقد)، وكلما ارتفع السعر السوقي للسهم (حالة خيارا الشراء) أو انخفض (حالة خيار البيع) ارتفعت الفجوة بينه وبين سعر التنفيذ ارتفعت القيمة الضمنية لتتراجع القيمة الزمنية مع مرور الزمن لأن احتمالات أن يتجاوز السعر السوقي للسهم سعر التنفيذ قبل تاريخ التنفيذ تتضاءل وت نعدم القيمة الزمنية عند تاريخ التنفيذ لتساوي قيمة الخيار القيمة الضمنية فقط.

الفرع الثاني: محددات سعر الخيار

تتمثل محدداته في السعر السوقي للسهم، سعر التنفيذ، التذبذب في سعر السهم، سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، الوقت إلى نهاية صلاحية العقد، توزيعات الأرباح.

أولا: السعر السوقي للسهم وسعر التنفيذ

السعر السوقي للسهم هو السعر الذي تباع به الورقة المالية لحظة تنفيذ العقد بينما سعر التنفيذ هو السعر الذي تتم بموجبه التسوية بين طرفي العقد عند التنفيذ ويسمى سعر التعاقد، وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن السعر السوقي الذي تباع به الورقة المالية لحظة تنفيذ الاتفاق¹.

فكلما ارتفع السعر السوقي للسهم ارتفعت معه القيمة الضمنية لخيار الشراء الأمر الذي يؤدي لارتفاع سعر الخيار، وهذا إذا ما كان الخيار داخل نطاق النقد (ITM) أما إذا كان خارج نطاق النقد (OTM) فلن تكون له قيمة ضمنية²، وسعره تحدده القيمة الزمنية فقط، العكس بالنسبة لخيار البيع حيث كلما ارتفع السعر السوقي للسهم انخفضت القيمة

¹ - عيد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص 131 .
² - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 258.

الضمنية للخيار مما يتسبب في تراجع قيمة الخيار، وإذا كان خارج نطاق النقد فلن تكون له قيمة ضمنية وتتحدد قيمته عن طريق القيمة الزمنية فقط.

أما بالنسبة لسعر التنفيذ فإن خيار الشراء يكون مربحاً كلما كان سعر السهم يفوق سعر التنفيذ، لذا تكون قيمة الخيار الذي سعره التنفيذي أقل أو يقارب سعر السهم في السوق أعلى من سعر الخيار الذي سعره التنفيذي أعلى من السعر السوقي للسهم، مع العلم أن هذا الأخير يظل ثابتاً طوال فترة العقد وأن سعر السهم هو الذي يتغير حول سعر التنفيذ¹، أما خيار البيع فسعره يرتفع كلما كان سعر التنفيذ يفوق السعر السوقي للسهم، وبذلك يكون سعر الخيار الذي سعر تنفيذه يفوق أو يقارب سعر السهم في السوق أعلى من سعر الخيار الذي سعر تنفيذه أقل من السعر السوقي للسهم.

ثانياً: التقلب في سعر السهم (التذبذب)

يعتبر التذبذب في سعر السهم من أهم العوامل المؤثرة على قيمة الخيار، وخاصة على قيمته الزمنية (المضاربة)، فمثلاً إذا كان خيار الشراء غير مربح وتم إبرامه على أصل قليل التذبذب فإن الفرص أن يصبح هذا الخيار مربحاً حتى تاريخ الاستحقاق تكون منخفضة جداً، وهكذا تكون قيمته الزمنية منخفضة، والعكس إذا كان الأصل عالي التذبذب فإن قيمته الزمنية تكون مرتفعة².

حيث يعتبر التذبذب ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمتعاملين في عقود الخيارات لأن التذبذب المرتفع في سعر السهم يعني فرصة أفضل للمشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق الأرباح بفعل ارتفاع احتمالات تغيرات سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل، وتوقع بذلك أن تكون الأصول ذات التذبذب المرتفع ستعرف تغيرات مرتفعة في أسعارها المستقبلية، وبالتالي تكون الخيارات المبرمة على هذه العقود ذات أسعار مرتفعة³، وينقسم التذبذب إلى نوعين:

1. التذبذب الضمني: هو مؤشر يعكس التقلبات المستقبلية المتوقعة من قبل المشاركين في السوق على مدى عمر الخيار وينعكس في علاوة الخيار، فكلما ارتفعت التقلبات الضمنية ارتفعت علاوة الخيار والعكس صحيح، لأغراض التبسيط يتم استخراج قيمته من نموذج (Black & Scholes)، وهذه الطريقة عدة قيود أهمها أن هذا النموذج يقيم فقط الخيارات الأوروبية، إذا طبقنا هذا النموذج على الخيارات الأمريكية التي غالباً ما تكون قيمتها أعلى من الخيارات الأوروبية يكون التقلب الضمني المحسوب للخيارات الأمريكية أقل عن التذبذب الضمني الفعلي⁴.

2. التذبذب التاريخي: ويتمثل تذبذب السهم والمعبر عنه بـ " σ " في مقياس لعدم التأكد من مردودية السهم، ويتم حسابه باستخدام الانحراف المعياري للعوائد التاريخية المحصلة على فترة سنة، ويعبر عن هذه العوائد بمعدل مركب مستمر⁵،

¹ - نفس المرجع، ص 259.

² - Pascal Alphonse, op-cit, p 445 .

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 621.

⁴ - Calcul de la volatilité implicite. (https://www.m-x.ca/volatility_fr.php) consulté le: 11/01/2018.

⁵ - John Hull, op-cit, p 258 .

يمكن للمستثمر عندئذ مقارنة التذبذب الضمني بالتذبذب التاريخي للأصل الأساسي، وتشكيل رأيه الخاص في التقلبات المستقبلية لمساعدته على تنفيذ إستراتيجية الخيارات التي يراها مثالية؛ وبحسب كالتالي:¹

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{(r_t - \bar{r})^2}{n-1}} \quad \text{حيث:}$$

r_t = عائد الأول (الورقة المالية) في اللحظة t

\bar{r} = الوسط الحسابي لـ r_t

n = عدد الملاحظات .

ثالثا: سعر الفائدة الخالي من المخاطر

يعتبر سعر الفائدة الخالي من المخاطر من العوامل الأقل تأثيرا في قيمة الخيار مقارنة ببقية العوامل الأخرى ، ويعبر عن تكلفة مرور الوقت، حيث أنه كلما ابتعد تاريخ استحقاق الخيار، كلما طال تسديد السعر، كلما استفاد حامل خيار الشراء من النقود التي بحوزته وفق ما تمنحه من مستوى العائد الخالي من المخاطر، بينما حامل خيار البيع سيفقد بالمقابل هذا المعدل، ولهذا ترتفع قيمة خيار الشراء مع ارتفاع معدل الفائدة الخالي من المخاطر، وتنخفض قيمة خيار البيع مع ارتفاع معدل الفائدة الخالي من المخاطر حيث أن مشتري خيار الشراء يدفع علاوة ولكن لا يسدد سعر التنفيذ إلا حين ينفذ العقد، مثلما لو أنه قام بتوظيف الفرق بين سعر التنفيذ وقيمة العلاوة بمعدل خالي من المخاطر.²

أما بالنسبة لخيارات البيع ف للمستثمر يملك المال وسيحصل عليه بعد مدة ويدفع علاوة إضافة إلى هذا، فبانتظاره لهذه التدفقات النقدية المستقبلية فموت على نفسه هذا التوظيف بمعدل خالي من المخاطر ، لذا تنخفض قيمة خيار البيع مع ارتفاع معدل الفائدة الخالي من المخاطر.

رابعا: الوقت إلى نهاية صلاحية العقد

تتزايد قيمة خيار الشراء والبيع مع ارتفاع فترة حياة (صلاحية) العقد، حيث كلما ابتعد تاريخ استحقاق الخيار كلما ارتفعت احتمالات التذبذب في سعر الأسهم، وهكذا تكون قيمة الخيار أكبر.

خامسا: الأرباح الموزعة

إن الحصول على توزيعات الأسهم يؤثر سلبا على قيمة المكافأة في حالة خيار الشراء ويؤثر إيجابيا عليها في حالة خيار البيع، وهذا ما يجعل بعض المستثمرين يطلبون تنفيذ الخيار قبل تحصيل التوزيعات (في حالة الخيارات الأمريكية)، ويرجع ذلك إلى أن تحصيل التوزيعات يؤثر على بصورة أو بأخرى على أسعار الأصول المعنية³ ، والجدول الموالي يوضح التغيرات في قيمة خيارات الشراء حسب تطور التغيرات في العوامل المؤثرة بها صعودا أو نزولا.

¹ - Idem.

² - Pierre Vernimmen, op-cit, p 572 .

³ - جيار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل الأدوات الاستراتيجية، الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، الطبعة الأولى، دار الهدى، الجزائر ، 2011، ص 761.

سادسا: العرض والطلب يعد عقد الخيار سلعة يمكن بيعها وشراؤها في السوق، ويكون لقوى العرض والطلب تأثير واضح على سعر هذه السلعة، فكلما ازداد الطلب على عقد الخيار بنوعيه ازداد سعر الخيار، وإذا ما ازداد العرض من هذه العقود فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض سعرها.¹

جدول رقم 09: تطور قيمة الخيار حسب تطور العوامل المؤثرة بها

تطور العوامل المؤثرة قيمة الخيار	قيمة خيار الشراء	قيمة خيار البيع
سعر السوق للسهم	↗ ↘	↖ ↗
سعر التنفيذ	↖ ↗	↗ ↖
تذبذب عوائد السهم	↗ ↘	↘ ↗
فترة صلاحية (حياة) العقد	↗ ↘	↘ ↗
سعر الفائدة الخالي من المخاطر	↗ ↘	↘ ↗
الأرباح الموزعة	↖ ↗	↗ ↖

Source : Dov Ogien, Pratique des marchés financiers, 2^e édition, Dunod, Paris, 2007, p432. (révisé)

الفرع الثالث: مؤشرات حساسية قيمة الخيار لمختلف المحددات

يستطيع المستثمر الذي يرغب في التنبأ بتطور قيمة علاوة الخيارات استخدام بعض المؤشرات، حيث يشار إلى كل مؤشر بأحد الحروف الإغريقية.

أولا: حساسية العلاوة للتغير في السعر السوقي للسهم (Delta)

تقيس درجة حساسية العلاوة للتغير بوحدة نقدية واحدة في السعر السوقي للسهم وتساوي: $\Delta = \frac{\delta C}{\delta S}$ ، وبالتالي يسمح لنا هذا المؤشر بقياس عدد الخيارات اللازم شراؤها أو بيعها لتغطية مخاطر التقلبات في سعر السهم²، فمثلا إذا كانت محفظة مكونة من خيارى شراء قيمة Δ لكل خيار تساوي 0,50 فإن عدد الأسهم الواجب بيعها لتحويط المحفظة من مخاطر ارتفاع سعر السهم هو 1/2 سهم بالنسبة لكل خيار أى سهم كامل بالنسبة للخيارين³. وتكون قيمته موجبة بالنسبة لخيار الشراء لأن قيمة العلاوة والسعر السوقي للسهم يتحركان في نفس الاتجاه، فهو يقترب من الصفر بالنسبة لخيار شراء خارج نطاق النقد (OTM) ، ويساوي 0.5 بالنسبة لخيار شراء في نطاق النقد (ATM) ويساوي 1 بالنسبة لخيار شراء داخل نطاق النقد (ITM)، أما بالنسبة لدلتا خيار البيع فيكون دائما سالبا

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 194.

² - Manuella Lehmann, op-cit, p214.

³ - Pascal Alphonse, op-cit, p 463.

فهو يقترب من الصفر بالنسبة لخيار بيع (OTM)، ويساوي (-0.5) بالنسبة لخيار بيع (ATM) ويساوي (-1) بالنسبة لخيار بيع (ITM) ¹.

ثانيا: حساسية الدلتا للتغير في السعر السوقي للسهم (Gamma)

تمثل "القاما" درجة حساسية الدلتا للتغير في القيمة السوقية للسهم وتساوي: $\Gamma = \frac{\delta \Delta}{\delta S}$ ، ويستخدمها المستثمرون كمؤشر عن مدى دقة "الدلتا" في تحديد التغير في سعر الخيار تبعا لتغير سعر السهم، وكذا يستخدم هذا المؤشر لقياس عدد مرات تغير "الدلتا"، بغرض حماية مراكز خياراتهم، فكلما ارتفع مؤشر "الغاما" بشكل متكرر يقوم المساهمون بإعادة حساب "الدلتا" لضمان تغطية مراكزهم ².

ثالثا: حساسية العلاوة للتغير في تذبذب السهم (Vega)

وتقيس معدل تغير العلاوة نسبة للتغير في تذبذب سعر الأصل، ويحسب هذا الأخير عن طريق الانحراف المعياري لهذه التغيرات (σ)، ومنه قيمة فيقا تحسب كالتالي: $Vega = \frac{\delta \Delta}{\delta \sigma}$ ، حيث كلما ارتفع تذبذب الأصل، كلما توقع السوق تغيرات مستقبلية في سعر السهم، وكلما ارتفعت قيمة الخيار، حيث يكون مؤشر فيقا مرتفع بالنسبة للخيارات (ITM)، لأنها تكون أكثر حساسية لتحركات القيمة السوقية للخيار ³.

رابعا: حساسية العلاوة للتغير في زمن الاستحقاق (Thêta)

يسمى "تيتا" أثر الزمن على سعر الخيار، ويتمثل في مشتق سعر السهم نسبة للزمن، ويقاس التغير في سعر الخيار نتيجة للتغير في الوقت المتبقي للخيار قبل الاستحقاق ويساوي: $\Theta = \frac{\delta C}{\delta T}$ ؛ فإذا كانت "تيتا" موجبا فهذا يعني أن قيمة الخيار تتحسن مع الزمن، وإذا كان سالبا فيعني أن قيمة الخيار تتدهور كلما اقترب الاستحقاق ⁴.

رابعا: حساسية السهم للتغير في سعر الفائدة (Rhô)

يقيس هذا المؤشر التغير في قيمة الخيار من أجل تغير 1% في معدل الفائدة الحالي من المخاطر ويحسب كالتالي: $Rh\hat{o} = \frac{\delta C}{\delta r}$ ، وأهمية هذا المؤشر بالنسبة للخيارات على الأسهم ضعيفة، لأن تأثير سعر الفائدة على قيمة الخيارات على الأسهم يعتبر هامشيا، ويظهر أثره بشكل واضح بالنسبة للخيارات على العملة لأن سعر الفائدة له تأثير مباشر على سعر الصرف ⁵.

الفرع الرابع: أهمية المحتوى المعلوماتي لسعر الخيارات بالنسبة للأسواق المالية

تتمثل أهمية تسعير (سعر) الخيارات بشكل عام في السوق المالي من حيث محتواها المعلوماتي حيث:

¹ - Manuella Lehmann, op cit, p 214-215.

² - Bourse de Montréal, options sur action (Manuel de référence), p 18. (https://www.m-x.ca/f_publications_fr/fr.guide.options.pdf) consulté le 14-10-2018.

³ - Dov Ogien, op-cit , p466.

⁴ - Idem.

⁵ - Bourse de Montréal, options sur action (Manuel de référence), p 19. (https://www.m-x.ca/f_publications_fr/fr.guide.options.pdf) consulté le 14-10-2018.

1. تعكس أسعار الخيارات توقعات المتعاملين في السوق المالي حول التطورات المستقبلية في الأسعار، فهي بذلك تحتوي على كمية من المعلومات مندمجة في أسعار الخيارات على العقود الآجلة لأسعار الفائدة، على المؤشرات، وكل أنواع الخيارات الأخرى، حيث أن سعر الخيار هو عبارة عن القيمة الحالية للأمل (تحت فرضية المخاطر المحايدة) في تحقيق مكاسب نهائية من الخيار كما سنلاحظ ذلك في المبحث اللاحق، حيث يمكن اعتبار الأسعار الآجلة أنها القيمة المساوية في الوقت الحالي لسعر الأصل الذي سيسلم في المستقبل، فهي تعكس توقعات مستوى السعر في المستقبل.¹
2. يحمل سعر الخيار معلومات حول الأمل في تحقق السعر المستقبلي، ولكنه في الواقع يحمل كذلك معلومات حول التغيرات (التذبذب) المستقبلي في سعر الأصل، أي حول الاتجاه الذي سيسلكه سعر الأصل هل سيكون احتمالاً صعودي أكثر أو نزولي، ومعلومات حول مدى حساسيته تجاه احتمال حدوث تغيرات كبيرة في السعر²، حيث بينت دراسة (Day et Lewis, 1992) والتي قامت بمقارنة المحتوى المعلوماتي المدمج في التذبذب الضمني للخيارات حول مؤشر (S&P100) وذلك المدمج في التذبذب التاريخي، حيث قام الباحثان بقياس القدرة التنبؤية للنماذج المقدرة لقياس كل من التذبذب الضمني والتاريخي عن طريق قياس مدى ارتباطها (باستخدام نموذج انحدار) مع التذبذب المستقبلي الفعلي الذي تم تقديره خارج النموذج فتوصلوا إلى أن المحتوى المعلوماتي المدمج في التذبذب الضمني يفوق المحتوى المدمج في التذبذب التاريخي³.
3. يعمل تسعير الخيارات على تدعيم الكفاءة المعلوماتية للسوق المالي، فإذا أخذنا مثالا على ذلك خيارات الشراء على العملة (الدولار مثلا) والتي تستخدم لحماية حاملها من مخاطر ارتفاع قيمة الدولار، فحسب قانون العرض والطلب فإن ارتفاع قيمة العالوة دليل على ارتفاع الطلب عليها مما يعكس أن السوق يتوقع عند استحقاق هذه الخيارات ارتفاعا في مخاطر ارتفاع قيمة الدولار، المخاطر التي تعمل هذه الخيارات على تغطيتها، عن سابق علمنا بنماذج تقييم الخيارات فإن أي ارتفاع قيمة خيار الشراء دليل على ارتفاع التذبذب المتوقع للأصل الضمني، أي أن المعلومات التي يمتلكها كل متعامل في سوق الخيارات حول السعر المستقبلي للأصل أو التذبذب في أسعاره وسواء كانت معلوماته مؤسسة أو غير مؤسسة ستظهر في سعر الأصل، نفس الملاحظة يمكن تطبيقها على جميع أنواع الخيارات بما في ذلك الخيارات على الأسهم.⁴
4. تستخدم قيمة الخيارات في التنبؤ بالهجمات المضاربة خاصة من طرف البنوك المركزية عندما تسعى لتحقيق أهداف معينة على مستوى سعر الصرف، وقد استخدمها البنك المركزي الأوروبي للتنبؤ بأزمات جهاز الصرف الأوروبي (MCE: le Mécanisme de Change Européen) حيث اعتمدت على ملاحظاتها للتذبذب الضمني المدمج في أسعار الخيارات على العملة وأسعار الفائدة كمؤشر على ارتفاع الضغوط المضاربة، وخاصة في ما يخص أسعار الخيارات المتعادلة

¹ - Sophie Coutant, Contenu en information dans les prix d'options estimation de la densité neutre du risque du sous jacent et applications, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Paris IX Dauphine, mai 2001, p 8-9.

² - Idem, p 9.

³ - Theodore E. Day, Craig M. Lewis, Stock market volatility and the information content of stock index options, Journal of Econometrics, 52(1992), p 285-286.

⁴ - Yves Jégourel, Les produits dérivés outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation, Comprendre les marchés financiers, Cahiers français, N°361, p 42.

(ATM) أي الخيارات التي يتعادل فيها سعر التنفيذ مع السعر السوقي للسهم، لأنها الأكثر تعبيراً عن التقلبات المستقبلية للأسعار لأنها تتشكل من قيمة زمنية فقط.¹

5. تعتبر أسعار الخيارات أداة ملائمة للتنبؤ بالأزمات المالية فقد أثبتت الدراسات أنه وقبل حدوث الأزمة المالية لسنة 1987 كانت الأسعار في السوق المالي في حالة تراجع وبالضبط منذ شهر سبتمبر 1986، حيث لوحظ أنه طوال هذه الفترة كانت أسعار خيارات البيع (OTM) تفوق سعر خيارات الشراء (OTM) كذلك، دليل على انتشار التوقعات بانخفاض الأسعار إل أن حدث الانهيار الفعلي في أكتوبر 1987، وقد تسببت هذه الأزمة والأزمات المتتالية على غرار أزمة النظام النقدي لأوروبي في أكتوبر 1992، والأزمة الروسية سنة 1998 متبوعة بالأزمة الآسيوية، بالدفع المؤسسات البنكية والبنوك المركزية عبر العالم للاهتمام بالتنبؤ بالأزمات باستخدام الاحتمالات المبنية على أساس توزيعات أسعار الأصول الضمنية موضوع عقود الخيارات المالية.²

¹ - Bronka Rzepkowski, Pouvoir prédictif de la volatilité dans le prix des options de change, Economie et prévision, N° 148, 2-2001, p 71.

² - Sophie Coutant, op-cit, p 9-11.

المبحث الثالث: تقييم الخيارات على الأسهم

نتطرق في هذا المبحث إلى نظرية تسعير الخيارات على الأسهم، وما انبثق عن هذه النظرية من نماذج لتسعير الخيارات على الأسهم، وقد انطلقنا من أهم نموذج والمتمثل في نموذج بلاك وشولز، ثم النموذج الثنائي وأخيرا نموذج تعادل حقوق الشراء والبيع.

المطلب الأول: نموذج بلاك وشولز

نتطرق لهذا النموذج من خلال إعطاء لمحة تاريخية عن نشأته، أساسه النظري، فرضياته، ومعادلته.

الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نظرية تسعير الخيارات ونشأة النموذج

أولا: لمحة تاريخية عن نظرية تسعير الخيارات

تتمثل مشكلة تقييم الخيارات في تحديد التكلفة (والمسماة علاوة أو مكافأة الخيار) والتي يمكن للمشتري منحها دون أن يخسر أمواله أي أنه يضمن الحصول على مقابل دفعه لهذه العلاوة خلال تاريخ الاستحقاق¹، لذا تهدف نظرية تسعير الخيارات إلى تحديد السعر النظري العادل لعقد الخيار خلال لحظة زمنية معينة.²

ويعرف النموذج بأنه تمثيل مبسط للواقع والذي يستخدم مدخلات معينة للوصول إلى مخرجات أو نتائج معينة، ونموذج تسعير الخيارات هو صيغة رياضية تستخدم العوامل المؤثرة بسعر الخيار كمدخلات و أما المخرجات فتتمثل في القيمة النظرية العادلة للخيار، فإذا عمل الخيار كما يجب فإن السعر السوقي للخيار سوف يساوي القيمة النظرية العادلة، وهي القيمة التي يقبل بها الطرفان أي مشتري خيار الشراء (أو البيع) كطرف أول والذي يقوم بدفع العلاوة للطرف الثاني لتمكنه من هذا الحق.³

أما اللبنة الأساسية لهذه النماذج فتتمثل في النظرية المالية الكمية، حيث ظهرت أول التيارات الفكرية النظرية المالية الكمية المعاصرة قبل قرن من الزمن، عندما قام (L. Bachelier) سنة 1900 باستخدام نظريته حول الحركة البراونية (العشوائية) من أجل نمذجة حركة أسعار أسهم بورصة باريس، وتقييم علاوة الخيارات، ولكن لم تعرف نظرية تقييم الخيارات التطور والانتشار إلا مع بداية عشرية السبعينات من القرن الماضي وذلك تزامنا مع التطور الذي عرفته الأسواق المنظمة لعقود الخيارات حول العالم.⁴

حيث أن التسعير النظري لعقود الخيارات لم يكن ممكنا إلا بعد ظهور نموذج بلاك وشولز سنة (1973) لتسعير الخيارات (The Black-Scholes option pricing formula) وقد كان ذلك بفضل مجهودات كل من بلاك فيشر (Black Fisher) وروبرت ميرتون (Robert Merton) ومايرون شولز (Myron Scholes).⁵

¹ - Stéphane Thiery Evaluation d'options vanilles et digitales dans le modèle de marché à intervalles, thèse de doctorat en mathématiques, université de Nice, Sophia Antipolis, 2010, p 23.

² - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل أساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، عدد 10، 2014، ص 175.

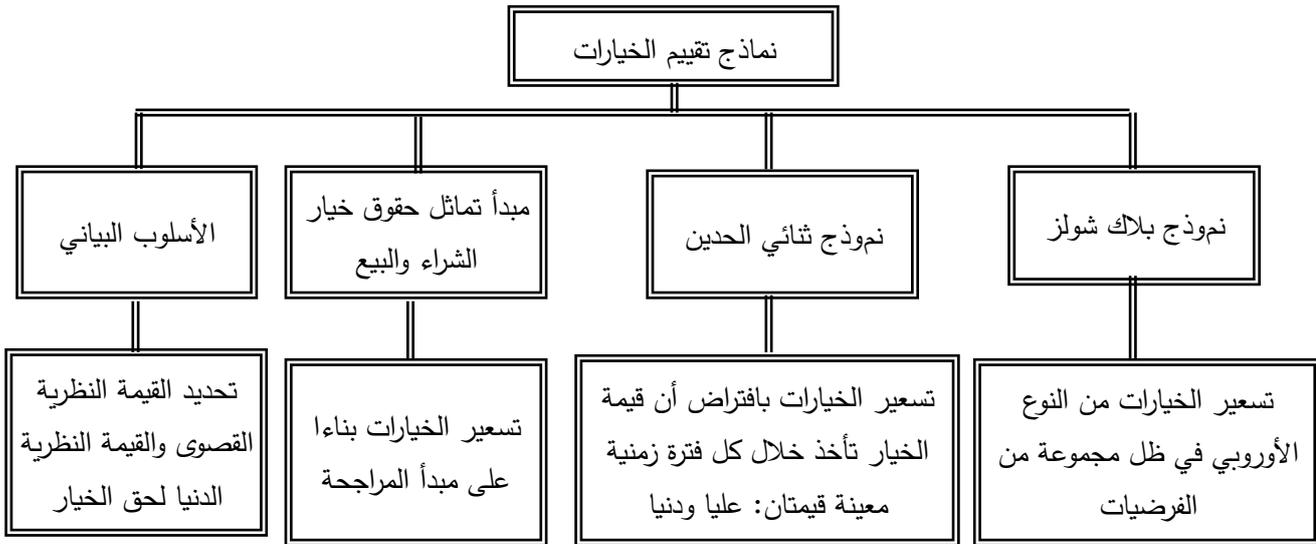
³ - بلقاسم سعودي، تسعير عقود خيارات الشراء وفقا لنموذج بلاك وسكولز، دراسة تطبيقية على بورصة باريس، مجلة دراسات جامعة الأغواط، مجلة دولية علمية محكمة العدد 29، مارس 2017، ص 301.

⁴ - Stéphane Thiery, op-cit, p 23.

⁵ - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل أساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مرجع سابق، ص 175.

وقد توجت هذه الجهودات بجائزة نوبل في الاقتصاد في 14 أكتوبر 1997 التي نالها الاقتصاديون المذكورون سابقا ماعدا (Black Fisher) بسبب وفاته سنة 1995، وقد كانوا أول من طور نظرية تقييم الخيارات في الزمن المستمر وتوصلوا لصياغة المعادلة التي تمثل قيمة علاوة الخيار وقد تم تطبيق هذه النظرية على مستوى الأسواق المالية بداية من سنة 1973، ولغاية يومنا تعتبر النموذج المرجعي لتقييم الخيارات كما تعتبر أحد أهم ابتكارات النظرية الاقتصادية¹، إضافة لهذا النموذج يستخدم الاقتصاديون نماذج أخرى لتقييم الخيارات نوجزها في المخطط التالي:

شكل رقم 09: نماذج تقييم الخيارات



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 150

ثانيا: نشأة وتطور نموذج (Black & Scholes)

يعتبر هذا النموذج أشهر نموذج تحكيمي والأكثر شعبية في تسعير الخيارات وقد كان البروف يهوران "ستانلي بلاك" و"مايرون سكولز" محظوظان بنشر نموذجهما قبل تأسيس بورصة شيكاغو للخيارات المالية أي سنة 1973، وقد حول النموذج افتتاح بورصة شيكاغو للخيارات المالية من سوق صغير راكد وغير منظم للمجتمع المالي إلى سوق ضخمة ومنتامية، وولد ذلك طلب أكبر للمعلومات المتعلقة بالخيارات المالية خاصة ما يتعلق منها بالتسعير.² ومنذ اعتماد هذا النموذج، لاقى قبولا واسعا فقد تبني متعاملوا (Wall Street) النموذج مباشرة إلى الحد الذي جعل المتعاملين في سوق الخيارات من جيل الخمسينات والستينيات، الذين يجهلون حساب معالم النموذج إلى توظيف حواسيب لبرمجة النموذج على حساباتهم، وأصبح النموذج هو الأساس لأغلب عمليات التحليل في هذا الحقل على المستوى الأكاديمي والمهني.³

¹ - Stéphane Thiery, op-cit, p 24- 26.

² - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2015، ص 256-257.

³ - فاطمة سيد عبد القادر، المشتقات المالية والأزمات المالية، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2017، ص 99.

وقد كانت النسخة الأولى من النموذج خاصة بالخيارات الأوروبية التي لا يتم عليها توزيع الأرباح، وبعد ذلك تم إضافة عنصر توزيع الأرباح في نموذج سمي نموذج، بلاك، شولز وميرتون (BMS).

بعد ذلك قام بلاك بإضافة تعديلات على النموذج بشكل يجعل من الممكن مطابقته على خيارات المستقبلات (Futures Options) وهذا النموذج يطلق عليه نموذج بلاك (Black Model) كما قام مارك جارمان وستيفن كوهلاغن بتعديل نموذج بلاك وشولز من أجل إعطاء تسعير أكثر دقة للخيارات على المبادلات على العملات بواسطة نموذجهم (Garman Kohlagan Model).¹

ويعتبر نموذج "بلاك وشولز" من الناحية الفنية من أكثر النماذج تعقيدا بالمقارنة مع النماذج الأخرى سواء نموذج ثنائي الحدين أو أي نماذج أخرى للتسعير، لأنه نموذج الزمن المستمر، أي أن الأسعار في النموذج تتغير بشكل مستمر بدلا من تغييرها في نقاط محددة ومنفصلة من الزمن لذلك تتطلب نمذجة عدم التأكد المستمر في الوقت استخدام أكثر الرياضيات تطورا وتعقيدا.²

الفرع الثاني: الأساس النظري للنموذج

الأساس النظري الذي يقوم عليه نموذج بلاك وشولز، هو إمكانية تقييم أي خيار وبدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر، فقيمة خيار الشراء يمكن أن توضح بلغة الأصل الفوري (Underlying spot Asset) أو الورقة المالية خالية المخاطر (Risk free security)، حيث لا حاجة لمعرفة قيمة خيار البيع، وبصورة ماثلة، فإن قيمة خيار البيع يمكن تحديدها دون معرفة قيمة خيار الشراء.³

وقد انطلق هذا النموذج من الفكرة الأساسية التي يتطلبها أي نموذج للتقييم ألا وهي التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة، وكذا تقدي تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لخصم تلك التدفقات، ويتميز التنبؤ بالتدفقات النقدية وكذا تقدير تكلفة الفرصة البديلة بالصعوبة وهذا بسبب عدم ثبات المخاطر والذي يتوقف على مستوى سعر السهم في السوق مقارنة بسعر التنفيذ، والذي يتميز بدروه بعدم الثبات، فمثلا عقد خيار الشراء الذي تكون فيه القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ (ITM) هو أقل مخاطرة من عقد مماثل تكون فيه القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ (OTM).⁴

وقد قام بلاك وشولز وحل مشكل التقييم بمحاكاة عقد خيار قيمته عند التنفيذ مساوية لقيمة تشكيلة من الاستثمارات التي تحقق نفس عائد عقد الخيار، وتمثل هذه التشكيلة في محفظة تتكون من أصل خطر (سهم) وأصل آخر دون مخاطر يتمثل في عقد قرض يتم التفاوض عليه بمعدل ثابت مستمر⁵، ولتوضيح كيفية استخدام هذه الفكرة لوضع الأساس النظري لتحديد سعر العقد نضرب المثال التالي:⁶

¹ - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 257 .

² - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017، ص 225.

³ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 206 .

⁴ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 154.

⁵ - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 259 .

⁶ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 154-155.

بافتراض محفظة تتكون من خيار شراء بتاريخ تنفيذ يجل بعد سنة، وبسعر تنفيذ 80 دولار وأن القيمة السوقية للسهم لحظة إبرام العقد هي 70 دولار ويحتمل أن تكون ق يجهته السوقية في تاريخ التنفيذ 55 دولار أو 105 دولار، نفترض كذلك أن محفظة أخرى تتكون من ذات السهم محل عقد الخيار، إلى جانب اقتراض مبلغ قدره 50 دولار، بسعر فائدة سنوي قدره 10 % وتاريخ استحقاق هو نفسه تاريخ تنفيذ عقد الخيار، وقد تم اختيار مبلغ القرض 50 دولار لأن نسبة التغطية (دلنا الخيار) التي تجعل التدفقات النقدية للمحفظتين متساوية، بقضي بتحرير عقدين مقابل شراء سهم واحد.

$$\Delta = \frac{\delta V}{\delta S} = \frac{25-0}{105-55} = \frac{1}{2}$$

حتى تكون قيمة المحفظتين في تاريخ التنفيذ متساوية يجب:

• في حالة سعر السهم في تاريخ التنفيذ تساوي 55 دولار لن يتم تنفيذ العقدين تصبح قيمة المحفظة الأولى تساوي 0 ولكي تكون قيمة المحفظة الثانية تساوي الصفر، لابد أن تكون قيمة القرض والفوائد في تاريخ التنفيذ مساوية لسعر بيع السهم، بحيث تسدد حصيلة بيع السهم قيمة القرض زائد الفوائد ، ولتحقيق ذلك يجب أن تكون قيمة القرض عند تحرير العقد مساوية لـ 50 دولار أي القيمة الحالية للسعر السوقي للسهم عند التنفيذ أي $50 = \frac{55}{1+0,1}$ وهكذا تكون القيمة المستقبلية للقرض تساوي $55 = 50(1 + 0,1)$ دولار وهي نفسها قيمة السهم عند التنفيذ.

• في حالة سعر السهم في تاريخ التنفيذ تساوي 105 دولار فإذ قيمة العقد الواحد تساوي $25 = 80 - 105$ دولار وقيمة العقدين 50 دولار، أما قيمة المحفظة فتتمثل في سعر بيع السهم 105 دولار مطروحا منها القيمة المدفوعة لسداد القرض عند تاريخ التنفيذ أي 55 دولار (لذا يجب أن تكون القيمة المالية للقرض عند إبرام العقد تساوي 50 دولار) وبالتالي قيمة المحفظة $50 = 55 - 105$ دولار، وهكذا تكون قيمة المحفظتين متساوية وتقدر بـ 50 دولار وبالتالي يجب أن تكون تكلفتها متساوية وإلا لنشطت عملية المراجعة.

بالنسبة للمحفظة الأولى تكلفتها تساوي 2C أي قيمة مكافأة عقدين، أما بالنسبة للمحفظة الثانية تكلفتها تساوي سعر شراء السهم مطروحا منه قيمة القرض أي $70 - 50 = 20$ دولار وبالتالي يصبح سعر التوازن للعقد الواحد بعد تساوي تكلفة المحفظتين $2C = 70 - 50 = 20\$$.

وتعتبر هذه الفكرة المبدئية التي قام عليها نموذج بلاك وشولز للوصول إلى سعر توازن عقد الخيار الشراء، وفي حالة كون سعر العقد في السوق أكبر أو أقل من سعر التوازن سيبدأ المضاربون في ممارسة عملية المراجعة لتحقيق التوازن.

الفرع الثالث: فرضيات النموذج ومناقشة الفرضيات

أولا: فرضيات النموذج

لقد تم بناء نموذج بلاك وشولز على الفرضيات التالية:¹

1. يعتبر هذا النموذج أن السوق كفؤ والمعاملات به غير متقطعة أي أنه لا توجد به تكاليف معاملات ولا تماثل

معلومات، ولا ضرائب ويمكن إجراء المعاملات بصفة مستمرة بدون تحمل أي أعباء؛

¹ - Yacine Jerbi, Evaluation des options et gestion des risques financiers par les réseaux de neurones et par les modèles à volatilité stochastique, thèse de doctorat en mathématiques appliquées, université Paris1, février 2006, p 140 .

2. كما يمكن الإقراض والاقتراض بدون حد بمعدل فائدة خالي من المخاطر؛
3. ترخيص عمليات البيع على المكشوف؛
4. يعتبر سعر الفائدة معروف وثابت خلال الزمن؛
5. تذبذب أسعار السهم يفترض أنها معروفة وثابتة؛
6. سعر السهم يتبع حركة عشوائية (براونية) هندسية؛
7. الهيئة المصدرة للسهم الضمني لا توزع أي أرباح على هذا السهم خلال فترة صلاحية الخيار؛
8. لا توجد فرص لعمليات المراجعة، لأن التكامل تام بين سوق الخيارات وسوق الأسهم الضمنية التي أبرمت على أساسها عقود الخيارات، بالشكل الذي يجعل كل المحافظ عديمة المخاطر تحقق نفس الأرباح، وهذا ما يتوافق مع نظرية كفاءة الأسواق التي تنص على أن الأصل ذو مخاطرة يحقق عوائد عشوائية، بينما الأصل عديم المخاطرة يحقق عوائد عديمة المخاطرة؛
9. إمكانية تجزئة الأسهم (مثلا من الممكن بيع جزء من سهم)؛
10. الخيار من النوع الأوروبي وليس الأمريكي.

ثانيا: مناقشة الفرضيات

يبدو البعض من هذه الفرضيات صارما، إلا أنها ضرورية لتطبيق النموذج، فكلما كانت الفرضيات قوية، كلما كان حل المشكلة أيسر، وتعتبر مجمل هذه الفرضيات فرضيات معيارية مستخدمة في كثير من النماذج المالية كنظرية اخ بيلر المحفظة المالية.¹

وتعتبر أهم الفرضيات على الإطلاق هي الفرضية المتعلقة بسعر الأصل محل التعاقد والذي يتبع حركة براونية هندسية، وهي فرضية وضعت لوصف سلوك العوائد من الأصل محل التعاقد.²

حيث يعتبر السير العشوائي لسعر أصل ما أحد أهم فرضيات نظرية كفاءة الأسواق المالية والتي تعتبر أن السعر الحاضر لأصل ما يعكس معلوماته التاريخية والتي يضيف لها السوق المالي في نفس اللحظة معلومات جديدة متعلقة بذلك الأصل، وبالتالي معرفتنا بالمعلومات التاريخية حول سعر السهم لا توفر لنا أي معلومة حول تطوره المستقبلي، وبالتالي يكون تطور سعر السهم عملية عشوائية، ويكون عائد السهم كالتالي: $\frac{dS}{S}$ حيث S سعر السهم الضمني، و dS تغير سعر السهم خلال فترة قصيرة تقدر بـ dt ، وينقسم هذا العائد الفوري إلى: $\frac{dS}{S} = \mu dt + \sigma dz$ حيث تمثل μdt الجزء المتوقع من العائد (حيث μ ثابت)، و σdz يمثل التغيرات العشوائية في سعر الأصل والتي مصدرها خارجي مثلا معلومات غير متوقعة، σ تذبذب العوائد و dz سيرورة وينر ليفي* (Processus de Weiner - Lévy).³

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مرجع سابق، ص 178.

² - نفس المرجع.

* سيرورة Wiener هي عملية عشوائية في الزمن المستمر تحمل اسم Norbert Wiener، وهي نتيج نمذجة الحركة البراونية وتعتبر واحدة من سيرورات Lévy الأكثر انتشارا وغالبا ما تستخدم في الرياضيات التطبيقية والاقتصاد والفيزياء.

³ -Yacine Djerbi, op-cit, p 141.

بالنسبة لفرضية إجراء المعاملات بصفة مستمرة فهذا يعني أن تداول الأصل الفوري يتم بصورة مستمرة عبر الوقت ولا توجد أي ثغرات في أسعار الأصل.¹

أما فيما يخص فرضية ثبات تذبذب عوائد الأصل فهذا يعني أنه لا تحدث قفزات في سعر السهم، كما يمكن البرهنة على هذه النظرية من خلال التأكيد من أن توزيع عائد السهم في لحظة معينة يتبع التوزيع الطبيعي.² أخيراً مثله مثل أي نموذج فقد تعرض نموذج بلاك وشولز للتعديل والتبسيط، مثل أخذه لتوزيعات الأرباح وتكاليف الضرائب والتبادل بالاعتبار، وكذا تطوير نموذج لتقييم الخيارات ذات النوع الأمريكي.

الفرع الرابع: معادلة النموذج

من الشروط الأساسية التي يضعها النموذج فرضية أن المحفظة الافتراضية المكونة من سهم وعقد خيار لا تمنح فرصاً للتحكيم (المراجعة) وما دامت المحفظة دون مخاطر فإننا نستنتج أن المستثمرين في السوق في وضع محايد تجاه المخاطر (Neutre vis-à-vis du risque) أي تقييم ذو مخاطر محايدة، وهكذا يمكن تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للخيار عن طريق حساب الأمل الرياضي تحت فرضية المخاطر المحايدة، حيث تعطي قيمة الخيار عن طريق تحمين الأمل الرياضي لهذه التدفقات بالمعدل الخالي من المخاطر³، والذي يكتب كالتالي بالنسبة لخيار الشراء:⁴

$$\text{call}_t = \text{Exp}\{-r(T-t)\} \times E_Q [\text{Max}[0; S_T - X]]$$

حيث:

- Q تمثل التوزيع الطبيعي لاحتمال الخطر المعجل.
 - Max [0 ; ST - X] التدفقات النقدية لخيار الشراء عند الاستحقاق.
 - E Q [...] الأمل الرياضي المحسوب في ظل احتمال الخطر المحايد.
 - Exp { - r (T - t) } القيمة الحالية لوحدة نقدية مخضومة (محنة) بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر r، خلال المدة المتبقية من عمر الخيار (T-t) حيث T تاريخ الاستحقاق (T ≥ t).
- وتتمثل تقنية الحساب المعتمدة في هذا النوع من المسائل في "الحساب العشوائي" calcul stochastique والتي تمكننا من حل المعادلة السابقة ولكن النتيجة التي تحصل عليها بلاك وشولز كانت من خلال تقنية أخرى للحل، سمحت بحساب قيمة الخيار بطريقة صريحة وتحصلنا على المعادلة التالية:⁵

$$C = S_T N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_T}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$$

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 207.
² - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 259.

³ - Pascal Alphonse et Al, op-cit, p 453 .

⁴ - Idem.

⁵ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 151.

حيث:

- C: سعر خيار الشراء.
 - S_T : السعر السوقي الجاري للسهم الضمني (موضوع العقد).
 - $N(d_1)$: دالة الكثافة الاحتمالية للتوزيع الطبيعي لـ (d_1) .
 - $N(d_2)$: دالة الكثافة الاحتمالية للتوزيع الطبيعي لـ (d_2) .
 - X: سعر التنفيذ.
 - e: أساسا اللوغرتم الطبيعي ويساوي 2,72 بالتقريب.
 - r: سعر الفائدة الخالي من المخاطر.
 - t: الوقت المتبقي عن تاريخ التنفيذ.
 - σ : تذبذب السهم ويعبر عنه بالانحراف المعياري لعوائد الأصل خلال سنة.
- وعلى الرغم من أن المعادلة تبدو معقدة ألا أن تطبيقها يعتبر أمرا ممكنا لأن معظم مدخلات النموذج يمكن الحصول عليها من البيانات المنشورة، ويمكن قراءة معادلة قيمة خيار الشراء كالتالي ، وذلك بعد إخراج e^{-rt} كعامل مشترك في المعادلة ① فتصبح المعادلة:

$$C = e^{-rt} [S_T N(d_1) e^{rt} - X N(d_2)]$$

تعبر $N(d_2)$ على الاحتمال أن يتم تنفيذ الخيار (في ظل اعتبار حيادية المخاطر)، أي تعبر القيمة $XN(d_2)$ عن الأمل في خروج تدفقات نقدية بغرض تنفيذ العقد (شراء الأصل الضمني)، والعبارة $S_T N(d_1) e^{rt}$ تعبر عن الأمل في الحصول على القيمة S إذا كان $S_T > X$ (بعد تنفيذ العقد وشراء الأصل بقيمة X يباع في السوق بقيمة S_T) وإذا كان العكس $S_T < X$ لا ينفذ العقد، أي القيمة $S_T N(d_1) e^{rt}$ تعبر عن الأمل في دخول تدفقات نقدية عند الاستحقاق.

باختصار يمكن النظر إلى سعر الخيار أنه القيمة الحالية الصافية التي يأمل المستثمر في الحصول عليها من مشروعه الاستثماري المتمثل في شراء عقد خيار الشراء.¹

انطلاقا من معادلة قيمة خيار الشراء "C" يمكن استنتاج معادلة قيمة خيار البيع "P" اعتمادا على معادلة تكافؤ خيارى البيع والشراء "Put-Call parity" والتي سنتطرق لها في المطلب الثالث وذلك كالتالي:²

$$P = C - S_T + X e^{-rt}$$

$$P = X e^{-rt} N(-d_2) - S_T N(-d_1)$$

حيث:

- P: سعر خيار البيع (القيمة العادلة للمكافأة).
- S_T : السعر السوقي الجاري للسهم الضمني.

¹ - John Hull, op-cit, p 269.

² - Roland Portait, Patrice Poncet, op-cit, p 354.

- $N(-d_1)$: دالة الكثافة الاحتمالية للتوزيع الطبيعي ل $(-d_1)$.
- $N(-d_2)$: دالة الكثافة الاحتمالية للتوزيع الطبيعي ل $(-d_2)$.
- X : سعر التنفيذ.
- e : أساس اللوغرتم الطبيعي ويساوي 2,72.
- r : سعر الفائدة الخالي من المخاطر.
- T : الوقت المتبقي عن تاريخ التنفيذ.

ومن أجل المزيد من التوضيح حول استخدام نموذج بلاك وشولز لتسعير الخيارات نفترض المثال التالي¹:

إذا كان سعر السهم IBM في السوق 125,9375 دولار وسعر التنفيذ 125 دولار تسعير جوان، والوقت المتبقي حتى تاريخ التنفيذ 35 يوماً والفائدة الخالية من المخاطر 4,56% والانحراف المعياري للعوائد $\sigma = 0,83$ أي التذبذب

يساوي 83%، يكون حساب سعر خيار الشراء حسب نموذج بلاك وشولز من خلال اتباع الخطوات التالية:

- بالنسبة لسعر الفائدة الخالي من المخاطر المستخدم في نموذج بلاك وشولز هو سعر الفائدة المحسوب بالتركيب المستمر*، وبالتالي تصبح قيمة $r = 4.46\%$.

- بالنسبة ل T فتحسب بقسمة عدد الأيام المتبقية حتى الاستحقاق على 365 يوم فتحصل على:

$$T = \frac{35}{365} = 0,0959$$

- نحسب d_1 كالتالي:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_T}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{125,9375}{125}\right) + \left(0,0446 + \frac{(0,83)^2}{2}\right) 0,0959}{0,83 \sqrt{0,0959}} = 0,1742$$

- ثم نحسب d_2 كالتالي:

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} = 0,1742 - 0,83 \sqrt{0,0959} = -0,0828$$

حساب قيمة $N(d_1)$ و $N(d_2)$ من جدول التوزيعات الطبيعية رقم 01 فتحصل على:

$$N(d_1) = N(0,17) = 0,5675 ;$$

¹ - مؤيد عبد الرحمن السوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص 151 - 152.
 *حالة سعر الفائدة المركب العادي : هو سعر الفائدة الذي يولده رأسمال لفترة معينة، ويتم حساب فائدة الفترة الموالية على أساس رأس المال الابتدائي + الفائدة للفترة الأولى (حساب فائدة على أساس فائدة سابقة) ويحسب كالتالي : $P_n = P_0 \left(1 + \frac{r}{m}\right)^n$ حيث P_n = المبلغ المستقبلي، P_0 = المبلغ الحالي، r = معدل الفائدة، m = عدد الدفعات خلال السنة، n = عدد السنوات.
 -حالة سعر الفائدة المركب المستمر: فإن الدفعات تصبح أكثر خلال السنة (تتقارب الدفعات) أي أن m تؤول إلى ∞ ، وتصبح العلاقة $P_n = P_0 \left(1 + \frac{rm}{m}\right)^{nm} \sim P_0 e^{r_c n}$ ونتحصل على قيمة سعر الفائدة بالتركيب المستمر الموافق لسعر الفائدة بالتركيب العادي المعطى في المثال كالتالي:

$$\left(1 + \frac{rm}{m}\right)^{nm} = e^{r_c n} \Rightarrow n m \ln\left(1 + \frac{rm}{m}\right) = r_c n$$

$$r_c = m \ln\left(1 + \frac{rm}{m}\right) \Rightarrow r_c = \ln(1 + 0,0456) = 0,0446$$

r_c : سعر الفائدة المركب المستمر
 rm : سعر الفائدة الشهري المركب العادي

$$N(d_2) = N(-0,08) = 1 - N(0,08)$$

$$\Rightarrow N(d_2) = 1 - 0,5319 = 0,4681$$

• وأخيراً نتحصل على القيمة العادلة لخيار الشراء:

$$C = S_T N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2)$$

$$C = 125,9375 (0,5675) - 125 e^{-0,0446 (0,0959)} (0,4681)$$

$$C = 13,21 \$$$

نقارن بين سعر الخيار النظري أي السعر العادل للخيار المحسوب وفق نموذج بلاك وشولز وهو 13,21 دولار مع سعر الخيار في السوق، إذا كان السعر السوقي للخيار أكبر من سعر الخيار النظري فإن هذا يعني أنه مغالاً في سعره لذلك يجب بيع هذا الخيار أو شراء السهم موضوع الخيار، أما إذا كان أقل من السعر السوقي فإن ذلك يعني أنه مسعر بأقل من قيمته لذلك يجب شراء هذا الخيار أو بيع السهم موضوع الخيار.

الفرع الخامس: تسعير عقود الخيارات في ظل توزيعات مستمرة (نموذج BMS)

يفترض هذا النموذج أي نموذج بلاك مورتون وشولز (Black – Merton – Scholes) أو نموذج (BMS)، أن التوزيعات تدفع على أساس معدل مستمر بدلاً من مرة واحدة كل ربع سنة وطالما أن التوزيعات تمثل مكاسب، فقد نظر النموذج إلى غلة تلك التوزيعات على أنها تمثل سعر فائدة سالب، يطرح من سعر الفائدة على الاستثمار الخالي من المخاطر في نموذج بلاك وشولز عند تقدير قيمة $N(d_1)$ ، حيث من المفترض أن يقوم المحرر بالافتراض لتمويل شراء السهم¹ وتوضح المعادلة التالية معادلة BMS تقدير سعر عقد الشراء:²

$$C = S_T e^{-c(T)} N(d_1) - X e^{-r(T)} N(d_2)$$

أما بالنسبة لتقدير سعر عقد خيار البيع فتكون كالتالي:

$$P = X e^{-r(T)} N(-d_2) - S_T e^{-c(T)} N(-d_1)$$

حيث يمثل e^{-cT} القيمة الحالية للتوزيعات، ويمثل "c" معدل التوزيعات المستمرة والثابتة الممنوحة على السهم الضمني.

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_T}{X} + \left(r - c + \frac{\sigma^2}{2}\right) T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$$

المطلب الثاني: النموذج الثنائي الحدين (Binomial Model)

نحاول من خلال هذا المطلب التعريف بالنموذج ثنائي الحدين من خلال إعطاء لمحة تاريخية عنه، فرضياته، واستخداماته في حالة المدة الواحدة ومدتين.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثالث عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 207 – 208 .

² - Roland Portait, Patrice Poucet, op-cit, p 363.

الفرع الأول: لمحة تاريخية عن النموذج

يعد (William F.Sharp) أول من ابتكر النموذج عام 1978 والذي نشره في الطبعة الأولى من كتابه الشهير (Investments)، وطوره عدد من العلماء مثل (Cox, Ross and Rubinstein) عام 1979 في مقالة بعنوان (A simplified option approach pricing)¹، وقد سمي هذا النموذج بالثنائي (ذو الحدين) لأنه يفترض أنه خلال الفترة التالية من الوقت يكون للسعر الفوري المعطى قيمة واحدة من قيمتين مختلفتين ، وينظر إلى هذا النموذج بأنه أبسط بكثير من نموذج بلاك وشولز من حيث افتراضاته واستخداماته للرياضيات غير المعقدة إلا أنه يتطلب جهداً ووقتاً أكبر²، وأيضاً على عكس نموذج بلاك وشولز الذي يعنى أساساً بتسعير عقود الخيارات الأوروبية، فإن النموذج الثنائي يصلح لتسعير كل من الخيارات الأوروبية والأمريكية ، إضافة لكونه من أهم نماذج تقييم الخيارات من ناحية أنه يعطي مفاهيم للسيناريوهات الخيارية، وذلك يرجع لكونه يقوم على رسم بياني أو شجرة قرار تسمح بتمثيل المسارات المختلفة لسعر الأصل الضمني خلال مدة صلاحية الخيار.³

الفرع الثاني: الأساس النظري للنموذج

تقوم فكرة النموذج الثنائي لتسعير الخيارات على إمكانية بناء محفظة تشمل على عقد خيار ال شراء وأصل مالي آخر، تدفقاتهما المالية متماثلة غير أنهما يسيران في اتجاهين متضادين، بمعنى أنه إذا حدثت تقلبات سعرية فإن أحد مكونات المحفظة سوف يتولد عنه تدفقات داخلية، يقابلها تدفقات خارجية بنفس القيمة من المكون الآخر، وهذا ما يعني تغطية كاملة لمركز المستثمر.⁴

ويعتمد هذا النموذج طريقة للتقييم تقوم بمحاكاة الأسهم التي يستطيع المستثمر استخدامها من أجل تكوين عقود خيارات، يقوم هذا النموذج على أساس تقسيم الزمن المتبقي لغاية الاستحقاق لعدد كبير من الفترات المسماة عُقد (Nœuds) أو خطوات (Pas)، كلما ارتفع عدد العقد كلما كان تقييم الخيارات أدق، وخلال هذه الفترات يمكن للسعر السوقي للسهم "S" أن يكون إحدى القيمتين خلال الفترة اللاحقة: إما (Su) إذا ارتفع سعر السهم أو (Sd) إذا انخفض بقيمة معينة تتعلق بمدى التذبذب المستقبلي المتوقع، حيث يمثل الفرق بين السعرين المرتفع والمنخفض تذبذب أسعار السهم، ويتم رسم شجرة الأسعار ممثلة كل احتمالات سعر السهم خلال فترة حياة عقد الخيار⁵، والشكل الموالي يوضح شجرة نموذج ثنائي الحد لتقييم خيارات الشراء لمدة واحدة.

¹ - عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 218 – 219.

² - جليل كاظم مدلول العارضي، نماذج تسعير الخيارات المتقدمة ودورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار وبناء محفظة التحوط، دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، مجلة آداب الكوفة، العدد 5، 2009، ص 212.

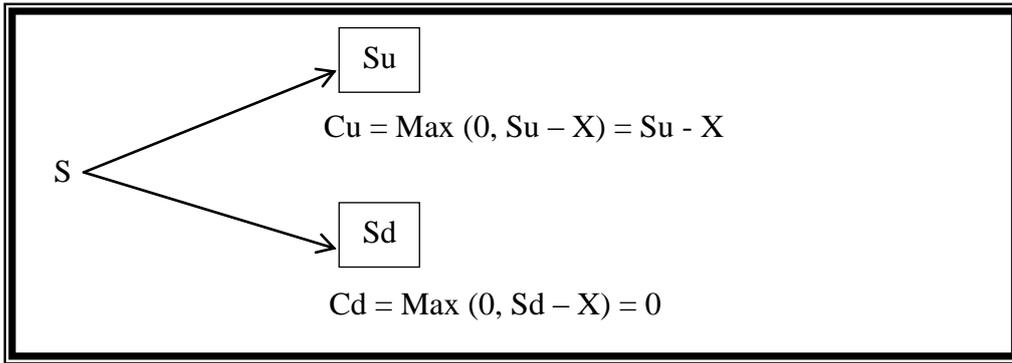
³ - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 251.

⁴ - عيساوي سهام، تسعير الخيارات باستخدام نموذج التسعير الثنائي الحدين ودورها في تشكيل محفظة التحوط، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد

5، أبريل 2016، ص 73.

⁵ - TMX, bourse de Montréal, Manuel de référence, options sur actions, Avril 2009, p 15 (www.m-x.ca).

شكل رقم 10: شجرة نموذج ثنائي الحد لمدة واحدة



Source: TMX, bourse de Montréal, Manuel de référence, options sur actions, Avril 2009, p 15. (www.m-x.ca).

لتحديد قيمة خيار الشراء يجب استخلاص قيمته خلال كل مدة باستخدام سعر التنفيذ، في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم ($S_u > X$) قيمة خيار الشراء س يبلغ $(S_u - X)$ ، في حالة انخفاض السعر السوقي للسهم أي $(S_d < X)$ تنعدم قيمة الخيار لأنه لن ينفذ.

وفي الحالة السابقة الذكر فإننا نفترض أن المدة الزمنية المتبقية حتى استحقاق الخيار هي مدة زمنية واحدة، بغض النظر عن طول تلك المدة سواء كانت يوماً أو أسبوعاً أو شهراً وبناءً على إمكانية تحرك سعر السهم في اتجاهين مختلفين يحسب سعر الخيار، وهنا يطلق على هذا النموذج بالنموذج ثنائي الحد لمدة واحدة (One period binomial model) ثم يستمر التحليل مفترضاً أن عدد المدد المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق مدتان وبناءً على إمكانية تحرك سعر السهم بعد كل مدة من هاتين المدتين إلى اتجاهين مختلفين وبناءً على القيم المستقاة من المدة الأولى يحسب سعر خيار الشراء ويطلق على النموذج ثنائي الحد بمدتين وهكذا يستمر التحليل لتتفرع من المدتين الأولى والثانية عدداً من المدد الزمنية الأخرى وصولاً إلى عدد المدد الزمنية الحقيقية المتبقية حتى استحقاق الخيار وحينها يطلق على النموذج بنموذج ثنائي الحد متعدد المدد.¹

الفرع الثالث: فرضيات النموذج

إن الفرضيات التي وضعها هذا النموذج هي نفس الفرضيات التي يقوم عليها نموذج بلاك وشولز، باستثناء الفرضية التي تفسر سلوك سعر الأصل محل التعاقد، حيث تم افتراض أن سعر الأصل محل التعاقد يتبع التوزيع الثنائي، أي يأخذ أحد الاحتمالين: الارتفاع أو الانخفاض²، وتتمثل الفرضيات في:³

1. إن أسعار الأسهم محل الخيار يمكن أن ترتفع "up" أو تنخفض "Down" وبمعدلات مختلفة عشوائياً (الأسعار تتبع توزيعاً ثنائياً).

¹ - فاطمة سيد عبد القادر، مرجع سابق، ص 103 - 104.

² - عيد الكريم أحمد قندوز، تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مرجع سابق، ص 182.

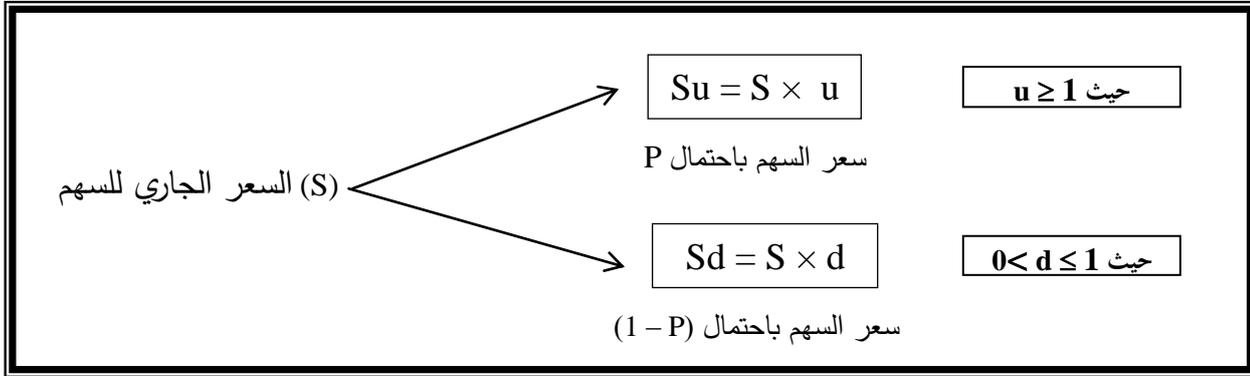
³ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعد جمعة عقل، مرجع سابق، ص 116 - 117.

2. إن الخيار أوروبي بمعنى أنه لا يمكن ممارسة حق الخيار إلا في نهاية التاريخ المحدد للخيار (وقد تطور النموذج لاحقا لحساب القيمة العادلة للخيارات الأمريكية، وكذلك الخيارات التي توزع أرباحا على الأسهم).
3. عدم توزيع أرباح على الأسهم الضمنية موضوع عقد الخيار طيلة حياة الخيار.
4. تحقق الأصول المستثمرة عائدا خالي من المخاطر وهو ذو معدل ثابت.
5. إمكانية الإقراض والاقتراض على أساس سعر الفائدة الخالي من المخاطر.
6. غياب تكلفة المعاملات والضرائب ومتطلبات الهامش.
7. بإمكان المستثمرين استخدام البيع القصير (البيع على المكشوف) لأي ورقة مالية.

الفرع الرابع: النموذج الثنائي للفترة الواحدة (One Period Binomial Model)

بافتراض أن نموذج التقييم ثنائي الحد يقوم على الفترة الواحدة مدتها T وتكون القيمة الجارية للسهم عند بداية المدة تساوي S ، وخلال هذه الفترة نفترض أن قيمة السهم سترتفع خلال فترة العقد بمعدل يقدر بالمعامل " u " حيث أن سعر السهم يساوي " $S \times u$ " أو يسمى مباشرة " Su "، أو ينخفض بمعدل يقدر بالمعامل " d " حيث يصبح سعر السهم " Sd " ويقدر الاحتمال بأن السعر السوقي للسهم سيرتفع يساوي " P " واحتمال انخفاض السعر السوقي للسهم يقدر بـ $(1 - P)$ ¹، ويمكن تمثيل القيمة الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي لفترة واحدة كالتالي:

شكل رقم 11: الأسعار المحتملة للسهم وفقا للنموذج الثنائي للفترة الواحدة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

تمكننا هذه الشجرة الاحتمالية من تحديد التدفقات النقدية (مكاسب) خيار الشراء، على اعتبار سعر التنفيذ X فإن قيمة خيار الشراء تساوي إما $Cu = \text{Max} [0; Su - X]$ باحتمال (P) أو $Cd = \text{Max} [0; Sd - X]$ باحتمال $(1 - P)$ ، وبالتالي تتكون قيمة المحفظة الافتراضية المكونة من مركز طويل على عدد h من الأسهم وبيع خيار شراء (مركز قصر على خيار شراء) وهكذا ستكون قيمة المحفظة عند الاستحقاق تساوي: $h \times Su - Cu$ باحتمال P ، وتساوي: $h \times Sd - Cd$ باحتمال $(1 - P)$.

¹ - Pascal Alphonse et Al, op-cit, p 482 .

بافتراض اختيار عدد الأسهم h الذي يحقق التساوي بين قيمة المحفظة في الحالتين بغض النظر عن تحركات السهم صعودا أو نزولا ستصبح التدفقات النقدية للمحفظة في حالة التأكد (عدم وجود مخاطر) وبالتالي يمكننا حساب القيمة المبدئية للمحفظة على اعتبارها قيمة التدفقات النقدية المستقبلية بسعر الفائدة الخالي من المخاطر¹، ويكون ذلك

$$\text{كالتالي: } ① \dots\dots\dots h Su - Cu = h Sd - Cd$$

$$\text{وبالتالي يمكن أن نكتب: } ② \dots\dots\dots h S - C = (h Su - Cu) e^{-rT}$$

$$\text{أو نكتب: } ③ \dots\dots\dots h (S - C) = (h Sd - Cd) e^{-rT}$$

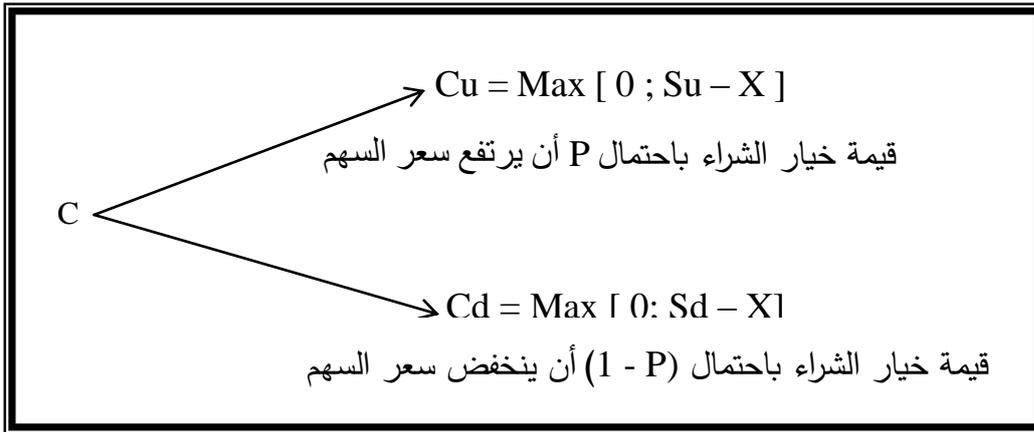
$$h = \frac{Cu - Cd}{Su - Sd} \text{ فنجد: } ① \text{ المعادلة}$$

بتعويض نسبة التحوط h في أحد المعادلتين ② أو ③ نجد القيمة التالية لخيار الشراء في الفترة الابتدائية:

$$C = [p Cu + (1 - p) \times Cd] e^{-rT}$$

$$p = \frac{e^{rT} - d}{u - d} \text{ حيث:}$$

شكل رقم 12: القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي للفترة الواحدة



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على ما سبق

ولتوضيح كل ما سبق نضرب المثال التالي:³

نتوقع أن السعر الحالي للسهم S يساوي 100 دولار وهناك فترة واحدة متبقية من تاريخ التنفيذ يمكن خلالها أن يرتفع السعر بنسبة 25 % أي أن $u = 1,25$ ، أو ينخفض بنسبة 20 % أي أن $d = 0,80$ ، على فرض أن هناك خيار شراء بسعر تنفيذ X يساوي 100 دولار ومعدل العائد الخالي من المخاطرة 7 %، ما هي القيمة النظرية العادلة لخيار الشراء:

$$Cu = \text{Max} [0, Su - X] = 100 (1,25) - 100 = 25$$

$$Cd = \text{Max} [0, Sd - X] = 100 (0,8) - 100 = 0$$

¹ - Idem.

² - Benjamin Lorent, Cours en Théori Financière (Produits dérivés), ULB, Solvay Brussels School of Economics and management, 2016-2017, p 124, (homopages.ulb.ac.be) consulté le 15/3/2018.

³ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص 121 - 122 .

$$h = \frac{Cu - Cd}{Su - Sd} = \frac{25 - 0}{125 - 80} = 0,556 \quad \text{نسبة التحوط } (\Delta \text{ المحفظة})$$

أي أنه للتحوط وبناء محفظة خالية من المخاطر يتعين شراء 0,556 سهم لكل خيار شراء .

$$p = \frac{e^{0,07(1)} - 0,8}{1,25 - 0,8} = \frac{0,27}{0,45} = 0,6$$

نسبة الاحتمال في حالة الانخفاض 1 - p = 0,4

$$C = [p Cu + (1 - p) Cd] e^{-rT} \quad \text{القيمة العادلة للخيار}$$

$$C = [0,6 (25) + 0,4 (0)] e^{-0,07} = 13,98 \$$$

القيمة العادلة لهذا الخيار تعادل 13,98 دولار.

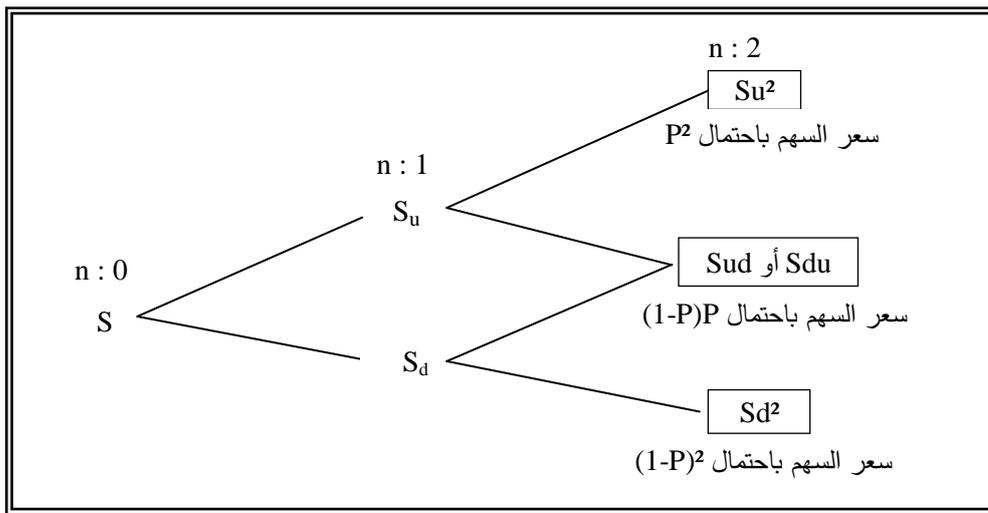
الفرع الخامس: النموذج الثنائي الممتد لفترتين

في نموذج الفترة الواحدة افترضنا أن سعر السهم سوف يتغير بالارتفاع أو الانخفاض لفترة واحدة، أما في حالة فترتين فإننا نفترض التغير مرتين خلال فترتين، أي عدد النتائج الممكن حدوثها سوف تزداد، وهذا يعني أن مخرجات المدة الأولى ستكون مدخلات المدة الثانية أي في تاريخ استحقاق الخيار¹، وينتج عن هذا النموذج 4 حالات نوجزها كما يلي:²

- سيعرف السهم ارتفاعاً في سعره يتبعه ارتفاعاً آخر تصبح قيمة السهم S_{uu} تساوي $S \times u \times u$ باحتمال يقدر بـ P^2 ؛
- سيعرف السهم انخفاضاً يتبعه انخفاض آخر تصبح قيمة السهم S_{dd} أي $S \times d \times d$ باحتمال يقدر بـ $(1 - P)^2$ ؛
- يعرف السهم ارتفاعاً يتبعه انخفاض تصبح قيمة السهم S_{ud} أي $S \times u \times d$ باحتمال يقدر بـ $P \times (1 - P)$ ؛
- يعرف السهم انخفاضاً يتبعه ارتفاع تصبح قيمة السهم S_{du} أي $S \times d \times u$ باحتمال يقدر بـ $(1 - P) \times P$.

يكون تقييم الخيارات حسب هذه الحالة بطريقة تراجعية أي انطلاقاً من السعر في الفترة النهائية (التدفقات النقدية النهائية) وبالرجوع من الفترة النهائية للفترات الابتدائية مطبقين القاعدة الثنائية.

شكل رقم 13: الأسعار المحتملة للسهم وفقاً للنموذج الثنائي للمدتين

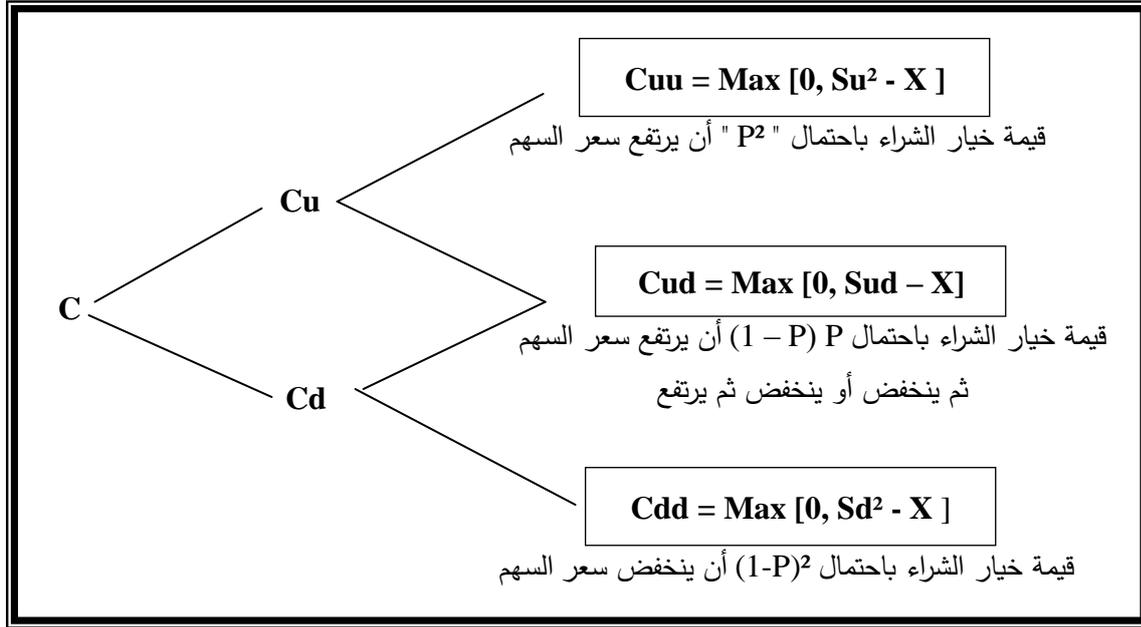


المصدر : من إعداد الباحث

¹ - عيساوي سهام، تسعير الخيارات باستخدام التسعير ثنائي الحدين ودورها في تشكيل محفظة التحوط، مرجع سابق، ص 78.

² - Pascal Alphonse et Al, op-cit, p 482.

وبالتالي تتغير القيمة الضمنية لخيار الشراء خلال المدة الثانية حسب القيم الممكنة لسعر السهم كالتالي:
شكل رقم 14: القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي للمدتين



المصدر: من إعداد الباحثة

ولإيجاد القيمة العادلة للخيار في هذه الحالة نتبع المراحل التالية:¹

نتقل إلى نهاية الفترة الأولى ومن أجل كل سعر محتمل للسهم S_u أو S_d ، نحسب قيمة خيار الشراء بتطبيق القاعدة الثنائية للتقييم حيث:

$$C_u = [p \times C_{uu} + (1 - p) C_{ud}] \times e^{-rT/2}$$

$$C_d = [p \times C_{ud} + (1 - p) C_{dd}] \times e^{-rT/2}$$

$$p = \frac{e^{rT/2} - d}{u - d} \quad \text{حيث:}$$

نستمر في حساب قيمة الخيار بالانتقال عكسيا لغاية الفترة الابتدائية حيث نجد:

$$C = p \times C_u + (1 - p) \times C_d \times e^{-rT/2}$$

بتعويض C_u و C_d بالقيم السابقة المحسوبة ل C_u و C_d نجد خيار الشراء:

$$C = [p^2 \times C_{uu} + 2p \times (1 - p) \times C_{ud} + (1 - p)^2 \times C_{dd}] e^{-rT/2}$$

وبنفس المراحل السابقة يمكن حساب قيمة خيار البيع فنجد قيمته تساوي:

$$P = [p^2 \times P_{uu} + 2p (1 - p) \times P_{ud} + (1 - p)^2 \times P_{dd}] e^{-rT/2}$$

¹ - Idem , p 483.

المطلب الثالث: نموذج مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء وخيارات البيع (Put Call Party)

نتناول في هذا المطلب الأساس النظري للنموذج تقييم النموذج، وكيفية حساب قيمة خيار الشراء والبيع.

الفرع الأول: الأساس النظري للنموذج

يمثل نموذج تعادل حقوق اشراء والبيع "Put Call Parity" والذي وضع أول مرة من طرف "Stoll" سنة 1969

العلاقة التي يجب أن توجد بين أسعار خيارات البيع وخيارات الشراء من النوع الأوروبي والتي تشترك في نوع الأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ وتاريخ الانتهاء، هذه العلاقة يمكن اشتقاقها من مبدأ المراجحة.¹

حيث نفترض أنه في إطار بناء علاقة في الفترة t بين قيمة خيار شراء نرمز لها بـ C وقيمة خيار بيع نرمز لها بـ P ويتم إبرام كلتا العقدتين على نفس السهم الخالي من التوزيعات وله نفس سعر التنفيذ X ونفس تاريخ الاستحقاق T ، نقوم ببناء محفظتين في الفترة t المحفظة A والمحفظة B وسنبرهن أنه عند تاريخ الاستحقاق T سيكون لهما نفس القيمة، وهذا في ظل غياب عمليات المراجحة، وبالتالي نستنتج أنه ما دام لهما نفس القيمة عند الاستحقاق فحتمًا ستكون لهما نفس القيمة الابتدائية في الفترة t ،² حيث أن:³

المحفظة A : تتشكل من خيار شراء + استثمار مبلغ يقدر بالقيمة الحالية لسعر التنفيذ أي $Pv(X) = Xe^{-r(T-t)}$.

المحفظة B : تتشكل من خيار البيع + سهم تساوي قيمته S في الفترة t .

والجدول الموالي يوضح لنا قيمة المحفظتين عند تاريخ الاستحقاق:

جدول رقم 10: قيم المحفظتين A و B المعتمدين لبناء نموذج (Put Call Parity)

$S_T < X$	$S_T > X$	قيمة مكونات المحفظة عند الاستحقاق T	
0	$S_T - X$	قيمة خيار الشراء	المحفظة A
X	X	قيمة الاستثمار [مبلغ يساوي $PV(X)$]	
X	S_T	المجموع:	
$X - S_T$	0	قيمة خيار البيع	المحفظة B
S_T	S_T	قيمة السهم الضمني	
X	S_T	المجموع:	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

-Benjamin Lorent, Cours en Théori Financière (Produits dérivés), ULB, Solvay Brussels School of Economics and management, 2016-2017, p 124, (homopages.ulb.ac.be) consulté le 15/3/2018.

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل أساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مرجع سابق، ص 180.

² -Robert Coffin, principes de Finance Moderne, Economica, Paris, 1998, p 358- 359 .

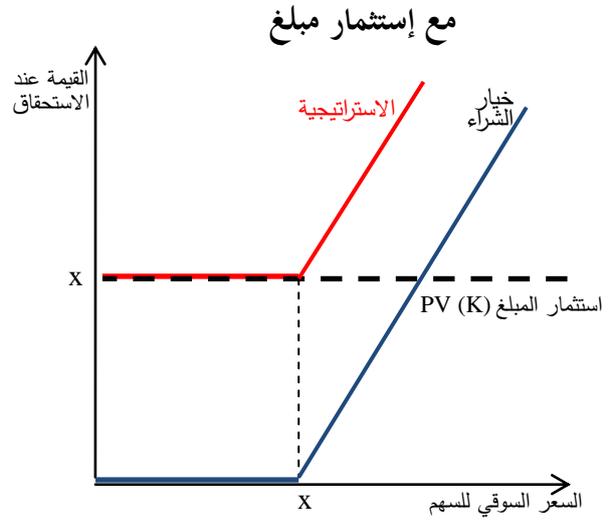
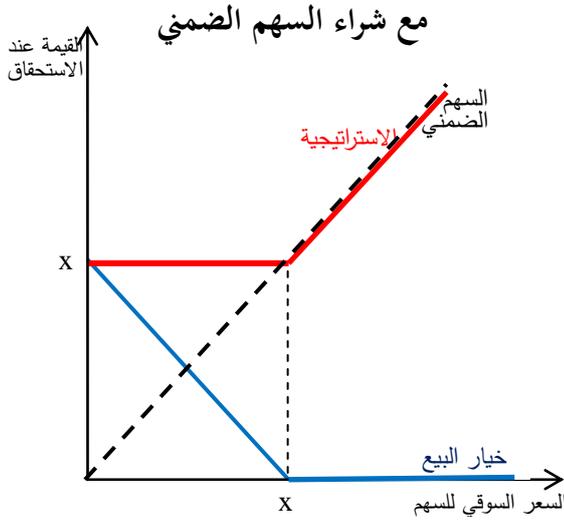
³ -Idem.

* $PV(X)$: Present value of X .

ويمكننا تمثيل الإستراتيجيتين بيانياً كالتالي:

شكل رقم 15: إستراتيجية شراء خيار شراء

شكل رقم 16: إستراتيجية شراء خيار بيع



Source: Benjamin Lorent, Cours en Théori Financière (Produits dérivés), ULB, Solvay Brussels School of Economics and management, 2016-2017, p 116, 117, (homopages.ulb.ac.be) consulté le 15/3/2018.

نلاحظ من خلال الجدول والرسوم البيانية أن قيمة المحفظتين A و B خلال تاريخ الاستحقاق متساويتان حيث أن:¹

$$V_T(A) = \text{Max} (0, S_T - X) + X = \text{max} (S_T, X)$$

$$V_T(B) = \text{Max} (0, X - S_T) + S_T = \text{max} (S_T, X)$$

بما أن المحفظتين لهما نفس القيمة خلال T (تاريخ الاستحقاق) فحتما يجب أن تكون لهما نفس القيمة لأجل $t \leq T$

(الفترة الابتدائية) وإلا سيكون هناك فرص للمراجحة عن طريق شراء المحفظة منخفضة القيمة وبيع المحفظة الأعلى ثمناً

للاستفادة من فرص المراجحة²؛ تبعا لذلك تكون لدينا عند الفترة t المعادلة الموالية، حيث تسمى هذه المعادلة * علاقة

تكافؤ خيار البيع والشراء (relation de parité put call):³

$$C + Xe^{-r(T-t)} = P + S$$

حيث:

- C: السعر السوقي الجاري لخيار الشراء.
- $Xe^{-r(T-t)}$: تمثل PV (X) أي القيمة الحالية خلال التاريخ الابتدائي t لسعر التنفيذ X والذي سيتم تحصيله خلال الفترة T، يتم توظيف هذا المبلغ في التاريخ t بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر " r " المركب المستمر، والذي يساوي عند الاستحقاق " T " قيمة سعر التنفيذ X.
- P: السعر السوقي الجاري لخيار البيع.

¹ - Idem, p 359.

² - Roland Portait, Patrice Poncet, op-cit, p 311.

* يمكن كتابة القيمة الحالية لـ K (سعر التنفيذ) بالطريقتين: $PV(X) = \frac{K}{(1+r)^{T-t}} = Xe^{-r(T-t)}$

³ - راجع:

- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 160.
- Robert Coffin, op-cit, p 359.

• S: السعر السوقي الجاري للأصل محل التعاقد.

ومن خلال المعادلة السابقة نستنتج قيمة خيار الشراء:¹

$$C = S + P - Xe^{-r(T-t)}$$

وهذا يعني أن قيمة خيار الشراء تُعادل قيمة شراء السهم الضمني مضافا إليها قيمة خيار بيع يتم تمويله عن طريق

إقتراض مبلغ يقدر بالقيمة الحالية لسعر التنفيذ X أي: PV (X).

$$P = C + Xe^{-r(T-t)} - S$$

أي أن سعر السوقي لخيار البيع يعادل السعر السوقي لخيار الشراء مضافا إليه قيمة السهم الضمني يتم تمويله عن طريق

إقتراض مبلغ يساوي القيمة الحالية لسعر التنفيذ X أي PV (X).

الفرع الثاني: حساب قيمة خيار البيع استنادا لنموذج تكافؤ حق الشراء والبيع

من خلال دراستنا لنموذج بلاك وشولز اتضح لنا أن تحديد قيمة خيار البيع في هذا النموذج تعتمد على معادلة

تكافؤ حق الشراء والبيع وهذا ما سنوضحه من خلال المثال التالي:²

بافتراض المعطيات التالية التي تخص عقد خيار على سهم الشركة " ABC "، حيث (S) سعر السهم يساوي 50

دولار، (X) سعر التنفيذ يساوي 45 دولار، (T) الفترة المتبقية حتى تنفيذ العقود تساوي 3 أشهر أي 0,25 سنة، (σ)

تذبذب عوائد السهم = 4 %، سعر الفائدة الخالي من المخاطر يقدر ب 10 %.

لتحديد قيمة خيار البيع يجب أولا أن نحدد قيمة خيار الشراء وهذا بناء على نموذج بلاك وشولز.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{50}{45}\right) + \left(0,1 + \frac{0,04^2}{2}\right)0,25}{0,4 \sqrt{0,25}} = 0,752 \Rightarrow N(d_1) = 0,7742$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} = 0,752 - 0,4 \sqrt{0,25}$$

$$d_2 = 0,5520 \Rightarrow N(d_2) = 0,7095$$

$$C = S N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2)$$

$$C = 50 (0,7742) - 45 e^{(-0,1)(0,25)} (0,7095)$$

$$C = 7,57 \$$$

قيمة خيار البيع نستخرجها باستخدام معادلة تماثل حق الشراء والبيع حيث:

$$P = C + Xe^{-r(T)} - S$$

$$P = 7,57 + 45e^{-0,1(0,25)} - 50$$

$$P = 1,45 \$$$

الفرع الثالث: تقييم النموذج

من خلال عرضنا لنموذج تكافؤ حقوق البيع والشراء يمكننا استخلاص النتائج التالية:³

¹ - Benjamin Lorent, op-cit, p 118.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 361-362.

³ - راجع:

عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 161 - 162.

- Robert Coffin, op-cit, p 360.

1. معادلة تماثل حقوق خيار الشراء والبيع لا تعتمد على أي نموذج لتسعير الخيارات المالية؛
2. تم اشتقاق المعادلة باستخدام مبدأ المراجحة، وهي تنطبق على الخيارات الأوروبية فقط، وتعتبر هذه المعادلة اختصاراً لبيان بسيطاً لنماذج تسعير عقود الخيارات المالية، حيث أن أي نموذج لتسعير عقود الخيارات المالية ينتج عنه أسعار خيارات الشراء والبيع لا تحقق معادلة تماثل حقوق الشراء والبيع يعتبر مرفوضاً لأنه غير سليم؛
3. تعبر معادلة تماثل حقوق الشراء والبيع معادلة ذات أهمية بالغة لأنها تتيح لنا وبناء على معرفة مسبقة بقيمة خيار شراء أوروبي على أسهم لا تتيح توزيعات أرباح، بالتحديد الفوري لقيمة خيار بيع بنفس سعر التنفيذ وبنفس فترة الاستحقاق؛
4. تسمح لنا هذه العلاقة في محاكاة عقود الخيارات أو وضع خيارات ذاتية الصنع (Home made Option) أي محاكاة عقود الخيارات عن طريق استثمارات تحقق نفس عوائد الخيارات؛
5. من أجل سهم معين نفترض أن المعاملات تتم على أساس عقد خيار شراء وليس بيع فيمكننا محاكاة عقد خيار البيع عن طريق بناء محفظة تتكون من:
 - عقد خيار شراء بنفس تاريخ استحقاق وسعر تنفيذ عقد خيار البيع.
 - سند صفري عديم المخاطرة يتم تسديده بدفع المبلغ X خلال التاريخ T .
 - اتخاذ مركز قصير على سهم يتمثل في السهم الضمني محل العقد.

المطلب الرابع: الأسلوب البياني

يعتبر الأسلوب البياني من أبسط الطرق المعتمدة لتقييم الخيارات لذا سنتعرض له باختصار فيما يلي.

الفرع الأول: التعريف بالأسلوب البياني

يمكن من خلال الأسلوب البياني تحديد القيمة النظرية القصوى والقيمة النظرية الدنيا لحق الخيار، حيث يكون التساؤل دوماً عن أقصى قيمة لحق الخيار وأقل قيمة يمكن أن يصل إليها هذا الحق، وفي هذه الحالة لا بد من دراسة متغير مهم وهو الوقت المنقضي بين تاريخ إبرام الحق وتاريخ انتهائه، كما أشرنا سابقاً تتحدد قيمة الخيار بعنصر أساسي هو الوقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه، لنفترض أن هذا الوقت طويل جداً (ليس هناك تاريخ محدد لانتهاء العقد مثلاً) مثلاً في هذه الحالة نتوقع أن تصل قيمة الخيار إلى أقصاها لأن القيمة الحالية لسعر التنفيذ ستؤول إلى الصفر، ونتيجة لذلك فإن قيمة الخيار تصل إلى أقصى حد لها، أو يمكن تبريرها بطريقة أخرى وهي أنه خلال هذه الفترة الطويلة جداً فلا بد أن يصبح العقد مربحاً (ITM) مما يجعل محرر العقد يطلب أقصى قيمة ممكنة على اعتبار أن خسارته مؤكدة (علماً أن ذلك ممتنع التحقيق في الواقع على اعتبار أن محرر العقد تأكد من خسارته فإنه لن يجرر العقد أصلاً)، أما ما يتعلق بحق خيار البيع كما في الشكل فالمنحنى الممثل للقيمة القصوى لحق خيار البيع يكون أفقياً ويمثل في نفس الوقت

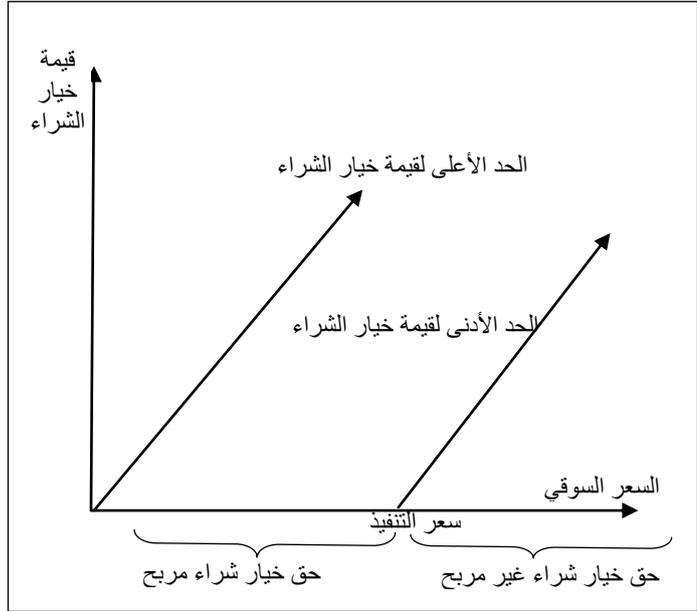
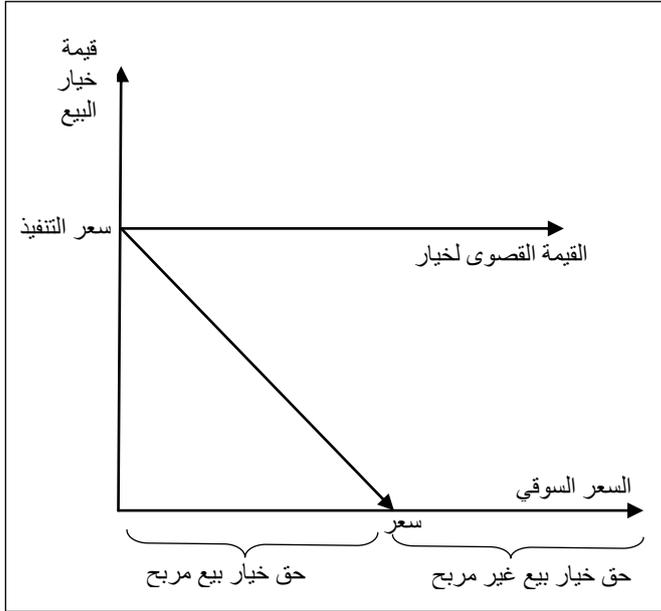
سعر التنفيذ للحق. كما نلاحظ أن القيمة الدنيا لحق خيار البيع يتم تمثيلها بخط مستقيم يبتدئ من سعر التنفيذ على المحور الأفقي ويلتقي بالمحور العمودي (الرأسي) عند نقطة تعادل سعر التنفيذ أيضا.¹

الشكل رقم 17: قيمة خيار شراء الأسهم

الشكل رقم 18: قيمة خيار بيع الأسهم

وفق الأسلوب البياني

وفق الأسلوب البياني



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل أساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، عدد 10، 2014، ص 176.

الفرع الثاني: مثال توضيحي عن تحديد سعر خيار البيع بيانيا

إذا افترضنا أن سعر أحد الأسهم هو (0)، وأن سعر التنفيذ يبلغ 10 دولار وأن قيمة خيار البيع تعادل القيمة الذاتية أو سعر التنفيذ هو 10 دولار على المحور الرئيسي، إذا ارتفع سعر السهم إلى 5 دولار، فإن قيمة حق خيار البيع يعادل 5 دولار (أي الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق: $5 = 5 - 10$) وذلك يعني أن الارتفاع أو الزيادة في سعر السهم سوف يترتب عليها انخفاض قيمة حق خيار البيع، وعندما يتعادل السعر السوقي للسهم مع سعر التنفيذ فإن قيمة حق خيار البيع في هذه الحالة يساوي الصفر، ولا يمكن أن تقل قيمة خيار البيع عن ذلك لأن قيمة حق الخيار عموماً إما قيمة موجبة أو تساوي الصفر، ومن ناحية أخرى فإن قيمة حق الخيار لا يمكن أن تكون أعلى من سعر التنفيذ لأن سعر السهم لا يمكن أن يكون سالبا بأي حال من الأحوال، وعلى ذلك فإن الخط الممثل لأقصى قيمة حق خيار البيع يرسم في صورة خط مستقيم موازي للمحور الأفقي من النقطة التي تساوي سعر التنفيذ على المحور العمودي (الرأسي).²

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل أساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مرجع سابق، ص 176.
² - نفس المرجع، ص 176-177.

خلاصة الفصل

يهدف هذا الفصل للإحاطة بجميع جوانب عقود الخيارات المالية وما تمثله في المحيط المالي المعاصر، من خلال دورها كأحد أهم الأدوات المالية المشتقة المتداولة في الأسواق المالية العالمية، مركزين في ذلك على أحد أنواع هذه العقود ألا وهو عقود الخيارات على الأسهم، على اعتبارها موضوع أطروحتنا، مع إبرازنا لطرق تقييم هذه العقود انطلاقاً من أن إشكالية موضوعنا تعالج أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على قيمة عقود الخيارات المالية، وقد تم التوصل من خلال هذا الفصل للنتائج التالية:

- تطورت عقود الخيارات تطوراً بالغاً منذ ظهورها لغاية وقتنا الحالي من حيث الكم والكيف، وتعتبر الخيارات على الأسهم إضافة للخيارات على المؤشرات من أهم أنواع عقود الخيارات المتداولة من حيث حجم التداول وذلك على مستوى أهم 74 بورصة لتداول المشتقات على مستوى العالم.
- تتبع أهمية عقود الخيارات من خصائصها الفريدة على رأسها انخفاض التكلفة والمرونة الرفع المالي وسيولة أسواقها خاصة المنظمة منها.
- تلعب عقود الخيارات دوراً بالغاً بالنسبة للاقتصاد ككل من خلال التخفيف من الصدمات الناجمة عن التقلبات في أسعار الأصول المالية أسعار الفائدة أو العملات، أو بالنسبة للمؤسسات المالية والمستثمرين نظراً لاستخداماتها كأحد أهم أدوات التحوط، المضاربة وبناء مختلف الاستراتيجيات الاستثمارية.
- التعامل بعقود الخيارات لا يخلو من المخاطر في ظل استخدامها على مستوى الأسواق غير المنظمة وما ينشأ عنه من مخاطر إئتمانية، ومخاطر السوق والسيولة، أو في ظل سوء استخدامها من طرف المؤسسات بفعل تجاوز هذه الأخيرة للوظيفة التقليدية لإدارة الخزينة لتصبح أداة للمضاربات.
- يتمثل سعر الخيار في قيمة العلاوة التي يدفعها مشتري الخيار للبائع، وتتحدد وفق عدة عوامل مرتبطة بالسهم محل العقد، وتنقسم قيمة الخيار لجزئين، قيمة ضمنية (الفجوة بين السعر السوقي وسعر التنفيذ وقت التسعير) وأخرى زمنية تتأثر من احتمالات التغيرات المستقبلية المرجحة في السعر السوقي للسهم.
- تعكس أسعار الخيارات توقعات المتعاملين في السوق المالي حول التطورات المستقبلية في الأسعار، لأن سعر الخيار ماهو إلا القيمة الحالية للأمل (تحت فرضية المخاطر المحايدة) في تحقيق مكاسب نهائية من الخيار.
- يعتبر نموذج بلاك وشولز أهم نماذج التقييم وأكثرها تعقيداً لأنه نموذج الزمن المستمر، لأن الأسعار في النموذج تتغير بشكل مستمر بدلاً من تغييرها في نقاط محددة ومنفصلة على غرار نموذج ثنائي الحدين.
- يعتبر نموذج ثنائي الحدين أبسط من نموذج بلاك وشولز من حيث افتراضاته واستخدامه للرياضيات غير المعقدة إلا أنه يتطلب وقتاً وجهداً أكبر، في حين يعتبر نموذج تماثل حقوق خيارات الشراء وخيارات البيع الأبسط، وهو مشتق من مبدأ المراجعة.

الفصل الثاني

حوكمة الشركات المقيدة
وطبيعة تأثيرها على قيمة
الخيارات على الأسهم

تمهيد

إن حوكمة الشركات أحد أهم مواضيع الساعة خاصة بعد الأزمات العديدة التي تعرضت لها الأسواق والمؤسسات المالية، فقد أصبحت تمثل الإطار الفعال لحماية المؤسسة وجميع الأطراف المرتبطة بها وكذا السوق المالي الذي يتم فيه تداول أوراقها المالية من الصدمات والأزمات المالية، وكذلك فالحوكمة الفعالة توفر التنظيمات والقوانين التي تمكن المساهمين، سواء كانوا ملاكاً أو مسيرين أو مساهمين عاديين من الحفاظ على حقوقهم وتعظيم مكاسبهم.

وتحدد الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات المقيدة جميع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بنشاط الشركة مثل مجلس الإدارة ، المديرين، المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، كما تحقق هذه الأطر قواعد إعداد وإجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة، كذلك تحدد الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركات ووسائل تحقيقها والرقابة على أدائها، بما يضمن تعظيم ثروة المساهمين وتحسين أداء أسهم الشركات.

ويعتبر السوق المالي الفضاء الذي تنشط فيه هذه الشركات والذي أصبح من أهم الأطر الداعمة لحوكمة الشركات المقيدة به من خلال سعيه لفرض بعض المتطلبات الحوكمية على هذه الشركات على غرار الالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح من خلال نشر التقارير المالية وتقارير الحوكمة الخاصة بها، وقد أثبتت الأدبيات الاقتصادية مدى تأثير حوكمة الشركات على أداء الشركات، قيمتها وقيمة أسهمها، الأمر الذي سينتقل بالنتيجة لقيمة خياراتها المتداولة في السوق المالي.

لهذا الغرض وبهدف إبراز أهمية حوكمة الشركات المقيدة في السوق المالي على مختلف المتغيرات الاقتصادية والمالية المؤثرة على هذه الشركات وكيفية انتقال هذا الأثر لأحد أهم أنواع المشتقات المالية ألا وهو الخيارات على الأسهم ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- مبحث أول يقدم الإطار النظري لحوكمة الشركات.
- مبحث ثاني يتمحور حول دور السوق المالي في إرساء مبادئ الحوكمة.
- مبحث ثالث حول تحليل طبيعة تأثير حوكمة الشركات على قيمة أسهم الشركات المقيدة.

المبحث الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

نتطرق في هذا المبحث إلى المفاهيم العامة لحوكمة الشركات وكذا المبادئ التي تقوم عليها الحوكمة بالإضافة إلى مختلف النظريات التي تفسر حوكمة الشركات.

المطلب الأول: تعريف ونشأة مفهوم حوكمة الشركات والأطراف المعنية بتطبيقها

تعتبر الحوكمة مفهوما حديث النشأة لذا ارتأينا تحديد مفهومها بكل دقة وتبيان مراحل نشأتها وكذا الأطراف المعنية بتطبيقها.

الفرع الأول: تعريف حوكمة الشركات

لتحديد مفهوم حوكمة الشركات بدقة ارتأينا تعريفه لغة واصطلاحا.

أولا: تعريف الحوكمة لغة

لم يتفق الباحثون والأكاديميون العرب على ترجمة محددة للمصطلح الأنجلوساكسوني (Corporate Governance) ولكن بعد العديد من المحاولات والمشاورات مع عدد من خبراء اللغة العربية والاقتصاديين والقانونيين المهتمين بهذا الموضوع تم اقتراح مصطلح (حوكمة الشركات) على وزن (فوعلة) باعتباره الأقرب إلى مفهوم المصطلح باللغة الانجليزية.¹ حيث تعني كلمة (Corporate) شركة وكلمة (governance) تعني حاكمة من الحكام والحاكمة، وبالبحث في معاجم اللغة العربية تحت لفظ (حَكَمَ) نجد أن العرب تقول: حَكَمْتُ وَأَحْكَمْتُ أَي مَنَعْتُ، ويقال للحاكم بين الناس حاكم لأنه يمنع الظالم من الظلم، وأيضا حَكَمَ الشَّيْءَ وَأَحْكَمَهُ أَي مَنَعَهُ مِنَ الْفَسَادِ.² ولقد بحث مجمع اللغة العربية في عدة ترجمات لهذا المصطلح منها الحاكمة، والضوابط المؤسسية الحاكمة، إلا أن المجمع ورئيسه استقرا على استخدام لفظ الحوكمة أو حوكمة الشركات وذلك في دورته المنعقدة بالقاهرة عام 2002.³

ثانيا: تعريف الحوكمة اصطلاحا

تتعدد تعريفات حوكمة الشركات، بين تعاريف لبعض المتخصصين في مجال الحوكمة وتعاريف أخرى لمؤسسات دولية:

1. تعريف بعض المتخصصين

تعرف الحوكمة على أنها " بمثابة عملية إدارية تمارسها السلطة الإدارية الاستشارية سواء داخل الشركات أو خارجها، أي بالأجهزة الحكومية أو غير الحكومية، فهي تتخذ من الأخلاق الحميدة أدائها ومحورها، وفي الضمير الذاتي عدتها وبنائها، ومن الوعي الإداري بالقيم والمثل نظامها، وهي عنصر لازم ومتلازم في كافة الأعمال".⁴

¹ - الصالحين محمد العيش، حوكمة الشركات بين القانون واللائحة، المجلة الدولية للقانون، 4- 2016، ص 3 (<http://dx.doi.org/105339/irl.2016.4>) تاريخ الاطلاع 2018/01/20.

² - نبيل قلى، دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017، ص 03.

³ - ناصر عبد الحميد علي، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة، القاهرة، 2014، ص 44.

⁴ - مصطفى حسن بسيوني السعدني، الشفافية والإفصاح في إطار حوكمة الشركات، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2009، ص 146.

وتعرف بأنها: "تعبير واسع يتضمن القواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات وخاصة شركات الاكتتاب العام لقراراتها، والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مدير ورؤساء تلك الشركات وموظفوها، والمعلومات التي يفصحون عنها للمستثمرين والحماية التي يقدمونها لصغار المساهمين".¹

كما تعرف كذلك كالتالي: "حوكمة الشركات هي مجمل العمليات والتنظيمات والقوانين والهيئات التي تؤثر على الطريقة التي تسير، تدار وتراقب من خلالها الشركة، وهي تشمل كذلك العلاقات بين مختلف الأطراف المعنية أي أصحاب المصالح، والأهداف التي تحكم المؤسسة، وتمثل أهم هذه الأطراف في المساهمين، الإدارة ومجلس الإدارة، أما بقية الأطراف الأخرى فتضم الموظفين، الموردين، الزبائن، البنوك والمقرضين الآخرين، المحيط والمجتمع بشكل عام".²

من خلال كل التعاريف السابقة يمكننا تعريف حوكمة الشركات باختصار أنها نظام متكامل من القوانين والإجراءات والأطر تم إعداده بغرض تسيير الشركة ومراقبتها على المدى الطويل، وقد وُضعت الحوكمة لحماية حقوق ومصالح حملة الأسهم، ولكن أيضاً حقوق أصحاب المصالح الآخرين (المديرين، الموظفين، العملاء، الموردين، البنوك... إلخ)، كما يوفر الحوكمة الإطار اللازم لمراقبة تنفيذ الاستراتيجيات والاستخدام الرشيد للموارد لتحقيق مستوى الأداء المطلوب.

2. تعريف بعض المؤسسات والهيئات الدولية

حيث تعتبر المؤسسات والهيئات الدولية تالية الذكر الرائدة في مجال حوكمة الشركات لدى نوجز تعاريفها كما يلي:

أ. تعريف لجنة (cadbury)

حوكمة الشركات هو النظام الذي تسيّر وتُراقب به مجمل الشركات، ويعتبر بتوكل مجلس إدارة المسئول عن حوكمة شركته، ويتيح لحملة الأسهم تعيين أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين بغرض ضمان تطبيق هيكل ملائم للحوكمة، ويمكن مجلس الإدارة من تنفيذ الأهداف الإستراتيجية للشركة لضمان الرّيادة والفعالية والإشراف على تسيير المؤسسة، وإعلام المساهمين عن طريقة تسييرهم التي تكون خاضعة للقوانين والتنظيمات وللمساهمين في الجمعيات العامة.³

ب. تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE)

الحوكمة هي الهيكل الذي تنظم من خلاله إدارة الشركة، والرقابة عليها مع التأكيد على أن يتضمن هذا الهيكل نظاما لحوافز المديرين ومجلس الإدارة، مرتبطا بأداء الشركة الذي يهدف إلى تعظيم أرباح المساهمين ويؤدي إلى تشجيع الإدارة على الاستثمار الأمثل لموارد الشركة.⁴

ج. كما تعرفها مؤسسة التمويل الدولية (IFC)

الحوكمة هي الهياكل والأنظمة التي تسيّر وتراقب عن طريقها الشركات، وتمكّن الحوكمة الجيدة الشركات من العمل بكفاءة من خلال جذبها لرأس المال والتقليل من مخاطر الإدارة، وبذلك تكون الشركات أكثر مصداقية وشفافية بالنسبة

¹ - محمد مصطفى سرليمان، حوكمة الشركات معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 16.

² - Emil Tchave Hatcheu, comprendre la gouvernance, l'Harlattan, Paris, 2013, p 24 .

³ - Report of the committee on "The Financial Aspects of corporate Governance", 1 december 1992. (www.ecgi.org/codes/ documents/cadbury.pdf) consulté le 22/01/2018

⁴ - ناصر عبد الحميد علي، مرجع سابق، ص 45.

للمستثمرين، كما تمنحها الوسائل اللازمة للاستجابة لمتطلبات أصحاب المصالح".¹

الفرع الثاني: نشأة مفهوم حوكمة الشركات

إن مفهوم حوكمة الشركات لم يعرف الانتشار إلا بداية من الثمانينات من القرن الماضي، إلا أن بداية بروز الأفكار المتعلقة بهذا المفهوم بدأت منذ سنة 1932 من خلال صدور كتاب (Berle et Means) الشركة المعاصرة والملكية الخاصة (The modern corporation and private property) والذي أبرز من خلاله مؤلف الكتاب فكرة قدرة المسيرين على تحقيق فوائد من وراء ضعف المساهمين الأمر الذي فتح المجال أمام العديد من القراءات القانونية والاقتصادية، وهذا ما تم إثباته فعلياً خلال الثلاثينات من القرن الماضي أو حتى في الوقت الراهن، فإن الطابع الغير مستقل للنظام الرأسمالي ساهم في الفشل الإداري لكبريات الشركات العالمية.²

خلال سنوات السبعينات نشأ إجماع بشأن حتمية تنظيم السوق ودعمها باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة والتي من شأنها حل المشكل أي توجيه سلوك المسيرين نحو تحقيق مصلحة المساهمين، وقد برز خلال هذه الفترة ما يدعم هذا التحليل في المجال المالي والمتمثل في نظرية (HEIM: Fama 1970) أي نظرية الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية.³ تميزت فترة الثمانينات ب بروز عدة تطورات ومبادرات في مجال الحوكمة إلا أن الدعوات والمبادرات الهادفة إلى تحسين نظم الحوكمة في الشركات والمؤسسات تزايدت بشكل ملحوظ من نهاية التسعينات من القرن الماضي متأثرة بشكل أساسي بالأزمة المالية في دول شرق آسيا سنة 1997، وكذا إفلاس العديد من الشركات مثل (Max Well) و(BCCI) البريطانيتين من هذه المبادرات نذكر: في المملكة المتحدة أعمال لجنة التشاور المرؤوسة من طرف السيد (Cadbury) (Adrian) والتي وضعت تقريراً سمي بتقرير (Cadbury) سنة 1992 حول أفضل الممارسات التي يجب أن يخضع لها مجلس الإدارة والشركات المقيدة وقد تم تطوير هذا التقرير سنة 1998 لسمي بتقرير (Hampel) والمعنون ب: (Combined code on corporate governance) والذي أقر بضرورة مراقبة الحسابات وخلق لجان المراجعة، أما في الولايات المتحدة فقد قام المعهد الأمريكي للقانون (American law institute)، بوضع تقرير يهدف لتحسين نظم الحوكمة سمي بـ "مبادئ حوكمة الشركات تحاليل وتوصيات".⁵

عرفت سنوات الألفية الأولى من القرن الواحد والعشرين التعثر المالي للعديد من الشركات بسبب عدم التزامها بمبادئ الحوكمة على غرار انهيار شركة (Enron) عملاق الطاقة في الولايات المتحدة التي ورغم خضوعها للتدقيق من طرف مدقق خارجي (شركة آرثر أندرسون) إلا أنها فشلت في الكشف عن تلك المخالفات، وكذلك شركة (World Com) للاتصالات التي أفلست سنة 2002 بسبب إتباعها لحيل محاسبية بغرض إخفاء مركزها المالي وإعطاء صورة مشرفة

¹ - Corporate governance overview. (www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_sit/ifc+cg/priorities/oreview). consulté le 30/01/2018.

² - Veronique Magnier, La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, lextenso Edition, Paris, 2010, p 14.

* - H.E.I.M l'Hypothèse d'Efficience Informationnelle du Marché boursier.

³ - Veronique Magnier, op-cit, p 4 .

⁴ - جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية، مداخلة في الملتقى السنوي لسوق رأس المال الفلسطيني، أيلول 2007، ص 2. (Ifepedia.com/arab/wp+content/uploads/2010/04). تاريخ الاطلاع 2018/01/21.

⁵ - Frédéric Peltier, La corporate Governance au secours des conseils d'administration, Dunod, Paris, 2004, p 22 – 23 .

لوضعية الشركة مخالفة للواقع بهدف رفع سعر السهم، وكذا مكافأة المسيرين¹، كما أعتبر أغلب الاقتصاديين أن الأزمة المالية لسنة 2008 المعروفة بأزمة القروض الرهينة كان السبب الرئيسي وراءها هو عدم كفاية مبادئ الحوكمة السليمة للشركات²، ونتيجة لكل هذه الفضائح المالية تم سن سنة 2002 قانون إصلاح محاسبة الشركات المدرجة وحماية المستثمرين أو ما يعرف بقانون (Sarbanes-Oxley) في الولايات المتحدة، ليفرض قواعد جديدة على المحاسبة والشفافية المالية، الغرض من هذا القانون هو زيادة مسؤولية الشركات، وجعل التقارير المالية أكثر موثوقية، ومكافحة السلوك المنحرف والاحتياالي للشركات، يعتبر هذا القانون أكثر أهمية لأنه واحد من القوانين الفيدرالية الوحيدة التي تحكم نظام المحاسبة الأمريكي³.

كل هذه الأحداث وغيرها دفعت كل من صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) إلى تحليل ودراسة أسباب هذه الاضطرابات المالية والاقتصادية، حيث قامت بإصدار مبادئ حوكمة الشركات سنة 1999، ثم إصدار تعديل لهذه المبادئ عام 2004 بناء على اقتراح مؤسسة التمويل الدولية (IFC) الذي يقضي بإدراج بنود تشريعية لحوكمة الشركات لكل من قوانين أسواق المال ولوائح الشركات⁴.

في جويلية 2015 تطورت هذه المبادئ عقب منتدى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) مع مجموعة 20 (G20) لتسمى هذه المبادئ مبادئ OCDE/G20 لحوكمة الشركات، وجاءت لمساعدة واضعي السياسات على تقييم وتحسين الإطار القانوني والتنظيمي والمؤسسي لحوكمة الشركات بهدف دعم الكفاءة الاقتصادية والنمو المستدام والاستقرار المالي العالمي، كما جاء هذا التعديل بغرض ضمان استمرارية هذه المبادئ لأهميتها ودقتها، وقد تم تدعيمها بالتجارب العلمية والتحليلية ومعالجة التغيرات ذات الصلة في كل من قطاعي المال والشركات⁵.

الفرع الثالث: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

هناك أربعة أطراف أساسية تؤثر وتتأثر بالتطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات.

أولاً: المساهمين (Shareholders)

وهم من يقوم بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة للاستثماراتهم وأيضاً تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهم من لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم⁶، وتمثل الجمعية العامة للمساهمين المنبر الذي من خلاله يتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة إذا نص القانون على ذلك، والذي يقدم موافقته على تسيير السنة المنقضية، ويصوت على نسبة الأرباح الموزعة للمساهمين، ويرخص لمجلس الإدارة عمليه رفع رأس المال الاجتماعي أو القيام باقتراض سندي، أو تغيير القوانين الأساسية

¹ - سفير محمد، فاشي يوسف، محاضرات في حوكمة الشركات، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، 2016 - 2017، ص 9.
² - نفس المرجع.

³ - Hervé Stolowy and Al, Audit financier et contrôle interne l'apport de la loi Sarbanes - Oxley, Groupe HEC, p2. (https://studies2.hec.fr/jahia/webdav/site/hec/shared/sites/stolowy/acces_anonyme/recherche/published%20articles/audit%20financier.pdf) consulté le 28/08/2018.

⁴ - ناصر عبد الحميد، مرجع سابق، ص 52.

⁵ - جليل طريف، مبادئ (OECD/G20) للحوكمة، أخبار الاتحاد، مجلة صادرة عن اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الإصدار رقم (11)، أكتوبر 2015، ص 4. (www.uasa.ac).

⁶ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 19.

للشركة، وتختلف شروط الإجماع المفروضة من طرف المجلس حسب أهمية كل قرار بالنسبة للمؤسسة، وكذا تختلف الجمعيات العامة فقد تكون عادية أو استثنائية.¹

ثانيا: مجلس الإدارة (Board of directors)

يمكن تشبيه مجلس الإدارة بحكومة الشركة ورئيس مجلس الإدارة برئيس الحكومة، ويتميز رئيس مجلس الإدارة بالخصائص الدائم بالشركة بينما أعضاء مجلس الإدارة يجتمعون دوريا، وأغلبهم يسرون شركات أخرى، أي أن الحكومة الفعلية للشركة تتواجد فقط بداخل الشركة وهذا ما يتضح من خلال هيكلها التنظيمي، أي أن مجلس الإدارة عبارة عن مكتب اجتماعات بصلاحيات معتبرة في أغلب الدول.²

يلعب مجلس إدارة الشركة دورا مهما في وضع الخطط والأهداف الإستراتيجية لها، وإقرار الخطط والسياسات العامة التي تهيمن على سير العمل بالشركة، وكذلك مراقبة أداء الإدارة التنفيذية، والتأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلية وإدارة مخاطر الشركة، وتحديد الأسلوب الأمثل لتطبيق الحوكمة، واعتماد السياسات والمعايير المهنية الواجب إتباعها من قبل العاملين بما ينعكس على أدائهم وتصرفاتهم. ولذلك فإن لقرارات مجلس الإدارة تأثير كبير على أداء الشركة بما يضمن الحفاظ على أصولها وتعظيم ثروة مساهميها، يجب على عضو مجلس الإدارة أن يعتبر نفسه ممثلا لكافة المساهمين وملتزما بالقيام بما يحقق مصالح الشركة، ومراعاة حقوق أصحاب المصالح الآخرين وليس ما يحقق مصالح المجموعة التي يمثلها أو التي صوتت له فقط.³

ثالثا: الإدارة التنفيذية (Management)

هي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة، وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين⁴؛ لم يحظى المديرين التنفيذيين قبل منتصف الثمانينات بنفس الاهتمام الذي يحظون به اليوم، فحاليا بدأ الاهتمام بإلقاء مسؤولية حوكمة الشركة على هؤلاء المديرين التنفيذيين كنتيجة للعدد الضخم من الاندماجات والاستحواذ وبسبب الانتعاش الاقتصادي وقوة الأسواق المالية حيث أصبح المساهمين في ظل هذا الوضع يطالبون المديرين التنفيذيين بالقيام بواجباتهم من أجل الحفاظ على قيمة أسهمهم بعد عمليات الدمج.⁵

رابعا: أصحاب المصالح (Stakholders)

وهي مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والموردين والعمال والموظفين، ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف يكون لهم مصالح قد تكون متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان فالدائنون على سبيل المثال، يهتمون بمقدرة

¹ - Jean Claude Papillon, Economie de l'entreprise de l'entrepreneur à la gouvernance, 2^e édition, Edition Management société, Paris, 2000, p 217 – 218.

² - Idem, p 218.

³ - الدليل المصري لحوكمة الشركات، الهيئة العامة للرقابة المالية، الإصدار الثالث، 2016، ص 18-19. http://www.asa.gov.eg/attach/Law_84

2016.pdf) تاريخ الاطلاع 2018/1/20.

⁴ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 18.

⁵ - كينيث أ. كيم وآخرون، حوكمة الشركة الأطراف الراصد والمشاركة، ترجمة محمد عبد الفتاح العشاوي، غريب جبر غنام، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010، ص 73-74.

الشركة على السداد في حين يهتم العمال والموظفون على مقدرة الشركة على الاستمرار، ويلعب الدائنون دورا هاما في عدد من أنظمة حوكمة الشركات، ويمكنهم أن يقوموا بدور المراقب الخارجي على أداء الشركة، كما يلعب الموظفون دورا هاما بالإسهام في نجاح الشركة وأدائها في الأجل الطويل.¹

جدول رقم 11: الأهداف الخاصة لأصحاب المصالح

المقرضون	المساهمون	الأجراء	الزبائن	الموردون
- السيولة؛ - الملاءة؛ - قيمة الضمانات.	- توزيعات الأرباح؛ - ارتفاع السعر السوقي للسهم؛ - الحصول على التقارير والحسابات السنوية.	- الأجر؛ - الشعور بالأمن في العمل؛ - التكوين؛ - الحصول على المعلومات.	- النوعية؛ - الخدمة؛ - الأمان؛ - العلاقة (سعر/نوعية).	- التأسيس لعلاقات مستقرة؛ - التسديد في الآجال المحددة (السيولة).

Source: Mohamed Ali Khaldi, Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale, thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Grenoble, 2014, p 71

يشير هذا الجدول إلى تطلعات كل طرف من أصحاب المصالح من الشركة وما يمكنهم جنيه من وراء تعاملهم معها في إطار تبنيتها لأطر ومبادئ حوكمية رشيدة، حيث يهدف الموردون للتأسيس لعلاقات مستقرة مع الشركة تمكنهم من الحصول على مستحقاتهم في آجالها المحددة، ويهدف الزبائن للحصول على أفضل الخدمات التي تضمن لهم تحقيق التركيبة المثلى بين السعر والنوعية، كما يهدف الأجراء الحصول على أفضل الأجور ضمن إطار عمل مريح يضمن لهم التكوين وشفافية المعلومات، نفس التطلعات نلاحظها بالنسبة للمساهمين والمقرضين كما يتجلى لنا من خلال الجدول.

المطلب الثاني: مبادئ الحوكمة ومعاييرها

تتمثل مبادئ الحوكمة في الأطر والقواعد العامة التي وضعتها بعض المؤسسات والهيئات الدولية المختصة في مجال حوكمة الشركات وكذا البورصات والأسواق المالية حتى تستلهم منها التشريعات المحلية للدول الأطر القانونية الخاصة بها، وعلى ضوءها تم وضع بعض المعايير للحوكمة لتمكين الأسواق والمؤسسات المالية من قياس مدى فاعلية الحوكمة.

الفرع الأول: مبادئ الحوكمة

سنعرض فيما يلي مبادئ حوكمة الشركات التي سنتها بعض المؤسسات والهيئات الدولية وكذا بعض البورصات

أولا: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي (OCDE)

تعتبر أهم مبادئ للحوكمة على الإطلاق، فقد صدرت هذه المبادئ سنة 1999 وتم تعديلها سنة 2004 من خلال تقديم عدد من الخطوط الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد²، وآخر تعديل كان سنة 2015 من خلال منتدى OCDE/G20 بإيطاليا لحوكمة الشركات وسميت تلك المبادئ مبادئ OCDE/G20

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 18 - 19.
² - نفس المرجع، ص 41.

لحوكمة الشركات¹، وتعتبر تلك المبادئ غير ملزمة، كما أنها لا تستهدف تقديم توجيهات تفصيلية للتشريعات الوطنية، بل أن الغرض منها يتمثل في أن تكون بمثابة نقاط مرجعية يمكن استخدامها من طرف صانعي السياسة في غمار إعدادهم للأطر القانونية والتنظيمية لأساليب حوكمة الشركات، بما يتوافق مع قيمها الخاصة وأغراضها الاجتماعية²، ونعرض فيما يلي مبادئ OCDE/G20 للحوكمة على اعتبارها آخر المبادئ المعدلة:³

1. المبدأ الأول: و يتمثل في ضرورة ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات

ينص هذا المبدأ على أنه: "ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يشجع على شفافية وكفاءة الأسواق وأن يكون متوافقاً مع أحكام القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية" ومن متطلباته:

- أ- يجب وضع إطار لحوكمة لشركات يراعي الأداء الشامل للاقتصاد وتكامل الأسواق ويدعم شفافتها وكفاءتها؛
- ب- ينبغي أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية للحوكمة متوافقة مع أحكام القانون وذات شفافية وقابلة للتنفيذ؛
- ج. يجب ان تضمن قوانين سوق الأسهم حوكمة فعالة للشركات حتى تكون قراراتها في الوقت المحدد وتكون شفافة وفعالة.

2. المبدأ الثاني: ويتمحور حول حق المعاملة المتساوية للمساهمين، والوظائف الرئيسية لملاك رأس المال.

ينص هذا المبدأ على التالي: "يجب على نظام حوكمة الشركات أن يحمي حقوق المساهمين، ويسهل ممارستها ويضمن المعاملة العادلة لكل المساهمين، بما في ذلك المساهمين الصغار والأجانب، وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعلي عن كل انتهاك لحقوقهم" وتتمثل أهم متطلبات هذا المبدأ في:

- أ. تشمل حقوق المساهمين في ضمان تسجيل الملكية، تحويل الأسهم، الحصول على المعلومات الملائمة في الوقت المناسب، المشاركة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة؛
- ب. إعلام المساهمين وإشراكهم بشكل كافي حول القرارات المتعلقة بتغيرات أساسية في الشركة، وإجراء المعاملات المنعقدة مع أصحاب المصالح بالطرق التي تضمن التسيير الملائم لتضارب المصالح لحماية مصلحة المساهمين؛
- ج. حماية المساهمين الصغار من كل الممارسات التعسفية التي يقوم بها المساهمون المراقبون بشكل مباشر أو غير مباشر؛
- د. رقابة الأسواق المالية على الشركات يجب أن تعمل بشكل كفؤ وشفاف.

3. المبدأ الثالث: ويتعلق بالمستثمرين التأسيسيين، أسواق المال والوسطاء الآخرين

وينص هذا المبدأ على مايلي: "يتعين على نظام حوكمة الشركات أن يؤسس لحوافز سليمة على طول سلسلة الاستثمار، بالشكل الذي يساهم من خلاله نشاط الأسواق المالية في الحوكمة الجيدة للشركات"، ومن أهم متطلباته:

¹ - جليل طريف، مرجع سابق، ص 4.

² - محمد طارق يوسف، حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2009، ص 127.

³ - Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE, rapport de l'OCDE aux ministres des finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, septembre 2015. (www.oecd/daf/ca/corporategovernance-principales-FRA.pdf) consulté le 20/01/2018 .

أ. على المستثمرين التأسيسين نشر السياسات المتعلقة بحوكمة الشركات والتصويت والتي يطبقونها في الشركات التي

يستثمرون بها والإفصاح عن الطريقة التي يسرون بها تضارب لمصالح؛

ب. يتعين على نظام حوكمة الشركات أن يتيح مراقبة الوكلاء المحليين السماسرة، وكالات التنقيط، وكل المتدخلين الذي

يقدمون تحليلات أو آراء مهمة بالنسبة لقرارات المستثمرين؛

ج. ج- يتعين على الأسواق المالية أن تضمن الاكتشاف الصحيح والكفؤ للأسعار وتمنع عمليات الإدلاء (التصريح)

بالمعلومات والتلاعب بالسوق لتدعم حوكمة الشركات.

4. المبدأ الرابع: ويتمحور حول دور مختلف أصحاب المصالح في حوكمة الشركات

وينص على أنه: "يتعين على إطار الحوكمة أن يقر حقوق مختلف أصحاب المصالح (الأطراف المشاركة) في حياة

الشركة، حسب طريقة تحديدهم من طرف القانون الساري المفعول أو الاتفاقيات المتبادلة، وتشجيع التعاون الفعال بين

الشركات ومختلف أصحاب المصالح من أجل خلق الثروة وفرص العمل واستدامة الشركات السليمة مالياً" ومن متطلباته:

أ. يتعين احترام حقوق مختلف أصحاب المصالح والمحددة من طرف القانون والسماح لهم بالحصول على المعلومات الملائمة

والكافية، والسماح بتطوير آليات مشاركة المساهمين؛

ب. تمكين أصحاب المصالح من الموظفين أو ممثليهم من الاتصال بكل بصرية بمجلس الإدارة و التصريح بالممارسات غير

القانونية أو غير الأخلاقية، ووضع جهاز فاعل وكفاء في ما يخص الإفلاس والتفعيل الكافي لحقوق الدائنين.

5. المبدأ الخامس: الشفافية ونشر المعلومة (الإفصاح)

ينص على أنه: "يتعين على إطار الحوكمة أن يضمن الإفصاح وفي الوقت الملائم عن المعلومات الدقيقة المتعلقة بكل

المواضيع الهامة المتعلقة بالشركة، بما في ذلك المركز المالي، النتائج، حقوق الملكية، وحوكمة الشركة"، ومتطلبات هذا المبدأ:

أ. يجب أن يشمل الإفصاح النتائج المالية ونتائج الاستغلال، أهداف الشركة، الملكيات الكبرى للأسهم، سياسة

المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة، المعاملات مع أصحاب المصالح، عوامل المخاطرة المتوقعة والمسائل التي تهم

الموظفين؛

ب. الإفصاح عن هياكل وسياسات حوكمة الشركة، وإعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً لمعايير مرتفعة الجودة؛

ج. القيام بمراجعة خارجية سنوية من طرف مراجع مستقل كفاء ومؤهل، يتميز بالمسؤولية أمام المساهمين وأمام المجتمع؛

د. ينبغي على قنوات بث المعلومات أن توفر المعلومات الملائمة بشكل عادل وفي الوقت الأمثل وبأفضل التكاليف.

6. المبدأ السادس: ويتعلق بمسؤولية مجلس الإدارة

ينص على أنه: "يتعين لإطار حوكمة الشركات ضمان القيادة الإستراتيجية والرقابة الفعلية للتسيير من طرف مجلس الإدارة

وكذا مسؤولية مجلس الإدارة أمام المجتمع ومساهميها"، وأهم متطلبات هذا المبدأ تتمثل في:

أ. يجب على أعضاء مجلس الإدارة العمل بحسن نية وبالاعتناء الواجبة وطبقاً للمعايير الأخلاقية، وأن يعامل كافة المساهمين

معاملة عادلة، وأن يأخذ بعين الاعتبار مصالح أصحاب المصالح الآخرين.

ب. ينبغي على مجلس الإدارة القيام بوظائف رئيسية معينة تتضمن:

- توجيه إستراتيجية الشركة وخطط العمل الرئيسية ومراقبة تنفيذ هذه الأهداف والنتائج، والإشراف على ممارسات الحوكمة؛
- تعيين أهم المسيرين وتحديد مرتباتهم ومتابعة نشاطهم ومراعاة تناسب مرتباته م مع المصالح طويلة الأجل للشركة ومساهمتها؛
- تعيين أعضاء مجلس الإدارة يكون بوضوح وشفافية، وعليه إدارة تضارب المصالح الذي قد ينشأ في الشركة.
- ضمان نزاهة أنظمة الحسابات، بما في ذلك استقلالية مراجعة الحسابات، والإشراف على عمليات الإفصاح والاتصال؛
- تشكيل المجلس للجان متخصصة لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة في مهامهم، والإفصاح عن صلاحياتها وتشكيلها.

- ج. حتى يمكن لأعضاء مجلس الإدارة أن يقوموا بمسؤولياتهم فينبغي أن تتاح لهم كافة المعلومات.
- د. إذا كان تمثيل العمال في مجلس الإدارة إجباري، يتعين تكوينهم وإمدادهم بالمعلومات الضرورية

ثانيا: مبادئ مؤسسة التمويل الدولية

وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي قواعد ومبادئ عامة تراها أساسية لدعم الحوكمة في المؤسسات المالية أو غير المالية، تهدف إلى إرساء ثقافة الالتزام بالقيم والمبادئ وذلك على ثلاث مستويات: ¹

1. المستوى الأول: إرساء الأساس (الامتثال للقانون ومتطلبات اللوائح)

إن الامتثال للقانون ومتطلبات اللوائح يتطلب أن:

- أ. الهيئة مسؤولة عن القيم والمبادئ م غية بتلبية متطلبات إبلاغ المنشأة بالقانون واللوائح؛
- ب. الميثاق مكتوب، ومعتمد من قبل مجلس الإدارة؛

ج. استشارة أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين في أداء الشركة الأخلاقي.

2. المستوى الثاني: الالتزام الوظيفي (تأسيس برنامج قيم ومبادئ متكامل)

إن التأسيس لبرنامج قيم ومبادئ متكامل يتطلب ما يلي:

- أ. إجراء تقييم خارجي لقيم ومبادئ الشركة لتحديد المخاطر والفرص؛
- ب. المشاركة الفعلية لأصحاب المصلحة الداخليين وخارجيين في تحديد برنامج القيم والمبادئ للشركة؛
- ج. برنامج القيم والمبادئ متكامل وذو طبيعة منهجية لتطبيق مكونات رئيسية ذات علاقة تبادلية؛
- د. البناء القيمي على مستوى مجلس الإدارة يوفر قيادة إستراتيجية، وربما يكون ذلك من خلال لجنة فرعية أو لجنة للسلوك؛
- هـ. إنشاء إدارة للسلوك القيمي تضم عددًا مناسبًا من الموظفين والمصادر؛
- و. إستراتيجية للاتصال بأصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين؛

¹ - جورج د. سوليفان، البوصلة الأخلاقية للشركات أدوات مكافحة الفساد: قيم ومبادئ الأعمال، وآداب المهنة، وحوكمة الشركات، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، الدليل السابع، مؤسسة التمويل الدولي، مجموعة البنك الدولي، 2008، ص 37. file:///E:/gouvernance/Focus+7) (+The+moral+Compass_AR.pdf) تاريخ الاطلاع 2015/08/25.

- ز. خطوط اتصال آمنة للإبلاغ عن السلوك غير الملتزم بالقيم والمبادئ (خط ساخن للبلاغات من مجهول)؛
 ح. برنامج التدريب على القيم والمبادئ على جميع مستويات المؤسسة وأصحاب المصلحة الخارجيين الرئيسيين؛
 ط. نظم مراقبة ومراجعة داخلية لبيان فاعلية مكونات برامج القيم والمبادئ؛
 ك. إعداد تقارير، والكشف عن الأداء الملتزم بالقيم ومبادئ لأصحاب المصلحة الخارجيين؛
 ل. اعتماد مديري قيم ومبادئ الشركة.

المستوى الثالث: القيادة بالقدوة (تحديد معايير جديدة للقيم والمبادئ)

- يتعين التجديد الدائم في معايير القيم والمبادئ عن طريق الاقتداء بتجارب حوكمية أخرى وذلك عن طريق:
 أ.مراجعة خارجية ومستقلة لبرنامج القيم والمبادئ؛
 ب. زيادة في المبادرة بالتصرف الجماعي، أو تكوين تحالفات لحاربة الفساد.

ثالثاً: مبادئ صادرة عن بعض البورصات العالمية

أصدرت البورصات العالمية بمختلف دول العالم مبادئ للحكومة بناء على توصيات هيئات أسواق المال ومن البورصات الرائدة في هذا المجال نذكر:¹

1. مبادئ بورصة نيويورك للأوراق المالية

- أصدرت بورصة نيويورك العديد من المتطلبات التي تمثل مبادئ للحكومة وألزمت بها الشركات المدرجة فيها، بينما تعتبر غير ملزمة للشركات غير المدرجة ومن هذه المبادئ:
 أ. أن يكون معظم الأعضاء اللذين يمثلون مجلس الإدارة مستقلون؛
 ب. أن يكون لدى جميع الشركات المدرجة لجان للمراجعة، التعيينات والمكافآت، تكون مكونة من أعضاء مستقلين ويقومون بواجبات محددة؛
 ج. يجتمع الأعضاء غير التنفيذيين بالشركة بانتظام بدون حضور أعضاء مجلس الإدارة؛
 د. أن يكون لدى أعضاء لجنة المراجعة الخبرة الضرورية في الأمور المالية والمحاسبية؛
 هـ. موافقة المساهمين على خطط وأجور الموظفين التنفيذيين.

2. مبادئ بورصة ناسداك للأوراق المالية

- وضعت بورصة ناسداك عددا من المبادئ للحكومة منها:
 أ. أن يكون غالبية مجلس الإدارة مستقلين؛
 ب. عقد اجتماعات بشكل منتظم للمدراء المستقلين؛
 ج. منح المديرين التنفيذيين حصص أسهم بدون موافقة المساهمين بشرط موافقة أغلبية المديرين التنفيذيين والإفصاح عن ذلك؛

¹ عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاء سوق الأوراق المالية، دراسة ميدانية، الطبعة الأولى. المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2015، ص 77-78.

د. السماح للشركات المقيدة بالتخلي عن قواعد الحوكمة التي تكون عكس قواعد الدولة الأم أو قواعد ممارسة الأعمال والإفصاح عن ذلك في التقارير المالية.

الفرع الثاني: معايير الحوكمة

أكدت الدراسات الحديثة أن هناك مجموعة من المؤشرات التي يتم بموجبها قياس مدى فاعلية الحوكمة، وبصفة خاصة في الأسواق المالية المختلفة، وتمثل هذه المعايير في:

أولاً: وجود بيان بالتشريعات

مدى وجود بيان بالتشريعات واللوائح المتضمنة لأفضل أساليب ممارسة سلطة الإدارة في مجالس إدارة الشركات، وهل من السهل الحصول عليها وهل نصوصها واضحة وصياغتها سليمة وسهلة الفهم، وهل هي كافية وهل هي متسقة مع حزمة التشريعات الأخرى أم هناك تعارضاً وتضارباً وعدم توافق بينها وبين تشريعات أخرى بحيث أن يبطل أحدها الآخر أو يعطل تنفيذه أو يجد لمن يخالف أحكامها مخرجا من تلقى العقوبات الخاصة بالمخالفة لأحكامها.¹

ثانياً: المشاركة النسبية لغير المديرين التنفيذيين في اتخاذ القرارات الإدارية

حيث يختص مجلس الإدارة باتخاذ القرارات الإدارية ويتكون من:

1. **الأعضاء التنفيذيين:** العضو التنفيذي هو عضو مجلس الإدارة الذي يكون متفرغاً في الإدارة التنفيذية للشركة ويشارك في الأعمال اليومية لها²، ومن أمثله المدير التنفيذي للشركة أو العضو المنتدب ورؤساء القطاعات بالشركة مثل رئيس القطاع المالي، وترجع أهمية وجود الأعضاء التنفيذيين بمجلس الإدارة لما لهم من دراية كاملة بالشركة وبالمشاكل والمخاطر التي تواجهها وبالفرص الاستثمارية التي يمكن للشركة الدخول فيها، ووجودهم مع باقي الأعضاء يمثل إضافة لفعالية الأداء مع مراعاة أن نسبة تمثيل الأعضاء التنفيذيين بالمجلس يجب أن لا يتعدى الثلث.³
2. **أعضاء غير تنفيذيين:** العضو غير التنفيذي عضو مجلس الإدارة الذي لا يكون متفرغاً لإدارة الشركة ولا يشارك في الأعمال اليومية لها⁴، العضو الذي لا يكون موظفاً في الشركة أو يتقاضى راتباً منها⁵، ويمكن أن يكون عضو مستقل أو غير مستقل.

3. **أعضاء مستقلين:** عضو في مجلس الإدارة تنحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلسها، وهذا العضو لا يمثل المالك وليس له تعاملات جوهرية مع الشركة ولا يتقاضى منها أجراً أو أتعاب باستثناء بدلات الحضور أو عمولات الانتقال ومكافآت المجلس التي تقرها الجمعية العامة وليس له مصلحة خاصة بالشركة كما لا تربطه صلة نسب أو قرابة بأي من أعضاء المجلس الآخرين أو قيادات الشركة، هو أيضاً ليس من كبار العاملين أو مستشاري الشركة أو مراقبي حساباتها.⁶

1 - محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005، ص 123-124.

2 - حوكمة الشركات، هيئة السوق المالية للمملكة العربية السعودية، ص 9. (https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_13.pdf) تاريخ الاطلاع 2018/01/29.

3 - نبيل قلى، مرجع سابق، ص 32.

4 - حوكمة الشركات، هيئة السوق المالية للمملكة العربية السعودية، مرجع سابق، ص 9.

5 - دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية، ص 4. (https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/corporate_governance_companies.pdf)

6 - الدليل المصري لحوكمة الشركات، مرجع سابق، ص 13.

وتعتبر مشاركة المديرين غير التنفيذيين وخاصة المستقلين منهم في اتخاذ القرارات أمر بالغ الأهمية حيث أنه من شأنه أن يوفر أداة جيدة للتوجيه وللرقابة ولتحسين الإشراف وتحقيق المزيد من الشفافية فضلا عن أن هذه المشاركة ستوضح الحقائق وتظهرها، وتعمل في الوقت ذاته على معالجة أي قصور أو انحراف وبشكل مؤثر وسريع، وإصلاح أي خطأ قد يظهر في الشركة.¹

ثالثا: الفصل بين الرئيس والمدير العام

يعتبر تركيز السلطة داخل مجلس الإدارة بيد شخص واحد يشغل منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة مضرًا بمصالح الأطراف المختلفة لأنه يسمح له بالسيطرة على المعلومات المتاحة وتقديمها لأعضاء المجلس بالطريقة التي يراها مناسبة لتحقيق أهدافه، كما تؤدي لتأثير استراتيجي على بقية المديرين قد يمنعهم من تأييد استراتيجيات لا تصب في مصلحة الإدارة، بينما يساهم الفصل بين الوظيفتين في تخفيض تكلفة الوكالة وتحسين الأداء وذلك لخضوع أداء المديرين لرقابة رئيس مجلس الإدارة وأعضائه مما يدفع بالمديرين لتحسين أدائهم والارتقاء به لأهداف حملة الأسهم وذلك لضمان بقائهم واستمرارهم في الوظيفة والحصول على المكافآت المتفق عليها.²

رابعا: وجود لجان متخصصة تابعة لمجلس الإدارة

عادة ما تكون مجالس الإدارة منشغلة أو ينتمي أعضاؤها لمجالس أخرى مما يقلل من الوقت المخصص لمناقشة أمور الشركة والمشاركة بالحوارات، وميزة هذه اللجان أنها لا تحل محل مجلس الإدارة، فهي تقوم برفع تقرير مفصل للمجلس هو صاحب الكلمة النهائية، ويتحمل المسؤولية الكاملة لأي تصرف أو عمل توصي به اللجنة، وتهدف هذه اللجان لطمأنة المساهمين خارج الشركة بشمولية وموضوعية عمليات مجلس الإدارة، تحسين جودة العمل، وحل تضارب المصالح³، وتمثل أهم هذه اللجان في:⁴

1. لجنة التعيينات والحوكمة: تقوم هذه اللجنة بوضع السياسات الخاصة بالتعيينات في الشركة ووضع المعايير الخاصة باختيار أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا، كما تعمل على مراقبة وتقييم مدى التزام الشركة بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات والتي من بينها مبدأ الإفصاح والشفافية بحيث تعمل مثلا على توفير قنوات لنشر المعلومات وإمكانية الحصول عليها من طرف مستخدميها في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة.

2. لجنة المراجعة: توصي العديد من المنظمات المهنية بتكوين لجنة المراجعة، نظرا للدور الذي تقوم به في مراقبة عمليات التقرير المالي والإفصاح لحملة الأسهم والتأكد من مصداقيتها وكذلك في تدعيم استقلالية عملية المراجعة، وطُرحت فكرة إنشائها بغرض زيادة مصداقية وموثوقية القوائم المالية التي تعدها الإدارة للمساهمين والمستثمرين، بالإضافة إلى مساندة الإدارة العليا للقيام بمهامها المنوط بها بكفاءة وفعالية، ولتدعيم استقلالية المراجع الداخلي وحماية حيادية المراجع الخارجي،

¹ - محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص 124.

² - نصر طه حسن عرفه، مجدي مليجي عبد الكريم مليجي، مرجع سابق، ص 11.

³ - عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، 2007، ص 100-99 <http://iefpedia.com/arab/wp-100-99> pdf (حوكمة الشركات) تاريخ الاطلاع 2018/02/14.

⁴ - سفير محمد، قاشي يوسف، مرجع سابق، ص 63-64.

فضلا عن تحسين أداء نظام الرقابة الداخلية، وما يتبعه من رفع كفاءة أداء عملية المراجعة، مما يؤثر بالإيجاب على جودة التقارير المالية.

3. لجنة المكافآت والتعيينات: حيث تقوم هذه اللجنة بوضع السياسات الخاصة بالمكافآت في الشركة، وتقييم أداء رئيس وأعضاء مجلس الإدارة، وكذلك الإدارة العليا، وتعمل أيضا على إعداد الخطط والبرامج لتطوير مديري المستقبل، ويجب أن تتوافر في أعضاء هذه اللجنة الاستقلالية الكاملة، حيث لا تقل درجة أهمية الاستقلالية في هذه اللجنة عن اللجنتين السابقتين، وذلك لكي تستطيع القيام بالمهام الموكلة إليها بموضوعية وحيادية.

إضافة لهذه اللجان يمكن لمجلس الإدارة تشكيل لجان أخرى تكلف بموضوعات معينة بحسب حاجة وطبيعة عمل الشركة، وعلى مجلس الإدارة تحديد مدة عمل وصلاحيات هذه اللجان، تشكيلها ومعاملاتها المالية و تنظيم كفيّة عملها، على غرار لجنة الاستثمار، لجنة السلامة المهنية، لجنة المسؤولية الاجتماعية، اللجنة التنفيذية... إلخ¹.

خامسا: درجة الإفصاح عن مرتبات ومكافآت كبار المديرين

تهدف هذه الحوافز لجذب، مكافأة، تحفيز وضمّان ولاء المسيرين الأكفاء، وضمّ هذه الحوافز²

1. الأجر القاعدي: يتمثل في أجر ثابت يتحدد نسبة لمتوسط الأجر في نفس القطاع وبالنسبة لمنصب يتحمل نفس المسؤوليات، ويتم تعديل هذا الأجر حسب حجم الشركة والذي يتم قياسه بدخل الشركة أو رسملتها البورصية، ويعتبر الأجر القاعدي المعيار المستخدم لحساب بعض المنح الأخرى التي تشكل الأجر الإجمالي.

2. برنامج تحفيزي قصير الأجل في شكل منحة سنوية: تتحدد هذه المنحة وفق الأداء المالي للشركة، وقد ينص البرنامج المالي على عدم تسديد أي منحة إلا إذا وصل أداء الشركة لحد معين، تنفيذ هذا المعيار يتطلب تسديد حد أدنى من المنحة، يضاف إليها مبلغ محسوب وفق درجة بلوغ هدف معين من أداء الشركة، عادة ما يحدد عقد العمل الحد الأقصى لهذه المنحة، والهامش الموجود بين الحد الأدنى والأقصى للمنحة يمثل منطقة التحفيزات، حيث يتغير مبلغ المنحة حسب الأداء، وقد ترتبط هذه المنحة بعدة معايير مالية مثل، معدل نمو الأرباح الصافية، الأرباح التشغيلية، القيمة الاقتصادية المضافة، ربحية السهم وغيرها من المعايير أو معايير نوعية مثل درجة رضا الزبون.

3. برامج تحفيزية طويلة الأجل: يكون هذا البرنامج في شكل خيارات شراء أسهم، أو نظام تحفيزي للمساهمة (régime d'incitation à l'actionariat) أي منح أسهم مقيدة مؤقتا، أو أنظمة خيارات شراء وهمية (الحق في فائض قيمة السهم فقط وليس السهم نفسه)، أو خيارات شراء فعلية أي تلك التي تعطي الحق في شراء أسهم عادية للشركة بسعر محدد مسبقا (سعر الاكتتاب) وخلال فترة معينة، أما في إطار الأسهم ذات التداول المقيد أو (الأسهم الغير موازية مؤقتا)، فتمنح الأسهم كتحفيزات للمسيرين على المدى الطويل، أما التداول المقيد فيكون متعلقا بحضر بيع أو تحويل هذه الأسهم خلال فترة محددة، ويكون لحاملها الحق في التصرف بها بعد نهاية فترة التقييد، أما فيما يخص خيارات

¹ - الدليل المصري لحوكمة الشركات، مرجع سابق، ص 27.

² - Réjean Belzile, Chantal Viger, les options d'achat d'actions comme instrument de rémunération des hauts dirigeants, work paper, p 3 – 5, (<http://medac.qc.ca/documents.pdf/documentation/etudes-rapports/Etude-sur-les-options-dachat-comme-instrument-de-remuneration-des-hauts-dirigeants-rejean-belzil-et-chantal-viger-novembre-2001.pdf>). Consulté le 22/07/2018,.

الشراء الوهمية فيمنح لحاملها علاوة تحدد قيمتها بناء على ارتفاع قيمة عدد معين من أسهم الشركة ، وتدفع هذه العلاوة نقدا دون حاجة الشركة للتسليم الفعلي للأسهم (إصدار أسهم جديدة).

4. امتيازات اجتماعية: وتتمثل في امتيازات الحماية التي تقدمها عادة الشركات مثل: التأمين على الحياة، التأمين على العجز، التأمين على الأمراض ونظام التقاعد.

5. برامج خاصة: تتمثل في امتيازات تهدف لإشباع بعض الحاجات الخاصة للمسيرين (قروض بمعدلات منخفضة، سيارات المصلحة، علاوات التمثيل، تقديم خدمات التخطيط المالي الشخصي، الاشتراك في نوادي ... إلخ) ؛ كما قد تأخذ هذه الامتيازات شكل اتفاق يضمن أنه في حالة الاستحواذ على الشركة بشكل غير مرغوب فيه أو عدائي، يمكن للمسير إنهاء عقد عمله، ويكون له بذلك الحق في علاوة ترك المنصب، مساوية للأجر السنوي لبعض سنوات الخدمة، (المظلات الذهبية Golden Parachute).

ويعتبر الإفصاح عن مرتبات المديرين ومدى اتساقها مع الانجازات والأعمال التي قام بها والنتائج التي حققها، وكم الأداء والتحسين والتطوير الذي تم على يديه، ومدى تناسبه مع الدخل الذي حصل عليه مهما جدا للحكم على مدى كفاءة مجلس الإدارة ومدى إمكانية استمرار أعضاء المجلس في شغل هذه المناصب، أو تعويضهم بآخرين.¹

المطلب الثالث: محددات الحوكمة وأهميتها

إن تحقيق أهداف الحوكمة يتوقف على مدى الالتزام بمحدداتها سواء الداخلية أو الخارجية والتي سنتطرق لها أولا ثم نرجع على أهداف الحوكمة.

الفرع الأول: محددات الحوكمة

يتوقف التطبيق الجيد للحوكمة على مجموعتين من المحددات وهي محددات داخلية ومحددات خارجية.

أولا: المحددات الداخلية

تشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة وتؤدي الحوكمة في النه اية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي، وتعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، ومن ناحية أخرى تشجيع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح، وأخيرا خلق فرص عمل²، ومن أهم الإجراءات المتخذة على الصعيد الداخلي:³

1. تدخل مجلس الإدارة من خلال اجتماعات المجلس لأجل حل المشاكل المحتملة؛

¹ - محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص 125.

² - عبد الله جوهر، الإدارة في الشركات والمؤسسات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2014، ص 232 .

³ - نفس المرجع، ص 242 (بتصرف).

2. إجراءات الرقابة الداخلية ومراجعي الحسابات الداخلية ، حيث تضمن هذه الإجراءات مصداقية القوائم والتقارير المالية؛

3. الفصل بين الملكية والإدارة؛

4. منح التعويضات للمسيرين من خلال ربطه مع الأداء الفردي.

ثانياً: المحددات الخارجية

تشير المحددات الخارجية للحوكمة إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة وتشمل ما يلي:¹

1. القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي مثل: قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات

الاحتكارية والإفلاس؛

2. كفاءة القطاع المالي في توفير التمويل اللازم للمشروعات؛

3. درجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج؛

4. كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية في إحكام الرقابة على الشركات بالإضافة إلى الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق

شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها

بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة.

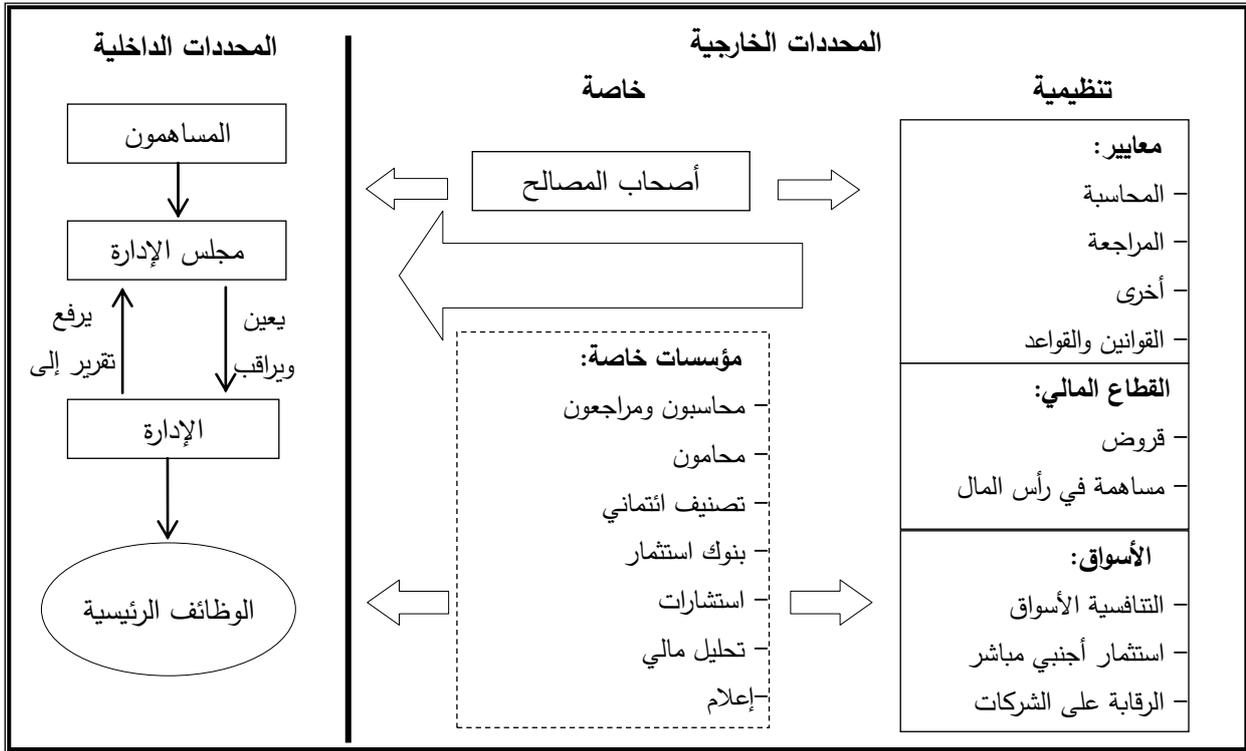
ترجع أهمية الضوابط الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة والتي تقلل

من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.²

¹ - شريقي عمر، دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي، مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أكتوبر 2009، ص 712.

² - أساسيات الحوكمة، مصطلحات ومفاهيم، سلسلة النشرات التنقيبية لمركز أبوظبي للحوكمة، مركز أبوظبي للحوكمة، ص 13. ([www. Adccg.ae/](http://www.Adccg.ae/)) . publications/ doc-30-7-2013-12729.pdf تاريخ الاطلاع 2018/03/02.

الشكل رقم 19: المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة



المصدر: محمد ياسين داغر، محددات الحوكمة ومعاييرها، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 15 - 17 ديسمبر 2012، ص 17.

من خلال هذا الشكل البياني نلاحظ مدى اعتماد الحوكمة على محددات داخلية وخارجية ومدى الارتباط بينهما، حيث نلاحظ أن المحددات الداخلية التي تحدد توزيع المهام بالشركة بين مختلف الأطراف الفاعلين من داخل الشركة تتأثر لحد كبير بالمحددات الخارجية للحوكمة التي تتشكل من محددات تنظيمية تتجسد خاصة في معايير المحاسبة والمراجعة إضافة للرقابة التي تفرضها الأسواق أو المؤسسات المالية، إضافة لمحددات خاصة تتمثل في أصحاب المصالح اللذين يفرضون رقابتهم على الشركة من واقع ارتباط مصالحهم بها مثل الموردين، المقرضين، الزبائن... إلخ، إضافة لرقابة المؤسسات الخاصة الأخرى على غرار الجمعيات المهنية للمحامين والمراجعين والاستشاريين الماليين.

الفرع الثاني: أهمية الحوكمة

تسعى الشركات في إطار تطبيقها لمبادئ حوكمة الشركات لتحقيق العديد من الأهداف نذكر منها:¹

¹ - راجع:

- مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا: تجارب وحلول، فيفري، 2011. (www.cipe.org/sites/default/publication-docs/corpgovguidebookarabiv_o_pdf) تاريخ الاطلاع: 2018/04/13.
-بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا العدد التاسع، 2011، ص 43.
- عبد الله جوهر، مرجع سابق، ص 218 - 219.

أولاً: الحصول على رأس المال وجذب المستثمرين

من أهم الأهداف التي تسعى لها الشركات من خلال تطبيق مبادئ الحوكمة تعزيز القدرة على الوصول لموارد مختلفة لرأس المال بأقل تكلفة، لأن الحفاظ على نمو المؤسسة يعتمد على قدرة الشركات على جذب مصادر موثوقة لرأس المال، وإدخال ممارسات الحوكمة الرشيدة للشركات بشكل الكفاءة والفعال من شأنه أن يكون عنصراً رئيسياً في جذب التمويل الخارجي، وقد أكدت العديد من الدراسات أن المؤسسات التي تمتاز بحوكمة رشيدة تتمتع بتقييم أعلى في السوق وتحقق إيرادات كلية أفضل، ولهذا أصبح المستثمرون يأخذون ممارسات الحوكمة بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار الاستثمار، كما تؤثر سياسات الحوكمة على هيكل التمويل في الشركة، فبالنسبة لمستثمري الملكية فهم على استعداد للاستثمار بمعدلات أكبر في الشركات التي يعتبرونها ذات حوكمة عالية، أما المقروض فقد يقبلون أسعار فائدة أقل وفترات استحقاق أطول على القروض والاعتمادات.

كما أوضحت البحوث التي أجرتها شركة ماكنزي وكومباني (Mckinsey & company 2002) بالتعاون مع البنك الدولي، أن المستثمرين على استعداد لدفع قيمة أعلى للسهم (في شكل علاوة على الأسهم) للشركات التي تمتاز بممارسات الحوكمة مقارنة بتلك التي تفتقر إلى مثل هذه الممارسات.

ثانياً: تحفيز العاملين

يعتبر الموظفون أو العمال من أهم أصحاب المصالح في الشركة، ومن خلال تطبيق الشركة لمبادئ الحوكمة فإنها تحسن من قدرتها على استقطاب الكفاءات والاحتفاظ بها على اعتبارها أقيم الأصول في الشركة الحديثة، وذلك من خلال شهرتها بتوفير مناصب عمل منصفة يتلقى فيها الموظفون معاملة حسنة وأجور ملائمة.

حيث يمكن أن يشجع هيكل حوكمة الشركات على الإنصاف والمعاملة المتساوية بين الموظفين، والتركيز على الربحية في نفس الوقت خاصة وأنه مع تغير سياسات التوظيف في أرجاء العالم، والضغط المتواصل على الشركات من أجل التركيز على الكفاءة والتنافسية، نتج عن ذلك ضعف في إدارة العاملين الأمر الذي قد يتسبب في العديد من الآثار السلبية على المدى الطويل مثل الاضطرابات العمالية ونقص التدريب الكفاءة.

إضافة إلى أنه عندما تحدد الشركة منظومة قوية ومتجانسة من القيم، فإنها تساعد على أن تعطي العاملين الشعور بالالتزام تجاه الشركة والتعامل بنزاهة، لهذا بات من المهم تطوير كل من أهداف الشركة والقيم الشخصية باعتبارها جزءاً من نظام أشمل لحوكمة الشركات، من خلال تدعيم كل من الاتصالات الداخلية والخارجية التي تتمتع بالشفافية، سياسات معاملات الأطراف ذات الصلة، خطط التدقيق الداخلي، توثيق المدفوعات وسياسات مكافحة غسيل الأموال والفساد.

ثالثاً: إدارة المخاطر

حيث أصبحت بيئة الأعمال أكثر تعقيداً بسبب تقلبات السوق وعدم استقرار البيئة الخارجية، إضافة إلى ضغوط أصحاب المصالح والمنافسة، وظل التركيز في إدارة المخاطر على الالتزام بالقوانين واللوائح، غير أن التركيز الضيق على اللوائح غالباً ما يخفق في فهم ومعالجة التهديدات الناشئة بشكل مستمر من داخل أشكال المخاطرة المتطورة باستمرار،

وتأسيس إطار قوي لحوكمة الشركات يشمل على مشاركة المجلس والأطراف الداخلية الفاعلة يساعد الشركة على تقييم المخاطر بصورة أكثر فاعلية والاستجابة السريعة للتغيرات في بيئة الأعمال.

ومن أهم الممارسات التي تزيد من التعرض للمخاطر وهدر الموارد وتهدد استدامة الشركة الفساد والاحتيال، وقد وجدت البحوث أن ضعف حوكمة الشركات من العوامل الرئيسية التي تؤدي إلى نشوء الممارسات الاحتيالية في الشركات، فوفقاً لدراسة أجرتها مؤسسة الفاحصين المعتمدين للاحتيال في الولايات المتحدة، تفقد المنظمات 7% من إيراداتها السنوية بسبب الاحتيال، وتميزت هذه المنظمات بعدم وجود ضوابط داخلية مناسبة لمواجهة الاحتيال، وعدم وجود مراجعة لهذه الضوابط من طرف الإدارة مما سهل عملية تجاوزها.

رابعاً: إدارة النمو

يتعين على الشركات أن تستعد لمواجهة متطلبات تحديات التوسع عن طريق تشكيل إطار حوكمة شركات على أسس راسخة، فقد أكدت وحدة الإيكونوميست للمعلومات من خلال قيامها بمسح شمل أكثر من ثلاثة آلاف من قادة الأعمال، أن الأعمال متوسطة الحجم تحد بشكل مقصود من قدرتها الكامنة على النمو لافتقارها للهيكلية، ومن العناصر الأساسية لحوكمة الشركات السليمة هو وجود مجلس إدارة قوي، يعمل كما ينبغي من أجل توجيه استراتيجية الشركة للنمو وضمان ألا يؤثر النمو على نجاح الشركة.

كما يمكن أن يعطي إحضار مدراء من الخارج إلى المجلس ميزة للشركة في تعزيز قدرتها الداخلية والحصول على معرفة جديدة، وتحسين وضعها التنافسي، إضافة إلى أن نجاح الشركة واستدامتها يتوقف على قدرتها في التعامل مع إدارة التحديات التي تلحقها بيئتها الخارجية، مع ضرورة التفاعل المستمر مع البيئة المحيطة من أجل تحديد الموردين، إيجاد قنوات توزيع جديدة توسيع قاعدة العملاء، التعامل مع التهديدات التنافسية والقضايا التشريعية، وأن تملك القدرة على توليد تدفق مستمر للمعلومات، وأن تصنع قرارات مدروسة، مما يؤدي إلى تخفيف عوامل الشك وتعزيز فرص النمو.

خامساً: حماية مصلحة المساهمين واصحاب المصالح

يعتبر نظام الحوكمة المؤسسيّ الجيد من الأمور الهامة التي تساعد على حماية مصالح المساهمين من خلال مجموعة من الإجراءات، مثل ضمان ممارستهم لحقوقهم كاملة داخل الهيئات العامة، بما في ذلك حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والشفافية في المعلومات وتوفيرها في الوقت المناسب، واحتفاظ المنشأة بسجل واضح للمساهمين وأسلوب مضمون لتسجيل الملكية.

يساعد نظام الحوكمة المؤسسية الجيد على حماية مصالح كل الأطراف المهتمة بالتعامل مع الشركة، وينظم العلاقات بين إدارة الشركة التنفيذية ومجلس إدارتها ولجنة التدقيق فيها، بما يعمل على خفض مخاطر الشركة وعلى رفع قيمة أسهمها في السوق، كما يساعد في تحقيق رغبات المجتمع وتطلعاته.

سادساً: تحسين أداء إدارة الشركة

حيث يؤدي تطبيق حوكمة الشركات إلى تحسين أداء إدارة الشركة ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تطوير استراتيجية سليمة لها وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ اعتماداً على أسس سليمة وذلك من خلال:

1. الحوكمة تضمن مراجعة الأداء المالي وتخصيص أموال الشركة ومدى الالتزام بالقوانين والإشراف على مسؤولية الشركة الاجتماعية في ضوء قواعد الحوكمة الرشيدة؛
2. تضمن الحوكمة وجود هياكل إدارتي تمكن من قابلية محاسبة إدارة الشركة أمام مساهميها؛
3. وجود المراقبة المستقلة على المديرين والمحاسبين يضمن الوصول إلى قوائم مالية ختامية على أسس ومبادئ محاسبية عالية الجودة؛
4. وجود المعاملة العادلة والمتساوية لجميع المساهمين خاصة لو كان هناك مساهمين مسيطرين على الشركة؛
5. ضمان الكفاءة والشفافية بما يسمح بالرقابة على الشركة؛
6. التأكد من الإفصاح عن النتائج المادية والمالية أو نتائج نشاط الشركة وعوامل المخاطر المتوقعة والصفقات التي تعقد مع أطراف أخرى وأية ترتيبات تمكن بعض المساهمين من الحصول على سيطرة لا تتناسب مع ملكيتهم في رأس المال، وأي معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين التنفيذيين بما يحصلون عليه من مكافآت والمعلومات التي تصف هياكل قواعد إدارة الشركة وسياستها.
7. إمكانية اللجوء إلى التشريع والقوانين في حالة حدوث مخالفة لمبادئ العدالة في المعاملات.
8. التأكيد من قدرة المساهمين في ممارسة سلطتهم بالتدخل في حالة ظهور المشاكل، ومساندة جهود الإدارة على المدى الطويل.

المطلب الرابع: النظريات المفسرة لحوكمة الشركات

نتطرق في هذا المطلب لأهم النظريات المفسرة لحوكمة الشركات والتي تعتبر نظرية الوكالة الأصل في تفسيرها، تلتها بعض التيارات التي حاولت إثراء نظرية الوكالة من خلال تفسير حوكمة الشركات من زوايا مختلفة أخرى مثل التيار الانضباطي أو الإدراكي.

الفرع الأول: نظرية الوكالة

للإمام بهذه النظرية سنتطرق لمفهوم ومشكلة الوكالة، تكلفة الوكالة وحل مشكلة الوكالة.

أولاً: مفهوم نظرية الوكالة

تصف نظرية الوكالة المنشأة بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية وأن وجود المنشأة يتحقق من خلال واحد أو أكثر من العقود الاتفاقية، وأن عقود الاستخدام ما هي إلا أدوات لتخصيص الموارد ووصف الغرض من نشاط المنشأة وبالتالي يمكن دراسة سلوك المنشأة عن طريق تحليل الخصائص العامة لعقود التوظيف الخاصة بها.¹

ويصف (Jensen et Meckling, 1976) أن الشركة ما هي إلا عملية إبرام عقود (un nœud de contrats) يجمع الشركة ومجموع جالبي الموارد الضرورية لعمل الشركة، ويصف علاقة الوكالة بأنها الرابط بين الوكيل

¹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 67 .

(المسير) والأصيل (المساهمين)، ويعرف علاقة الوكالة كعقد يقوم بموجبه فرد أو عدة أفراد (الأصيل) بإلزام شخص آخر (الوكيل) من أجل تنفيذ بعض المهام باسمه هذه المهام تستلزم تفويض البعض من سلطة القرار للوكيل.¹

ثانياً: مشكلة الوكالة

تعمل نظرية الوكالة على معالجة مشكلات العلاقة بين الأصيل والوكيل من ناحية انفصال الملكية عن الإدارة واختلاف مصادر إمداد المشروع برأس المال، وكذلك مشكلة انفصال تحمل المخاطر ووظائف صنع القرار والمراقبة على أداء الوكلاء، وإذا تصرف أطراف علاقة الوكالة حسب مصالحهم الذاتية فإن عملية الانفصال تلك ستتسبب في وجود صراعات، وتنشأ مشكلة الوكالة من تعرض الأصيل لخسارة نتيجة أخلاق وتصرفات الوكيل وعدم بذل العناية الكافية لتعظيم عائد الأصيل، خاصة وأن الأصيل ليس لديه وسائل الرقابة المباشرة لقياس مجهودات الوكيل، كما أن هذا الأخير هو الذي يقدم له المعلومات ويطلق عليها: مشكلة التخلخل الخُلقي (Moral Hazard)، إضافة لمشكلة الاختيار المتناقض (Adverse Selection) تنشأ هذه المشكلة نتيجة الاختلاف في كمية ونوعية المعلومات المتاحة لكل من الأصيل والوكيل وخاصة في الحالات التي لا يمكن فيها للأصيل ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة والتحقق من نتائج قراراته، مثل لجوء الإدارة لاختيار الطرق المحاسبية التي تتفق مع مصلحتها الخاصة رغم تعارضها مع مصلحة الملاك.²

تنشأ مشكلة الوكالة من ظاهرتين رئيسيتين هما تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومات:

1. تضارب المصالح

يمكن تفسير تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين بالأسباب التالية:³

- أ. **تحمل المخاطرة:** يعتبر السلوك تجاه المخاطر السبب في تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين حيث يتعرض المسيرون للمخاطرة بدرجة تفوق المساهمين، لأن المسير يهدف إلى تطوير رأسماله البشري (الكفاءة، المعارف، علاقات شخصية ...) والرأسمال البشري صعب التنوع أو الاستثمار في مكان آخر إذا ما فقد المسير وظيفته، بينما المساهم قليل التعرض للمخاطر لأنه يستطيع تنويع محفظته.
- ب. **الاختلاف في المدى الزمني:** فقد تتأثر قرارات المسيرين بفترة عهدهم داخل الشركة، فهم يتصرفون حسب استحقاق عهدهم، واحتمال تجديد العهدة، لهذا قد يفضلون الاستثمار في مشاريع قصيرة ومتوسطة الأجل بدل المشاريع طويلة الأجل حتى يحسنوا من النتائج المحاسبية للشركة ويستفيدوا من علاوات مرتفعة، بينما يتميز المساهمين بعدم تجانس المدة الزمنية التي يأملون فيها الحصول على عوائد استثماراتهم، فبعضهم يبحث عن العائد قصير الأجل (المستثمرين المضاربين) والبعض الآخر يفضل إبقاء المركز التنافسي للشركة على المدى الطويل مثل المساهمين المؤسسون للشركة أو المساهمون الأجراء (الموظفون).

¹ - Ali Dardour, l'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants, thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Toulouse, mai 2009, p 21 .

² - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ - التجارب)، مرجع سابق، ص 68 - 69.

³ - Ali Dardour, op-cit, p 22 - 23.

ج. الأرباح الخاصة: نقصد بها استفادة المسيرين من جزء من موارد الشركة بهدف الاستهلاك الشخصي، وتكون هذه الأرباح الخاصة في شكل نقدي كما قد تكون ذات طبيعة ضمنية (نفسية) مثل: القوة، المركز الاجتماعي، الانتماء لمجموعات ذات نفوذ... إلخ، ويمكن اعتباره استثمار لا يستفيد منه المساهمون وهو استثمار في البعد الاجتماعي لدور المسير (دوره كرمز للشركة).

2. عدم تماثل المعلومات

حيث يتوافر للوكيل (الإدارة) كل المعلومات المتاحة عن المنشأة من واقع معاشته اليومية لها، ويستخدم الوكيل هذه المعلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الأصيل، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه المعلومات ويخفي البعض الآخر، أو يقدم المعلومات بطريقة تجعل الأصيل يقيم مجهوداته في أفضل صورة ممكنة أو في وضع أفضل مما لو توافرت كل المعلومات لدى الأصيل.¹

تذكر لنا نظرية عدم تماثل المعلومات أو نظرية الإشارات (Signaling Theory)، أن إدارة المنشأة لديها معلومات عن مستقبل المنشأة أكثر مما لدى المستثمرين والمحللين الماليين خارج المنشأة، وإن عدم تماثل المعلومات وآثارها درجات، فعلى سبيل المثال قد يكون لدى الإدارة معلومات عن اندماج وشيك من شأنه أن يغير أسعار الأوراق المالية للمنشأة تغيراً كبيراً عند الإعلان عنه، هنا يكون عدم تماثل المعلومات مؤثراً بعكس حالات أخرى يكون فيها لدى الإدارة معلومات عادية لن تؤثر كثيراً على سعر المنشأة عند الإعلان عنها.²

ثالثاً: تكلفة الوكالة

إذا تصرف أطراف علاقة الوكالة حسب مصالحهم الذاتية فإن عملية الانفصال تلك سوف تتسبب في وجود خلافات مما يؤدي إلى تحمل تكاليف الوكالة³، وبالتالي يعتبر الفصل بين وظائف الملكية والقرار السبب في نشوء تكاليف الوكالة الناجمة عن نزاع المصالح بين المالكين (المساهمين) ومتخذي القرارات (المديرين التنفيذيين)، وفي ظل عدم تماثل المعلومات سيذهب هؤلاء إلى التسيير وفق مصالحهم الشخصية أولاً، حتى وإن كان ذلك يعارض مبدأ تعظيم قيمة الشركة أو تحقيق ثراء المساهمين، أي أن المسيرين يعظمون منفعتهم الشخصية بالاستفادة من الثغرات الموجودة في العقود المربطة بخاصية عدم التأكد في المحيط، وعدم القابلية للرؤية والتقييم، إضافة إلى كون الأعمال التسييرية أكثر تعقيداً من أن يشملها عقد مكتوب يحدد بدقة جميع الواجبات، مما يؤدي في النهاية إلى صعوبة تقييم نجاعة الأداء الخاصة بالمدير التنفيذي⁴، وتتمثل هذه التكاليف في:⁵

1. تكاليف الإشراف: وتسمى تكاليف المراقبة والتي يلتزم بها المساهمون من أجل تأمين الرقابة على نشاطات المسيرين لكشف وإمكانية منع أي تصرفات في غير مصلحتهم مثل تكاليف إنشاء مجلس الإدارة والفصل بين مهام الرئيس والمدير

¹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ التجارب)، مرجع سابق، ص 77-78.

² - نفس المرجع، ص 78.

³ - نبيل قلي، مرجع سابق، ص 15.

⁴ - مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 1، 2015، ص 139.

⁵ - Jérémy Morvan, la gouvernance d'entreprise managériale positionnement et rôle des gérants de fond socialement responsable, thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Bretagne occidentale, novembre 2005, p 34 - 35.

العام، تكاليف إنشاء مجلس المديرين ومجلس الرقابة، تكاليف طلبات التدقيق من خبراء مستقلين أو خلق لجان متخصصة داخل مجلس الإدارة.

2. تكاليف الإلتزام: والتي يتحملها الوكيل (المسير) وتعطي إشارة إيجابية على مراعاة مصالح المساهمين، مثل شراء الأسهم العادية للشركة من طرف المسير لساوي بين مصالحه الشخصية ومصالح المساهمين، إصدار وثائق إعلامية تتمحور حول أداء الشركة تمنح للمساهمين ... إلخ.

3. تكاليف متبقية: وتتمثل في الخسائر المتبقية والتي يتحملها كل من الأصيل والوكيل وهي مرتبطة بتضارب المصالح الذي بقي بين طرفي علاقة الوكالة رغم الجهود المبذولة من طرفهما لتجاوزه.

رابعاً: حلول مشكلة الوكالة

تتراوح حلول مشكلة الوكالة الناشئة عن تعارض المصالح بين الملاك والإدارة كما يلي:¹

1. إعطاء الإدارة أجرها في صورة أسهم أو خيارات أسهم؛
2. مراقبة كل تصرف للإدارة عن قرب، وهذا أيضاً مكلف جداً وغير فعال، والطريقة المثلى لعلاج المشكلة تقع بين الحلين السابقين عن طريق ربط أجر الإدارة بالأداء مع وجود بعض الرقابة المباشرة.
3. وتوجد أيضاً بعض الآليات في السوق من شأنها أن تجبر الإدارة على التصرف على نحو صالح للملاك مثل:
 - أ. **الخوف من فقدان الوظيفة:** خاصة إذا كان سوق العمل كفاء وفي الحالات التي يكون فيها الملاك منشآت وليسوا أفراداً، خاصة إذا كانوا يمتلكون نصيب أكبر من الأسهم، فإنه يصبح من السهل على الملاك المتمردين كسب معركة التمثيل الصوتي لتغيير الإدارة إذا كانت فاشلة.
 - ب. **الخوف من الاندماج العدواني (Hostile Takeover):** يظهر الاندماج العدواني بالنسبة للمنشآت التي تسعر أسهمها بأقل من قيمتها الحقيقية نتيجة ضعف الإدارة، فتكون هذه المنشآت مستهدفة من قبل مجموعة من المستثمرين للسيطرة عليها والتخلص من فريق الإدارة، لذا تعمل الإدارة على مقاومة ذلك بطرق عديدة وإلا تعرضت للضياع ومنها:
 - المعمل على رفع القيمة السوقية للأسهم؛
 - إثارة قضايا التكتلات المدافعة عن الاندماج العدواني الضارة بالاقتصاد القومي حتى ولو كانت مفيدة للملاك؛
 - إعادة شراء أسهم المنشأة من السوق أو عبر العروض المبدئية لمواجهة الاندماج العدواني؛
 - الحصول على شركة داخلة أرحم من صاحبة العرض؛
 - تخريب المنشأة بدفع أموال طائلة للمديرين في حالة الاستغناء عنهم كمكافآت تقاعد تسمى المظلات الذهبية (Golden parachutes)؛
 - عمل فضائح أو ابتزاز لشراء الأسهم التي سيشتريها المستحوذ الجديد؛
 - وضع شروط مربكة للاندماج العدواني؛

¹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ التجارب)، مرجع سابق، ص 72 - 73.

محاولة السيطرة على حقوق التصويت بالدخول في معارك التمثيل (Fight Proxy)؛
 لاختيار استثمارات ترتبط بهم وبخبرتهم بحيث لا يسهل طردهم.

الفرع الثاني: التيار الانضباطي للحوكمة

ويضم هذا التيار نموذجين، النموذج التساهمي والنموذج التشاركي للحوكمة.

أولاً: النموذج التساهمي للحوكمة (Le model actionnariale de la gouvernance)

للإحاطة بهذا النموذج سنقوم بتعريفه مع الإشارة للأطراف الفاعلة في تطبيقه وآلياته.

1. مفهوم النموذج

يقر هذا النموذج أن المساهمين هم الملاك الوحيديني، ويمنح لنظام الحوكمة الدور الحصري في تأمين الاستثمار المالي، حيث تمثل آليات الحوكمة حسب الاتجاه الانضباطي التساهمي الوسائل المستخدمة لإجبار المسيرين على تعظيم القيمة التساهمية، هذا الاتجاه سيطر على كل الدراسات المتعلقة بمجلس الإدارة، الجمعيات العامة للمساهمين، أنظمة التعويضات للمسيرين، الأنظمة القانونية والمحاسبية، ويعتمد التيار التساهمي على نظرية الوكالة أو تيار (أصيل، وكيل) والتي تنص على أن المساهمين يمثلون الطرف الأصيل الوحيد، بينما المسيرون يمثلون الطرف الوكيل¹:

حيث يأتى الأصيل (المساهم) حقوق ملكيته عند الوكيل (المدير العام) ويتحمل هذا الأخير أعباء التسيير بما يتماشى ومصالح الأصيل، وفي هذا السياق يترجم هذا التفويض بالفصل بين ملكية رأس المال والقرارات الإستراتيجية المؤثرة على قيمة رأس المال²، وهذا ما تؤكد دراسات كل من³:

أ. Williamson (1984-1985): والتي تنص على أنه إذا كان أصحاب المصالح محمي بن بشكل كافي بعقودهم فإن خصائص المعاملات التي يتم على أساسها دفع رأس المال تجعل المساهمين هم الطرف الأكثر تعرضاً للمخاطر الانتهازية، ويتحملون أكبر قدر من المخاطر المتبقية، ونتيجة لذلك تم وضع نظام حوكمة يمنح الرقابة للمساهمين بالشكل الذي يحمي مصالحهم ويقلل من تكاليف هذه الصفقة ذات الخصوصية (بين مالك رأس المال ومسيره).

ب. Hansmann (1996): والذي يدعم الرأي السابق لويليامسون عن طريق التطرق لتكلفة رقابة المسير يني، حيث أعتبر التكاليف العالية يمكن أن تعوّض عن طريق الاقتصاد في تكاليف صفقة الرقابة بمنحها للمساهمين وحدهم، والذي يتسبب بتجانس مصالحهم في اتخاذ قرار موحد غير مكلف.

2. الأطراف الفاعلون في النموذج التساهمي للحوكمة

بالنسبة للشركة المقيدة في السوق المالي التي تعتبر موضوع دراستنا ، تتحدد حوكمة هذه الشركة التساهمية بين عدة أطراف، حيث يغذي رأس مال الشركة عدة أقسام من المساهمين، تذكر منهم النوعين الرئيسيين⁴:

¹- Gérard Charreaux, les théories de la gouvernance, de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux, cahier de Fargo (centre de recherche en Finance Architecture, et Gouvernance des organisations) n° 1040101, Décembre 2004, p 6 .

²- Grégory Denglos, création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprise, Economica, Paris, 2010, p 34.

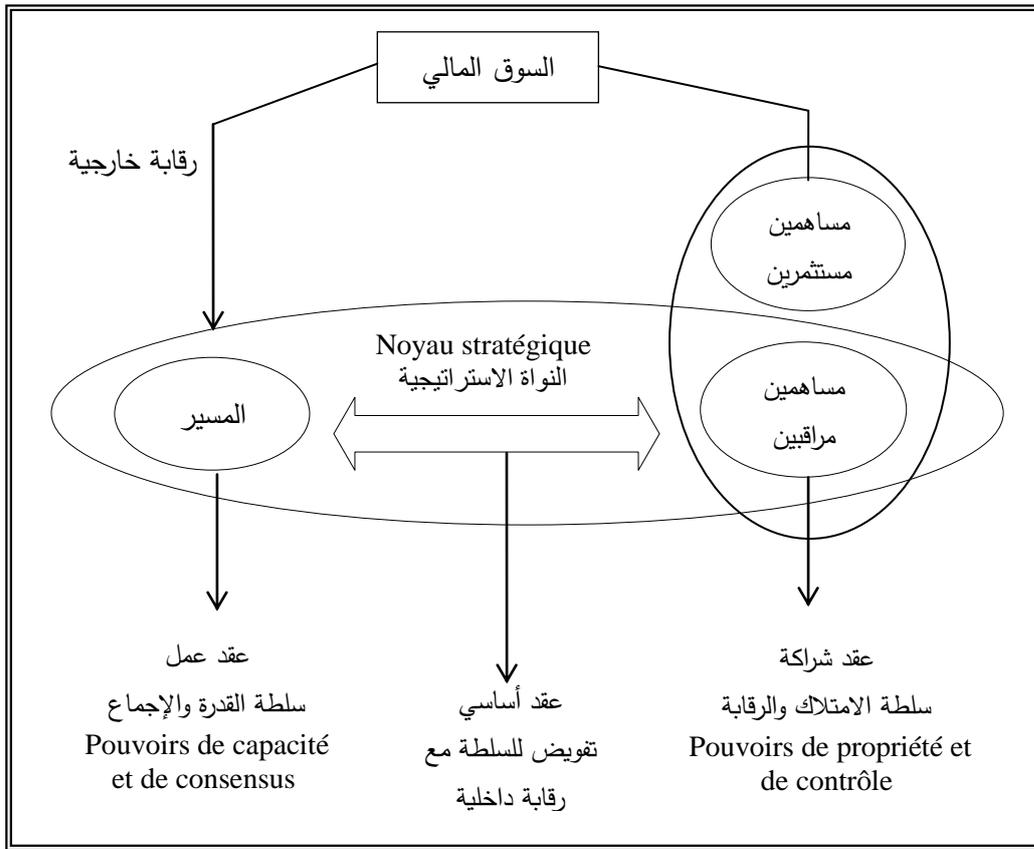
³- Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives, Economica, Paris, 2006, p 305.

⁴- Jérémy Morvan, op-cit , p 37 .

أ. المساهمين المراقبين: ويشكلون مع المسيرين النواة الإستراتيجية والمكلفة بتحديد وتشغيل المشروع الاستراتيجي ، فهم يمارسون رقابة داخلية كفيلة للوقاية من مشاكل الحوكمة من خلال نشاط المساهمين خلال اجتماعات مجلس الإدارة والجمعيات العامة.

ب. المساهمين غير المراقبين: باعتبارهم مستثمري فهم يقومون بتمويل نشاط الشركة، ويمارسون رقابة خارجية، أكثر ميلا نحو إملاء جزاءات استثنائية وعني فق متخذين من السوق المالي المكان الملائم لطرح انشغالاته م*؛ ويوضح الرسم البياني الموالي مخطط الحوكمة التساهمية:

شكل رقم 20: الحوكمة التساهمية للشركة



Source: Jérémy Morvan, la gouvernance d'entreprise managériale positionnement et rôle des gérants de fond socialement responsable, thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Bretagne occidentale, novembre 2005, p 38.

نلاحظ من هذا المخطط أن النواة الإستراتيجية للشركة تضم المساهمين المراقبين ومجموعة المسيرين، و تضم مجموعة المساهمين المراقبين المساهمين التاريخين (المؤسسين)، المستثمرون المؤسساتيون (البنوك، شركات التأمين، صناديق المساهمات) وهم المستثمرون أصحاب الفوائض المرتفعة، المستثمرون الصناعيون والتجارويون ويمتلكون الأغلبية المطلقة في حقوق

* في حالة عدم الموافقة على السياسة المحددة من طرف النواة الاستراتيجية، يستطيعون التخلي عن أسهمهم في السوق المالي بدون تقديم خصم مرتفع والتي ستخلق تدفق كبير لعمليات البيع الذي يسبب تراجع في الرسملة البورصة، تصبح ظروف تمويل المشروع الاستراتيجي أكثر صعوبة، ويطلب السوق المالي بعلاوة مخاطرة مرتفعة، إذا لجأ للتمويل السندي يجب أن يكون سعر الفائدة أكثر جاذبية مما يؤثر على ثورة الملاك، ستخفض توزيعات الأرباح وكذا القيمة المضافة على رأس المال، إضافة لخطر تراجع علاوات المسيرين.

التصويت، وأغلبهم يمتلكون قدرات تمويلية مرتفعة وغالبا ما يجمعون صفة المساهم مع مقرض بنكي أو سندي للشركة، عكس المساهمين غير المراقبين فرغم أنهم طرف في عقد الوكالة إلا أنهم خارج النواة الإستراتيجية فهم لا يمتلكون الأغلبية في حق التصويت مثل صناديق الاستثمار، مستثمرون فرديون، مساهمون افتراضيون (حملة السندات القابلة للتحويل لأسهم، السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم، خيارات الأسهم ...) والموظفون المساهمون¹، ورغم ذلك فهم يفرضون على المسيرين رقابة خارجية عن طريق السوق المالي.

3. آليات الحوكمة التساهمية

يقترح Charreaux (1997) آليات للحوكمة تعتمد على معيارين هما القصد والخصوصية.²

أ. فحسب معيار القصد تنقسم هذه الميكانزمات إلى:

- الآليات العمدية: وتهدف لانضباط المسيرين (آليات تنظيمية وقانونية) وعكسها نجد:
- الآليات العفوية (mécanismes intentionnels): ونقصد بها آليات السوق مثل سوق المسيرين، السوق الرقابي (المالي)، سوق السلع والخدمات، الصحافة... إلخ.

ب. حسب معيار الخصوصية تنقسم هذه الآليات إلى:

- الآليات الخاصة: وتكون خاصة إذا كانت تهدف إلى انضباط المسيرين الخاصين بهذه الشركة فقط.
- الآليات العامة (الغير خاصة): وتكون غير خاصة إذا كان الانضباط ممارسا بصفة شاملة من طرف نظام الحوكمة وليس بشكل فردي؛ والجدول الموالي يوضح هذه الميكانزمات:

¹ - Idem , p 38 – 40 .

² - Ali Dordour, op-cit, p 26 .

جدول رقم 12: تصنيف آليات الحوكمة التساهمية

ميكانيزمات عامة	ميكانيزمات خاصة	طبيعة الآليات
<ul style="list-style-type: none"> - المحيط القانوني والتنظيمي (قوانين الشركات، العمل، قانون الإفلاس، القانون العام). - النقابات الوطنية. - المراجعون القانونيون. - جمعيات المستهلكين. 	<ul style="list-style-type: none"> - رقابة مباشرة للمساهمين (جمعية عامة) - مجلس الإدارة (فصل مهام الرئيس عن الإدارة أولاً). - نظام العلاوات والحوافز. - الهيكل التنظيمي. - المراجعين الداخليين. - مجلس الشركة. - نقابة الشركة. 	الآليات العمدية
<ul style="list-style-type: none"> - سوق السلع والخدمات - السوق المالي (السوق الرقابي) - الوسطاء الماليون. - الاقتراض بين الشركات. - سوق العمل. - السوق السياسي. - سوق رأس المال الاجمالي. - المحيط. - المحيط الإعلامي. - ثقافة الأعمال. - سوق التكوين . 	<ul style="list-style-type: none"> - شبكة ثقة غير رسمية. - رقابة متبادلة للمسيرين. - ثقافة المؤسسة. - السمعة تجاه الموظفين (احترام الالتزامات). 	الآليات العفوية

Source : Mohamed Ali Khaldi, impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale, thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Grenoble, 2014, p 32.

من خلال هذا الجدول نلاحظ مدى تداخل مختلف الآليات الحوكمية الخاصة والعامة سواء كانت عمدية أو عفوية من أجل انضباط المسيرين وتحفيزهم وحثهم على العمل لصالح تعظيم ثروة المساهمين، فالميكانيزمات الخاصة تتبع من الشركات في حد ذاتها وقد تكون عمدية مثل رقابة المساهمين ومجلس الإدارة، أو تعمل بشكل عفوي على غرار شبكة الثقة غير الرسمية بين المساهمين والمسيرين ورقابة المسيرين فيما بينهم، ورقابتهم الذاتية من خلال سعيهم للحفاظ على سمعتهم، أما الميكانيزمات أو الآليات العامة فمصدرها عام أو عمومي، وقد تكون هي الأخرى عمدية أي لها نية القصد في إضفاء رقابة حوكمية على الشركات على غرار المحيط القانوني والتنظيمي، عمل النقابات والمراجعين القانونيين وجمعيات المستهلكين، أو عفوية يكون لعملها الاعتيادي والعفوي أثر انضباطي على الشركات مثل سوق السلع والخدمات، السوق المالي سوق العمل المحيط الاجتماعي والإعلامي... إلخ.

ثانياً: النموذج التشاركي للحوكمة

في النموذج التشاركي للحوكمة تبدو المؤسسة كتوافق مؤسساتي بين مختلف الأطراف المشاركة المكونة للمؤسسة (مساهمين وأصحاب المصالح)، حيث أن الشركة تسمح بتجاوز تضارب مصالحهم من خلال نظام معقد يجمع بين

التحفيز الرقابة والجزاء المتبادل¹، ومن خلال هذا النموذج يعتبر نظام الحوكمة كأداة لانتقاء، إدارة وجزاء المسيرين والموظفين، فقد تم إنشاء هذا النظام من أجل انضباط أصحاب المصالح ومن أجل التخفيض من تكلفة الوكالة والمعاملات التي تنشأ من تضارب المصالح بين الأطراف المشاركة، بين المساهمين وأصحاب المصالح من جهة، وبين أصحاب المصالح أنفسهم من جهة أخرى²، ويسعى هذا النموذج لخلق القيمة من أجل مجموع الشركاء زبائن، موردين، موظفين، مساهمين... إلخ بهدف³:

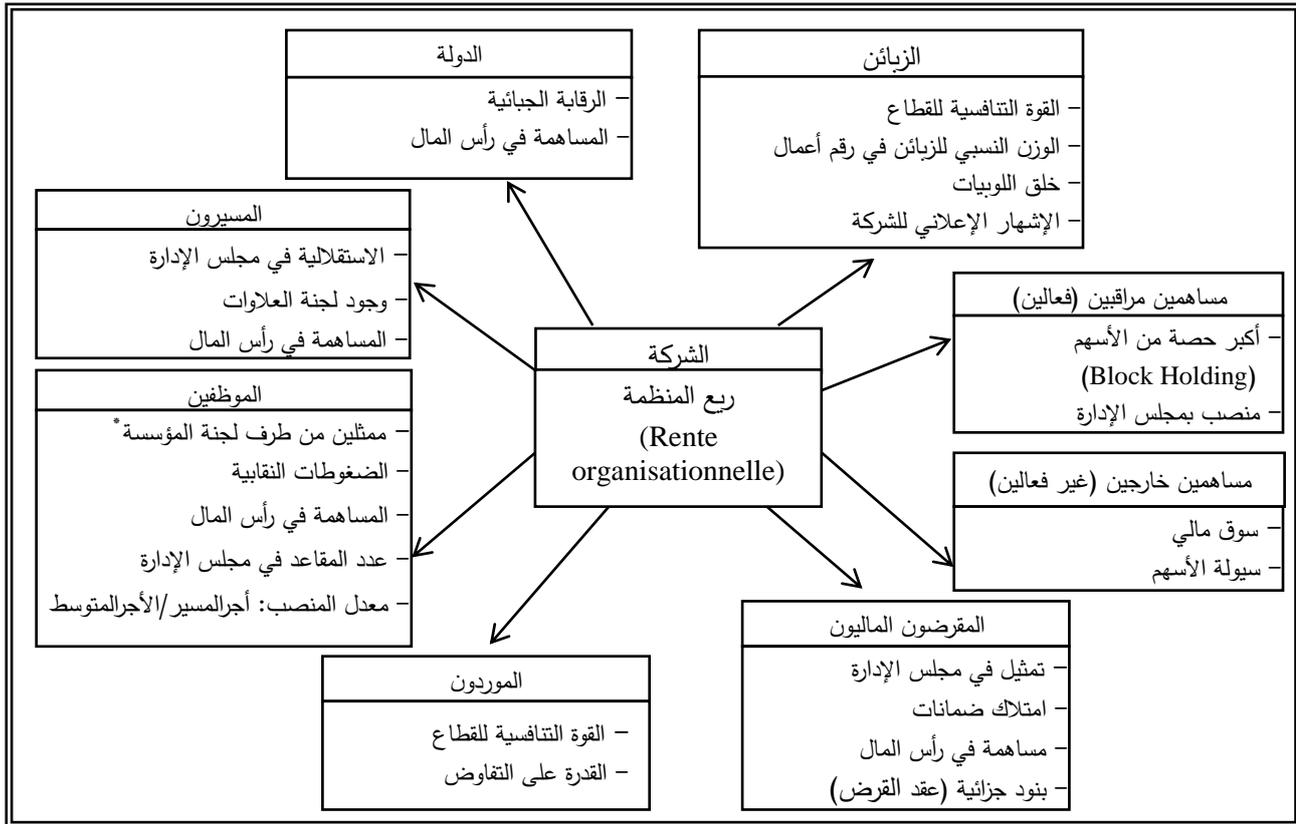
- أ. إن إرضاء أهداف جميع أصحاب المصالح يحسن الأداء المالي.
- ب. الشركات التي تسعى لتأسيس علاقات جيدة مع أصحاب المصالح تستفيد من ارتفاع في تدفق مواردها وتكون أكثر قدرة على خلق القيمة من تلك التي تؤسس لعلاقات سيئة.
- ج. قياس كفاءة الشركة يكون من وجهة نظر كل الشركاء.
- د. هذا النوع من الحوكمة يؤدي إلى تطوير رأس المال المادي وكذا رأس المال البشري أي الخبرة، الكفاءة والإبداع.
- هـ. من خصائصه تركيز رأس المال (المشاركة العمومية، وجود نواة صلبة للمساهمين، لجوء ضعيف للسوق المالي، رسملة بورصية ضعيفة قانون عمل متطور)، ويمكن توضيح هذا النموذج في المخطط التالي:

¹ - Alain Finet, gouvernance d'entreprise nouveau défis financiers et non financier, 1^{ere} Edition, de Boeck, Bruxelles, 2009, p 48.

² - Mohamed Ali Khaldi, op-cit, p 60 .

³ - Idem.

شكل رقم 21: النموذج التشاركي للحوكمة



Source: Mohamed Ali Khaldi, impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale, thèse de doctorat et science de gestion, université de Grenoble, p61.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن ريع المنظمة الناتج من خلق القيمة داخل المؤسسة يتطور بفعل تبنى حوكمة تشاركية تقوم على تفاعل مصالح مختلف الأطراف المشاركة (أصحاب المصالح) داخل وخارج الشركة، ليوزع في النهاية عليهم مقابل مشاركتهم في خلق هذا الربح، حيث يتحصل الزبائن على هذا الربح مقابل لقوة تنافسية للقطاع وإشهارهم للشركة، المساهمون المراقبون يتحصلون على هذا الربح مقابل مساهمتهم في رأس المال بأكثر حصة، أما المساهمون الخارجيون فيتحصلون عليه مقابل خلقهم للسيولة على مستوى السوق المالي، وهكذا بالنسبة لأصحاب المصالح الآخرين على غرار المقرضين الموردين الموظفين المسيرين وحتى الدولة كل يتحصل على جانب من هذا الربح مقابل مساهمته المادية أو وظيفته الرقابية الانضباطية الممارسة على الشركة والتي تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال عن طريق تخفيض تكلفة الوكالة.

الفرع الثالث: التيار الإدراكي أو المعرفي (cognitif) للحوكمة

لقد بينت العديد من الدراسات الحديثة محدودية التيار الانضباطي للحوكمة والذي اعتبره تيار يتميز بالجمود والسكون في تفسيره لحوكمة الشركات، على عكس التيار الإدراكي للحوكمة الذي يعرف حوكمة الشركات على أنها مجموع الآليات التي تسمح بامتلاك القدرة على خلق القيمة عن طريق التكوين والإبداع، عن طريق التمييز بين تسيير

المعلومة وإدارة المعرفة، ويمثل هذا التيار نظرة موسعة وأكثر حركية، تهتم بالآليات الحقيقية لخلق القيمة والمتمثلة في الطرق التي يقصّل بها المسيرين ويستغلون ويحولون فرص النمو داخل المؤسسة، ويكون دور الحوكمة في هذا الإطار ليس فقط تحديد المجال التقديري للمسيرين، ولكن السعي وراء نمو المؤسسة عن طريق التبادل، التأطير، تميم المعارف والخبرات وتجنيدّها داخليا أو خارجيا².

تركز النظرية الإدراكية للحوكمة على بعض التيارات التي تحمل في طياتها بعض الأفكار الإدراكية (arguments cognitifs) نذكر منها ثلاث تيارات رئيسية:³

أولاً: التيار السلوكي (courant comportemental): لأصحابه (Simon, March et Cyert)، والذي يعتبر الشركة عبارة عن تحالف سياسي ومؤسسة معرفية تقوم على أساس التعلّم التنظيمي، ويقصد به وجود ترابط بين الأفراد من أجل بناء المعرفة داخل الشركة، هذه المعرفة ذات طابع جماعي، والتعلّم هو عملية اجتماعية يؤسّس لها عن طريق التفسير، التجريب، التغذية العكسية (Feed Back) والتقييم، ويتعلق الأمر بعملية صياغة وحل المشاكل بدل اكتساب وتراكم المعلومات.

ثانياً: النظرية الاقتصادية التطورية (néo-schumpeterienne): والذي تم تطويرها من طرف (Nelson et Winter) والذي يعرف الشركة على أنها كيان يجمع مختلف النشاطات بشكل متناسق، وبأنها سجل للمعارف المنتجة حسب (Eliasson et Winter) وبأنها نظام تفسيري يهتم بالمنافسة المبنية على الابتكار، وتنادي بجعل عملية المفاضلة بين الاستثمارات تقوم على أساس اكتساب المعارف عن طريق العلم والمخزنة في العمليات الروتينية للمنظمة بدل اعتبارها قائمة موجودة مسبقاً.

ثالثاً: نظريات الإستراتيجية (Les théories de la stratégie): والمبنية على أساس الموارد والكفاءة RBV (Resource-Based-View) والتي تجد أصولها في نظرية نمو المنظمة لـ (Penrose 1959)، حيث تعتبر المنظمة مجموعة موارد مضافاً إليها كيان لتراكم المعارف، والموجهة وفق نظرة المسيرين وحسب الخبرة التي اكتسبها، والأصل في النمو المستدام للشركة يكمن في القدرة على التعلّم، وفي خصوصية تخزين المعارف المتراكمة. والجدول الموالي يوضح آليات وميكانزمات الحوكمة المعرفية التي تعتمد على معيارين معيار القصد والذي ينبع من الآليات التنظيمية والقانونية وآليات عفوية أي آليات السوق وقد تكون هذه الآليات (العمدية أو العفوية) نابعة من خصوصية الشركة (آليات خاصة) أو تتميز بالشمولية (آليات غير خاصة).

¹ - Olivier Meier, Guillaume Schier, Quelles théories et principes d'actions en matière de gouvernance des associations ?, management et avenir, n° 20, 2008/6, p 186.

² - Idem, p 186 – 187 .

³ - Gérard Charreaux, Peter Writz, op-cit, p 312 .

جدول رقم 13: التمثيل المعرفي لنظام الحوكمة

آليات عامة	آليات خاصة بالمنظمة	
- المحيط التشريعي والقانوني وتأثيره على الجوانب المعرفية.	- أنظمة رسمية تؤثر على تصور الفرص، التعلم التنظيمي، والتنسيق المعرفي (مثلا: الدور المعرفي لمجلس الإدارة)	آليات عمدية
- استهداف الأسواق عن طريق أبعادها المعرفية (تبادل واكتساب المعارف).	- آليات غير رسمية تؤثر على تصور الفرص، التعلم التنظيمي، والتنسيق المعرفي (مثلا: الجوانب المعرفية لثقافة المؤسسة)	آليات عفوية

Source: Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives, Economica, Paris, 2006, p 123.

يوضح هذا الجدول أن نظام الحوكمة المعرفي يعتمد هو الآخر على آليات عمدية وأخرى عفوية، الآليات العمودية بدورها تنقسم إلى آليات خاصة بالمنظمة وتنشأ بشكل خاص من مجلس إدارة الشركة من خلال سعيه لتبني مفهوم التعلم التنظيمي والتنسيق المعرفي بين مختلف الأطراف الفاعلة داخل الشركة، أو آليات عامة يقوم بها المحيط التشريعي والقانوني ممثلاً بمختلف هيئاته ودورها في التعريف بالجوانب القانونية والتشريعية المتعلقة بالشركات وذلك بغرض التأسيس لحوكمة رشيدة قائمة على الجانب المعرفي والإدراكي، بينما الآليات العفوية كذلك نجد أنها تنقسم لقسمين هي الأخرى آليات عفوية خاصة على غرار الجوانب المعرفية لثقافة المؤسسة ومدى مساهمة امتلاكها في تصميم الفرص والاستراتيجيات للشركة، التعلم التنظيمي والتنسيق المعرفي داخل الشركات، أو تكون هذه الآليات عفوية ولكن عامة مصدرها الأبعاد المعرفية لمختلف الأسواق المرتبطة بالشركات بشكل مباشر أو غير مباشر على غرار السوق المالي، سوق العمل، سوق السلع والخدمات... إلخ.

المبحث الثاني: دور السوق المالي في إرساء مبادئ الحوكمة

يتناول هذا المبحث دور السوق المالي في إرساء مبادئ حوكمة الشركات المقيدة، من خلال الإشارة للدور التقليدي للسوق في حوكمة الشركات، ثم تبيين الدور الحديث للسوق المالي في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات في ظل التغيرات التي طرأت على الأسواق المالية.

المطلب الأول: الدور التقليدي للسوق المالي في حوكمة الشركات

يلعب السوق المالي دورا هاما في إرساء مبادئ حوكمة الشركات من خلال وظائفه التنظيمية التقليدية على غرار سن قوانين الحوكمة ومتابعة الالتزام بتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية وسهره على تطبيق مبادئ الحوكمة من خلال سلطة السوق المالي.

الفرع الأول: دور السوق المالي في إصدار القوانين والتنظيمات الخاصة بالحوكمة

منذ إصدار قانون (Cadbury) للحوكمة في بريطانيا سنة 1992 تطورت قوانين الحوكمة عبر العالم لتشمل كل الدول المتطورة والناشئة، رغم أن الأسواق المالية لم تكن المصدر الأصلي في إصدار هذه القوانين إلا أنها س رعان ما لعبت دورا في صياغة القوانين والتوصيات الخاصة بالحوكمة سواء من خلال مساهمة هيئات سوق المال أو جمعيات المستثمرين.¹ فمثلا نجد المجلس الأسترالي لحوكمة الشركات (Australian Corporate Governance Council) الهيئة المسؤولة عن صياغة التوصيات الخاصة بحوكمة الشركات في استراليا تم إنشاؤه ورئاسته من طرف السوق المالي الأسترالي، التوصيات الدنماركية للحوكمة تمت صياغتها من طرف لجنة حوكمة الشركات لبورصة كوبنهاجن، كذلك البورصة الأوروبية (Euronext) ساهمت في لجنة (Lippens) التي قامت بصياغة القانون البلجيكي لحوكمة الشركات.² كذلك في الولايات المتحدة تعتبر بورصات القيم المنقولة هي الهيئات المخولة بإصدار قوانين وتنظيمات الحوكمة، الأمر يرجع أساسا للتمييز بين قانون البورصات الذي يعتبر قانونا فدراليا بينما قوانين الشركات هي قوانين غير فدرالية، الأمر الذي جعل سلطة السوق المالي الأمريكية المعروفة ب لجنة القيم المنقولة والبورصة (SEC : Securities and Exchange Commission) الخاضعة للقانون الفدرالي هي من تدفع البورصات خاصة بورصة نيويورك وبورصة (NASDAQ)* لتبني قواعد الحوكمة والسهر على تطبيقها، وهكذا لا تعتبر سلطة السوق المالي الأمريكية (SEC) الهيئة المسؤولة عن فرض هذه القواعد ولكن هي من أوكلت إلى بورصة نيويورك ضرورة فرض هذه القواعد على الشركات المقيدة بها سنة 1977 وخاصة فيما يتعلق بتفعيل لجان المراجعة.³

¹ - Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, Le rôle des bourses dans le gouvernement d'entreprise, groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise, OCDE, juin 2009, p 10. (http://www.oecd.org/fr/daf/ae/principesde_gouvernementdentreprise/44368994.pdf) consulté le 02/03/2018.

² - Idem .

*NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotation .

³ - Véronique Magnier, op-cit, p 47.

والجدول الموالي يعطينا نظرة عن القوانين والتوصيات الخاصة بحوكمة أهم البورصات العالمية إضافة لنموذج الإفصاح المالي المفروض ودور البورصات في صياغة وتطبيق هذه القوانين والتوصيات.

الجدول رقم 14: دور البورصات في صياغة ومتابعة قواعد الحوكمة

البورصة	القانون أو التوصيات المطبقة في مجال حوكمة الشركات	الالتزام في مجال الإفصاح	مساهمة البورصات في إعداد المعايير	مساهمة البورصة في المراقبة والتطبيق
London Stock Exchange	Combined Code	مبدأ COE (المطابقة أو التفسير)	نعم	لا
NASDAQ OMX Nordic Exchange	الدانمارك : Recommandation ou Corporate Governance	مبدأ COE منذ 2006	نعم	نعم
	فنلندا: Corporate Governance Recommendations	مبدأ COE	نعم	نعم
	اسلندا : Guidelines on Corporate Governance	مبدأ COE	نعم	نعم
	السويد : Swedish code of corporate governance	مبدأ COE	نعم	نعم
Australian Stock Exchange	Principles of Good Corporate Governance and Best practice recommendations	مبدأ COE	نعم	نعم
NASDAQ	Corporate Governance Requirements, (أحكام مدججة ضمن قواعد الإدراج في البورصة، لا يوجد قانون للحكومة)	الإفصاح إجباري	نعم	نعم
Euronext	بلجيكا : Code Belge de Gouvernance d'entreprise	مبدأ COE	نعم	نعم
	فرنسا : Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées	مبدأ COE	لا	لا
	البرتغال : Code des recommandations	مبدأ COE		
	هولندا : Code Néerlandais sur le Gouvernement d'entreprise	مبدأ COE	نعم	لا
NYSE	Corporate Governance Linsting Standards	الإفصاح إجباري		
Tokyo Stock Exchange	Principles for Corporate Governance Listed Companies	هجين	نعم	لا
Bourse de Toronto	National instrument 58-101- Disclosure of Corporate Governance Practices	الإفصاح إجباري	نعم	نعم
Six Swiss Stock Exchange	Corporate Governance Practices	مبدأ COE	نعم	نعم
Warsaw Stock Exchange	The Code of Best Practice for WSE Listed Companies	مبدأ COE	نعم	نعم

Source: Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, Le rôle des bourses dans le gouvernement d'entreprise, groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise, OCDE, juin 2009, p 11-12. (<http://www.oecd.org/fr/daf/ae/principesdegouvernementdentreprise/44368994.pdf>) consulté le 02/03/2018

نلاحظ من خلال هذا الجدول تنوع كبير في قوانين حوكمة الشركات، ونلاحظ أن أغلب قوانين الحوكمة المعمول بها في الدول العضوة في منظمة OCDE والمذكورة في الجدول تتبع فيما يخص الالتزام بالإفصاح المالي (المعلومات التي يجب أن يتم الإفصاح عنها بشكل إجباري في ظل احترام القانون أو التوصيات المطبقة في مجال الحوكمة) تتبع قاعدة أو مبدأ المطابقة أو الشرح (COE: comply or Explain) فحسب هذا المبدأ يمكن للشركات المقيدة عدم تطبيق أحكام القانون بشرط الإفصاح عن هذا القرار والدفاع عنه¹، في حين تتبنى دول أخرى مبدأ الإفصاح الإجباري عن جميع المعلومات المحددة في قانون الحوكمة على غرار بورصات (Nasdaq و Nyse، Toronto)، بينما بورصات أخرى تبنت نموذجاً هجيناً، أي تطبيق مبدأ المطابقة أو التفسير على بعض أحكام القانون، والإفصاح الإجباري على أحكام أخرى.

تجدر الإشارة هنا أن أغلب توصيات الحوكمة تبقى مبادئ تعاقدية غير ملزمة، والسوق المالي لا يمتلك الأدوات اللازمة من أجل معاقبة غير الملتزمين، حيث يتم إحالة المخالفات الخطيرة والمتكررة إلى منظمي السوق المالي، وتقوم البورصة بكشف شكوكها حول نية هذه الشركة أو تلك في احترام ممارسات الحوكمة وهكذا يتمكن المستثمرون من بناء رأي حول وضعية هذه الشركات الأمر الذي له تأثير مباشر على قيمة أسهم الشركة المعنية.

الفرع الثاني: متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية

تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً في متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية يتمثل الهدف من وراء هذا الدور في ما يلي.

أولاً: الهدف من هذا الدور

إن متابعة مدى التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية غير قاصر على إدارة البورصة، وإنما واجب أيضاً على هيئة سوق رأس المال، حيث:²

1. يقع على عاتقها مراقبة مدى التزام الشركات بواجب الإفصاح والشفافية عن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بنتائج أعمالها وحقيقة مركزها المالي، وهي المسؤولة عن صحة المعلومات التي تعلنها تلك الشركات للجمهور طالما أنه المشرفة على المعلومات التي تقدم إليهم، وذلك من خلال تنفيذ الشركات لالتزامها بتقديم قوائمها المالية كل ثلاثة أشهر.
2. إن الدور الذي تقوم به البورصة في متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية له أثر بالغ في نجاح نظام الحوكمة، حيث أن المعلومات المفصحة عنها تلعب دوراً كبيراً في زيادة أو انخفاض حركة التداول فهذه المعلومات تأثير كبير على القرارات التي يتخذها المتعاملون في الشراء أو البيع أو الإحجام عن التعامل.
3. ركزت القواعد الدولية على هذا الدور للبورصة، حتى تضمن الوصول السريع للمعلومات، بما يمكن في النهاية المستثمرين من اتخاذ قراراتهم ويقلل من خطر التلاعب أو القيام ببعض الممارسات غير السليمة في سوق رأس المال، وهذا الدور يفرض على البورصة بعض الالتزامات منها:

¹ - Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, op-cit, p 13.

² - محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2010، ص 95 - 102.

أ. عدم الانتقاص من واجب الالتزام بالشفافية إلا في حدود ضيقة وبشروط محددة فالترام إدارة البورصة بمراقبة أو الإشراف على المعلومات المفصح عنها يحتم عليها الإحاطة بهذه المعلومات واتخاذ كافة السبل، ووضع ما تراه من سبب للوصول إليها وتقييمها، لترى ما يمكن أن ينقص منها عندما تقتضي الظروف ذلك .

ب. معاملة كافة المشاركين في السوق على قدم المساواة ، فالدور الرقابي الذي تقوم به إدارة البورصة يحتم عليها عدم التمييز بين المتعاملين في سوق رأس المال، وعدم التمييز لا يقتصر على الشركات الملتزمة بتقديم أو بالإفصاح عن المعلومات، وإنما يشمل كذلك أصحاب المصالح في الاستفادة من هذه المعلومات، فهذه المعاملة العادلة تساعد على منع التلاعب بمصالح المستثمرين أو المتعاملين في السوق.

ثانيا: نوعية المعلومات المفصح عنها

إن إعلام السوق والمستثمرين ينطلق منذ القيد الأول للسهم في السوق في حالة إصدار سهم جديد أو دخول سهم موجود مسبقا للسوق المنظم، ولا يتوقف إمداد السوق بالمعلومات طالما كانت الشركة مدرجة به.

1. معلومات عند الدخول للبورصة (السوق الأول)

حتى يتم تسجيل سهم معين في البورصة يتم فرض عدة شروط تختلف حسب السوق الذي يتم التسجيل به، وتختلف هذه الشروط حسب درجة حماية رؤوس الأموال المستثمرة ضد المخاطر المحتملة ، ويعتبر السوق الأول هو السوق الذي يتطلب قواعد أكثر صرامة ويلعب دورا أكثر أهمية، فمثلا في ألمانيا يلتزم كل من الطرف المصدر إضافة لمؤسسة إقراض (بنك) مسجلا مسبقا بالبورصة بتقديم طلب القيد في البورصة، بينما في فرنسا يتم مراقبة الطرف المصدر للسهم أو الورقة المالية من طرف سلطة أسواق المال، ويمكن لهذه الأخيرة رفض القيد إذا كانت هذه العملية تشكل مساسا بالسير الحسن للبورصة أو تمثل خطرا على مصالح المستثمرين، بينما في ألمانيا يتولى عملية الرقابة لجان متخصصة في قبول القيد في البورصة تسمى (Zulassungsstellen) بدل سلطة سوق المال (BAFIN).¹

قد تفرض قواعد القيد في البورصة شرط الإلتزام بقانون معين للحكومة، مثلا في أستراليا قواعد القيد في البورصة تتضمن بعض العناصر من قانون الحكومة، مثل بورصة ستوكهولم و طوكيو والتي أدخلت شروط تتعلق بتر كيبية، كفاءة واستقلالية مجلس الإدارة، كذلك قواعد الحكومة الملزمة المفروضة من طرف (NYSE) و (NASDAQ) فيما يخص حوكمة الشركات المصدرة المسجلة بالبورصة تم دمجها ضمن قواعد القيد.²

كما تشترط هيئات سوق المال كأحد متطلبات القيد إصدار الشركات المصدرة لنشرة (Prospectus) يعرض المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص القيم المنقولة المقيدة بالبورصة ويسمح للمستثمرين اتخاذ قرار الاستثمار المبني على أساس معرفة مسبقة بالورقة المالية المعروضة للبيع، ويجب على هيئات سوق المال المصادقة على هذه النشرة، وتحمل هذه الأخيرة معلومات عن الهّم صدر، هيكل رأسماله، نشاطاته ووضعيته المالية، ويخضع الطرف المصدر لمسؤولية اجتماعية أمام

¹-Stéfanie Volz, La surveillance des bourses en France et en Allemagne, une comparaison analytique, DEA droit des affaires, université Robert Schuman, Strasbourg III, 2002- 2003, p 30.

²-Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, op-cit, p 14.

المستثمرين في حالة تقديمه لمعلومات خاطئة أو غير كاملة، ويتعين الإعلان على هذه النشرة في الجرائد الوطنية، ونشرها إلكترونياً على مستوى مواقع البورصات، وتقديمها في شكل نسخ مكتوبة على مستوى مكاتب الوسطاء.¹

2. معلومات بعد القيد في البورصة

إن عملية ما بعد القيد في البورصة تنجر عنها عدة التزامات فيما يخص عملية الإفصاح، وخاصة في حالة حدوث بعض التغيرات التي يكون لها أثر على سعر أو قيمة الأسهم تذكر منها:²

أ. معلومات حول تجاوز عتبة الزيادة في رأسمال

ضرورة التصريح بالتغيرات التي تحدث في مساهمة رأس مال الشركة، ففي القانون الألماني مثلاً والذي يتمثل للتعليمية الأوروبية لـ 12 ديسمبر 1988 فإنه ينص على ضرورة الإفصاح عن كل زيادة في رأس المال تتجاوز 5، 10، 25، 50 و 75% لكل شركة مقيدة بغض النظر عن العملية التي أدت لهذه الزيادة، بينما ينص القانون الفرنسي على ضرورة الإفصاح بالنسبة للزيادات التي تتجاوز المعدلات التالية في الزيادة في رأس المال 5، 10، 20، 33,3، 50 و 66,66%.
ب. معلومات ناتجة عن أحداث خاصة (إشهار مناسب)

حيث تمثل هذه المعلومات إشهاراً عن السير الحسن للسوق ووقاية من التجاوزات المالية، وتعتبر الأهم من بين المعلومات السابقة لأجل تخص أحداث رئيسية في حياة الشركات المقيدة، وقد تم إدخال هذا الالتزام بغرض ترقية السير الحسن للسوق وتحسين ثقة المساهمين، بالنسبة للقانون الألماني يلزم المشرع الطرف المصدر لورقة مالية مقيدة بالسوق المالي أن تنشر وبدون تحديد الآجال كل الأحداث الطارئة داخل الشركة وغير المعروفة من قبل الجمهور، خاصة إذا ما كان لها أثر على الوضعية المالية، والنشاط العام للشركة والذي ينعكس بدوره على قيمة السهم، وأي إخلال بهذا الالتزام يخضع الشركة للجزاء الإداري ذو الأثر المالي، ويكون هذا الإشهار في الجرائد المرجعية بالنسبة للمتعاملين مع البورصة، وفي نظام التداول الآلي، ويجب التصريح بهذه المعلومات فوراً لإدارة البورصة التي سجلت بها الأسهم وكذا التصريح بها لهيئة سوق المال الألماني (BAFIN).

بينما في فرنسا فإن الإشهار المناسب يدخل في إطار نشاط سلطة سوق المال وذلك ضمن دورها في إعلام المستثمرين، فحسب المادة 621-1C من قانون النقد والمالية الفرنسي تنص على أنه "يتعين على كل مصدر، وبشكل فوري إعلام الجمهور بكل الحقائق التي من شأنها أن يكون لها أثر معتبر على سعر سهم معين"، وتنص في المادة 8 من قانون سلطة سوق المال رقم 07 - 98 على "ضرورة أن يضمن الطرف المصدر أي الطرف المحرر للبيان الإعلامي ويتأكد من أن نشر المعلومات فعلي وشامل، ويجب أن تتحصل سلطة سوق المال على المعلومة فور نشرها".

¹ - Stéfanie Volz, op-cit, p 30-31 .

² - Idem, p 32-33.

الفرع الثالث: دور سلطة السوق المالي في تطبيق الحوكمة

لا يمكن اعتبار سلطة البورصة كحارس لتطبيق الحوكمة الجيدة من خلال فرضها لاحترام قواعد الحوكمة أو من خلال امتلاكها السلطة الجزائية لأن هذه السلطة هامشية، بينما يتمثل دورها ك مراقب للحوكمة بشكل أساسي من خلال رقابتها على المعلومة المتعلقة بحوكمة الشركات.

أولاً: دور المراقب للحوكمة الجيدة من خلال الجزاء

لا يمكن لسلطة البورصة ضمان احترام الحوكمة الجيدة بسبب وجود عوائق قانونية.

1. العوائق القانونية

إن قواعد حوكمة الشركات تنبع من أحكام الشركات، وكذلك من قواعد البورصات أي من القطاع الخاص، انطلاقاً من هذا لا يمكن لسلطة البورصة أن تكون الحارس الفعلي للحوكمة، فيما يخص إجراءات الحوكمة النابعة من قانون الشركات يمكن لسلطة البورصة أن تكون الحارسة على تطبيقها، ففي الولايات المتحدة قانون (Sarbanes - Oxley) الموضوع سنة 2002 ضم العديد من الإجراءات النابعة من قانون الشركات، وفي هذه الحالة تعتبر سلطة سوق المال الأمريكية (SEC) الهيئة المخولة لتطبيق هذه القوانين، فمثلاً يمنع هذا القانون إقراض الشركات المقيدة لمسيرها بسبب التعسف الذي قد ينتج عن المسيرين، وقد طبقت (SEC) الجزاء على مسيري إحدى الشركات والذي قام بخرق هذا القانون.¹

ورغم هذا تبقى سلطة الأسواق المالية الأمريكية (SEC) ضعيفة بسبب عدم استطاعتها متابعة المحاكمات الجنائية، ولها سلطة اتخاذ إجراءات مدنية فقط، ورغم هذا يمكنها إقناع النيابة العامة بسهولة أن تتخذ إجراءات جنائية ما دام هناك الدليل على جدارة الدعوى، لذا تعتبر (SEC) مسئولة عن فرض الغرامات على الشركات المعاقبة والتي غالباً ما يتم انتقادها لأن المساهم هو الذي يتحمل عبء هذه الغرامات التي كان الأصل فيها غش المسيرين، لأنها تسدد من أرباح الشركة، وهنا يعاقب المساهم مرتين عند هبوط سعر الورقة المالية بسبب الغش، ومرة أخرى بسبب الغرامة.²

بينما في فرنسا سلطة السوق المالي (AMF) لا تتمتع بالقوة القانونية حتى تعاقب إدارياً على إقراض الشركات المقيدة لمسيرها والتي تظهر في المادة L225-42 من القانون التجاري، رغم ذلك فإن (AMF) مسؤولة أمام القضاء بالإبلاغ عن الأعمال التي تشكل خروقات جزائية حتى وإن كانت هذه الخروقات ضمن مجال قانون الشركات المقيدة مثل التعسف في استخدام ممتلكات اجتماعية.³

2. العوائق في الفعالية

إن جعل سلطة البورصة كحارس أو مراقب للحوكمة الجيدة مثلما هي موجودة فعلياً، أو مثلما صممها هذه السلطة، يعتبر خطيراً وعديم الفعالية، يعتبر خطيراً لأن الشركة المقيدة تعتبر شركة خاصة وتدخل أي هيئة عمومية يجب أن

¹ - Véronique Magnier, op-cit, p 55-56.

² - كينيث أكييم، مرجع سابق، ص 155.

³ - Véronique Magnier, op-cit, p 56.

يكون حالة استثنائية إن وجد ويعتبر تدخل سلطة البورصة لمراقبة مدى احترام قواعد حوكمة الشركات لا يتماشى ومبادئ اقتصاد السوق، فبأي الصلاحيات يمكن لسلطة البورصة تحديد علاوات المسيرين بما يتماشى والحوكمة الجيدة؟ أو يمكنها فرض هيكل حوكمة معين محل آخر بحجة فشل نظام الحوكمة القائم، أو تحديد الشروط المطلوبة حتى يكون عضو مجلس الإدارة مستقلاً أو لا، الإجابة على هذه التساؤلات ترجع للقطاع الخاص أو للمشرع؟ ويتمثل الخطر في أن سلطة البورصة ستأخذ بالحسبان نظرتها للأمور بدل نظرة المساهمين، كما يعتبر الدور الحوكمي لسلطة سوق المال عديم الفعالية، لأن هيئات البورصات لا تمتلك الكفاءات البشرية والمالية الكافية للسهر على تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة، وهذا بسبب محدودية موظفيهم، ودورها الأساسي يتمثل في حماية المستثمرين عن طريق المعلومة، وكل نشاط يتم في إطار حوكمة الشركات يكون على حساب دورها الرئيسي.¹

وتعدد أدوارها قد يضعف من جهودها في ممارسة مهمتها الرئيسية، فبالنسبة لسلطة سوق المال الأمريكية (SEC) فقد واجهت لغاية سنة 2001 بعض الصعوبات في قدراتها على تمويل موظفيها ودفع مستحقاتهم، مما أدى إلى تراجع قدرتها على تعيين والاحتفاظ بأفضل العناصر، حيث أن محاميها وفاحصيها نقل أجورهم عن نظرائهم في الجهات الفدرالية الأخرى بنسبة 40% لغاية سنة 2001 حيث وافق الكونجرس على منح اعتمادات مالية لتدفع لمحاميها ومحاسبها رواتب تنافسية، تتناسب مع رواتب الوكالات المصرفية الحكومية الأخرى.²

ثاني: دور مراقب الحوكمة الجيدة من خلال المعلومات

ويتمثل هذا الدور في إعلام المساهمين بشكل خاص والجمهور بشكل عام.

1. دور المراقب عن طريق إعلام المساهمين

حيث أنه في إطار دورها في حماية المستثمرين تعمل سلطة سوق المال الأمريكية (SEC) من خلال قسم مالية الشركات بالبورصة والذي يعمل على مراقبة إفصاح الشركات لعموم المستثمرين، بفحص الوثائق التي تقوم الشركات بإيداعها لدى هذا القسم والتي تضم:³

أ. التصريح بالتسجيل فيما يخص الأسهم الجديدة؛

ب. وثائق الوكالة التي تم إرسالها للمساهمين قبل الجمعية السنوية؛

ج. التقرير السنوي للمساهمين؛

د. الوثائق المتعلقة بالعروض العامة للشراء؛

هـ. الوثائق المتعلقة بعمليات الاندماج والاستحواذ.

وهي لا تتوانى في تطبيق العقوبات على الشركات في حالة الإخلال بواجب الإعلام، ففي سنة 1997 قامت (SEC) بنشر تقرير توبيخي لرئيس مجلس إدارة إحدى الشركات والذي كان مدير عام سابق لشركة مقيدة، للمدير

¹ - Idem, p 57.

² - كينيث أكييم، مرجع سابق، ص 157.

³ - U.S securities and Exchange Commission, about the SEC. (<https://www.sec.gov/about.shtml>).

العام، إضافة لعضوي مجلس إدارة لأنهم لم يجددوا في التقرير السنوي وكذا وثائق الانتخاب عن طريق الوكالة المرسله للمساهمين طبيعة ومبلغ العلاوة المقدمة لرئيس مجلس الإدارة، وكذا لم يصرحوا عن وجود مفاوضات حول بيع أحد فروع الشركة لابن رئيس مجلس الإدارة¹.

أما بالنسبة للـ AMF ففي هذا الإطار قامت في 3 فيفري 2015 بنشر توجيهات الشفافية (La directive transparence) والتي تركز على 4 نقاط رئيسية:²

أ. يرجع القرار في التصريح بالمعلومات المالية الفصلية أو النصف سنوية للطرف المصدر فقط، وتقوم AMF بتوصية الشركات باعتماد أسلوب واضح ومستقر في الزمن، والإعلان عن رزنامة المنشورات على موقع الانترنت الخاص بها في بداية السنة.

ب. يجب أن تحترم المعلومة المالية المصرح بها المبادئ العامة المطبقة فيما يخص التصريح بالمعلومات المالية الموافقة للمادة 1.223 للقانون العام للـ (AMF)، يجب أن تكون المعلومة المقدمة صحيحة، دقيقة، صادقة ومرفقة بتعليقات.

ج. بمجرد أن تقوم الشركة بالتصريح بمعلومة فصلية أو نصف سنوية لبعض المستثمرين، المحللين أو الشركاء الماليين، يجب أن يتم إعلام الجمهور بها عن طريق بيان.

د. حتى لا يفقد نوعية المعلومة المقدمة للسوق قيمتها، يتعين على الشركات التي اختارت أن لا تنشر معلوماتها بشكل فصلي أو نصف سنوي، أن تسهر على التزامها بنشر المعلومات بشكل دائم من أجل المساهمة في تحسين ثقة في المستثمرين وفي شفافية بياناتهم المالية.

2. الدور الرقابي عن طريق إعلام الجمهور

تقوم سلطات سوق المال بممارسة دورها الرقابي على تطبيق حوكمة الشركات من خلال تفعيل نشر المعلومات للجمهور، فمثلا في فرنسا: تقوم (AMF) بكتابة تقرير سنوي وبتكليف من قانون الأمن المالي * لـ 01 أوت 2003، ويعتمد هذا التقرير كمصدر له على المعلومات المنشورة من طرف الشركات المالكة لمقرات اجتماعية في فرنسا والتي يتم تداول أوراقها المالية على مستوى السوق المنظم وتكون هذه المعلومات متعلقة بحوكمة الشركات والمراجعة الداخلية.

كما تقوم (AMF) بنشر تقرير حول تطبيق توصيات قانون حوكمة الشركات المقيدة الفرنسي المعروف بقانون (AFEP/MEDEF) حول علاوات المسيرين، نشر هذه التقارير يعلم الجمهور والمشرع بمبدأ التطبيق الجيد لقواعد الشفافية في مجال الحوكمة، كما يشكل نوع من الضغط على المصدرين، وحاليا طالب رئيس (AMF) بالتطبيق الكمي وليس النوعي لتوصيات (AFEP/MEDEF) في مجال علاوات المسيرين، وإلا تتعرض الشركات المخالفة للتنديد العلني.³

¹ - Véronique Magnier, op-cit, p 58.

² - AMF : Rapport Annuel 2014 (www.AMF-france.org).

* Loi de sécurité financière du 1^{er} Aout 2003.

³ - Véronique Magnier, op-cit, p 58-59.

بينما لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) مكلفة بتحديد تقارير حول مدى تطبيق قواعد الحوكمة في الشركات المقيدة، وإنما تكتفي فيما يخص واجبها في إعلام الجمهور بتقديم حجم هائل من المعلومات في موقعها على الانترنت والذي يضم قاعدة البيانات EDGAR** وه و (نظام جمع تحليل واسترجاع البيانات الإلكترونية) والذي يضم الوثائق المعلوماتية التي يفرض على الشركات تقديمها للهيئة (لجنة الأوراق المالية والبورصة)¹.

المطلب الثاني: الدور الحوكمي الحديث لأسواق المال في ظل خصخصة البورصات وتساعد تنافسيتها

لقد تسببت التطورات الحديثة للبورصات في انتقالها من النظام التعاضدي (Mutualization) إلى النظام الغير تعاضدي (Demutualization)، أو ما يعرف بخصخصة البورصات عن طريق خصخصة الشركات المسيرة لها وتحولها للشكل التجاري، الأمر الذي عمق من التنافس بين مختلف البورصات عبر العالم.

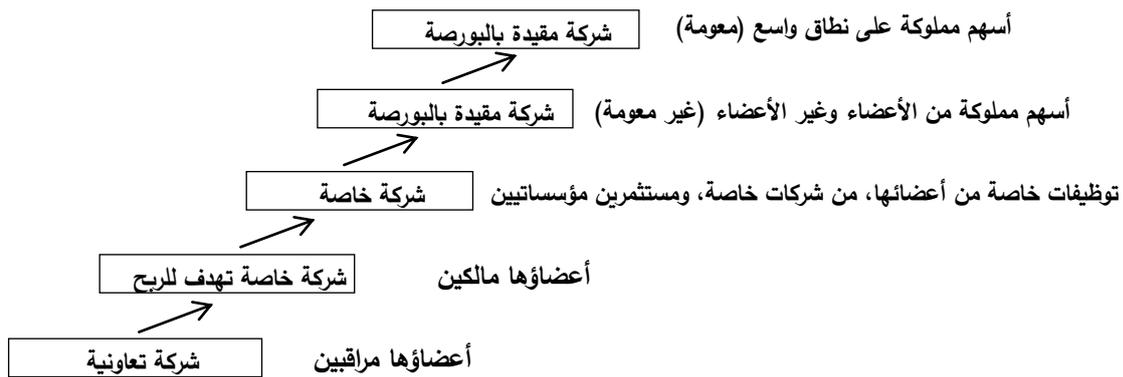
الفرع الأول: الدور الحوكمي الحديث لأسواق المال في ظل خصخصة البورصات

قبل التطرق لمدى تأثير الحوكمة على خصخصة البورصات نقوم أولاً بالتعريف بهذا المفهوم.

أولاً: الإطار العام لخصخصة البورصات

لقد كانت البورصات عبارة عن منظمات تعاضدية (تعاونيات) مملوكة ومسيرة من طرف أعضائها من الوسطاء (Stock Broker Members) ثم تحولت فيما بعد إلى شركات تجارية تهدف للربح مملوكة ومسيرة من طرف أعضائها من الوسطاء والسماسرة، ثم تطورت البورصات في مرحلة ثالثة لتصبح شركات مساهمة وتضم مساهماتها الشركات المقيدة والمستثمرين التأسيسيين، إضافة لأول أعضائها من السماسرة، المرحلة الرابعة كانت تعويم رأس ماله¹، وهكذا لم يعد بإمكانها مراقبة هيكل مساهميتها الذي أصبح مشتتاً²؛ مثلما هو موضح بالشكل الموالي:

شكل رقم 22: مراحل خصخصة البورصات



Source: Reena Aggarwal, Demutualization and Corporate Governance of stock Exchanges, Journal of Applied Corporate Finance, volume 15, Number 01, 2002, p 107.

** EDGAR : The Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval system.

¹ - U.S securities and Exchange Commission, about the SEC. (<https://www.sec.gov/about.shtml>) consulté le 21/01/2018.

² - Bertrand Jaquillat, Corporate Governance of Stock Exchanges, Revue d'économie Financière (English Ed), n° 82, 2006, p 3 .

كان لهذه التحولات أثر كبير على تنظيم الأسواق المالية وعلى دور هذه الشركات التجارية الجديدة في تنظيم السوق المالي، فبعد أن كانت هذه الشركات مملوكة في أغلب الدول الأوروبية من الدولة (شركات عمومية) لأنها تقدم خدمات عامة، أصبحت شركات خاصة معرضة للإفلاس، وإفلاسها قد يشكل مخاطر كبيرة على الاقتصاد، لهذا عملت العديد من الدول على إدخال إجراءات حمائية لهذه الشركات، مثلاً في أستراليا تم إنشاء صندوق احتياط لإمدادها برأسمال مساند، بورصة (Toronto) أنشأت نظام إنذار مبكر يحتم على البورصة تحقيق بعض المؤشرات المالية، ويعلم هيئات الإشراف عندما لا تكون هذه المؤشرات مطابقة¹؛ الجدول الموالي يوضح التطور التاريخي لعمليات خصخصة أهم البورصات في العالم:

جدول رقم 15: التطور التاريخي لخصخصة البورصات

سنة القيد في البورصة	سنة الخصخصة	إسم البورصة	سنة القيد في البورصة	سنة الخصخصة	إسم البورصة
-	2005	Bombay Stock Exchange	1998	1993	Stockholm Stock Exchange
2006	2006	New York Stock Exchange	-	1997	Borsa Italiana
2007	2006	Mexico Stock Exchange	1998	1998	Australian Stock Exchange
2007	2006	NYBOT	2000	1999	Singapore Stock Exchange
2006	2006	Teheran Stock Exchange	2000	2000	Hong Kong Stock Exchange
2007	2007	BOVESPA(Brazil)	2001	2000	London Stock Exchange
2007	2007	Boston Stock Exchange	2001	2000	Deutsche Borse
2007	2007	Bolsa da Colombia	2001	2000	Euronext
2008	2007	Thai Exchange	2002	2000	Toronto Stock Exchange
2008	2008	Tokyo Commodity Exchange	2002	2001	The NASDAQ Stock Market
2010	2009	Chicago Board Options Exchange	2003	2001	The Philippine Stock Exchange
2010	2010	Warsaw Stock Exchange	2004	2001	Osaka Stock Exchange
2010	2010	Bucharest Stock Exchange	2006	2001	Tokyo Stock Exchange
2012	2012	Islamabad Stock Exchange	2003	2003	New Zealand Stock Exchange
			2005	2004	Bursa Malaysia

Source: K. M. Anwarul Islam, Sk. Alamgir Hossain, Demutualization of Dhaka Stock Exchange Opportunities and Challenges, International Journal of Finance and Banking Research, 1 (1), 2015, p4.

ثانياً: أثر خصخصة البورصات على حوكمة الشركات

لقد تأثرت حوكمة الشركات المقيدة بشكل كبير بخصخصة البورصات، خاصة وقد أصبحت هذه الأخيرة مقيدة بنفس السوق المالي الذي تسيره، الأمر الذي أفقدها دورها الرقابي وخلق العديد من مشاكل تضارب المصالح بسبب هذا القيد الذاتي، ولمعالجة هذا الخلل لجأت البورصات لتطبيق بعض الإجراءات الكفيلة بتعزيز دور السوق المالي في إرساء قواعد الحوكمة نذكر من هذه الإجراءات:²

¹ - Reena Aggarwal, Demutualization and Corporate Governance of stock Exchanges, journal of Applied Corporate Finance, volume 15, Number 01, 2002, p 109.

² - Voir:

- Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, op-cit, p 17.

- Reena Aggarwal, op-cit, p 109-110.

1. تعزيز رقابة سلطات ضبط الأسواق المالية

إن التحولات التي عرفتها البورصات إلى شركات مساهمة صاحبها عمليات تعزيز الرقابة الممارسة من طرف الهيئات المنظمة للسوق وكذا إدخال ترتيبات لتسيير تضارب المصالح المرتبط بقيد الشركة المسيرة للبورصة على مستوى نفس البورصة نذكر منها:

أ. في الولايات المتحدة قامت لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) بمعالجة جميع مشاريع الخصخصة من أجل التأكد من مدى مطابقتها لبعض قواعد الحوكمة وخاصة مدى استقلالية وظيفة منظم البورصة (régulateur de bourse).

ب. في أستراليا تقوم هيئة البورصة (ASIC) بمراقبة عملية قيد شركة البورصة في البورصة الأسترالية.

ج. في كندا قامت لجنة القيم المنقولة لـ (Ontario) والمعروفة بـ (CVMO)** والتي تعتبر سلطة ضبط البورصات الكندية، بمراجعة طرق القيد للشركة المسيرة لبورصة تورنتو (TSX) وتفرض عليها حاليا عددا معينا من التقارير المالية الإضافية.

د. اعتبرت (NYSE) أن وظيفة التنظيم تعبر عن سمعة البورصة، لهذا اشترطت عليها سلطة السوق المالي الأمريكية (SEC) قبل الخصخصة، وضع هيئة مستقلة للتنظيم، لأن سمعة وصورة البورصة أصبحت أهم في وسط مخصص وهذا لحماية المسؤولية التجارية للبورصة، وقد تبنت مجموعة (OM) للسويد نفس النموذج.

هـ. يمكن للبورصات ذات أهداف ربحية وضع كيان مستقل بمارس الوظائف التنظيمية لتفادي مشكل تضارب المصالح مثلا في أبريل 2000 بدأت شركة (NASD) وهي الشركة المسيرة لبورصة (NASDAQ) بالتخصص وقامت بإنشاء فرعين (NASDR : NASD Regulation Inc) الذراع التنظيمي و (NASDAQ Stock Market) الذراع التجاري لـ (NASDAQ) لتفادي مشكل تضارب المصالح.

2. تبني القيد المزدوج في سوقين مختلفين

رغم تحويل البورصات للعديد من صلاحياتها التنظيمية لهيئات أخرى، إلا أن تضارب المصالح الذي ولده القيد الذاتي في البورصة لم يتم القضاء عليه نهائيا لهذا تم تبني آليات جديدة:

أ. في أستراليا تم إبرام اتفاقية بين البورصة الأسترالية (ASX) وهيئة تنظيم الأسواق المالية (ASIC) من أجل القضاء على تضارب المصالح الناشئ من القيد الذاتي في البورصة، وقد اعتبرت هذه إجراءات غير كافية، وتم اقتراح عملية القيد المزدوج لشركات البورصة في سوقين مختلفين للتفادي هذا الإشكال؛

ب. تعتبر (NYSE) أول بورصة تم قيدها في سوقين مختلفين بنيويورك وشانغاي، وكان الهدف الرئيسي وراء ذلك تحقيق أغراض تجارية (جذب الشركات الصينية) في بورصة أخرى تختلف عن تلك التي تقوم بتسييرها.

* ASIC: Australian Securities and Investments Commission

** CVMO: Commission des Valeurs Mobilières de l'Ontario.

3. تحويل المهام التنظيمية والتشريعية من شركات البورصة لهيئات أخرى

إن الفصل في المهام أو إدخال هيئات جديدة للحكومة لم يعالج بشكل تضارب المصالح، لذا تم تحويل جزء كبير من المهام التنظيمية والتشريعية الممارسة من طرف البورصات لهيئات أخرى:

أ. في بريطانيا وبعد خصصة (LSE) تم تحويل مسؤولية القيد في البورصة لسلطة المصالح المالية (FSA)*** وهي سلطة ضبط القطاع المالي ببريطانيا وأصبحت الهيئة المسؤولة عن القيد وبعض جوانب الرقابة والجزاء، كما يمكنها تعديل قواعد القيد أو الإفصاح المالي، أو توقيف تداول ورقة مالية.

ب. في كندا تحصلت بورصة تورونتو (TSX) على ترخيص من سلطة ضبط البورصات الكندية (CVMO) لتحويل مهامها في الرقابة على الأسواق المالية للهيئة الكندية لتنظيم تجارة القيم المنقولة (OCRCVM)** تهدف هذه الهيئة إضافة لمعالجة مشكل تضارب المصالح الناشئ عن القيد الذاتي في البورصة، التدخل كهيئة منظمة للمصدرين في ذات الوقت.

الفرع الثاني: الحوكمة في ظل تصاعد المنافسة بين البورصات

لقد تسببت خصخصة البورصات وتحويلها لشركات تجارية تهدف للربح لتصاعد المنافسة بينها من خلال سعيها لتعظيم أرباحها عن طريق استقطاب أكبر عدد من المستثمرين بتوفير أحسن الخدمات بأقل التكاليف.

أولاً: لمحة عن اتساع ظاهرة المنافسة بين البورصات

إن المنافسة بين البورصات لا تعتبر ظاهرة جديدة ولكنها تعززت خلال السنوات الأخيرة، وعلى عدة أصعدة: حجم التداول، القيد في البورصة والتنظيم، وقد تجسدت هذه المنافسة على أرض الواقع من خلال خصخصة البورصات وقيد شركاتها في البورصة ذاتها، كما يعتبر التقدم السريع لتكنولوجيا المعلومات، وخلق أدوات مالية جديدة المحركات الأساسية لهذا التطور¹، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1. ساهمت تكنولوجيا الإعلام والاتصال (TIC) في تحرير المنافسة فاستبدال المناذاة بالبرمجيات فتح المجال أمام دخول مفاوضين جدد يحولون الأوامر في ذات الوقت في ظل علمهم بالأسعار وفي أي مكان في العالم مما طور المنافسة بينهم، ووسع من محيط تدخل شركات السوق وعمق المنافسة بينها.²
2. أرضيات التداول الآلي قللت من الحاجة لليد العاملة والوقت وخفضت من تكاليف التداول، وسمحت بالتسعير المستمر للأوراق المالية الأكثر سيولة.³

*** FSA: Financial Services Authority.

** OCRCVM: Organisme Canadien de Réglementation du Commerce des Valeurs Mobilières.

¹ - Mohmood Baghri and Chuzu Nakajuma, Exchanges : The dilemma of conflicting regulatory objectives and strategies, oxford journal of legal studies, vol 24, n° 1, 2004, p 70.

² - Jean François Lemette, Quel futur pour l'industrie boursière ? analyse d'un processus de transformation , Revue – innovations, 2009/2, n° 30, p 161.

³ -Idem.

3. كما تنشأ المنافسة بين الأسواق المالية من خلال رغبة شركات البورصة في تعظيم أرباحها وتقليص تكاليفها عن طريق استخدام التكنولوجيا الملائمة، وبما أنها شركات ثابتة التكاليف يتعين عليها تحقيق حجم نشاط مرتفع، لا يتم هذا إلا بجذبها لعدد متزايد من الأوامر في السوق والحل الوحيد المحقق للعوائد يتمثل في القدرة على جذب الأوامر عن طريق تكاليف معاملات منخفضة.¹

ترتبط إيرادات هذه الشركات بحجم الخدمات التي تقدمها للمتعاملين حيث تتمثل مصادر دخل بورصة لندن LSE مثلا في:²

- 47 % من مواردها مصدرها خدمات معلوماتية.

- 34 % من مواردها مصدرها الخدمات التي يقدمها الوسطاء (السماسة).

- 16 % من مواردها مصدرها خدمات مقدمة للمصدرين.

- 3 % مصادر أخرى.

نلاحظ أنه كلما ارتفع حجم المتعاملين الطالبين لخدمات السوق كلما ارتفعت الإيرادات ولا يتأتى هذا إلا إذا كانت تتمتع بالتنافسية.

ثانيا: أثر تصاعد المنافسة بين البورصات على حوكمة الشركات

هل يمكن للأسواق المالية المتنافسة تطوير حوكمة الشركات؟ الجواب يكون أنها ستكون أقل اهتماما بوضع وتطبيق قواعد صارمة للحوكمة إذا أرادت جذب الشركات للقيد في البورصة، وضمن عدم توجههم لأسواق أخرى، وهذا ما سيدفع شركات البورصة للفصل بين وظيفة التنظيم ومصالحها التجارية³، وللحفاظ على مركزها التنافسي من جهة ووظيفتها الحوكمية تبنت البورصات الإجراءات على مستويين:⁴

1. سعي البورصات للاستثمار في وظيفتها كمنظم للسوق

إن تبني البورصات لقوانين صارمة للقيد وفرض احترامها يساهم في الحد من تنافسية البورصة، حيث أنه في التسعينات تفوقت (LSE) على (NYSE) من حيث الحجم بفضل شروطها الأقل صرامة من أجل القيد في البورصة، كما عُرفت (AMEX) بجذبها للمصدرين الذين لا يطابقون قواعد (NYSE).

كما اعتبر تبني قانون (Sarbanes – Oxley) من أهم أسباب تراجع تنافسية الأسواق المالية في الولايات المتحدة فقد تسبب حسب بعض الدراسات بتدني إيرادات الأسواق المالية في الولايات المتحدة مقارنة بالأوروبية، حيث ارتفعت بمعدل 7% فقط مقابل ارتفاع نظيرتها الأوروبية بـ 20 %، وهذا راجع لسببين رئيسيين هم: تراجع حصة الولايات الأمريكية من السوق العالمي للإدراج في البورصة من 57 % سنة 2001 إلى 16 % سنة 2006، في نفس الفترة

¹ - François Champarnaus, Vincent Remay, Places financières et concurrence entre marchés boursiers, revue d'économie financière, n° 57 ; 2000, p 120.

² - Reena Aggaruval, op-cit, p 111.

³ - Hans Christiansen, Alissa Koldertsorva, op-cit, p 19.

⁴ - Idem, p 19 – 23.

ارتفعت حصة نظريتها الأوروبية بـ 30 %، أما السبب الثاني يتمثل في خروج 200 شركة من القيد في البورصات الأمريكية سنة 2003 بفعل هذا القانون الذي تم سنة 2002.

يفسّر توجه البورصات نحو الاستثمار في قدراتها التنظيمية، وسعيها لفصل بين وظائفها (التنظيمية والتجارية) لتساعد التنافسية، وبهذا أصبح الدور التنظيمي للبورصة أحد أهم مجالات المنافسة، والميزة التنافسية الناتجة عنه جعلت البورصات تدافع على إبقاء صلاحيتها التنظيمية والتشريعية من خلال إدخالها للعديد من الآليات لحل مشكلة تضارب المصالح الناجمة عن ممارستها للرقابة الذاتية مع الرقابة على بقية المصدرين، فحسب تقرير الفدرالية الدولية للأسواق المالية الذي تم اعداده سنة 2004 بعنوان (Regulation of Market Survey) فإن 70% من الأسواق المالية تعتبر نشاطها التنظيمي أقوى مقارنة بالثلاث السنوات الماضية، عن طريق توظيف موارد إضافية في المصالح الغير تجارية، مثل البورصة السويسرية (Six Swiss Exchange) التي حافظت على وظيفتها في التنظيم الذاتي م تماشية بذلك مع القوانين السارية على غرار القانون الفدرالي حول البورصات وتجارة الأوراق المالية (Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading) وهذا بعد موافقة هيئة الإشراف على السوق المالي السويسري (FINMA).

2. الوظيفة التأديبية للبورصات على جهات الإصدار

في ظل المنافسة المتنامية بين البورصات، أصبحت المخاوف من الشطب كأحد الإجراءات الانضباطية التي تطبقها البورصات لا تعتبر إجراء عقابيا وإنما سلاحا في يد المصدرين، بسبب قدرة هذه الشركات على التسجيل في بورصات أخرى تقدم نفس الخدمات، إضافة لتراجع تكاليف الشطب، حيث بينت دراسة قامت بها إحدى أكبر شركات المحاماة متعددة الجنسيات في العالم والمعروفة باسم (DLA Piper) سنة 2008 أجريت على الأسواق المالية أن 12/1 شركة تم استجوابها تفكر في تغيير البورصة، ولتفادي تراجع جاذبية هذه البورصات:

أ. أصبحت البورصات ومن أجل العمل على تطبيق القوانين تتخذ إجراءات أقل خطورة من الشطب مثل نشر خروقات قوانين الحوكمة من طرف الشركات، أو إجبار الشركات على التصريح بعدم امتثالها لهذا القانون، حيث يعتبر الشطب الناتج عن خرق قوانين الحوكمة نادرا في الدول التي يعتبر فيها قانون الحوكمة ملزما.

ب. كما أثبتت بعض القضايا المعاصرة أن البورصات تترتب في اتخاذ جزاءات في حالة خرق قواعد الحوكمة والتي لا تشكل انتهاكا للتشريعات أو عمليات نصب، حيث قررت البورصة الألمانية إعادة إدماج شركة (Porsche) لمؤشرها الرئيسي بعد أن تم استثناءه من المؤشر، بسبب رفضها الامتثال لقواعد الإفصاح المالي لمدة 7 سنوات خاصة وأن بعض الاستراتيجيات التي تعتبر خرقا لقوانين الحوكمة تساهم في رفع حجم المعاملات.

ج. في ظل قلة الدراسات التي تعالج أثر المنافسة بين البورصات على تنفيذ قوانين البورصة، فقد تم معالجة هذه المسألة من طرف لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) سنة 2004، حيث أكدت في تقريرها أن المنافسة المتنامية بين البورصات من أجل رفع عدد الشركات المقيدة وحجم المبادلات، و بروز أسواق مالية منظمة تعتمد على التنظيم الذاتي المسير من مساهمين يهدفون للربح مارست ضغوطات على الوظيفة التنظيمية ومصادر التمويل للبورصة، كل هذه الأمور تعد السبب

في مشكل تضارب المصالح وعدم إلزامية القوانين، مما يثير عدة تساؤلات حول مدى فعالية هذا النوع من التسيير ، بينما ستير دراسات أخرى في الاتجاه الذي يقول أن الأسواق المالية المنظمة تنظيماً ذاتياً تعد أكثر مرونة مع إجراءات تحقيقها وجزءات أقل مثل دراسة (De Marzo and Al 2001).

المطلب الثالث: الدور الحوكمي للحديث للبورصات في ظل اندماج البورصات

لقد تأثر دور الأسواق المالية في إرساء مبادئ حوكمة الشركات بعمليات الاندماج التي أصبحت سمة بارزة من سمات التطورات الحديثة للبورصات وما انجر عليها من ارتفاع تركيز الأسواق المالية في العالم.

الفرع الأول: لمحة عامة عن ظاهرة الاندماج العالمي للبورصات

لقد بدأ تجمع الأسواق المالية منذ عشرات السنين ولكن تحول البورصات لشركات مدرجة بالبورصة حرك موجه جديدة من الاندماجات والاستحواذ ذات بعد عابر للحدود نذكر على سبيل المثال الشراكة بين (NYSE) و (Euronext) سنة 2006، الاستحواذ على السوق المالي لدول شمال أوروبا والكائن مقره بستوكهولم (OMX) من طرف (NASDAQ) ومساهمة بورصة دبي في (NASDAQ) سنة 2007، مساهمة بورصة قطر في (LSE) واندماج هذه الأخيرة مع البورصة الإيطالية (Borsa Italiana) سنة 2007، تمثل بعض الأمثلة عن إعادة هيكلية القطاع، وحركة الاندماج هذه في أمريكا الشمالية وأوروبا هي استمرار دائم، ومبعث قلق خاصة فيما يخص أثرها على المنافسة¹، وتتمثل الأسباب الرئيسية في عمليات الاندماج بين البورصات كما ذكرت في تقرير مجلس التحليل الاقتصادي وهو (هيئة استشارية فرنسية مكونة من اقتصاديين ومحللين مرتبطة برئيس الحكومة) سنة 2007 كالتالي:²

1. عرض وطلب الأوراق المالية أصبح غير جاذب لبعض المناطق الجغرافية، لذا كان على البورصات جذب العرض والطلب.

2. زوال الحواجز النقدية ومخاطر الصرف خاصة في منطقة الأورو، حيث أصبح مسيري المحافظ يقسمون محافظهم حسب القطاعات وليس حسب البلدان.

3. تتلجج تكلفة المعلومات، وكذا تراجع تكلفة الاستثمارات التكنولوجية، وتطور البورصات الإلكترونية، وارتفعت قدرة البنوك على منافسة البورصات، أجبرت البورصات على أن تكون أكثر كفاءة وأجبر المستثمرون على تفضيل الخدمات الأكثر تنافسية.

4. ربط أراضيات التداول الذي بدأ منذ سنة 2000 سمح بتراجع تكاليف الاستثمارات التكنولوجية، والتي استفاد منها المستخدمون، حيث تراجعت التكلفة المتوسطة لصفقة في (Euronext) بقيمة 30 % خلال فترة 5 سنوات 2000 إلى 2005.

5. عملت بعض الأسواق المالية وبغرض جمع مراكزها على تشكيل تحالفات مرسمة قانونياً عن طريق اتفاقيات بدل اللجوء لعمليات الاندماج والاستحواذ بغرض تقليص التكاليف، ورفع السيولة وتطوير منتجات جديدة (مثل التحالف بين NYSE و بورصة طوكيو TSE).

¹ - Idem, p 23.

² - Catherine Karyiotis, La disparition des bourses nationales, L'expansion Management Review, n° 127, 4/2007, p 45.

الفرع الثاني: آثار دمج البورصات على حوكمة الشركات

إن تركيز البورصات يطرح تساؤلات فعلية حول وظيفة التنظيم التي تضطلع بها أسواق المال، تتمثل هذه التساؤلات في:¹

أولاً: إن تركيز البورصات العالمية خلق متعامل وحيد للبورصات لعدة أسواق مالية محلية مما يطرح إشكال الأساس القانوني لعملية التنظيم الممارسة من طرف هذا المتعامل الذي لا يتواجد في نفس بلد الشركات المصدرة التي سيقوم بالإشراف عليه، مما يتسبب في تطبيق مواءمة قهرية لمعايير الحوكمة المطبقة على الشركات المقيدة بالأسواق المالية المشتركة.

ثانياً: في أي إطار يمكن لبورصة متعددة الجنسيات أن تتدخل في حوكمة المصدرين الأجانب المقيدون وخاصة أولئك الغير مقيمين في إحدى الدول المشكلة لاتحاد البورصات، فمثلاً إذا تم تسيير الشركات الفرنسية البلجيكية أو البرتغالية المقيدة على مستوى (Euronext) حسب قوانين الحوكمة الوطنية السارية المفعول، فما هي القواعد الممكنة تطبيقها على شركات صينية مثلاً.

للإجابة على هذه التساؤلات تم اتخاذ التدابير التالية:²

1. وضعت دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) تدابير من أجل تقييد الملكية والاستحواذ على البورصات، مثل قواعد الإعلام فيما يخص تسقيف الملكية وتقييم الأخلاقيات والاندماج (Fit and proper requirements)؛
2. لتفادي مخاطر أن تغطي القوانين الوطنية لإحدى دول البورصات الشريكة تمت مناقشة العديد من الأحكام تذكر منها أنه من شروط التحالف بين (NYSE) و (Euronext) المحافظة على بقاء المجموعتين عبارة عن شركتين مستقلتين مملوكتان لشركة مساهمات (Holding) واحدة، نتيجة لذلك لا تعتبر (Euronext) سوق قيم منقولة أمريكي، ومصدروها لا يخضعون لقانون القيم المنقولة الأمريكي؛
3. بعض دول (OCDE) مثل بريطانيا وبغرض حماية القدرة التنظيمية لأسواقها المالية، أو المنظمين الآخرين قامت بسن قانون تبادل الاستثمارات والمقاصة (Investment exchanges and clearing bill) والذي يخص على بقاء سلطة المصالح المالية (The financial Services Authority) الهيئة الوحيدة المنظمة والمشرفة على بورصة لندن (LSE)، كما نصت على بقاء القانون المشترك للحوكمة (Combined code on corporate governance) الإطار المرجعي للحوكمة الشركات، وجاء هذا القانون لتفادي أن تكون هناك تهديدات للقانون البريطاني من سيطرة الأسواق المالية البريطانية أو غرف المقاصة؛
4. كما اتخذت السويد تشريعات مماثلة بغرض الحد من مخاطر تأثير قوانينها بسبب الاستحواذ على السوق المالي لدول شمال أوروبا (OMX) من طرف (NASDAQ)؛

¹ - Hans Christiansen, Alissa Kolderstova, op-cit, p 23-24.

² - Idem p 23 – 25.

5. بالنسبة للدول التي لم تتخذ فيها السلطات العمومية إجراءات مماثلة يمكن أن تنشأ لديهم مخاطر أن يتم إخضاع نظام حوكمة البورصة المستهدفة لنظام البورصة المستحوذة، لكن في الواقع لم تفرض أية بورصة مستحوذة قوانينها بعد؛
6. تفرض أغلب الأسواق المالية شروط ومعايير القيد أو المعلومات المالية على أساس وطني، بينما يتم قبول المصدرين الأجانب بافتراض تعادلهم مع المصدرين المحليين منذ مطابقتهم لقواعد بلدهم الأصلي، وفي الواقع فإنهم يستفيدون من العديد من الإعفاءات فمثلاً هم معفون من استمارة شهادة مطابقة حوكمة الشركات (Corporate governance certification form) المفروضة على الشركات المقيدة في (NASDAQ) إذا ما كانوا يحترمون ممارسات البلد الأصلي بدل قوانين (NASDAQ)، ويكفي الشركة المصدرة أن تقدم لـ (NASDAQ) رسالة من خبير مستقل من البلد الأصلي يشهد فيها أن ممارسات المصدر ليست مخالفة للقوانين الوطنية، في حين يتعين على المصدرين الأجانب احترام بعض الأحكام كتلك الخاصة بلجنة المراجعة أو مبدأ الاستمرارية في الاستغلال أي عدم انقطاع الشركة عن النشاط؛
7. هناك القليل من الدول التي تفرض قواعد حوكمتها على الشركات الأجنبية مثلًا (OMX Nordic Exchanges) تفرض على المصدرين الجانب الذين يتخطون حداً معيناً من الرسلة احترام قانون الحوكمة المطبق في أحد البلدان التابعة لها، إذا لم يكن خاضعاً لهذا القانون في بلده الأصلي؛
8. التعليمات الخاصة بحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة السويسرية (SWX) تطبق على كل الشركات المقيدة بها والتي لا يكون مقرها في سويسرا، مما يجعل بعض المصدرين الأجانب يرغبون القيد في البورصة لأنهم سيخضعون لقوانين حوكمة تخلف عن قوانينهم المحلية.

المطلب الرابع: الدور الحوكمي الحديث للبورصات في ظل منافسة أنظمة التداول البديلة

لقد تغير مفهوم البورصات بعد أن أصبحت عبارة عن كيان افتراضي يتمثل في أنظمة الكترونية للتداول، مما انجر عنه تغير لدورها في إرساء مبادئ حوكمة الشركات.

الفرع الأول: مفهوم أنظمة التداول البديلة (ATS)

تعرف أنها آلية تداول تم تطويرها بشكل مستقل عن الأسواق المالية القائمة (التقليدية)، وقد وضعت بغرض التقريب بين المشتريين والبائعين بهدف تعاقدية¹.

منذ منتصف تسعينيات القرن الماضي تطورت أفضيات التداول البديلة (Alternative Trading Platforms) وأصبحت تتيح للمتعاملين إمكانية عدم المرور بالبورصة من أجل إبرام معاملاتهم، وقد نشأت هذه الأفضيات أول مرة في

¹-Hans Degryse, Mark Van Achter, alternative trading and liquidity, paper prepared for SUERF – Conference Commission 2 : Technology and Financial Markets, p 2 . (<https://pdfs.semanticscholar.org>) consulter le 23/03/2018.

نهاية الستينيات عندما تم إدخال أحد أ صراف أنظمة التداول البديلة (ATS) والمسمى شبكة الاتصالات الحديثة (ECN)** وأصبح بإمكان هذه الشبكات تنفيذ الصفقات بنفس كفاءة البورصات التقليدية، مما تسبب في تنامي التداول

على بعض الأدوات المالية.¹

تدرج تحته تسمية أنظمة التداول البديلة (ATS) عدة نماذج في السوق نذكر منها (Les Crossing Networks) لوحات عرض الأسعار (Bulletin Board) وخدمات البحث عن التسعير (RFQ: Request For Quotes)، الأحواض الداكنة (DP: Dark Pools) ذات النشأة الأمريكية مثل (ITG, Posit و Liquidnet) وبعض جداول العرض الحديثة التي تستخدم طرق تداول بديلة مثل (Chi-X التابعة لـ (Instinet) بريطانيا، (Wetra) التابعة (Trade Cross) بألمانيا.²

يرجع نجاح هذه الأرضيات الإلكترونية للتداول لعدة أسباب نذكر منها:³

1. انخفاض تكاليفها، فهي تطلب أسعار جد منخفضة من مستخدميها مقارنة بالبورصات التقليدية، وهذا بسبب انخفاض تكاليف الاستثمار في هذه الأرضيات مقارنة بنظيرتها التقليدية.

2. سرعة التنفيذ فهي تتيح للمتعاملين تنفيذ أوامرهم في أجزاء من الثانية، لهذا أصبحت هذه الأرضيات المكان الأفضل للتداول خاصة بالنسبة للمتعاملين الكبار، الذين يضاعفون عمليات الشراء والبيع في اليوم الواحد.

3. تتيح للمستثمرين حد تسعير أدنى (Tick) يختلف عن البورصات التقليدية فمثلا أحد أنواع هذه الأنظمة والمسمى نظام التداول متعدد الأطراف (MTF)*** تتيح لمعامل يجر أمر بيع بسعر €10.001 في حين تتيح البورصة التقليدية نفس أمر البيع وفي نفس الوقت بسعر €10,01، الفرق يجذب المضاربين الذين يستغلون فروق الأسعار.

الفرع الثاني: أهم أنظمة التداول البديلة في العالم

سنذكر أهم ثلاث أنظمة تداول رئيسية في العالم والتي تضم أنظمة تداول فرعية أقل شهرة نذكر منها:⁴

*ATS: Alternative Trading System.

**ECN: Electronic Communication Network.

¹ - Idem, p 25.

² - Les systèmes de négociation alternatifs pour les actions européennes, Article publiée par Celent, Paris, 18 juin 2007. (<https://www.celent.com/insights/276036194>) consulté le 23/03/2018.

³ - Romain Thomas, le succès fulgurant des plateformes alternatives (<https://www.lenouveleconomiste.fr/lesdossiers/lesuccès-des-platfprmes-alternatives-mtf-9602/>) visité le 23/03/2018.

*** MTF: Multilateral Trading Facility.

⁴ - voir:

- Hans Cristiansan, Alissa Koldertsova, op-cit, p 27.

- Hans Degryse, Mark Van Achter, op-cit, p 8.

أولاً: أرضية التداول متعددة الأطراف (MTF)

بدأ استخدام مصطلح (MTF) منذ دخول التعليمية (MIF) ♦ حيز التطبيق حيث يعرف (MTF) بأنه نظام يجمع عدة أطراف (مثلاً مستثمرين صغار أو شركات توظيف) ترغب في شراء أو بيع أدوات مالية يمكن أن تكون (MTF) شبكات تقاطعية (croisement) أو آليات مواجهة، والتي يمكن استغلالها إما من طرف متعامل بسوق منظم أو من طرف شركات التوظيف، وهذا حسب تعليمية (MIF) وموافقة سلطة السوق المالي ضرورية من أجل استغلال أي نظام تداول بديل في أوروبا، وتعتبر (Chi-x) و (Turquoise) ضمن أرضيات التداول متعددة الأطراف.

ثانياً: شبكات التواصل الإلكتروني (ECN)

عرفها لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بأنها نظام مسير بالأوامر، حيث تلتقي فيه أوامر المشترين والبائعين مباشرة من خلال دفتر أوامر، حيث يقوم المنتسبون لهذا النظام (مستثمرون مؤسسيون، شركات بورصة وصانعو السوق) بإدخال صفقاتهم مباشرة في نظام (ENC)، بينما يتعين على الأفراد امتلاك حساب في شركة بورصة منتسبة لهذا النظام حتى يمكنهم استخدامه، تعتبر (Brut و Archipelago) من شبكات التواصل الإلكتروني (ECN).

ثالثاً: الأحواض الداكنة (DP: Dark Pools)

تعتبر (DP) شبكات تقاطع (réseaux de croisement) مغلقة، والتي تعزل أوامر المفاوضين الآخرين وتجلب لمعاملها السيولة التي لا تظهر في دفاتر الأوامر المفتوحة، وتكون المعاملات المنفذة في هذه الشبكات مغلقة (من حيث الأسعار أو هوية المشاركين)، مع العلم أنه هناك أنواع من الأحواض الداكنة تنشر الأسعار وأخرى لا تقوم بنشرها، ويتم تنفيذ الأوامر بطريقة آلية أو عن طريق التفاوض طول اليوم، أو في فترات محددة وتعتبر الأحواض الداكنة كيانات مستقلة (مثلاً Instinet) أو قد تكون مملوكة لشركة بورصة مثلاً (BNP Paribas)، أو لجمعية شركات بورصة مثلاً (BIDS)، أو للبورصات في حد ذاتها (NASDAQ).

الفرع الثالث: أثر أنظمة التداول البديلة على حوكمة الشركات

إن أثر تطور أنظمة التداول البديلة على حوكمة الشركات تبقى غير ظاهرة لأن عملية التداول خارج البورصة تبقى دائماً غير شفافة ومنظمة بشكل أقل صرامة من عمليات التداول داخل البورصات التقليدية، ويبقى الأثر الظاهر لهذه الأنظمة على عملية تحديد الأسعار، والرقابة على الشركات المقيدة:

أولاً: أثر أنظمة التداول البديلة على تحديد الأسعار

من أهم المسائل التي تعالجها الحوكمة معرفة ما إذا كان التصريح في الوقت الملائم للمساهمين حول الاستحواذ على جزء من رأس المال أو حول التنظيم أو تمويل الصفقات سيكون له تأثير على انتقال حجم التبادلات من البورصات

♦ التعليمية MIF أو "La directive "Marchés d'instruments financiers" : وهي التعليمية الخاصة بسوق الأدوات المالية الأوروبية"، المعمول بها منذ نوفمبر 2007، فتحت هذه التعليمية المجال أمام المنافسة على تنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية من أجل جعل أداء الأسواق أكثر مرونة من أحكامها تمديد الجداول الزمنية للبورصات، وتخفيض تكاليف الوساطة، مع إمكانية تنفيذ أوامر السوق من قبل Euronext أو من خلال منصة إلكترونية بديلة.

المنظمة إلى أنظمة التداول البديلة خاصة وأن تحديد أسعار أسهم الشركات المقيدة يتأثر بانقطاع التداول لصالح أنظمة التداول البديلة¹، وذلك إذا:²

1. لم يكن هناك حلقة تواصل أو تغذية عكسية (Feed Back) مباشرة مع سوق التسعير الأولي.
2. بعض الصفقات التي تمر بهذه الأرضيات قد تكون غير مرئية (غير مرئية بشكل فوري) بالنسبة للمتعاملين في أرضيات أخرى، يمكن معالجة مشكل تحديد الأسعار من خلال إجراء عمليات تحكيم بين الأرضيات.
3. يمكن أن تكون عمليات التداول من خلال هذه الأرضيات في حالة انقطاع التواصل مع البورصات الكلاسيكية (مثلا بعد إقفال البورصة) مما يؤثر على شفافيتها.
4. وجود إشكالية أن لا تنفذ هذه الأرضيات أو تشرف على عمليات التداول بنفس دقة البورصات التقليدية.
5. تؤدي هذه الأرضيات إلى تجزئة العرض والطلب، مما يؤثر سلبيا على سيولة السوق، حيث ترتفع السيولة كلما ارتفع عدد المشتركين في هذه الأرضيات (ارتفاع احتمال أن يجد المشترون والبائعون أطرافا مقابلة لصفقاتهم)، في حين أن المنافسة ترتفع بين المتعاملين كلما زاد عددهم مما يقلل من أثر الأوامر على حركة الأسعار فتراجع السيولة ؛ من بين التدابير للحد من آثار عملية انقطاع التداول على تحديد الأسعار نذكر:
 - أ. لتفادي تأثير انقطاع التداول الذي تسببه أرضيات التداول البديلة (ATS) على تكوين الأسعار الذي تضمنه البورصات الكلاسيكية، تشترط لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) في الولايات المتحدة أن تدمج أفضل الأسعار المقترحة من طرف متعاملي أرضيات التداول في التركيبة الوطنية لأفضل عروض البيع والشراء (NBBO: National Best bid and offer) بالنسبة لكل ورقة مالية، وأن يتم رفع تقارير عن الأوراق المدرجة على مستوى (NYSE) والتي يتم تداولها عبر أرضيات التداول البديلة إلى NYSE³.
 - ب. في أوروبا طالبت البورصات التقليدية خاصة (Euronext) القيام بعملية مطابقة حدود التسعير (Tick) في البورصات التقليدية وأرضيات التداول البديلة بالنسبة لكل المتعاملين مطالبين السوق الأول (البورصة) بتحديد الحد الأدنى لهذا المجال⁴.

ج. من ضمن المعايير التي وضعتها اللجنة الأوروبية لمنظمي القيم المنقولة فيما يخص أنظمة التداول البديلة ضمن التعليمات (CESR/02-086b) نجد المعيار رقم 03 ينص على أنه يتعين على أي شركة استشارية تشغل نظاما مؤهلا يسمح بتداول ورقة مالية مقيدة على مستوى سوق منظم، يتعين عليها الإفصاح على أساس تجاري عن المعلومات المتعلقة بالأسعار والأوامر التي ينشرها أو يعلن عنها النظام المؤهل لمستخدميه، كما يتعين كذلك على

¹- Hans Cristiansan, Alissa Koldertsova, op-cit, p 29.

²- Voir :

- Idem, p 30.

- Bertrand Jaquillat, restructuration des marchés boursiers, point de vue de l'économiste, revue Lamy de la concurrence, n° 16, juillet/septembre 2008, p 129.

³- Hans Cristiansan, Alissa Koldertsova, op-cit, p 30.

⁴-Romain Thomas, Le succès fulgurant des plateformes alternatives (<https://www.lenouveleconomiste.fr/lesdossiers/lesuccès-des-platfprmes-alternatives-mtf-9602/>) visité le 23/03/2018.

المتعاملين الإفصاح على أساس تجاري عن كل المعلومات المتعلقة بالصفقات المنتهية والتي سيُعلم بها النظام مستخدميه.¹

د. من بين السبل المتخذة من طرف اللجنة الأوروبية لمنظمي القيم المنقولة (CESR) لحل هذا الإشكال تتمثل في وضع آليات تهدف لمركزية المعلومة وتسمح بجمع مجموع الأوامر المسجلة في مختلف الأسواق بما فيها تلك المسجلة على مستوى الأحواض الداكنة (Dark Pools)، وذلك بتطوير نظام يدمج حتى مجمل الأوامر السابقة، وذلك اقتداءً بآلية " Consolidated tape " الموجودة في الولايات المتحدة منذ 30 سنة مضت، بهدف هذا النظام إلى الحصول على شفافية كاملة حول الأوامر المنفذة والحصول على نظرة مركزية حول الأسعار، وملاحظة الفروقات في الأسعار ومعرفة أسماء الأطراف التي تتسبب في هذه الفروقات، بهدف تدعيم غياب الشفافية قبل التداول.²

ثانياً: أثر أنظمة التداول البديلة على وظيفة التنظيم الممارسة من البورصات

يمكن حصر أثر أنظمة التداول البديلة على وظيفة التنظيم الممارسة من طرف البورصات من خلال النقاط التالية:

1. تعتبر قدرة أنظمة التداول البديلة (ATS) على فرض احترام قواعد حوكمة الشركات غير كافية، وقد نجم عن ذلك تهديد لدور البورصات كمنظم للسوق، كما يختلف التشريع المستخدم من طرف أنظمة التداول البديلة والتشريع المتبع من طرف البورصات، فالمعاملات التي تمر عبر أنظمة التداول البديلة تتم في إطار تعاقدية يخضع للقانون الخاص، وليس على تشريع البورصة، كما لا تمتلك سلطة تفويض لها تطبيق قانون الشركات أو قانون القيم المنقولة، ولا تمتلك سلطة شطب شركات من القيد أو تطبيق جزاءات ضد المصدرين.³
2. فلأسواق خارج البورصات لا تركز على معايير القيد ولا على هيئة رقابة الأسواق من أجل تطبيق حوكمة رشيدة أو أي قواعد أخرى، وبفعل عدم استثمارها في وظيفة التنظيم فإنها تقبل بالشركات ذات هياكل الحوكمة غير ملائمة بمجرد أنها مسجلة في البورصة، تحول بعض أنظمة التداول البديلة إلى بورصات طرح من جديد مشكل قدرتها على وضع والعمل على تطبيق قواعد البورصة وقوانين الحوكمة، مثلاً في أوت 2008 تحصلت (BATS Trading) أحد أهم أرضيات التداول متعدد الأطراف بالولايات المتحدة، على الترخيص اللازم من لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) حتى تصبح بورصة وقد حذت حذوها كذلك (Direct Edge)، هذا الانتقال من نظام تداول بديل إلى سوق الأوراق المالية ينطوي على تحويل الوظيفة التنظيمية نحو الشركة المسيرة المدرجة بالبورصة التي كانت سابقاً عبارة عن نظام تداول بديل، والتي يمكن أن تسلط الضوء على أوجه القصور في النموذج السابق.⁴

¹ - The Committee of European Securities Regulators (CESE), Standards for alternative trading systems, July 2002, p 10. (https://esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/1-02_0866.pdf) consulté le 24/03/2018.

² - Véronique Magnier, op-cit, p 95-96.

³ - Hans Cristiansan, Alissa Koldertsova, op-cit, p 31.

⁴ - Idem, p 31-32.

3. بعض الدول مثل فرنسا تخضع هذه الأنظمة لسلطة الأسواق المالية (AMF) فالقواعد المنظمة لهذه الأرضيات وكذا التغييرات التي قد تطرأ عليها تُعرض أولاً على (AMF) قبل بدء نشاطها، والتي قد تعترض على تشغيلها إذا ما اعتبرت أنها لا تتطابق مع الأحكام القانونية، ويطلق على هذه الأنظمة (SMNO) أنظمة التداول متعددة الأطراف المنظمة.¹ يتعين على مسير هذه الأنظمة أن يراقب مدى تطبيق مستخدميه للقواعد، ويحرص على السير الحسن للمعاملات التي تتم على مستوى أنظمتها، ويعلم (AMF) حول أي خروقات في هذه القواعد، أو أي ظروف تداول تؤدي إلى الإخلال بالنظام العام للسوق، أما بالنسبة للأسهم المتداولة المقيدة في سوق منظم يجب إعلام (AMF) حول أي سلوكيات تعسفية في إجراء الصفقات، حيث يتكفل مسير نظام التداول متعدد الأطراف المنظم، بمراقبة مجمل الأوراق المالية المطروحة للتداول.²

¹-Les systèmes multilatéraux de négociation, Autorité des marchés financiers (AMF), publié le 30/04/2013.
(www.AMF-France.org) consulté le 26/03/2018.

²- Les systèmes multilatéraux de négociation, Autorité des marchés financiers (AMF), publié le 30/04/2013.
(www.AMF-France.org) consulté le 26/03/2018.

المبحث الثالث: تحليل طبيعة تأثير حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم

تتأثر قيمة الخيارات على الأسهم كما ورد في الفصل الأول من الدراسة بشكل كبير بالقيمة السوقية للسهم بل تعتبر أهم مؤثر فيها، وطبيعة تأثير عقود الخيارات على الأسهم بتطبيق مبادئ الحوكمة تكون بشكل غير مباشر عن طريق تأثير هذه الأخيرة على قيمة السهم والذي قد يكون إما من خلال تأثيرها على مدى كفاءة السوق المالي وتحقيق القيمة العادلة للسهم، أو تأثيرها على القيمة السوقية للسهم من خلال دورها في خلق القيمة، وإما تأثير أحد أهم آلياتها ألا وهي تعويضات المسيرين.

المطلب الأول: تأثير الحوكمة على قيمة السهم الضمني من خلال تأثيرها على كفاءة السوق

تؤثر حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم بشكل غير مباشر، وذلك من خلال تأثيرها على كفاءة السوق أي من خلال التأثير على القيمة السوقية للسهم بتقريبها من القيمة العادلة، مما ينعكس على قيمة الخيارات على اعتبار القيمة السوقية للسهم الضمني (محل العقد) أهم محددات قيمة الخيار.

الفرع الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

للإحاطة بماهية السوق الكفاء سنتطرق لمفهوم الكفاءة، ومتطلباتها، وأنواعها

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يعرف السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي يتميز باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق، مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المعروفة، وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، المعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية"¹.

ويعرف كذلك كالاتي: "سوق الأوراق المالية يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام معرفة كاملة، إذا تم ضمان هذا الشرط نقول عن الأسعار أنها تعكس تماما نظام المعلومات"².

كما يعرف: "السوق الكفاء أنه هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية بصورة كاملة كل المعلومات المتاحة"³.

من خلال ما سبق يمكن استنتاج أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة عن هذه الأوراق، وبذلك تكون فيه الأسعار مساوية تماما لقيمتها العادلة ومعبرة عن القيمة الحقيقية للورقة المالية.

¹ - بن عمر بن حاسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2012/02، ص 236، نقلا عن:

Bodiz, Kone et Marcus A, Essentiels of investments , Times Minor High education group, 1995, INC. Chicago, USA.

² - Willam H.Beover, Market efficiency, the accounting review, vol VI, N° 1, january, 1981, p 23. .

³ - Eugene F.Fama, efficient capital Market : A review of theory and Empirical work, the journal of finance, vol 25, N°2, may, 1970, p. 383 .

ثانياً: متطلبات كفاءة السوق

يتطلب تحقيق الكفاءة للسوق توفر سمتين أساسيتين هما:

1. الكفاءة التسعيرية: وتسمى بالكفاءة الخارجية وتعبر عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وأن الأرباح غير العادية التي ترجع إلى إمكانية حصول البعض على المعلومات قبل غيرهم من المتعاملين، لا يمكن أن تحدث في ظل السوق الكفاء.¹

2. الكفاءة التشغيلية: ويطلق عليها الكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبّد المتعاملون فيه خسارة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدي أو هامش للربح مغال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على كفاءة التشغيل.²

ثالثاً: صيغ كفاءة سوق المال

وتشمل ثلاث صيغ الضعيفة، المتوسطة والقوية:

1. الصيغة الضعيفة

تعتبر كفاءة السوق من المستوى الضعيف عندما تضم مجموع المعلومات المتاحة، المعلومات التاريخية فقط المتعلقة بسلاسل الأسعار والعوائد، وتتمثل اختبارات الصيغة الضعيفة في اختبارات السير العشوائي للأسعار التي تهدف لتحديد إذا ما يمكن توقع العوائد المستقبلية انطلاقاً من العوائد التاريخية³، وهكذا يصبح من المستحيل تحقيق أرباح غير عادية انطلاقاً من المعلومات المستمدة من العوائد السابقة للورقة المالية⁴.

2. الصيغة شبه القوية

بمقتضى هذا الفرض فإن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم بل تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور⁵، مثل الأرقام محاسبية، الإعلان عن عمليات مالية (توزيعات الأرباح)، شراء أسهم، رفع رأس المال... إلخ⁶، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع المستثمر أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من المعلومات، حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات، سوق يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه من المستثمرين⁷.

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 33.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 42.

³ - Valérie Mignon, Les ambiguïtés de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, revue – regards croisés sur l'économie, numéro 3, 01/2008, p. 107 .

⁴ - Patrick Mignault, Droit gouvernance de l'entreprise, et efficience des marchés financiers, Revue générale de droit, volume 43, numéro 1, 2013, p 243.

⁵ - مفتاح صالح معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 7، 2010-2009، ص 185.

⁶ - Michel Albouy, Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers, Revue française de gestion, numéro 157, 4/2005, p 171.

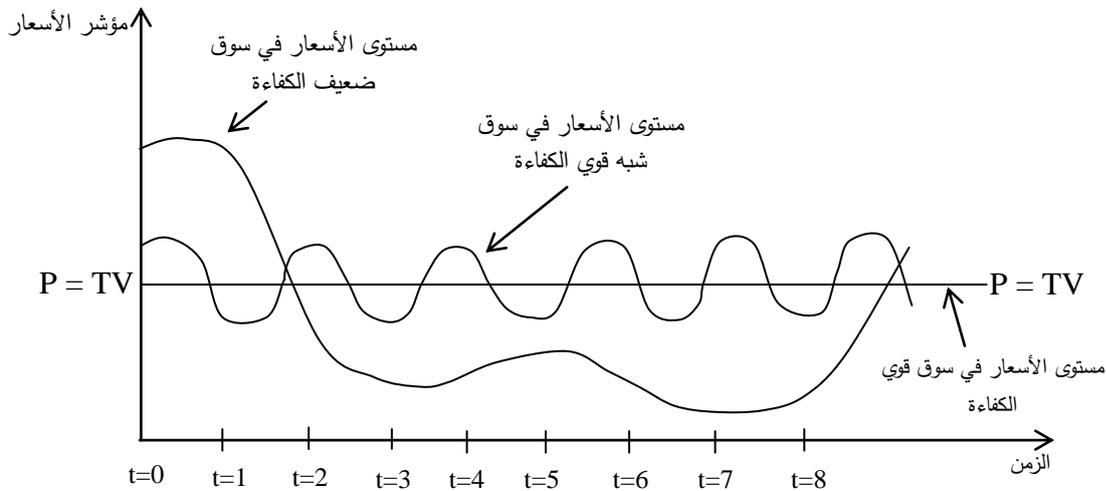
⁷ - مفتاح صالح، معارف فريدة، مرجع سابق، ص 185.

3. الصيغة القوية

تقتضي فرضية الصيغة القوية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة)، أي المعلومات المتاحة للجمهور، وتلك التي تكون متاحة لفئة معينة مثل كبار العاملين في الشركة المصدرة للأسهم، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته.¹

والشكل الموالي يوضح درجة الاختلاف في كفاءة الأسعار السوقية حسب مختلف مستويات الكفاءة.

شكل رقم 23: مختلف مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر : عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية، دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، مجلة الرئي للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 32 (الثاني والثلاثون)، 2015، ص 07.

يتضح من الشكل أعلاه أنه عند المستوى الضعيف لكفاءة السوق فإن تغيرات الأسعار تكون ذات تباين مرتفع، أي أن القيمة السوقية إما أن تكون أكبر من القيمة الحقيقية أو أقل منها، أما في حالة المستوى شبه القوي فإن التباين يكون أقل من المستوى السابق وهذا يعني اقتراب القيمة السوقية من القيمة الحقيقية، أما في حالة المستوى القوي للكفاءة فإنه يوجد ما يعرف بالتوازن المستمر (Countinuous equilibrium) والذي يؤكد أن القيمة الحقيقية TV تتغير تبعاً لورود المعلومات الجديدة وبما يؤدي وبشكل سريع إلى استجابة الأسعار السوقية (P) وتعادلها مع القيمة الحقيقية.²

الفرع الثاني: علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة السوق

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعتها وتدققها، وعدالة فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها³،

¹ - كفاءة سوق الأوراق المالية، إضاءات، نشرة نوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولية الكويت، السلسلة 7، العدد 09، أبريل 2015، ص 4 .
(www.kids.edu.kw/upload/EDAAT_Apr_2015_efficieng_1447.pdf) . consulté le : 29/04/2018 .

² - عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، مرجع سابق، ص 7، 8 .

³ - بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012، 2013، ص 107 .

وتؤدي المعلومات دورا مهما في سوق الأوراق المالية لأنها تساعد على:¹

1. تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة.
 2. تساهم في كفاءة سوق المال لأنه من خصائص سوق المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها .
 3. تتوقف كفاءة السوق على مدى توفر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذا قدرة المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.
 4. تساهم المعلومات في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار.
- ومن الشروط اللازم توفرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة والمرتبطة بالتقارير المالية، وكفاءة نظام المعلومات نذكر:²
- أ. توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
 - ب. إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
 - ج. إعداد التقارير المالية بصورة مطابقة لمعايير جودة المعلومات المحاسبية، وتمكين المستثمرين من استخدامها لاختيار البدائل الاستثمارية المتاحة، وبشكل يتفق مع أهدافهم وتفضيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة.
 - د. ضمان انتماء السوق المالية بالعدالة وضمنان تماثل المعلومات ، أي أن تكون جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية من حيث التنظيم والرقابة وقواعد إجراءات قيد تداول الأوراق المالية.
 - هـ. تحديث البورصة بالمعدات وشبكات الاتصال المتطورة التي تربط بينها وبين المؤسسات والمتعاملين في السوق والتي تسهل من عملية اتخاذ القرار وفي الوقت المناسب.
 - و. توفير نظام فعال لمهنة الوساطة وتشجيع استخدام الأساليب العلمية والكمية في عمليات التنبؤ والتحليل ونشر النتائج للمستثمرين بشكل مبسط يساهم في زيادة الوعي الاستثماري، كما يساعد في تسهيل عملية التداول للأوراق المالية؛ والشكل الموالي يوضح دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية وتأثير ذلك على كفاءة السوق.

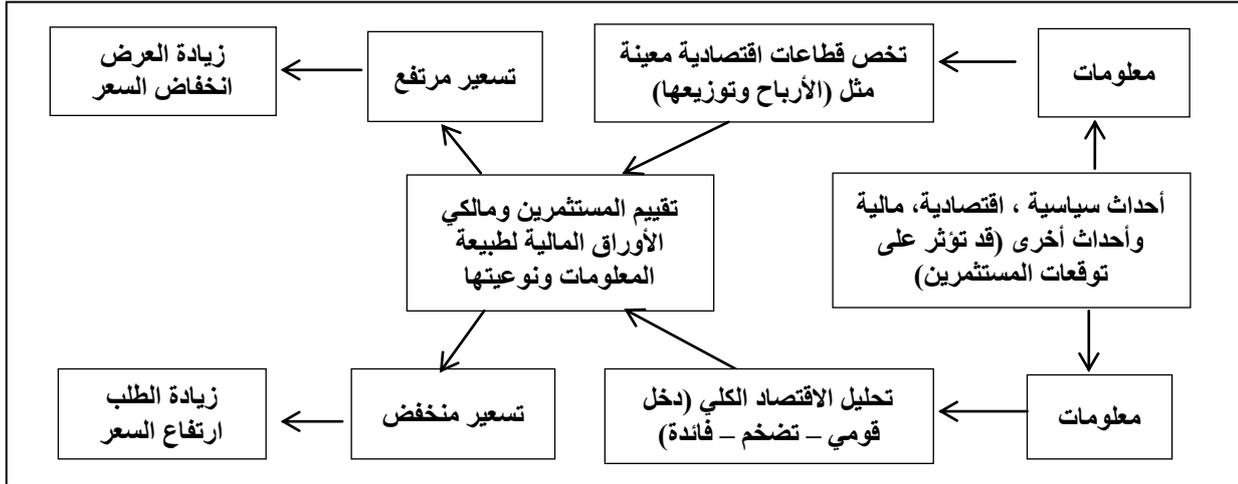
¹ - نفس المرجع، ص، 107 - 108.

² - راجع:

- عبد المطلب عثمان محمود، مرجع سابق، ص 113-114.

- خيرة الداوي، بولرباح غريب، علاقة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 07، ديسمبر 2017، ص 161.

شكل رقم 24: دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية



المصدر : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، الأردن، 2004، ص137.

الفرع الثالث: أثر الحوكمة على تحديد القيمة العادلة للسهم في ظل سوق كفاء

تلعب الحوكمة دورا بارزا في رفع كفاءة السوق المالي ومن ثم تحقيق السعر العادل للسهم، لأن كفاءة السوق تعكس جميع المعلومات المتاحة عن الشركة.

أولا: سبب ارتباط حوكمة الشركات بتحقيق القيمة العادلة للسهم

يرجع ارتباط مفهوم حوكمة الشركات بتحقيق القيمة العادلة للسهم أساسا لمبدأ الإفصاح والشفافية ومدى تأثيره على جودة التقارير المنشورة.

1. مبدأ الإفصاح والشفافية كأحد أهم مبادئ الحوكمة

يعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية، وذلك عن طريق:¹

أ. متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة؛

ب. تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة؛

ج. الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية؛

د. تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

هـ. تلعب قواعد الحوكمة دورا بارزا في تحقيق كفاءة الأسواق المالية لأنها تؤدي في النهاية إلى تحقيق التوازن في أسعار

السهم، وتتوقف كفاءة سوق المال على مدى توافر المعلومات الخاصة والداخلية لجميع المستثمرين وفي وقت

واحد، وللحوكمة الآليات اللازمة للوصول للإفصاح على تلك المعلومات²، حيث أنه:³

- مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقل مستوى عدم تماثل المعلومات؛

¹ - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 184.

² - أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية - مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، عدد 1، مجلد 45، جانفي 2008، ص 76.

³ - نفس المرجع، ص 7.

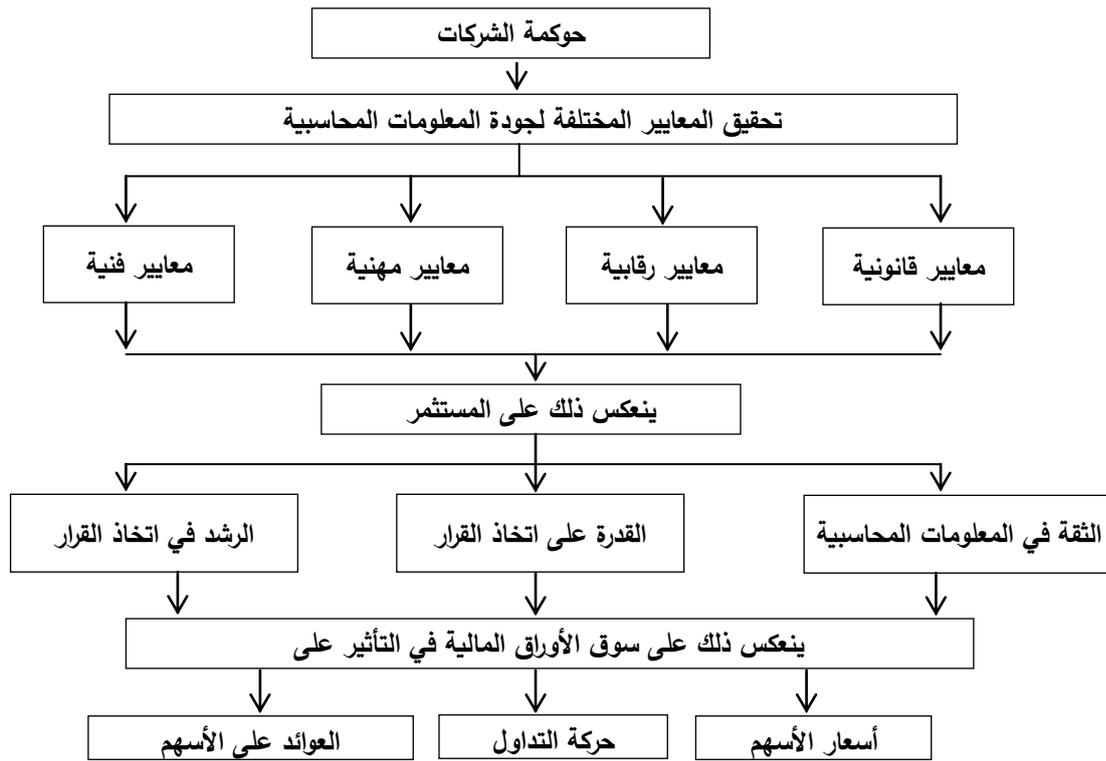
- مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقل صانعي السوق بما يضمن تحسين السيولة في سوق الأوراق المالية؛

- مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية تقل التقلبات في سعر الأسهم.

2. تأثير الحوكمة على جودة التقارير المنشورة

تلعب الحوكمة دورا إيجابيا في تطوير التقارير المالية للوفاء باحتياجات كافة المستخدمين لها وكذا توفير الثقة لدى كافة المتعاملين في عدالة وجودة المعلومات الواردة بتلك التقارير وذلك تبعا للشكل الموالي:

شكل رقم 25: علاقة حوكمة الشركات بجودة التقارير المالية وتأثيرها على سوق الأسهم



المصدر: عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة ميدانية، الطبعة الأولى، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة 2015، ص 191.

حيث يوضح المخطط مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحقيق المعايير المختلفة لجودة المعلومات المحاسبية والتي تتمثل في المعايير التالية:¹

- المعايير القانونية: والتي تتضمن الالتزام باللوائح والقوانين والأنظمة؛
- المعايير الرقابية: والتي تتضمن دور المراجعين ولجان المراجعة والمساهمين والأجهزة الرقابية؛
- المعايير المهنية: والتي تتضمن الالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة المحلية والدولية؛
- المعايير الفنية: والتي تتضمن الملائمة والموثوقية وما تشمellan من خصائص فرعية؛

¹ - عبد المطلب عثمان محمود، مرجع سابق، ص 192.

بتحقيق جودة المعلومات المحاسبية فإن ذلك ينعكس على المستثمر من حيث ثقته في المعلومات المحاسبية مما يتيح له القدرة على اتخاذ قرارات رشيدة كما ينعكس على سوق الأوراق المالية حيث يرفع من كفاءته ليؤثر بذلك على أسعار الأسهم بحيث يتحدد سعرها العادل، ويساهم توافر المعلومات بشكل كامل وملائم في تنشيط حركة التداول وارتفاع العوائد على الأسهم.

ثانياً: الآليات الواجب اتباعها للوصول إلى السعر العادل للسهم

يؤدي اعتماد سوق الأوراق المالية على الحوكمة في توفير احتياجات المستخدمين من المعلومات إلى زيادة قدرة هذا السوق على ضبط أسعار الأسهم، وتتوقف قدرة سوق الأوراق المالية في ضبط أسعار الأسهم على قدرة الحوكمة في تحقيق الشفافية في تقارير الأعمال المنشورة، ويمكن القول أن المعلومات الناتجة من نظام معلومات في ظل تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة، تحقق العديد من المزايا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية ومنها الوصول للسعر العادل للسهم والذي يتحقق باتباع الآليات الآتية التي نوجزها في الشكل البياني:

شكل رقم 26: الآليات المتبعة لتحقيق السعر العادل للسهم



المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- أحمد مهدي هادي العنزي، تحليل أثر حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي، دراسة تطبيقية عن عينة من المصارف العراقية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 4، 2014، ص 232 - 233.
- هشام طلعت عبد الحكيم وآخرون، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للأسهم، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 77، 2009، ص 52 - 53.
- أحمد رجب عبد الملك، مرجع سابق، ص 16-22.

* - الإفصاح يكون إجبارياً إذا ما تم وفق المعايير المحاسبية عند إعداد القوائم المالية، ويشمل المعلومات المحاسبية والمالية التي يجب أن توضح عنها المنشأة للمستثمرين، ويكون اختيارياً إذا ما كان إفصاحاً ذاتياً للمنشأة عن كافة المعلومات للمستثمرين دون وجود مطلب قانوني والذي قد يشمل المعلومات الغير مالية والاستراتيجية التي لا تشملها القوائم المالية.

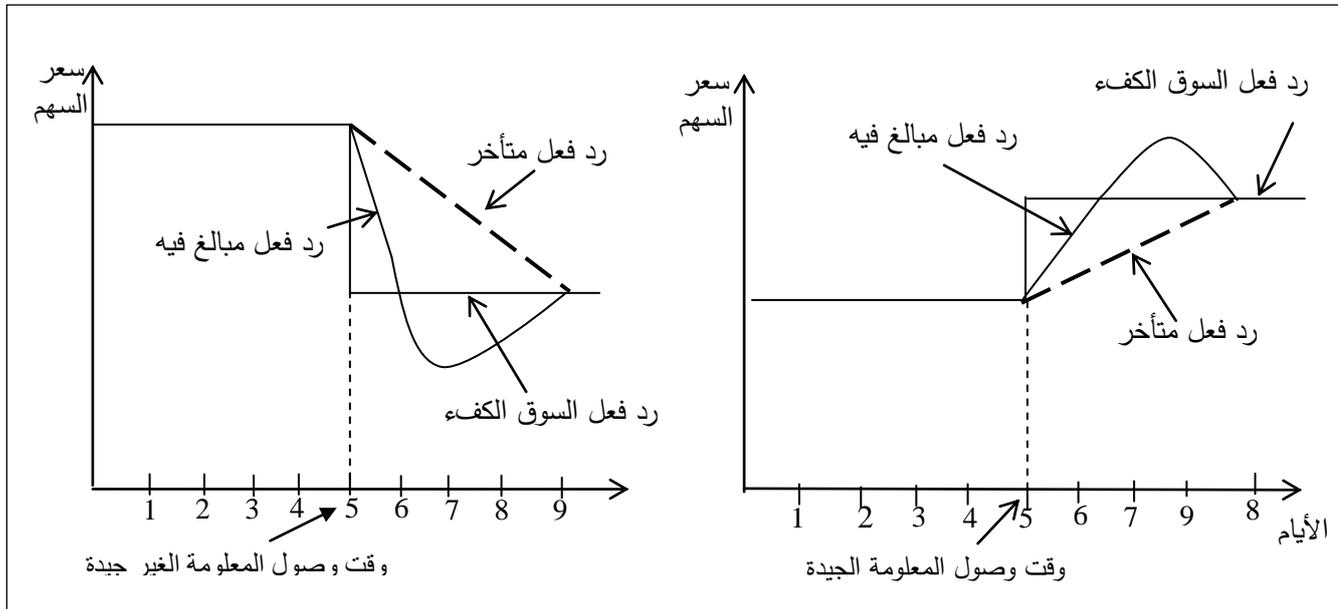
الفرع الرابع: تأثير كفاءة السوق على قيمة الخيارات على الأسهم

بعدما بينا كيفية تأثير تطبيق حوكمة الشركات على تحقيق كفاءة السوق سنحاول من خلال هذا المطلب تبين طبيعة تأثير هذه الأخيرة على قيمة الخيارات على الأسهم بشكل غير مباشر من خلال التأثير على قيمة السهم الضمني.

أولاً: سلوك سعر السهم في حالة السوق الكفاء

لقد أشرنا فيما سبق إلى مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة السوق المالي وهذا من خلال ضمان الإفصاح والشفافية وكذا تفعيل جودة القوائم المحاسبية، الأمر الذي يتيح الوصول بالسعر السوقي للسهم للسعر العادل والشكل الموالي يوضح كيفية استجابة سعر السهم للمعلومات وهذا في حالة السوق الكفاء وغير كفاء وذلك في حالتين، وصول معلومات جيدة معلومات غير جيدة.

شكل رقم 27: استجابة السعر السوقي للسهم في حالة السوق الكفاء وغير الكفاء



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن 2004، ص 137.

نلاحظ من هذا الرسم أنه:¹

1. في حالة السوق الكفاء فإن السعر يتعدل فوراً مع ورود المعلومات الجديدة ولا وجود لأي مجال لمزيد من التغير في سعر السهم أي (ارتفاعه أو انخفاضه عن السعر العادل).
2. أما في حالة السوق غير الكفاء فيشهد السعر السوقي للسهم حالتين إما:
 - حالة الاستجابة المتأخرة (Delayed reaction) حيث يحدث تعديل جزئي في سعر السهم نتيجة لهذه المعلومات، وتستغرق عملية وصول السعر إلى السعر الحقيقي ثمانية أيام من تاريخ الإعلان عن هذه المعلومات.

¹ - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 179.

- حالة الاستجابة المغالى فيها (Over reaction)، حيث يتعدل سعر السهم إلى مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات، مما يدفع السعر إلى أعلى ومن ثم يتعدل بعد ذلك، مما يخلق فرصاً للمضاربة أي شراء الأسهم فوراً، ثم بيعها بعد عدة أيام للاستفادة من فروق الأسعار.

ثانياً: تأثير سعر السهم في السوق الكفاء على قيمة الخيارات على الأسهم

سنعالج تأثير سعر السهم في السوق الكفاء على قيمة الخيارات على الأسهم من خلال حالتين:

1. حالة وصول معلومات جيدة

في حالة وصول معلومات جيدة وفي ظل سوق يتمتع بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل فعال يضمن كفاءته فإن السعر السوقي للسهم يتعدل فوراً بالارتفاع مع تراجع التذبذب في سعر السهم بفعل حدوث التوازن المستمر أي أن القيمة الحقيقية تتغير تبعاً لورود معلومات جديدة ، مما يؤدي وبشكل سريع إلى استجابة الأسعار السوقية وتعادلها مع القيمة الحقيقية (انخفاض التباين في تغيرات الأسعار) راجع الشكل رقم 22، الأمر الذي يؤثر على قيمة الخيارات التي تتمثل في المكافأة أو العلاوة التي يحصل عليها محر الاختيار مقابل إعطاء المشتري الحق في تنفيذ عقد الخيار، وعدم تنفيذه في وقت لاحق وبسعر يحدد عدد التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ أو سعر التعاقد.

وتتوقف قيمة الخيار بمحددتين هامتين يرتبطان مباشرة مع القيمة السوقية للسهم في ظل كفاءة السوق المالي:

أ. القيمة الضمنية: ففي ظل انتشار معلومات جيدة عن السهم هناك احتمال كبير أن يرتفع السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ الذي تم تثبيته في وقت سابق (عند إبرام العقد)، مما يتسبب في:

- ارتفاع مكافأة عقد خيار الشراء، أي أنه كلما ارتفع السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ ترتفع قيمة خيار الشراء والعكس صحيح، لأن الخيار المربح يستلزم مطالبة المحرر بمكافأة أكبر.

- انخفاض قيمة عقد خيار البيع، أي أنه كلما انخفض السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ، تنخفض قيمة خيار البيع والعكس صحيح، لأن الخيار غير مربح ويستلزم مطالبة المحرر بمكافأة أقل.

ب. القيمة الزمنية: مصدر هذه القيمة يتأتى أساساً من احتمالات التغيرات المستقبلية المربحة في السعر السوقي للسهم

محل العقد وتعتبر طريقة تقديرها في السوق المالي من أهم أسباب الفوارق بين القيمتين السوقية والعادلة للخيار، وترتبط هذه القيمة طردياً بالتقلبات في سعر السهم محل الخيار، فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق الأرباح على حساب المحرر مما يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر لتعويضه عن المخاطر التي يتحملها في ظل وجود فرص سانحة لتنفيذ الخيار¹ (الشراء أو البيع).

وفي ظل الحوكمة الجيدة للسوق ترتفع كفاءته وبالتالي تتراجع تقلبات الأسهم ويقترّب السعر السوقي للسهم من السعر العادل مما يؤدي إلى تراجع القيمة الزمنية لخيارات الشراء والبيع، مما يتسبب في الحد من المغلات في ارتفاع (أو انخفاض) القيمة الضمنية لخيارات الشراء (أو البيع) بفعل وصول معلومات جيدة للسوق وبالنتيجة اقتراب قيمهم من القيمة العادلة.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 621.

لهذا تعتبر الأسواق قليلة الكفاءة بيئة جاذبة للمتعاملين بعقود الخيارات المالية لأنها توفر مجالا أوسع للتقلبات في أسعار الأسهم وحدوث المضاربات باستخدام عقود الخيارات.

2 . حالة وصول معلومات غير جيدة

وصول المعلومات غير الجيدة يعني تراجع في القيمة السوقية للسهم بشكل فوري في سوق يتمتع بالكفاءة الناتجة عن التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات المقيدة بالسوق، الأمر الذي يعطي فرص أقل لأن تتسع الفجوة بين السعر السوقي للسهم وسعر التنفيذ (القيمة الضمنية)، حيث يتراجع السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ، مما يتسبب في تراجع القيمة الضمنية لخيار الشراء، مقابل ارتفاع القيمة الضمنية لخيار البيع، كما يتسبب تراجع التقلبات في سعر السهم في ظل السوق الكفاء لتراجع القيمة الزمنية لخيارات الشراء والبيع بسبب تدني فرص حدوث تغيرات غير متوقعة في القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: تأثير الحوكمة على القيمة السوقية للسهم الضمني من خلال خلق القيمة

قبل أن نتعرض لتأثير الحوكمة على القيمة السوقية للسهم الضمني ارتأينا أولا الإلمام بموضوع خلق القيمة بالمؤسسات عن طريق تعريف خلق القيمة وطرق حسابه.

الفرع الأول: تعريف خلق القيمة

تعرف على أن "هدف أي مؤسسة يتمثل في خلق القيمة، أي امتلاكها القدرة على انجاز الاستثمارات التي تحقق عائدا يفوق العائد المطلوب الخالي من المخاطر، إذا تحقق هذا الشرط ترتفع قيمة السهم، وإذا لم يتحقق تتراجع قيمته"¹، ويعرفها آخر "بتفرع مفهوم القيمة الكلية ليشمل كلا من القيمة المؤسسية، وتعكس نوعية التسيير في المؤسسة ويتمثل خلق القيمة المؤسسية في الفرق بين الأعمال المتوقعة من الجهات الداخلية والخارجية، والأعمال المحققة فعليا، والقيمة الاقتصادية (المالية) وتعكس العائد الذي يمثل إضافة اقتصادية، ويتمثل خلق القيمة الاقتصادية في الهامش المحقق بين الإيراد والتكلفة، والقيمة الاجتماعية وتعكس الرضا الوظيفي للعامل وكذا المسؤولية الاجتماعية للشركة"². وتعرف كذلك كما يلي: "يعتبر المساهمون، الدائنين المتبقين الحصريين (Créanciers résiduels exclusifs)، الطرف الوحيد الجالب للموارد للشركة، والذي يتحصل على الربح الذي تخلقه المؤسسة، وتمثل القيمة المضافة حجم الربح الذي يتحصلون عليه، وهذا ما يمثل القيمة التساهمية، ونسب القيمة للمساهمين فقط غير كامل، لأن قرارات الشركة تنعكس على جميع أصحاب المصالح ويجب أن يأخذ مفهوم القيمة بعين الاعتبار كل هؤلاء الأطراف"³. من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن مفهوم خلق القيمة هو مفهوم متشعب لأنه مفهومه يرتبط بالممارسات التسييرية التي تضطلع بها المؤسسة لهذا نجد مفاهيم: القيمة التنظيمية، والقيمة الاقتصادية، والقيمة الاجتماعية، كما يرتبط مفهوم خلق القيمة كذلك بطبيعة الأطراف المستفيدة من فائض القيمة التي تحققه المؤسسة لهذا نجد ها على نوعين هما

¹ - Pierre Vernimmen, op-cit, p 657.

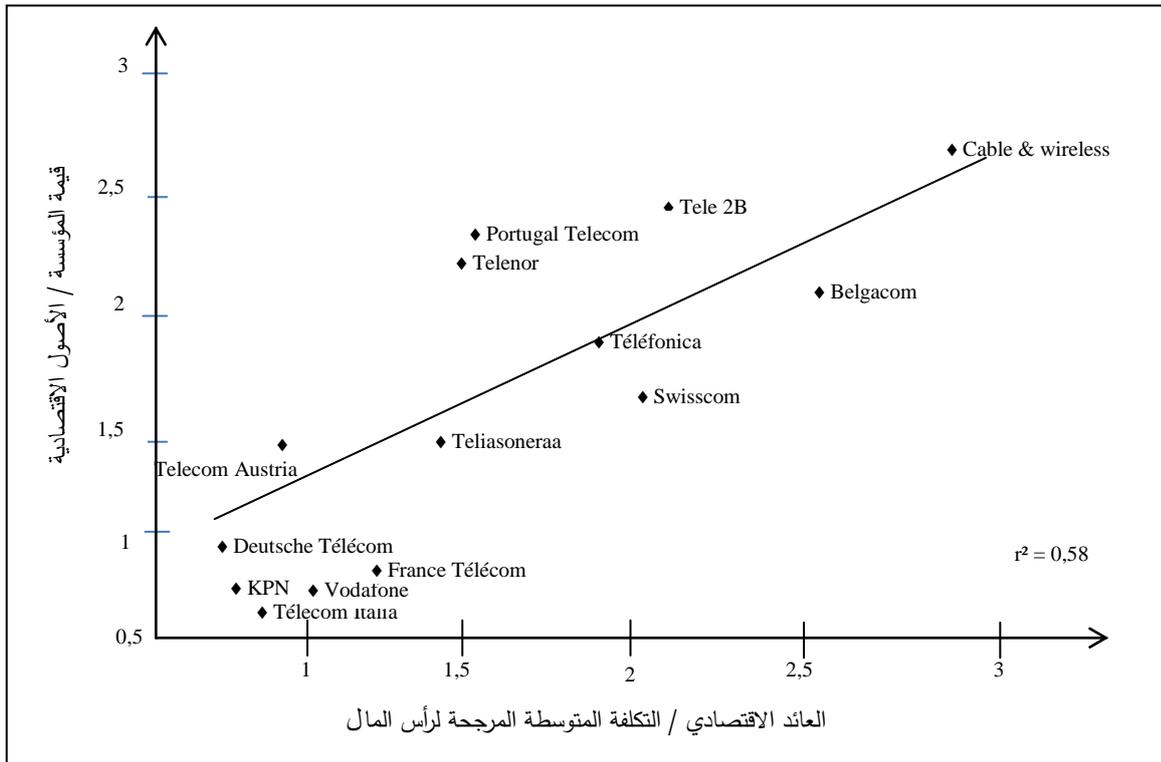
² - Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra, Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle, Comptabilité Contrôle Audite, tome 10, volume 1, juin 2004, p 129 .

³ - Gérard Charreaux, Peter Wirtz, op-cit, p 24 .

خلق القيمة التساهمية وخلق القيمة التشاركية ؛ إن خلق القيمة موضوع دراستنا هذه هو خلق القيمة التساهمية أي التي ترفع قيمة السهم (عندما تكون القيمة الاقتصادية للأصل المستثمر تفوق قيمته المحاسبية).

ويحدث هذا عندما يكون العائد الاقتصادي يفوق التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، أي يفوق معدل العائد المطلوب من مجموع إجمالي الأموال للمؤسسة، مما يتسبب في رفع قيمة السهم كما نقول أنه هناك خلق للقيمة عندما يكون معدل العائد المتوقع من الاستثمارات يفوق معدل العائد المطلوب من السوق ويكون هناك خسارة للقيمة في الحالة العكسية¹؛ والرسم البياني يوضح خلق القيمة بالنسبة لأكبر المجموعات الأوروبية للاتصالات لسنة 2012.

شكل رقم 28: خلق القيمة لأكبر شركات الاتصالات الأوروبية سنة 2012



Source: Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 11^e édition, Dalloz, Paris, 2013, p. 642.

نلاحظ من خلال الرسم البياني مدى الارتباط بين قيمة المؤسسة المعبر عنها كنسبة من قيمة الأصول والعائد الاقتصادي المعبر عنه كنسبة من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ، حيث أنه كلما ارتفعت هذه النسبة وكانت أكبر من 1 دليل على أن العائد يفوق التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ، كلما ارتفعت قيمة المؤسسة دليل على ارتفاع خلق القيمة ، مثلما هو الحال بالنسبة لشركات (Cables de Wirless, Belgacom, Tele 2B...)، وكلما انخفضت هذه النسبة عن الواحد دليل على أن التكلفة المتوسطة تفوق العائد، وكلما تراجع قيمة المؤسسة على غرار شركات (France Télécom, Deutsche Telekom, KPN, Vodafone...).

¹ - Pierre Vernimmen, op-cit, p 642 .

الفرع الثاني: قياس خلق القيمة

تنوع مؤشرات خلق القيمة إلى أربع مجموعات رئيسية تتمثل في:

أولاً: مؤشرات ذات طبيعة محاسبية

من أهم هذه المؤشرات نجد ربحية السهم، العائد على حقوق الملكية، والعائد على رأس المال المستثمر.

1. ربحية السهم (BPA)

حتى منتصف الثمانينات كانت المؤسسات تهتم بالإفصاح عن نتائجها الصافية عن طريق ربحية السهم والذي لا يمكن اعتباره كمعبر صادق عن خلق القيمة إلا في حال توفر الشروط الثلاث التالية:¹

- تماثل مخاطر الأصل الاقتصادي من سنة لأخرى أو بعد العمليات المهمة.

- تماثل معدل نمو النتائج قبل وبعد عمليات ذات أهمية (اندماج، رفع رأسمال...).

- تماثل الهيكل المالي للشركة من سنة لأخرى.

إذا توفرت هذه الشروط الثلاث فقط يمكن القول أن نمو ربحية السهم دليل على خلق القيمة وإلا يعتبر مقياساً مظللاً.

بالنسبة للجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية أصبح التحليل يركز على جانب العائد، حيث يتم استخدام مؤشري:

2. العائد على حقوق الملكية (ROE)*

يقيس النسبة التي يتحصل عليها المساهمون مقابل رأس المال في الشركة، ويساوي: $ROE = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{حقوق الملكية}}$

3. العائد على رأس المال المستثمر (ROCE)**

يعبر عن عائد رؤوس الأموال المستثمرة بعد الضرائب، وتتمثل رؤوس الأموال المستثمرة في مجموع الأصول الثابتة

واحتياجات رأس المال العامل أي (الأصل الاقتصادي)²، حيث يحسب:³

$$ROCE = \frac{EBIT (1-Tc)}{\text{immo nettes} + BFR}$$

EBIT: الربح قبل الفوائد والضريبة.

Tc: معدل الضريبة

Immo nettes: الأصول الثابتة.

BFR: احتياجات رأس المال العامل.

عند استخدام هذه المؤشرات المحاسبية يجب أن نراعي أن الارتفاع الشكلي لهذه المؤشرات لا يعني بالضرورة أنه مرتبط

بشكل ثابت وآلي بخلق القيمة في الشركة.

¹ - Mbaye Fall Diallo, La création de valeur dans l'entreprise : le rôle de la gouvernance et des leviers financiers, Master de gestion, université Paul Cezanne Aix Marseille 3, 2001. (www.memoireonline.com/10/06/215/creation-valeur-entreprise-gouvernance-leviers-financiers.html), consulté le 06/04/2018.

* ROE: Return On Equity.

** ROCE: Return on Capital Employed.

² - www.analyse-sectorielle.fr/2012/03/creation-de-valeur-est-mvamarket-value-addedeconomie-valeur-addede/ consulté le 06/04/2016.

³ - Idem.

ثانياً: المؤشرات ذات طبيعة هجينة (محاسبية ومالية)

نشأت هذه المؤشرات بسبب اليقين بأن العائد المحقق يعتبر مؤشراً غير كافٍ لقياس خلق القيمة لأننا لا نراعي عند حسابه المخاطرة، حيث يجب مقارنة العائد المحقق مع تكلفة رأس المال الموظف، أي التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) فإذا كان عائد الأصل الاقتصادي يفوق تكلفة رؤوس الأموال الموظفة نقول أن هناك خلق للقيمة، وفي حالة العكس يكون هناك تراجع في القيمة، هذه الطريقة في حساب خلق القيمة ثم تعميمها تحت إسم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA: Economic Value Added) من طرف (Stern et Stewart)¹، وصيغت قيمتها كالتالي:²

$$EVA = (ROCE - WACC^*) \times AE$$

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_d (1 - T_c) \quad \text{حيث:}$$

$$D = \text{القيمة السوقية لقروض الشركة.} \quad R_d = \text{تكلفة الاقتراض.}$$

$$E = \text{القيمة السوقية للأموال الخاصة.} \quad R_e = \text{تكلفة الأموال الخاصة.}$$

$$E + D = V \quad T_c = \text{معدل الضريبة.}$$

$$E/V = \text{نسبة التمويل بالأموال الخاصة.}$$

$$E/D = \text{نسبة التمويل بالقروض.}$$

نستنتج أن مؤشر (EVA) يبيّأعدنا على تقدير أداء المؤسسة بشكل أفضل لأنه يأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة فالمساهم يبحث على تحقيق عائد على رأسماله يكون مرتبطاً بالمخاطرة التي يتحملها، فكلما كانت EVA موجبة يدل على الشركة خالقة للقيمة وهذا ما ينعكس إيجابياً على قيمة السهم.³

ثالثاً: المؤشرات ذات الطبيعة المالية

يعتبر أحسن مؤشر لخلق القيمة هو صافي القيمة الحالية (VAN) ولكن حسابه الذي يمتد على عدّة فترات يجعله معقداً بالنسبة للمحللين الخارجيين الذين لا يمتلكون كل البيانات اللازمة، مما يجبر المحللين على استخدام مؤشرات أكثر بساطة مثل التي تعرضنا لها سابقاً والتي تعطي نتائج تقريبية وقد تقودنا إلى بعض الأخطاء إذا لم نستخدم بانتباه⁴، وتجنب كالتالي:⁵

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{\text{الربح الاقتصادي للسنة } i}{(1+k)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+k)^i}$$

¹ - Michel Albouy, Théorie applications et limites de la mesure de la création de valeur, Revue française de gestion N°160, 2006 /1, p 142 .

² - Idem.

* WACC: Weighted Average Cost of Capital.

³ - Grégory Denglos, op-cit, p 151.

⁴ - Pierre Vernimmen, op-cit, p 645.

⁵ - Idem, p 667.

رابعاً: المؤشرات ذات الطبيعة السوقية

من أهم هذه المؤشرات مؤشر القيمة السوقية المضافة والعائد الإجمالي للمساهم.

1. القيمة السوقية المضافة (MVA)*

يعتبر من المؤشرات الخارجية للقيمة لأنه ينظر إليه من وجهة نظر المساهمين ، هذا المؤشر يعطينا الفرق بين القيمة السوقية الإجمالية للأصول والتي تساوي (الرسملة البورصية مضافاً إليها الاستدانة الصافية) والقيمة المحاسبية الإجمالية للأصول (التثبيات الصافية + احتياجات رأس المال العامل)، أي الفروق بين القيمة الحالية للشركة وترآكم دفعات رأس المال بالقيمة التاريخية¹، وتساوي قيمة هذا المؤشر:²

$$MVA = VM - VC$$

VM: القيمة السوقية للأموال المستثمرة (الأموال الخاصة + الاستدانة).

VC: القيمة المحاسبية الإجمالية للأصول (التثبيات الصافية + احتياجات رأس المال العامل).

إذ تعتبر أنه عند (MVA) موجبة فهذا دليل على خلق القيمة بالنسبة للمؤسسة ، وتجدر الإشارة إلى أن قراءة هذا المؤشر تستدعي توخي الدقة لأن إضافات رأس المال في الميزانية غير مؤرخة.³

2. العائد الإجمالي للمساهم (TSR)**

يساوي معدل العائد الداخلي لعملية شراء وبيع السهم بأخذ التدفقات الوسيطة بعين الاعتبار (توزيعات الأرباح الصافية والمفترض إعادة استثمارها في الأسهم)، لهذا يمكننا التمييز بين (TSR) قبلي و (TSR) بعدي، وهذا لفترات مختلفة.⁴

فهذا المؤشر يعطينا العائد على الاستثمار في المؤسسة بدمج كل التدفقات النقدية المرتبطة به في فترة معينة (شراء أوراق مالية، استلام توزيعات أرباح ، إعادة شراء محتملة للأسهم ، التنازل عن أوراق مالية بأكثر أو أقل من قيمتها...)، لهذا يسمح (TSR) بمقارنة الأداء المالي الحقيقي للشركات من وجهة نظر المساهم⁵، ويحسب كما يلي:⁶

$$TSR = (Price End - Price Begin + Dividends)/Price Begin$$

Price Begin: سعر السهم في بداية السنة

Price End: سعر السهم في نهاية السنة

Dividends: توزيعات الأرباح المدفوعة خلال السنة ويضاف إليها باقي التدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار.

* MVA: Market Value Added

¹- Nicolas Mottis , Jean - Pierre Ponssard, Création de valeur et politiques de rémunération enjeux et pratiques, Annales des Mines, juin 2000, p 81 .

²- Gérard Charreaux, Les mesures de la création de valeur : fondement théoriques et limites, p 3. (gerard.charreaux.pagesperso-orange.fr/perso/articles/echanges0998.pdf). consulté le 07/04/2018

³- Nicolas Mottis, Jean -Pierre Ponssard, op-cit, p 81.

** TSR: Total Shareholder Return.

⁴- Idem.

⁵- Q. Finance, Calculating total shareholder return, p 1. (www.qfinance.com) . Consulté le 07/04/2018.

⁶- Nicolas Mottis, Jean -Pierre Ponssard, création de valeur 10 ans après, Revue française de gestion, N° 198 – 199, 8/2009, p 215-216.

إن هذه المؤشرات البورصة قد لا تعبر بصدق عن خلق القيمة في المؤسسة لأنه ما دام السوق غير متوازن بشكل دائم فلا يوجد علاقة بين خلق القيمة الحقيقية والقيمة البورصية، وخاصة في فترات الأزمات (أو الانتعاش)، عندما يمكن للشركة أن تربح أكثر (أو أقل) من تكلفة رأس مالها رغم أنها تمتلك قيمة بورصية منهارة (أوجد مرتفعة)¹.

الفرع الثالث: دور حوكمة الشركات في خلق القيمة في المؤسسة

تلعب حوكمة الشركات دورا بالغا في خلق القيمة داخل المؤسسة وذلك على محورين، من خلال القضاء على مشكلة الوكالة، ومن خلال آليات الحوكمة المختلفة.

أولا: خلق القيمة عن طريق القضاء على مشكل الوكالة

تعبّر العلاقة بين الحوكمة الرشيدة للشركة وخلق القيمة أهم المواضع المثيرة للجدل، وقد عالجتها مختلف الدراسات المتعلقة بحوكمة الشركات العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركات سواء من خلال نظرة شمولية، أو من خلال الاهتمام بآليات الحوكمة بذاتها، وينبع هذا من مطالبة المستثمرين بتنفيذ مبادئ صارمة للحوكمة من طرف الشركات بهدف تحقيق أفضل العوائد على استثماراتهم.²

فحسب النظرية المالية، يكون هناك خلق للقيمة عندما تفوق المردودية الناتجة والمولدة من طرف المؤسسة تكلفة رأس المال، أي تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة لأصحاب رأس المال، إن تعظيم خلق القيمة يتطلب انتقاء المشاريع الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية (VAN) الموجبة، غير أنه ولأسباب تضارب المصالح وتوزيع المعلومات بشكل غير متماثل، يمكن أن يندفع المسكرون لتخفيض القيمة بالنسبة للمساهمين عن طريق الاستثمار في مشاريع ذات قيمة الحالية صافية سالبة (VAN)، أو عدم استغلال كامل إمكانياتهم في خلق القيمة لصالح المساهمين مما يؤدي إلى نقص الاستثمار (sous investissement)، واللذان يعتبران من مظاهر مشكلة الوكالة، من هنا توصلت نظرية الوكالة أنه من الممكن خلق القيمة عن طريق تبني آليات تحفيز ورقابة، تدفع المسكرين لاختيار كل المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، و فقط هذه المشاريع التي يتم اعتمادها بشكل موضوعي³، حيث أثبتت العديد من الدراسات نذكر منها:

1. (Guler, Mueller et Yurtoglu 2003): حيث أكدت هذه الدراسة أن نظام الحوكمة الموثوق هو النظام الذي يوازي بين مصالح المسكرين والمساهمين ويؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين، والفرق بين فعالية أنظمة الحوكمة في الدول المتطورة والنامية هو الذي تسبب في تراجع عوائد الاستثمارات في الدول النامية.⁴
2. (Campos, Newell et wilson 2002): أثبتت هذه الدراسة أن الممارسات الجيدة للحوكمة تعرف من خلال تقييم سوقي أكبر للشركة، والشركة التي تستثمر في حقوق المساهمين، شفافية المعلومات واستقلالية مجلس الإدارة، تخلق ثقة أكبر لدى مساهميها.⁵

¹ - Pierre Vernimmen, op-cit, p 670.

² - Sandrine Boulerne, Jean-Michel Sahut, Les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise, management et avenir, n° 33, 3/2010, p 379.

³ - Peter Wirts, Meilleurs pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite, revue comptabilité – contrôle – audit/ tome 11, volume 1, mai 2005, p 146-147.

⁴ - Klaus Gugler and al, The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries, the Economic journal, royal Economic society, 113, november 2003, p 535.

⁵ - Carlos E. Campos and Al, Corporate governance develops in emerging markets, Mckinesy on finance, winter 2002 (www.théafun.org/publications/2012_3corporate_govern.pdf) consulté le 42/05/2018.

3. (Gompers, Ishii et Metrick 2003): أثبتت هذه الدراسة وجود علاقة موجبة بين الحوكمة الجيدة وأداء الشركة، ومن خلال تبني استراتيجيات استثمارية تعتمد على أفضل الممارسات الحوكمية، سيحقق المستثمرون عوائد غير عادية تقدر بـ 8,5 %، كما تؤثر هذه الممارسات على سمعة الشركة في مجال خلق القيمة.¹

ثانياً: خلق القيمة من خلال آليات الحوكمة

تساهم الحوكمة في خلق القيمة من خلال مجلس الإدارة وهيكل المساهمين.

1. مجلس الإدارة

إن أهم عامل في حوكمة الشركة هو مجلس إدارتها ويؤثر على خلق القيمة في الشركة من خلال:

أ. هيكل المجلس

مجلس الإدارة هو هيئة جماعية تمثل مجموع المساهمين، وهو يضطلع بدور مزدوج فهو يساهم في وضع إستراتيجية المؤسسة ويقدم الاستشارة للمسيرين بهدف تعظيم الربح من جهة، كما يقوم بمراقبة المسيرين لصالح المساهمين، وقد يطغى أحد الدورين (أي الاستشارة والرقابة) على الآخر، فقد يطغى الدور التقليدي الاستشاري للمجلس في حالة الشركات الصغيرة ذات رأس المال المركز، ويأخذ الطابع الانضباطي والرقابي في حالة الشركات الكبرى ذات الأسهم الممبع، لهذا نميز بين نوعين من هياكل المجالس الإدارية، الهيكل الموحد والذي يجمع فيه المجلس بين الوظيفتين، والهيكل الثنائي الذي يفصل بين الدورين في هيئتين مختلفتين مجلس رقابي/ مجلس مديرين (conseil de surveillance/directoire)؛ الهيكل الموحد نجده سائداً في الولايات المتحدة وبريطانيا وفي ألمانيا فيسود الهيكل الثنائي، أما فرنسا فتمنح الحرية في اختيار الهيكل.²

قد أثبتت الدراسات مثل دراسة: (Adams et Ferreira 2007) ودراسة (Harris et Raviv 2008) أن تعظيم القيمة بالنسبة للمساهمين تتطلب مجلس إدارة قليل الرقابة (ضعيف الرقابة) وخاصة في الشركات المعقدة والتي تتميز بعدم تماثل المعلومات، ويبرون ذلك بضرورة امتلاك أعضاء المجلس للمعلومات الموثوقة لممارسة مهامهم، إذا كان المجلس شديد الانضباط لا يمكنهم الحصول على المعلومات ذات النوعية ولن يكونوا مفيداً للشركة، ويمكن للمجلس اتخاذ مواقف أكثر انضباطاً فقط في بعض الحالات أين يمكن للمسيرين عبرها تحقيق فوائد شخصية معتبرة.³

ب. شرعية ومصداقية أعضاء مجلس الإدارة

حيث أثبتت الدراسات أنه حتى في حالة استقلالية المجلس (يتكون من أعضاء مستقلين) فإن مفهوم الاستقلالية يفقد أهميته في حالة افتقاد أعضاءه للشرعية والمصداقية، ونقصد بشرعية أعضاء مجلس الإدارة، الشرعية الممنوحة لهم جزاء عملية الانتخاب، وكذا الشرعية الطبيعية التي يتمتع بها المساهمون الكبار في الشركة في إطار مركزهم كأعضاء مجلس إدارة،

¹ - Paul A.Gompers and al, corporate governance and equity prices, Quarterly journal of economics, forth coming, february 2003, p 34-35.

² - Edith Ginglinger, Quelle gouvernance pour créer de la valeur?, Revue d'économie financière, n° 106, 2012, p 233 .

³ - Voir :

- Renée B. Adams, Daniel Ferreira, The theory of friendly Boards, The journal of finance vol IXII, n° 1, february 2007, p 217.
- Milton Harris, Artur Raviv, A theory of Board control and size, the review of financial studies, volume 21, Issus4, 1 july 2008, p 1797.

أما المصدقية فنضع من مدى استثمارهم ولوقتهم ومهاراتهم الفكرية من أجل اقتناص الفرص الإستراتيجية والتنافسية للشركة ومصادر القيمة الاقتصادية للشركة، حيث تُحدد نوعية قيّمة الشركة قيمتها التسييرية، وكذا من العوامل الرئيسية التي تحدد قيمة أسهمها¹، لا يمكن قياس المصدقية ولكن يعبر عنها بمدى الاحترام والثقة الذي تتمتع به الإدارة، وهذا حسب دراسة (Allaire) and Firsirotu, 2010، والتي ستسمح بتدعيم وظيفة أعضاء مجلس الإدارة الذين سيعملون كموارد خالقة للقيمة بالنسبة للإدارة².

ج. حجم واستقلالية مجلس الإدارة

بالنسبة لحجم مجلس الإدارة فقد أثبتت الأدبيات أنه من الحكمة الاهتمام بعدد أعضاء مجلس الإدارة وجعله لا يتجاوز تسعة أفراد في أحسن الأحوال لأن المجالس الكبيرة الحجم غالبا ما تتميز بصعوبة الاتصال وتدني سرعة إنجاز المهام وانخفاض فعالية القرارات المتخذة من قبله، وتعظيم قيمة الشركة تكون مع الاحتمال القوي لصغر حجم المجلس³. أما فيما يخص استقلالية مجلس الإدارة فيعتقد الباحثون على غرار دراسة (Brewer and Al, 2000) أن وجود أعضاء غير المديرين التنفيذيين ضمن عضوية مجلس الإدارة يعزز من فاعليته في الرقابة على المديرين ويحسن من قيمة الشركة، والمنطق من وراء ذلك هو أن الأعضاء الخارجيين غالبا ما يكونوا أكثر حرصا من المديرين التنفيذيين على حقوق حملة الأسهم⁴.

إضافة لارتفاع سعر السهم بمجرد الإعلان عن تعيين عضو مستقل جديد، أو حتى داخلي جديد، لأن القادمين الجدد لعضوية مجلس الإدارة يعطون إشارة على إرادة التغيير داخل الشركة والتي ستكون في صالح المساهمين، كما أثبتت دراسة (Nguyen et Nielsen 2010) أن أسعار الأسهم تتراجع في حالة الموت المفاجئ لأحد الأعضاء المستقلين في حين أنها لا تستجيب في حالة الوفاة المفاجئة لعضو داخلي⁵.

د. الفصل بين دور الرئيسي التنفيذي الأعلى (المدير العام) ورئيس مجلس الإدارة

ينظر المساهمون الفاعلون لعملية الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، على أنها وسيلة فاعلة لخفض تكاليف الوكالة وتحسين الأداء، وذلك لخضوع المديرين لرقابة مجلس الإدارة وأعضائه، مما يدفع بالمديرين إلى تحسين أدائهم والارتقاء به إلى أهداف حملة الأسهم وذلك لضمان بقائهم واستمرارهم في الوظيفة والحصول على المكافآت المتفق عليها، وهو على عكس حال دمج الدورين، إذ أن دمج دور المدير العام بدور رئيس مجلس الإدارة سيجعل الشركة تحت إدارة

¹- Frank Béziaud, Les banques coopératives, vers une gouvernance créatrice de valeur, les exemples de la France et du Québec, Le pouvoir d'agir des coopératives, sommet international des coopératives, Québec, 11-13 octobre 2016, p 365-366 . (www.sommetinter.coop) consulté le 04/05/2018.

²- Yvan Allaire, Mihaela Firsirotu, Plaidoyer pour un nouveau capitalisme, institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, HEC Montréal, p 112 . (archives.Cerium.ca/IGM/pdf/pladoyer.pdf) consulté le 04/05/2018.

³- مؤيد محمد علي الفضل، نوال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمية المؤسسة وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة في الأردن)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 4، 2010، ص 139.

⁴- Elijah Brewer, and Al, Impact of independent directors and the regulatory environment on merger prices and motivation: evidence from large bank mergers in the 1990s, Imerging Issues series supervision and regulation departement, Federal Reserve Bank of Chicago, december 2000, p 21.

⁵- Bang Dang Nguyen, Kasper Meisner Nielsen, The value of independent directors, Evidence from sudden deaths, journal of financial economics, 98, 2010, p 550-551.

شخص واحد، ويسمح هذا الوضع لذلك الشخص بالسيطرة على المعلومات المتاحة عن أنشطة الشركة ويقدمها إلى أعضاء المجلس بالطريقة التي يراها مناسبة ومتفقة مع أهدافه، مما يضعف دور المجلس وفعاليته في رقابة المديرين.¹ رغم هذا فقد أثبتت بعض الدراسات مثل دراسة (Belot and Al, 2012) أن أثر فصل أو دمج دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة على خلق القيمة لا يشكل اختلافا جوهريا، وتوصل إلى أنه على الشركة اختيار الهيكل الذي تراه مناسباً، وهذه الحرية في الاختيار تعتبر في حد ذاتها خالقة للقيمة، وأن فرض نفس معايير الحوكمة على كل الشركات دون مراعاة خصوصية كل شركة يعتبر عديم الفعالية اقتصادياً.²

هـ. لجان مجلس الإدارة

برزت هذه اللجان بداية في الثمانينات في الولايات المتحدة وتهدف إلى:³

- الإحاطة بمدى قدرة المسيرين على تعظيم قيمة المؤسسة، ومواجهة تقاعس مجلس الإدارة الذي قد أصبح مجرد غرفة تسجيل؛
- تقوية رقابة أعضاء مجلس الإدارة على القرارات التسييرية؛
- توفر هذه اللجان لأعضاء المجلس الوسائل والهيكل التي تتيح لهم تنفيذ رقابة فعالة على العديد من المسائل التي تعتبر ذات أهمية بالنسبة للدفاع على مصالح المستثمرين.

إن توصيات الحوكمة المرتبطة بمجلس الإدارة تهدف أساساً لتخفيض تعارض المصالح، ومن هنا جاءت التوصيات المتعلقة بتفعيل دور عدد معين من اللجان داخل المجلس مثل لج ان المراجعة، العلاوات والتعيينات بالنسبة للمسيرين، ومن خلال هذه اللجان يبرز الدور الأساسي للأعضاء المستقلين⁴، حيث تفرض أغلب قوانين حوكمة الشركات على غرار (SOX) و (Dodel - Frank) في الولايات المتحدة و (AFEP - MEDEF) في فرنسا أن تكون غاية لدية أعضاء لجان المراجعة والعلاوات من الأعضاء المستقلين حيث أثبتت دراسة (Faleye and Al, 2011) أن المجلس يكون أكثر انضباطاً إذا شكل الأعضاء المستقلون الأغلبية على الأقل في اللجنتين الأكثر أهمية من لجان المجلس.⁵ كما تعتبر لجنة المراجعة من أهم لجان المجلس لما تلعبه من دور محوري في التنسيق بين المراجع الداخلي والخارجي ومجلس الإدارة، ودراسة نظام الرقابة الداخلية والقوائم المالية قبل عرضها على المجلس، ودراسة السياسات المحاسبية، وتعتمد جودة لجان المراجعة على ما تتصف به من خصائص مثل حجم اللجنة، استقلال أعضائها، وتميزهم بتوفر الخبرات المالية والمحاسبية وعدد مرات اجتماعها، وجودة اللجان تأثير إيجابي على تحسين أداء الشركة من خلال دورها في الرقابة على عملية إعداد التقارير المالية والحد من ممارسات إدارة الأرباح.⁶

¹ - مؤيد محمد علي الفضل، نوال حربي راضي، مرجع سابق، ص 140 .

² - François Belot and Al, Reforming corporate governance, evidence from the choice between unitary versus dual Boards directors, work paper classification G.32, G.34, p 23-24 (<https://arcives.ouvertes.fr/hol-01637558/document>). consulté le 13/07/2018.

³ - Cristine Pochet, Heejung Yeo, Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées: mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques, Comptabilité – Contrôle – Audit, Tome 102/2004, p 33.

⁴ - Peter Wirtz, op-cit, p 145.

⁵ - Olubunmi Faleye and al, the coasts of intense board monitoring, journal of financial economics, 101, 2011, p 180.

⁶ - نصر طه حسن عرفه، مجدي مليجي عبد الحكيم، مرجع سابق، ص 13.

2. هيكل المساهمين

هل تأثر نوعية هيكل المساهمين على قيمة الشركة، مثلاً في حالة سيطرة المساهمين المراقبين (شركات عائلية) هل يعتبر مصدر خلق للقيمة خاصة إذا ما تم تدعيم هذه الأغلبية بحقوق التصويت المزدوجة وهل يؤثر المساهمون الموظفون كذلك في خلق القيمة هذا ما نعالجه تبعا.

أ. وجود كتلة الرقابة (Bloc de contrôle)

تتمثل كتلة الرقابة في سيطرة ملاك أكبر حصة من الأسهم (50% مثلا)، هذه الحصة هي مجموعة من الأوراق المالية التي يمكن أن يضمن اكتسابها من قبل شخص طبيعي أو اعتباري، الحصول على حقوق الأغلبية في رأس المال أو التصويت.

حيث يمكن لكتلة الرقابة أن تؤثر على خلق القيمة من خلال أن هيكل المساهمين يواجه مشاكل الوكالة مع المسيرين الناتجة عن فصل الملكية والإدارة، ويكون من صالح كبار المساهمين المشكلين لكتلة الرقابة إنتاج المعلومات عن نشاط الشركة ومراقبة سلوك المسيرين ما دام دخلهم يتوقف على ربحية الشركة وهكذا يتراجع توجه المسيرين نحو اقتطاع القيمة لصالحهم.¹

لكن في نفس الوقت قد يكون لوجود كتلة الرقابة تأثير سلبي على خلق القيمة، لأن وجود هذه الكتلة يجعل المساهمين الصغار يتخلون عن إنتاج معلومات عن الشركة مما يتسبب في تراجع سيولة سوق الأسهم، إضافة لاحتمال ارتفاع حجم المعاملات التي تمتلك معلومات خاصة (كتلة الرقابة)، مما يعزز من عدم التماثل المعلوماتي كما يتسبب تراجع سيولة السوق في ارتفاع تكلفة رأس مال الشركة.²

كما أن وجود هذه التكتلات من المساهمين قد يجعلها تتمتع ببعض الآليات التي تتيح لها تعزيز الرقابة مثل مضاعفة حقوق الانتخاب لهذه الكتلة، الأمر الذي يتسبب في انفصال بين حجم الملكية وحقوق الانتخاب، حيث نجد أنه على الأقل هناك 44% من الشركات الأوروبية التي تتمتع بأحد آليات تعزيز الرقابة عن طريق حقوق الانتخاب، إن هذا الاختلاف بين حقوق الانتخاب والحق في التدفقات النقدية (الإيرادات النقدية) يكون له أثر سلبي على قيمة المؤسسة.³ حيث أثبتت دراسة (Claessens and Al, 2002) أن وجود فرق بين حقوق الانتخاب وحقوق الملكية يفوق 15% يتسبب في تراجع القيمة بـ 9% وهذا في إطار دراسة أجريت على 4000 شركة أوروبية⁴، وهذا راجع إلى أن انخفاض السيولة في ظل وجود آليات تعزيز الرقابة يتسبب في عدم تماثل المعلومات وتضارب المصالح بين المستثمرين الكبار (الأغلبية) والمستثمرين الصغار (أقلية رأس المال).⁵

¹ - Patrick Bolton, Ernst- Ludwing Von Thadden, Blocks liquidity and corporate control, The journal of finance, volume 53, 2/1998, p 125.

² - Edith Ginglinger, op-cit, p 228.

³ - Idem, p 229-230.

⁴ - Stijn Claessens and Al, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, The journal of finance, Vol 5, December 2002, p 2755.

⁵ - Edith Ginglinger, Jaque Hamon, Ownership control and market liquidity, Finance, 33 (2), 2012, p 4.

ب. مساهمة العمال

تعتبر مساهمة العمال في رأسمال الشركة ذات فعالية على القيمة المضافة إذا انحصرت خاصة في مساهمة الموظفين المسيرين، حيث يجد هذا الرأي تبريره بفعل نظرية الوكالة التي تركز على مشاكل تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين، هذه المشاكل تتناقص بفعل إسهام المسيرين في رأس المال وكذلك في تسيير الشركة، مما يؤدي إلى تراجع تكاليف الوكالة ويؤدي إلى خلق القيمة.¹

كذلك يسمح تمثيل العمال في مجلس الإدارة في الحصول على المعلومات المهمة خاصة في مجال تنظيم العمل والمفاوضات المشتركة والتأثير على القرارات المتخذة في الجمعيات العامة العادية والخاصة، ومساهمتهم في اختيار أعضاء مجلس الإدارة أو الرقابة، مما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات الأمر الذي يجبر المسيرين على التخلي عن بعض السلوكيات الانتهازية.²

الفرع الرابع: انعكاس خلق القيمة بالمؤسسة على قيمة الأسهم والخيارات على الأسهم

إن الهدف من خلق القيمة داخل المؤسسة هو تعظيم ثروة المساهمين من خلال رفع قيمة السهم مما ينعكس بالضرورة على قيمة الخيارات على الأسهم.

أولاً: أثر خلق القيمة المضافة على أسعار الأسهم

لقد أثبتت العديد من الدراسات والتي تطرقنا لبعضها سابقاً مدى التأثير الملحوظ للحكومة على أداء الشركة وعلى قيمتها السوقية وذلك عن طريق إسهامها في خلق القيمة، حيث يهدد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً مهماً يمكن الاستفادة منه للتنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في الأسواق المالية، حيث يعمل هذا المؤشر على مساعدة المديرين في التنسيق بين القرارات الإدارية وتعظيم ثروة حملة الأسهم³، في ظل احترام قاعدتين أساسيتين:⁴

- الهدف المالي الأولي لأي شركة يجب أن يكون زيادة ثروة حملة الأسهم.
- قيمة الشركة تعتمد على درجة توقع المستثمرين المدى تجاوز الأرباح المستقبلية لتكلفة رأس المال.

في حالة تحقيق الشركات لمعدلات نمو موجبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة فإن الأثر المباشر يتمثل في رد فعل إيجابي للسوق يعبر عن تطلعات وتفاؤل المساهمين، ويؤدي إلى ارتفاع في السعر السوقي للسهم ونتيجة لذلك حدوث ارتفاع في القيمة السوقية المضافة (MVA)، حيث تعكس القيمة السوقية الموجبة تفاؤل السوق والمساهمين تجاه امتلاك الشركة لقدرة تسييرية خالقة للقيمة وعن تبنيتها لاستراتيجيات واستثمارات ذات قيمة مضافة موجبة تمكن المؤسسة من تحقيق عوائد تفوق تكلفة رأس المال المستثمر.⁵

¹ - Thierry Poulin -Rehm, L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur, banque et marchés, n° 88 mai juin 2007, p 25, 26 .

² - Idem, p 26-27.

³ - شذى عبد الحسين جبر، رجاء ماجد حسن البيضان، تقييم الأداء المالي للشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة وأثرها على أسعار الأسهم، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة السابعة والثلاثون، العدد مئة، 2014، ص 75-79.

⁴ - نفس المرجع، ص 79.

⁵ - Assous Nassima, l'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques Algérienne cotées à la bourse d'Alger, cas de Saïdal et L'EGH- Aurassi, thèse de doctorat en économie, université Mouloud Mammeri, Tizi -Ouzou, 2015, p 192 .

حيث يمكن حساب القيمة السوقية المضافة عن طريق تح بين قيم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) المتوقعة في المستقبل بتكلفة رأس المال، حيث تصبح قيمة MVA¹:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

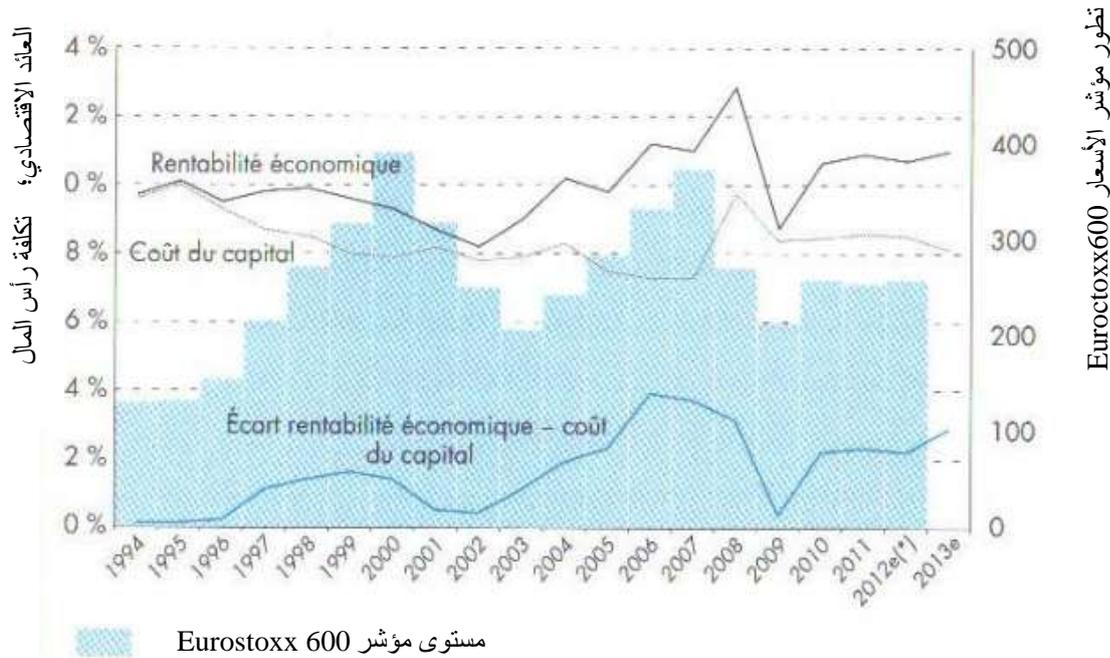
حيث : EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

t : فترة الحساب.

حيث تشرح هذه المعادلة العلاقة بين الأداء الخارجي والداخلي أو العلاقة بين مؤشرات الأداء عين، كل ارتفاع في القيمة الاقتصادية المضافة يتبع ارتفاع القيمة السوقية المضافة ، ويمكن تأكيد ذلك من خلال الرسم البياني الموالي الذي يوضح لنا تطور أسعار أسهم الشركات الأوروبية بدلالة نمو الفارق بين العائد الاقتصادي وتكلفة رأس المال (ROCE- WACC).

شكل رقم 29: العلاقة بين القيمة المضافة وأسعار الأسهم لأكثر المجموعات الأوروبية المقيدة



Source: Pierre Vernimmen, Finance de l'entreprise, 11^e édition, Dalloz, Paris, 2013, p 655.

نلاحظ من خلال هذا الرسم البياني مدى ارتباط الشديد بين القيمة الاقتصادية المضافة ممثلة بتطور الربح الاقتصادي الذي يحسب من خلال الفرق بين معدل العائد الاقتصادي وتكلفة رأس المال (ROCE - WACC) من جهة، وأسعار الأسهم من جهة أخرى حيث كلما اتسعت الفجوة بين معدل العائد الاقتصادي وتكلفة رأس المال دليل على خلق القيمة من طرف مؤسسات مؤشر (Eurostoxx600)، كلما ارتفعت قيمة المؤشر دليل على ارتفاع القيمة

¹ - Idem .

السوقية للأسهم، في حين يتراجع مستوى المؤشر عندما تنكمش تلك الفجوة، وهذا ما يؤكد ويدعم ما تم شرحه سابقا عن مدى الارتباط الوثيق بين خلق القيمة وارتفاع القيمة السوقية للشركة.

ثانيا: إنتقال تأثير القيمة المضافة على قيمة السهم الضمني إلى سعر الخيارات على الأسهم

تعتبر القيمة السوقية للسهم من أهم المتغيرات المؤثرة في قيمة الخيارات على الأسهم على اعتبارها أدوات مالية مشتقة تستمد قيمتها من قيمة الأصل الأساسي محل العقد وبالتالي نتوقع أن التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات والالتزام بها كما تم توضيحه سابقا يجعل المؤسسات خالقة للقيمة الأمر الذي ينعكس على القيمة السوقية لأسهمها فترتفع، أو أنها تعطي إشارة للمتعاملين في سوق الخيارات عن احتمال ارتفاع مستقبلي للقيمة السوقية للسهم مقارنة بسعر التنفيذ الذي تم تثبيته في وقت سابق مما يتسبب في ارتفاع مكافأة عقد خيار الشراء وانخفاض مكافأة خيار البيع، وذلك كما يلي:

1. بالنسبة لخيارات الشراء

يمكننا التمييز بين حالتين، قيمة الخيار قبل انتهاء صلاحية العقد، وقيمه عند انتهاء الصلاحية.

أ. قيمة خيار الشراء عند انتهاء الصلاحية

- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة غير خالقة للقيمة نتوقع أن يكون ال $\text{سعر السوقى للسهم} > \text{سعر التنفيذ}$ ، حينها تكون قيمته الضمنية سالبة $(IV=S-X<0)$ ، القيمة الضمنية السالبة تعني أن قيمة الخيار تساوي الصفر $(C=0)$

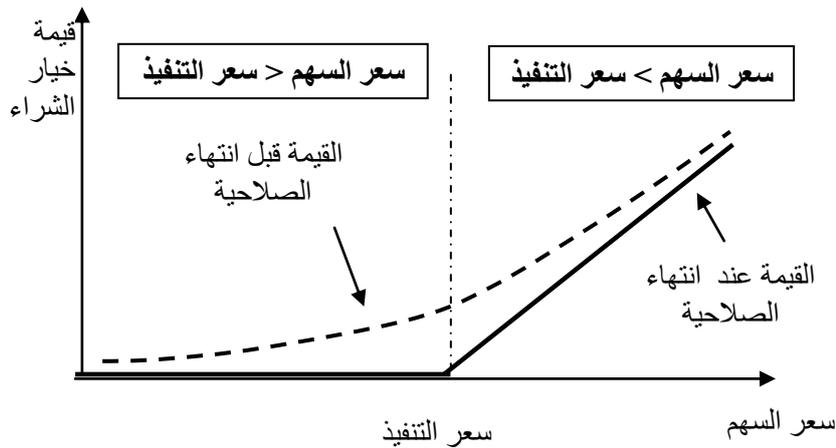
- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة خالقة للقيمة، نتوقع أن يكون $\text{سعر السهم} < \text{سعر التنفيذ}$ ، قيمة الخيار تساوي القيمة الضمنية فقط $(C=IV=S-X>0)$ بسبب انعدام القيمة الزمنية مع نهاية صلاحية الخيار.

ب. قيمة خيار الشراء قبل انتهاء الصلاحية

- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة غير خالقة للقيمة نتوقع أن يكون ال $\text{سعر السوقى للسهم} > \text{سعر التنفيذ}$ ، رغم ذلك تكون قيمة الخيار موجبة بسبب عدم التأكد من سعر السهم، ووجود احتمال بأن يتجاوز سعر التنفيذ لأن قيمته الزمنية موجبة طالما لم تنتهي صلاحيته، أي أن قيمته تساوي القيمة الزمنية فقط بينما قيمته الضمنية منعدمة $(C=TV)$.

- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من طرف الشركة خالقة للقيمة، نتوقع أن $\text{السعر السوقى للسهم} < \text{سعر التنفيذ}$ ، تكون قيمة الخيار أكبر الآن من أي وقت لاحق، لأن قيمتها تعكس القيمة الضمنية مضافا إليها القيمة الزمنية طالما لم تنتهي صلاحية الخيار $(C=IV+TV=S-X+TV>0)$

الشكل رقم 30: قيمة خيار الشراء قبل وعند انتهاء الصلاحية



Source: Pierre-Yves Deboudé, Nicolas Gresser, Valeur d'option et coût du capital Théorie et application réglementaire, TERA Consultants, novembre 2004, p. 5. (file:///C:/Users/Dell-pc/Downloads/2004-Nov-Valeur-d-option-et-cout-du-capital-Deboude-Gresser.pdf) consulté le: 02/05/2018

نلاحظ أن قيمة خيار الشراء قبل انتهاء صلاحيته تفوق دائما قيمته عند انتهاء الصلاحية، حتى عندما يكون السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ تنعدم قيمة خيار الشراء عند انتهاء صلاحيته ولكن إذا لم تنته صلاحيته تكون له قيمة موجبة دليل على امتلاكه لقيمة زمنية، والقيمتان تتزايدان كلما ابتعد السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ وازدادت الفجوة بينهما ومع مرور الوقت تقترب قيمة الخيار قبل انتهاء الصلاحية مع قيمته في حالة انتهاء الصلاحية دليل على تراجع القيمة الزمنية.

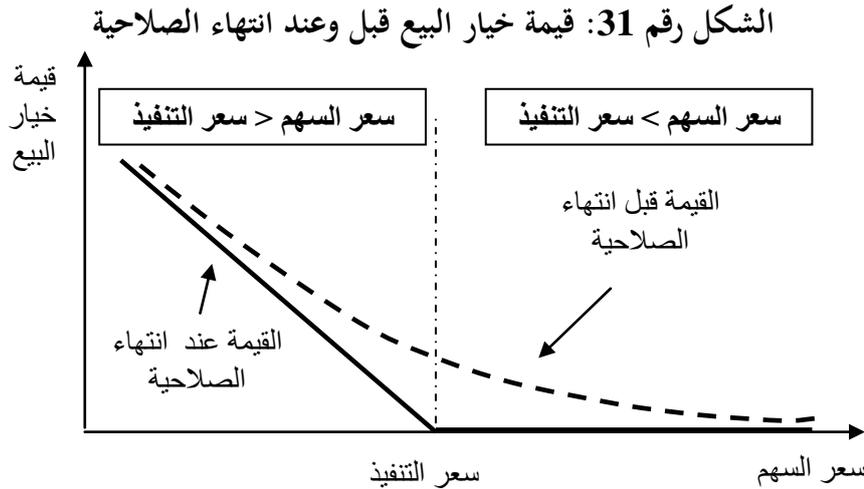
2. بالنسبة لخيارات البيع

أ. قيمة خيار البيع عند انتهاء صلاحية العقد

- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة غير خالقة للقيمة يكون ال سعر السوقي للسهم $>$ سعر التنفيذ، قيمة خيار البيع تساوي القيمة الضمنية فقط لأن القيمة الزمنية تنعدم $(P=IV=X-S)$.
- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة خالقة للقيمة، يكون ال سعر السوقي للسهم $<$ سعر التنفيذ، قيمة الخيار منعدمة.

ب. قيمة خيار البيع قبل انتهاء الصلاحية

- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة غير خالقة للقيمة يكون سعر السهم $>$ سعر التنفيذ، تكون قيمة خيار البيع موجبة وتساوي القيمة الضمنية زائد القيمة الزمنية، وترتفع كلما زادت الفجوة بين سعر التنفيذ وسعر السهم.
- إذا كانت ممارسات الحوكمة المطبقة من الشركة خالقة للقيمة يكون سعر السهم $<$ سعر التنفيذ، تكون قيمة خيار البيع موجبة وتساوي القيمة الزمنية، بسبب عدم التأكد من سعر السهم ، والذي له احتمال بالانخفاض دون سعر التنفيذ.



Source: Pierre-Yves Deboudé, Nicolas Gresser, Valeur d'option et coût du capital Théorie et application réglementaire, TERA Consultants, novembre 2004, p. 5. (file:///C:/Users/Dell-pc/Downloads/2004-Nov-Valeur-d-option-et-cout-du-capital-Deboude-Gresser.pdf) consulté le: 02/05/2018

نلاحظ كذلك أن قيمة خيار البيع قبل انتهاء صلاحيته تفوق دائما قيمته عند انتهاء الصلاحية، حتى عندما يكون السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ تنعدم قيمة خيار البيع عند انتهاء صلاحيته ولكن إذا لم تنته صلاحيته تكون له قيمة موجبة دليل على امتلاكه لقيمة زمنية، والقيمة قبل وبعد انتهاء الصلاحية تتزايدان كلما تراجع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ وازدادت الفجوة بينهما ومع مرور الوقت تقترب قيمة خيار البيع قبل انتهاء الصلاحية مع قيمته في حالة انتهاء الصلاحية دليل على تراجع القيمة الزمنية.

المطلب الثالث: تأثير الخيارات لتعويض المسيرين كأحد آليات الحوكمة على قيمة السهم الضمني

يعتبر التصريح بعلاوات المسيرين من أهم مبادئ الحوكمة التي قد تلعب دورا هاما في تحديد مدى تأثير الحوكمة على أداء الشركة بشكل عام وأداء الأسهم الذي ينعكس على الخيارات بشكل خاص ، ومن أهم التعويضات المؤثرة على قيمة الأسهم نجد التعويضات طويلة الأجل، أي التعويضات في شكل أسهم أو خيارات شراء على الأسهم، وخاصة منها الخيارات على الأسهم.

الفرع الأول: مفهوم الخيارات على الأسهم كعلاوات للمسيرين

هي عقود تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في إمتلاك سهم محدد بعد فترة محددة تسمى فترة عدم الإتاحة (Période d'indisponibilité ou vesting period) وذلك بشكل مستقل عن تطور سعر السهم في السوق، حيث يثبت سعر السهم عند إمضاء العقد، ويتطور مع قيمة الأصل محل العقد (السهم) ومع فترة حق ممارسة الخيار،

وتمنح برامج الخيارات على الأسهم لكل الموظفين أو فقط للبعض منهم مثلاً للإطارات المسيرة، لا يجتم على الشركة وضع برامج الخيارات على أسهمها فقط وإنما يمكن وضعها على أسهم شركات أخرى أو على سلة من الأسهم.¹ تختلف الخيارات الممنوحة في شكل علاوات للموظفين أو المسيرين عن غيرها من الخيارات بما يلي:²

1. سعر التنفيذ مساوٍ لسعر السهم العادي عند تاريخ منح الخيار.
2. لا يمكن تنفيذ هذه الخيارات إلا بعد فترة انتظار محددة من طرف الشركة المصدرة، وتمتد هذه الفترة من سنة إلى ثلاث سنوات وتسمى أجل الامتلاك (الاقتناء).
3. لا يمكن التنازل عن هذه الخيارات (بيعها) مثل بقية الخيارات، وإنما يتعين على حاملها إما تنفيذها، أو تركها حتى نهاية فترة وانعدام قيمتها.
4. فترة حياة هذه الخيارات طويلة وتمتد حتى 10 سنوات، وهي بذلك تفوق فترة الحياة المتوسطة للخيارات العادية (بضع أشهر لغاية بضع سنوات)، وهي خاضعة لقوانين انتهاء الصلاحية المسبقة في بعض الحالات مثل ترك المنصب.
5. عند تنفيذ الخيار، يقوم حامل حق خيار الشراء (المشتري) بدفع قيمة الأسهم محل العقد بسعر التنفيذ ويتحصل بالمقابل على أسهم عادية يمكنه المحافظة عليها أو بيعها في البورصة، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن الموظفين يمارسون خياراتهم بسرعة بمجرد انتهاء فترة عدم الإتاحة التي تمتد من سنة إلى ثلاث سنوات.

الفرع الثاني: تطور استخدام خيارات شراء الأسهم كأداة دفع علاوات المسيرين

لقد أدت الظروف الاقتصادية الراهنة إلى تطورات ملحوظة في ممارسات دفع علاوات المسيرين، حيث ارتفع أجر الرئيس المدير العام للشركات الأمريكية بشكل ملحوظ خلال الثلاث الأخيرة، متبوعة بطفرة في توزيع خيارات الأسهم، حيث ارتفع الأجر الكلي السنوي المتوسط للرئيس المدير العام لشركات S&P 500 (والمحسوب بالعملة الثابتة لسنة 2002) لتفادي التضخم من حوالي 850000 دولار خلال سنة 1970 إلى 14 مليون دولار خلال سنة 2000 لتعاود الانخفاض لتبلغ 9,4 مليون سنة 2002 ويمثل متوسط قيمة الخيارات الممنوحة للمسيرين ضمن الأجر الكلي (مقيمة بنموذج بلاك وشولز) من 0 مليون خلال سنة 1970 لترتفع إلى 7 مليون خلال 2000 ثم تنخفض إلى 4,4 مليون سنة 2002.³

الشكل الموالي يوضح العلاقة بين أجر الرئيس المدير العام (PDG) للشركات الأمريكية لمؤشر (S&P 500) والأجر المتوسط للعامل في القطاع الصناعي للفترة 1970 – 2005 وهذا من خلال تمثيل تطور مؤشرين:

- **المؤشر 1:** الأجر الكلي للرئيس المدير العام (بما في ذلك الخيارات على الأسهم) / الأجر المتوسط في القطاع الصناعي.

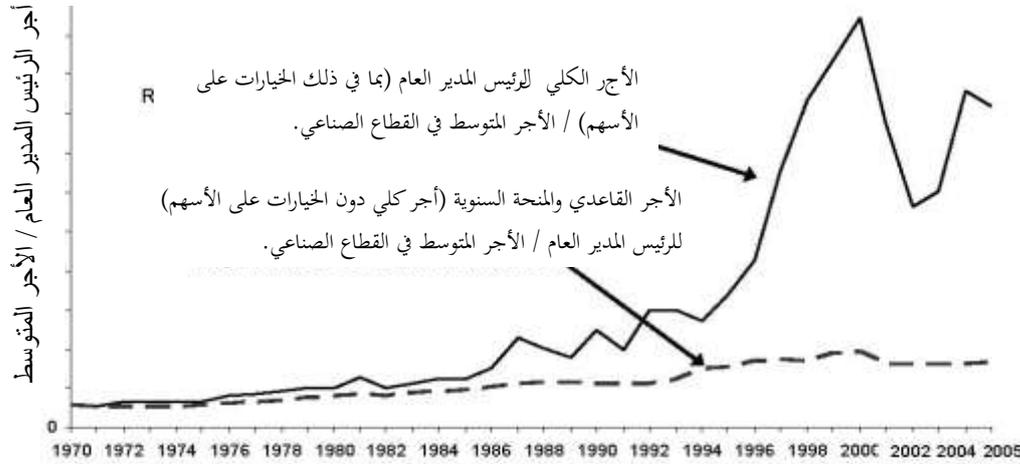
¹ - Stéphane Mercier, Les options sur actions, new skills new opportunities, forum for the futur-be, Congress 2016, Bruxelles, 24/11/2016, p 25. (http://www.tamtam.pro/tftp/uploads/slots/fichiers/2016/11/Mercier-2016_11_28_12_25_56.pdf) consulté le: 30/01/2018.

² - Réjean Belzile, Chantal Viger, op-cit, p 17.

³ - Michael C.Jensen, Kevin J.Murphy, Remuneration : where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, finance working paper N° 44/2014 European corporate governance institute (ECGI), july 2004, p 24- 25 . (www.ecgi.org/wp) consulté le 05/05/2018.

- المؤشر 2: الأجر القاعدي والمنحة السنوية (أجر كلي دون الخيارات على الأسهم) للرئيس المدير العام / الأجر المتوسط في القطاع الصناعي.

شكل رقم 32: تطور العلاقة بين أجر الرئيس المدير العام والأجر المتوسط لموظفي القطاع الصناعي بالنسبة للشركات الأمريكية لمؤشر S and P 500



Source : Yvan Allaire, Mihaela Firsirotu, Plaidoyer pour un nouveau capitalisme, institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, HEC Montréal, p.100. (archives.Cerium.ca/IGM/pdf/pladoyer.pdf) consulté le 04/05/2018.

حيث يوضح لنا هذا الشكل العلاقة بين أجر الرئيس المدير العام والأجر المتوسط للعمال من خلال التمييز بين أجر المدير العام في حالتين حالة الأجر الكلي، ثم الأجر بدون خيارات على الأسهم، حيث نلاحظ أن الأجر المكون من أجر قاعدي ومنحة سنوية (Bonus) يشكل 20% من الأجر الكلي في فترة من الفترات لتشكل بذلك الخيارات على الأسهم 80% من الأجر الكلي، وبذلك يكون أجر الرئيس المدير العام المكوّن فقط من الأجر القاعدي والعلاوة قد قفز من كونه يتشكل من 25 مرة أجر الموظف سنة 1970 إلى حوالي 75 مرة أجر الموظف سنة 2005.¹

الفرع الثالث: أثر علاوات المسيرين في شكل خيارات على القيمة السوقية للسهم

إن منح علاوات المسيرين في شكل خيارات على الأسهم له آثار إيجابية على قيمة السهم من حيث أن المسير لا يمكنه تنفيذ خيار الشراء إلا إذا ارتفع سعر السهم، الأمر الذي يعود بالنفع على جميع المساهمين، إلا أن الاستخدام المفرط لهذه الأدوات من أجل مكافأة المسيرين سيؤديهم إلى المخاطرة من أجل رفع سعر السهم بشكل سريع، قد تؤدي تلك المخاطر إلى آثار سلبية على المؤشر.

أولاً: الآثار الإيجابية لتعويض المسيرين في شكل خيارات على سعر السهم

يساهم تعويض المسيرين في شكل خيارات على الأسهم في تحفيزهم على تعظيم قيمة السهم وذلك للأسباب التالية:

¹ - Yvan Allaire, Mihaela Firsirotu, op-cit, p 100.

1. إن استخدام الاقتصاديين لنموذج السلوك البشري في تحليل مسائل حوكمة الشركات ، قد أثبت أن تعويض المديرين وأعضاء مجلس الإدارة وتحفيزهم بالأسهم وخيارات الأسهم يخلق لديهم حوافز عالية على تعظيم قيمة الأسهم بشكل طبيعي، خاصة وأن أصحاب الخيارات يحققون مكاسب كبيرة عندما ترتفع قيمة الأسهم ولكنهم لا يعاقبون عندما تهبط أسعار الأسهم.¹
2. إن النماذج المستخدمة من طرف استشاريي التعويضات والحوافز كثيرا ما تقضي بأنه إذا انخفض سعر السهم، يجب أن يعاد تسعير الخيارات، أو يكافأ التنفيذيون بعد د كبير من الخيارات الإضافية (بسرعة تنفيذ أدنى)، حيث يتولد لديهم دافع جديد لرفع أسعار الأسهم عن المستوى الموجود عنده في ذلك الوقت.²
3. يساهم التعويض عن طريق الخيارات على الأسهم في خلق القيمة داخل المؤسسة عن طريق الآليات التالية:³
 - بفعل عدم خضوع تنفيذ هذه العقود للضرائب فإن استخدامها يحقق وفر ضريبي للشركة، ويخفض من التكاليف الإدارية، وتكلفة العمل مما يساهم في خلق القيمة داخل المؤسسة.
 - استخدام هذه الأدوات يفصح للسوق في إطار نظرية الإشارة عن وجود فرص للنمو داخل الشركة.
 - في إطار نظرية الوكالة تعتبر الخيارات على الأسهم أهم وسيلة لموازاة مصالح المسيرين مع مصالح المساهمين.
 - استخدام هذه الأدوات كأدوات تحفيزية للموظفين لها أثر إيجابي على الرضا الوظيفي للعمال وتشجيعهم على الاندماج في العمل.
4. تحفز خيارات الأسهم المسيرين على تحسين أداء الشركة بسبب أثرها الإيجابي على جذب المسيرين والمحافظة على المسيرين الأكفاء من جهة، ومن جهة أخرى فإن تبني نظام الخيارات يدفع بالمسيرين لاتخاذ قرارات تؤدي إلى تحسين الأداء المؤسسي والقيمة السوقية للشركة⁴، كما أثبتت دراسة (O'Byrne and Young, 2005) أن الشركات التي تقيز محافظ مسيرها المكونة من أسهم وخيارات أسهم بأثر مرتفع للرفع المالي، تُظهر وبشكل منتظم أداءً سوقي أفضل⁵.
5. أثبتت العديد من الدراسات الدور التحفيزي لخيارات في تحسين أداء الشركات مثل دراسة (Hanlon et Al, 2003) ودراسة (Shevlin et Rajgopal, 2002) حيث أثبتت هتين الدراستين أن المؤسسات التي تمنح خيارات الأسهم لمسيرها بشكل أكبر تتبنى مستوى مرتفع من الاستثمارات طويلة الأجل، وكذا أداءً سوقيًا أفضل من تلك المؤسسات التي تلجأ لمنح خيارات الأسهم للمسيرين بشكل أقل.⁶

¹ - عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 124-125.

² - نفس المرجع، ص 125.

³ - Corinne Gourmel - Rouger, Véronique Bon, Politique d'attribution différenciée de stock options : analyse des conflits d'intérêts induits et de leurs mode de résolution cas d'Alcatel, Revue d'économie financière, N° 72, 2003, p 2.

⁴ - Michel Magnan, Les options sur actions création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires, Finance Contrôle Stratégies, volume 9, n° 03, septembre 2006, p 222-223.

⁵ - Stephen O'byrne, David Young, Top management incentives and corporate performance, Applied corporate finance, volume 17, N° 4, 2005, p 105, 114.

⁶ - Voir :

- Michelle Hanlon and Al, Are executive options associated with future earning , journal of accounting and economics, vol 36, N° 1, 2003, p 3-43.
- Shivarvan Rajgopal, Terry Shevlin, Empieical evidence on the relation between option compensation and risk taking, Journal of accounting and economics, vol 33, N° 1, 2002, p 145-171.

6. تشتق قيمة الخيار من قيمة السهم محل العقد، وبالتالي تعظيم ثروة المسير مرتبطة بثروة المساهم، وبالتالي تساعد الخيارات على الأسهم كوسيلة دفع للمسيرين في تخفيض مشاكل الوكالة عن طريق استبعادهم للقرارات التي تتخذ لأغراض شخصية للمسيرين وأن تكون أهدافهم بعيدة المدى.¹

لتوضيح الأثر الإيجابي لمنح الخيارات على القيمة السوقية للسهم نضرب مثالا شركة (Atena) وهي شركة أمريكية تقوم ببيع الخدمات التأمينية لتغطية المصاريف الطبية، وقد تراجعت قيمة سهم الشركة بالثلثين بمجرد انتخاب الرئيس الأمريكي أوباما في نوفمبر 2008 وذلك لأنه وعد بإصلاحات في النظام الصحي، مما أثر على قيمة الخيارات على الأسهم التي يمتلكها الرئيس المدير العام (Ronald williams) فتراجعت قيمتها هي الأخرى من 250 مليون دولار في جانفي 2008 إلى 32,5 مليون دولار في نوفمبر 2008 بسبب تراجع القيمة السوقية للشركة من 24 مليار دولار إلى 8 مليار دولار، ومن أجل العودة بقيمة السهم إلى ما كان عليه في جانفي 2008، قامت الشركة بربط الراتب المتغير للمسيرين بمعايير كمية محددة لأداء الشركة، مما أعطى إشارة للمستثمرين أن الشركة ستعمل من أجل خلق القيمة في الأجل القصير لصالح المساهمين، الأمر الذي تسبب في عودة القيمة السوقية للسهم للارتفاع بداية من سبتمبر 2009 لتبلغ قيمته 28,5 دولار، فتفجع بذلك قيمة الخيارات الممنوحة للرئيس المدير العام إلى 69,9 مليون دولار ورسملة الشركة إلى 11,4 مليار دولار²، والجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم 16: أثر تحفيز المسيرين على قيمة أسهم وخيارات شركة (Atena)

الفترة	سعر السهم (الدولار)	القيمة السوقية	قيمة خيارات الرئيس المدير العام
جانفي 2008	60	24 مليار دولار	250 م \$
نوفمبر 2008	20	8 مليار دولار	32,5 م \$
سبتمبر 2009	28,50	11,4 مليار دولار	69,9 م \$

Source : Yvan Allaire, Mihaela Firsirotu, Plaidoyer pour un nouveau capitalisme, institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, HEC Montréal, p 74. (archives.Cerium.ca/IGM/pdf/pladoyer.pdf) consulté le 04/05/2018.

ثانيا: الآثار السلبية لتعويض المسيرين في شكل خيارات على سعر السهم

على الرغم من أن خيارات الأسهم تساعد في ربط أجر رئيس الشركة التنفيذي بأداء أسعار الأسهم، إلا أن لها آثار أخرى يمكن أن تكون ضارة نذكر منها:

1. تحفيز المسيرين على انتهاج استراتيجيات مرتفعة المخاطرة

تكون الخيارات على الأسهم أكثر قيمة كلما كانت الورقة المالية الداخلة فيها محفوفة بالمخاطر، وبذلك يمكن لتعويض عن طريق خيارات الأسهم أن يشجع الرؤساء التنفيذيين على انتهاج استراتيجيات محفوفة بمخاطر شديدة، خاصة إذا كان السعر السوقي الجاري أدنى من سعر التنفيذ أي كان الخيار غير مربح (out of the money) أو كانت الخيارات بالكاد مربحة (in the money) أي أن السعر الجاري للأسهم قريب جدا من سعر تنفيذ الخيار.³

¹- Réjean Belzile, Chantel Viger, op-cit, p 21.

²- Yvan Allaire, Mihaela Firsirotu, op-cit, p 72- 74.

³- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات - المفاهيم المبادئ التجارب، مرجع سابق، ص 125 - 126.

كما أثبتت الدراسات مثل دراسة (Cohen, 2000) أنه إحصائياً هناك علاقة معنوية بين ارتفاع امتلاك الخيارات على الأسهم من طرف المسيرين التنفيذيين وارتفاع المخاطر في الشركة لأن قيمة الخيارات ترتبط إيجابياً بتذبذب السهم، وسلبياً بتوزيعات الأرباح، مما يجعل الخيارات تدفع بالمسيرين لرفع المخاطرة وتخفيض توزيعات الأرباح مما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم في الأجل الطويل.¹

2. تحفيز المسيرين على تعظيم مكاسبهم على حساب المساهمين

قد تكون الخيارات على الأسهم وسيلة يستخدمها المسيرون لتعظيم مكاسبهم على حساب المساهمين وذلك من خلال قيامهم بـ :

أ. اختيار توقيت الإفصاح عن المعلومات بما يتوافق ومصالحهم

حيث يتم التصريح بمنح الخيارات للمسيرين مباشرة قبل التصريح بالنتائج المالية الجيدة للمؤسسة للاستفادة من أسعار تنفيذ منخفضة لخيارات الشراء، لتبع هذا التصريح ارتفاع محسوس في أسعار الأسهم بما يخدم مصلحة المسيرين.² كما يرتبط التعويض عن طريق الخيارات بتصرفات انتهازية من طرف المسيرين، حيث أن النتائج المتوقعة المنشورة من قبل الإدارة قبل التصريح بمنح الخيارات عادة ما تعكس وضعية غير جيدة للشركة عكس المنشورة في أوقات أخرى، بغرض تخفيض القيمة السوقية للسهم قبل منح الخيارات والتي يكون سعر تنفيذها مساوياً لسعر السهم عند منح العقد لضمان سعر تنفيذ منخفض مما يتماشى ومصلحة المسيرين.³

ب. التلاعب بالحسابات المالية والمحاسبية

قد تلجأ الإدارة للتأثير على أسعار الأسهم عن طريق تبني خيارات محاسبية أو التلاعب المالي مباشرة، فقد بينت دراسة (Baker et al, 2003) أن المؤسسات التي تعوض مسيريها باستخدام الخيارات على الأسهم بشكل ملحوظ تصرح عن أرباح منخفضة مباشرة خلال الفترة التي تسبق منح الخيارات للمساهمين وذلك عن طريق اللجوء لاستراتيجيات محاسبية انتقائية تخفض من الأرباح، مما يخفض سعر السهم مباشرة قبل منح الخيارات للمسيرين الأمر الذي يضمن سعر تنفيذ منخفض.⁴

في حين بينت دراسة (Batrav and Mohanram, 2004) أن الشركات التي يرغب مسيروها في ممارسة خياراتهم، تنشر نتائج جيدة تفوق توقعات المحللين الماليين في الفترة التي تسبق مباشرة تنفيذ الخيارات بهدف رفع السعر السوقية للسهم عند التنفيذ وتعظيم مكاسب المسيرين.⁵

¹- Randolph B. Cohen and al, Do executive stock options encourage risk taking, work paper Harvard university, Jel classification codes , G31, G34, march 2000, p 1-2.(www.people.hbs.edu/lviceira/cohallvic3.pdf) consulté le 12/02/2018.

²- David Yermack, Good timing : CEO stock option awards and company news announcements, the journal of finance, volume 52, N° 2, juin 1997, p 449.

³- David Aboody, Ron Kasmik, CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, Journal of accounting and economics, Vol 29, 2000, p 73.

⁴- Terry Baker and al, Stock option compensation and earnings management incentives, Journal of accounting, auditing and finance, vol 18, N° 4; 2003, p 557.

⁵- Eki Batrov, Partha Mohanrom, Private information, earnings, manipulations and executive stock option exercises, The accounting review, vol 79, n° 4, 2004, p 889.

قد سعت بعض الشركات لتدارك هذه النقائص في توزيع الخيارات على المسيرين مثل شركة (Vivendi) التي منحت خيارات على الأسهم لأكثر من 40 مسيرا بسعر تنفيذ يفوق بـ 40% السعر الجاري، مقابل تجميد الأجر الثابت لمدة خمس سنوات بهدف القضاء على الانتقادات التي طالت التعويض باستخدام الخيارات على الأسهم.¹

ج. التاريخ المسبق للخيارات

يمكن للمسيرين التأثير على السعر السوقي للسهم بشكل غير مباشر عن طريق التأثير على اختيار التاريخ المرجعي المستخدم في تحديد سعر لتنفيذ خياراتهم، حيث وضحت نشرة (Wall Street Journal) نسخة 18 مارس 2006 أن العديد من مسيري المؤسسات استفادوا من سعر تنفيذ منخفض بشكل غير عادي بالنسبة لخياراتهم، وبعد التحقيق تبين أن العديد من الشركات تمنح الخيارات بأسعار تنفيذ تتوافق مع السعر السوقي الأقل انخفاضا والملاحظ خلال الفترة التي تسبق مباشرة تاريخ منح الخيارات، مثلا إذا كان منح هذه العقود بتاريخ 15 مارس 2006 فإن سعر التنفيذ يحدد على أساس أقل سعر سوقي ملاحظ خلال الشهر السابق لهذا التاريخ، ويعتبر هذا الإجراء غير مخالف للقانون إذا ما تم إعلام المساهمين به، الأمر الذي لا يتم الالتزام به بشكل دائم.²

3. مساهمة تعويض المسيرين عن طريق خيارات الشراء في تجميع عوائد الأسهم

يمكن أن يكون للاستخدام المفرط لعقود الخيارات كأداة لتعويض المسيرين أثر على تجميع عوائد الأسهم، مثلما حدث بالنسبة لأسهم مؤشر S and P 500 سنة 1999 حيث قدر تجميع العائد المتوسط للسهم بـ 6%، أي أنه عند تنفيذ كل الخيارات الممنوحة لمسيري شركات المؤشر، سينخفض العائد على السهم العادي بـ 6%، بسبب الارتفاع المحسوس في عدد الأسهم المشككة لرأس مال الشركة بسبب تنفيذ هذه الخيارات، وقد قدر هذا المعدل بـ 4% سنة 98 و 3% سنة 97، وبهذا يعتبر تنفيذ الخيارات على الأسهم يضر بمصالح المساهمين الصغار حيث يؤثر على عوائدهم، ويؤثر سلبا على القيمة السوقية للسهم.³

ثالثا: الإجراءات المتخذة لتفادي الآثار السلبية للتعويض عن طريق الخيارات على الأسهم

1. يمكن للتعويض عن طريق الخيارات على الأسهم أن يرفع من قيمة المؤسسة تحت ثلاث شروط رئيسية:⁴
 - أ. يجب أن يكون تنفيذ الخيار هدفا متوسط المدى (لتوفير الأجل الكافي للمسير لتحسين الأداء وحدوث تغيرات في الأسعار في صالح المسير دون اللجوء للتلاعب)، ولا يجب أن يخضع لأي تخفيض.
 - ب. عندما يتم تنفيذ العقد يجب أن يكون متبوعا بشرط عدم التنازل عن الأسهم لفترة معينة لتفادي بيعها بشكل مباشر والاستفادة من فوارق السعر خاصة في حال وجود تلاعبات.
 - ج. يجب أن يكون حجم التعويضات الممنوحة في شكل خيارات بالنسبة للمسيرين مهما مقارنة بالقيمة الإجمالية الممنوحة للمستفيدين، لضمان توازي المصالح.

¹ - Nicolas Mottis, Jean Pierre Ponsard, création de valeur et politique de rémunération, Enjeux et pratiques, op-cit, p 85.

² - Michel Magnan, op-cit, p 226.

³ - Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse, Galino éditeur, Paris, 2001, p 392-393 .

⁴ - Thierry Poulain-Rehm, Stock options décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise: le cas français, Finance Contrôle Stratégie, vol 6, n° 3, septembre 2003, p 82, 83 .

2. إخضاع الشركات لمبادئ صارمة للحكومة حيث تثبت دراسة (Sautner & Weber, 2006) أنه كلما خضعت الشركة لمبادئ قوية للحكومة كلما لجأت لربط الحصول على العلاوات في شكل خيارات بالأداء بهدف تحسين نتائج الشركة وقيمة الأسهم، وكلما استخدمت هذه الشركات مقاييس متنوعة للأداء ولم تكتفي بالمقاييس المحاسبية¹.

الفرع الرابع: أثر منح خيارات الشراء كتعويضات للمسيرين على قيمة الخيارات العادية

إن منح الخيارات للمسيرين بسعر تنفيذ ثابت مساوي للسعر الجاري في تاريخ منح الخيارات، توهم المسيرين أن تكلفة رأس المال منعدمة، في حين أنها تمنح مكافأة للمسير في ظل تراجع القيمة²، لتوضيح ذلك نضرب المثال التالي³: المثال خاص بشركة من شركات (Fortune 500)^{*}، فقبل بضع سنوات وفي أحد اجتماعات مجلس الإدارة بينت أنه في حالة تبني تعويض المسيرين عن طريق الخيارات فإن سعر السهم سيرتفع من سعره الحالي أي \$ 57 إلى \$ 100 بعد 5 سنوات، في حين أن تكلفة رأس مال الشركة تقدر بـ 15 %، وتقوم بدفع توزيعات سنوية تقدر بـ 2,5 % من سعر السهم، وبالتالي تكون مردودية رأس المال دون توزيعات الأرباح (القيمة المستقبلية للسهم) تساوي ما قيمته:

$$\$100 = 57(1+0,15-0,025)^5 = 102.72\$$$

المساهم العادي سيفقد ما قيمة \$ 2,72 على السهم الواحد (تكلفة الفرصة البديلة)، إذا تم التبني الفعلي لبرنامج الخيارات فإن هذا سيخفض من قيمة السهم لأن السوق إذا تلقت إشارة أنه سيتم التبني الفعلي لبرنامج الخيارات وأن قيمة السهم ترتفع فعليا إلى \$100، فإن السعر الحالي للسهم سينخفض إلى $55,49 = 100/(1,125)^5$ (القيمة الحالية لـ \$100 مخصومة بتكلفة رأس المال دون التوزيعات) أي تراجع قيمة السهم مباشرة بقيمة \$1,51 للسهم الواحد، في حين أن المسير استلم خيارات بسعر السوق المالي \$ 57 للسهم، وفي 5 سنوات سيحقق مكاسب تقدر بـ $100-57=43$ \$ للسهم الواحد عند التنفيذ، أي أن المساهم سيحقق خسائر في قيمة السهم في حين المسير سيحقق مكاسب.

حيث أنه يكمن الحل في منح خيارات للمسيرين يرتفع سعر تنفيذها مع تكلفة رأس المال دون التوزيعات (خيارات مؤشرة بتكلفة رأس المال) وهي تقدم عدة مزايا على خلاف الخيارات العادية، ونوضح ذلك كن خلال المثال الموالي: إذا كانت تكلفة رأس المال تقدر بـ 10 %، سعر التنفيذ مساوي لسعر السوق عند منح الخيارات ويقدر بـ \$10، وسعر التنفيذ ينمو بمعدل 10 % سنويا بالنسبة للخيارات المؤشرة بتكلفة رأس المال دون التوزيعات، أي سعر تنفيذ الخيار المؤشر عند تنفيذ العقد تقدر بـ $15 = 10(1+0,1)^{4,3}$ ، وينمو بمعدل 0 % بالنسبة للخيارات العادية، عدد الخيارات الممنوحة بالنسبة لنوعي الخيارات تخضع لنسبة 2 إلى 1، لأنه عند حساب قيمة الخيارات باستخدام معادلة بلاك وشولز توصلنا أن خيارين مؤشرين يعادلان خيارا عاديا (وهذا يختلف حسب الشركة والأحكام المتعلقة بالخيارات العادية) أي منح 1000 خيار عادي يعادل منح 2000 خيار مؤشر لفترة تنفيذ تقدر بـ 4,3 سنة.

¹ - Zacharias Sautner and Martin Weber, "Corporate Governance and the Design of Stock Option Programs", JEL Classification Code: G 32, G 34, M 52, December 2006, p 1. (https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/1782/1/SSRN_ID956060_code450192.pdf)

² - Michael C.Jensen, Kevin J Murphy, op-cit, p 60.

³ - Idem, p 60-63.

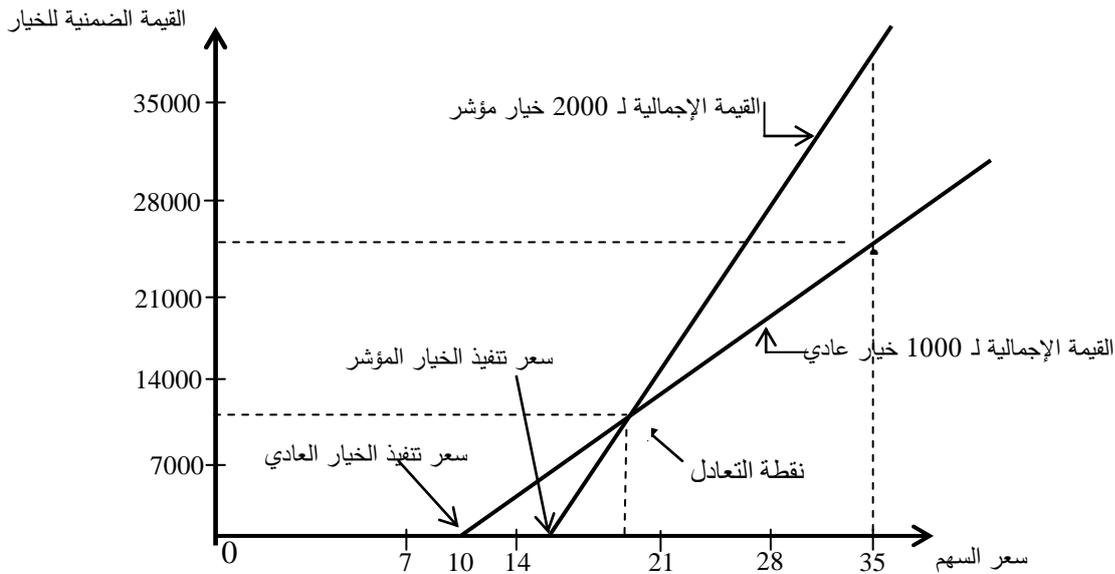
* Fortune 500: هي قائمة تضم الـ 500 أكبر شركة أمريكية مرتبة حسب رقم الأعمال الذي تحققه سنويا، ويتم نشر هذه القائمة كل سنة على مستوى مجلة Fortune الأمريكية.

في حالة السعر السوقي للسهم يساوي \$ 15 فإن 2000 خيار مؤشر لا تحقق أي مكاسب ، لأن سعر التنفيذ يساوي السعر السوقي، بينما 1000 خيار عادي بسعر تنفيذ يقدر بـ \$10 سيحقق مكاسب تقدر بـ \$5000 ، ولكن ما دام التعويض باستخدام الخيارات المؤشرة يقدر بضعف التعويض باستخدام الخيارات العادية فإن المسير حامل النوع الأول ستفوق مكاسبه حامل النوع العادي، شرط أن يتمكن من خلق القيمة برفع قيمة السهم بما يفوق نقطة التعادل أي عتبة \$ 20 وهي النقطة التي تتعادل فيها مكاسب النوعين من الخيارات حيث أن:

• 1000 خيار عادي بسعر تنفيذ يقدر بـ \$10 وسعر سوقي \$20 تحقق مكاسب \$10000
(1000×10=10000\$)

• 2000 خيار مؤشر بسعر تنفيذ \$ 15 وسعر سوقي \$ 20 تحقق نفس المكاسب (2000×5=10000\$)
بعد عتبة \$20 مثلا عند سعر سوق يقدر بـ \$35، وكما نلاحظ من الشكل الموالي رقم 31، أن مكاسب 2000 خيار مؤشر بسعر سوقي \$35 تقدر بـ \$ 40000 عند نهاية 4,3 سنة، بينما مكاسب 1000 خيار عادي تقدر بـ \$ 25000 فقط.

شكل رقم 33: التغير في قيمة الخيارات المؤشرة والعادية وفق التغير في قيمة السهم



Source : Michael C.Jensen, Kevin J.Murphy, Remuneration : where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, finance working paper N° 44/2014 European corporate governance institute (ECGI) july 2004, p 63 . (www.ecgi.org/wp)

من خلال الأمثلة السابقة الذكر نستنتج مايلي:

1. إن تعويض المسيرين عن طريق خيارات الشراء يكون تأثيره سلبي على قيمة الأسهم مما ينعكس على قيمة الخيارات على الأسهم سواء خيارات الشراء أو البيع كالتالي:
أ. عند منح الخيارات على الأسهم وإفصاح الشركة عن التوقعات المستقبلية لسعر السهم الذي ستحسب على أساسه مكاسب المسيرين فإن هذا سيتسبب في انخفاض القيمة السوقية للسهم في الأجل القصير، لأن هذا يعطي إشارة للسوق

المالي بأن القيمة الحقيقية للسهم هي القيمة المستقبلية للسهم محينة بتكلفة رأس المال (القيمة الحالية للقيمة المستقبلية المتوقعة للسهم)، الأمر الذي يتسبب في تراجع قيمة خيارات الشراء وارتفاع قيمة خيارات البيع في الأجل القصير. ب. كذلك عند قيام المسيرين بتصرفات انتهائية تهدف لتخفيض أسعار الأسهم مباشرة قبل منح التعويضات في شكل خيارات لضمان أسعار تنفيذ منخفضة، فإن هذا يتسبب في تراجع قيمة خيارات الشراء وارتفاع قيمة خيارات البيع. ج. يتسبب المنح المفرط للخيارات كتعويضات للمسيرين وتنفيذه بشكل مكثف ومتزامن في تمبيع رأس المال وتراجع عوائد المساهمين، مما يؤدي لتراجع القيمة السوقية للسهم وبالتبعية تراجع قيمة خيارات الشراء وارتفاع قيمة خيارات البيع. 2. يكون لتعويض المسيرين عن طريق خيارات الشراء تأثيراً إيجابياً على قيمة الأسهم، وينتقل هذا الأثر للخيارات كالتالي:

- أ. إن عملية تأشير سعر التنفيذ بتكلفة رأس المال يوازي مكاسب المسيرين مع المساهمين، ويدفعهم للعمل على خلق القيمة ورفع قيمة السهم بما يفوق نقطة التعادل لتعظيم مكاسبهم بالشكل الذي يتعدى مكاسب حملة الخيارات العادية، لذا يتسبب هذا الإجراء في رفع قيمة خيارات الشراء وتخفيض قيمة خيارات البيع.
- ب. تساهم الخيارات على الأسهم في موازات مصالح المسيرين مع المساهمين وبالتالي فهي تخلق القيمة من خلال تخفيض تكلفة الوكالة، كما تعتبر حافزاً لجذب مسيرين أكفاء يعملون على تبني استراتيجيات ترفع القيمة السوقية للشركة، وقيمة أسهمها، وبالتالي ترتفع قيمة خيارات الشراء وتراجع قيمة خيارات البيع.
- ج. يحفز التعويض عن طريق الخيارات على تبني سياسات مرتفعة المخاطرة مما يرفع من قيمة التذبذب ومن قيمة خيارات الشراء والبيع بالنتيجة، مما يتسبب في رفع قيمة خيارات الشراء والبيع في الأجل القصير، رغم أن تبني استراتيجيات مخاطرة قد يكون له أثر عكسي في الأجل الطويل.
- د. تبني سياسات محاسبية معينة تهدف للتلاعب بالسعر السوقي للسهم تؤدي إلى حدوث زيادات وهمية في سعر السهم وتتسبب في ارتفاع قيمة خيارات الشراء ولكن بشكل مؤقت، فسرعان ما يسوء الأمر إذا ما تم اكتشاف هذه التلاعبات من طرف السوق المالي مما قد يتسبب في انهيار قيمة السهم وكذا قيمة الخيارات على الأسهم سواء كانت عادية أو خيارات المسيرين التنفيذيين.

المطلب الرابع: تأثير الحوكمة على قيمة الخيارات من خلال الطلب عليها لإدارة المخاطر

لقد أشرنا فيما سبق إلى أن المتحوظون هم أحد أهم مستخدمي الخيارات المالية وقد يكون المتحوظون أفراد، شركات مؤسسات مالية أو غير مالية، وقد يتأثر استخدام المؤسسات للمشتقات المالية بشكل عام وعقود الخيارات بشكل خاص لأغراض تسيير وإدارة المخاطر المالية بمدى تطبيقها لمبادئ حوكمة الشركات مما يؤثر على حجم الطلب على هذه الأدوات وبالتالي على قيمتها الزمنية.

الفرع الأول: أنواع المؤسسات المستخدمة للمشتقات المالية

تمثل المؤسسات المستخدمة للمشتقات المالية في:¹

- أولاً: الشركات** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تلجأ إلى المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المرتفعة على عائد الاستثمار، وتدخل الشركات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، كذلك من أجل الحصول على أرباح إضافية، في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه الشركات فهي عملية خارج قائمة المركز المالي وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات الشركة.
- ثانياً: صناديق المعاشات** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها لحماية العائد على الاستثمار في السندات، وذلك من أجل تأمين محفظة الأوراق المالية ضد التعرض لمخاطر السوق.
- ثالثاً: الشركات العقارية** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، فمن خلال بيعها للمباني والأراضي أو إعطائها للغير الحق في استخدامها بتأجيرها مقابل عدد من السندات، تستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة.
- رابعاً: تجار التجزئة** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها بقصد التحوط من التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
- خامساً: المصدرون والمستوردون** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.
- سادساً: بنوك الاستثمار** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية.

الفرع الثاني: تحليل طبيعة تأثير الحوكمة على قيمة الخيارات من خلال تفعيل الطلب عليها

تعتبر الخيارات على الأسهم أحد أنواع المشتقات المالية التي تستخدمها الشركات لأغراض التحوط وحتى المضاربة، حيث تتأثر قيمتها بقانون العرض والطلب، حيث كلما كان التحوط من مخاطر تراجع الأسعار ارتفع الطلب على خيارات البيع بالتالي ترتفع قيمتها الزمنية في السوق، وكلما كان التحوط من مخاطر ارتفاع الأسعار ارتفع الطلب على خيارات الشراء وبالتالي تزداد قيمتها السوقية، ويكون تأثير آليات الحوكمة على الطلب على المشتقات لأغراض التحوط كما يلي:

أولاً: استخدام عقود الخيارات لحل مشكل الوكالة

تشير الأدبيات إلى أن مشكلة الوكالة تشكل أساساً قوياً الارتباط بين آليات حوكمة الشركات وأنشطة التحوط، فغالباً ما تكون استراتيجيات التحوط الخاصة بالشركات مدفوعة بدوافع المديرين للتحوط بسبب افتقارهم للتنوع، ويريدون حماية سمعتهم أو احتياجهم لحماية المشاريع التي تبناها، إذا لم يتم إدارة هؤلاء المدراء والتحكم في المخاطر بشكل صحيح، قد يتمادى المدراء في سلوك التحوط لأغراضهم الخاصة، حيث أن حوكمة الشركات يمكن أن تؤثر على اختيار

¹ - علي عبد الغاني اللايذ وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث، جوان 2015، ص 46-47.

الشركة لاستخدام عقود الخيارات للتحوط أو للمضاربة بغرض تعظيم القيمة، من المرجح أن تهدف الحوكمة الجيدة في استخدامها للمشتقات لغرض تعظيم القيمة، بينما يؤدي ضعف الحوكمة إلى منح المديرين الحرية في استخدام المشتقات دون نتائج لقراراتهم، وستكون المصلحة الذاتية للمسيرين أكثر بروزاً في الشركات الخاضعة للإدارة الضعيفة، وبالتالي لن يكون تعظيم ثروات حملة الأسهم مهماً في الشركات ذات مجلس الإدارة الضعيف.¹

ثانياً: تأثير مختلف آليات الحوكمة على استخدام الشركات لعقود الخيارات المالية

لقد لوحظ على مستوى الشركات والمؤسسات التي تستخدم المشتقات أن العديد من الأزمات تنتج عن التطبيق الخاطيء للأدوات المشتقة الناتج عن عدم وجود ضوابط داخلية وحوكمة جيدة للشركات، إن وضع ضوابط داخلية سليمة وممارسات حوكمية جيدة في الشركات التي تستخدم المشتقات سيساعد على تخفيف مخاطر إساءة استخدام ها، أي يمكن لحوكمة الشركات توفير آلية لمراقبة استخدام المشتقات بشكل فعال²، ويمكن توضيح مدى تأثير أهم آليات حوكمة الشركات على الطلب على عقود المشتقات والخيارات المالية بشكل خاص كما يلي:³

1. الملكية الإدارية: درجة تجنب المديرين للمخاطرة يعتمد على ثرواتهم المستثمرة في الشركة، إن ثروة المدير التي تتألف بشكل رئيسي من رأسماله البشري وأحياناً من مساهمته في رأس المال، ورأس المال البشري غير قابل للتنوع نتيجة لذلك يتعرض للمخاطرة كلما كانت نسبة الأسهم المملوكة في المؤسسة أكبر، لهذا الغرض يكون للمديرين المالكين مصلحة في التقليل من تقلب أرباحهم وبالتالي كلما ارتفعت الملكية الإدارية كلما ارتفع التحوط من المخاطر وازداد الطلب على المشتقات المالية لهذا الغرض.

2. تعويض المسيرين في شكل خيارات أسهم: تمنح عقود خيارات الأسهم المديرين التنفيذيين حافزاً لزيادة القيمة السوقية للشركة إلى حد كبير لأن منحها عادة ما يرتبط بنتيجة الشركة، ومع ذلك فإن التعويض في شكل عقود خيارات الأسهم يؤدي بالمديرين لقبول تحمل مخاطر أكبر، لأن الزيادة في تقلب قيمة الشركة ستزيد من قيمة خياراتها، لأن قيمتها دالة متنامية لتقلبات أسهم الشركة، حيث أنها توفر فوائض للمسيرين كلما زادت أسعار الأسهم فوق مستوى سعر التنفيذ، أما إذا انخفض عن ذلك فلا تعرض المسير لأي جزء، هذا يمكن أن يكون حافزاً مبالغاً فيه لاتخاذ المخاطر، ومنه فإن هذا النوع من التعويضات لا يمنح المسيرين أي حافز لاستخدام المشتقات لأغراض التحوط.

¹ - Rubeena Tashfeen, Value and risk effects of financial derivatives, evidence of corporate governance on hedging, speculation and selective hedging strategies, A thesis submitted in fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Victoria University of Wellington, 2016, p 34-35.

² - John Ifeanyichukwu Osuoha and Al, The Impact of Corporate Governance on Derivatives Usage—Empirical Evidence from African Non-financial Firms, British Journal of Economics, Management & Trade, 8(1), 2015, p 20.

³ - voir:

– Karim Ben khediri, Gouvernance d'entreprise et couverture des risques financiers : Étude empirique sur les entreprises françaises, université Paris Ouest Nanterre La Défense, 2016, p 3-7. (https://www.researchgate.net/publication/228906993_Gouvernance_d'entreprise_et_couverture_des_risques_financiers_Etude_empirique_sur_les_entreprises_francaises) consulté le 03/06/2018.

– John Ifeanyichukwu Osuoha and Al, op-cit, p 21-22.

– Rubeena Tashfeen, op-cit, p 35-39.

3. تأثير مجلس الإدارة

قد يؤثر مجلس الإدارة على الطلب على الخيارات المالية لغرض التحوط وذلك حسب معيارين حجمه وتركيبته.

أ. حجم المجلس

فإن الحجم الكبير لمجلس الإدارة يشكل أرضية مواتية لنشوب الصراعات وغير ملائم لمشاركة أعضاء مجلس الإدارة في القرارات مما يترك هامشاً أكبر للمناورة من طرف رئيس المجلس، والنتيجة هي تجزئة المجلس وعدم قدرته على العمل بفعالية وبالتالي نجد أن الشركات التي لديها مجالس إدارة أكبر تكون أقل كفاءة لذا تميل إلى القيام بأنشطة التحوط من المخاطر، وبالتالي يرتفع طلبها على الخيارات على الأسهم لأغراض التحوط، كلما ارتفع حجم المجلس كلما ارتفع الطلب على الخيارات المالية بغرض التحوط.

ب. تركيبة المجلس

إن وجود المديرين المستقلين يزيد من صلاحية مجلس الإدارة ويقلل من احتمال التواطؤ في مصادرة ثروة المساهمين من جانب المديرين التنفيذيين، فهم يقومون بمهام المستشارين والمراقبين الإستراتيجيين لمديري الشركة ويعالجون بشكل موضوعي مقترحات المسيرين، وترجع دوافع المديرين المستقلين لمراقبة المديرين التنفيذيين إلى حاجتهم للحفاظ على سمعتهم في سوق العمل من أجل الحصول على المزيد من المناصب الإدارية، وقد أكدت الدراسات وجود علاقة بين جودة آليات الرقابة الداخلية (الأعضاء المستقلين) للشركة وتغطية المخاطر خاصة إذا كانوا ذوي التعليم العالي الحاملين لم اجستير إدارة الأعمال أو الدكتوراه، في المقابل لا يتم تعيين الأعضاء غير المستقلين وفقاً لسوق العمل ولكن حسب حيازتهم لحقوق الملكية، لذلك فإن المديرين المستقلين لديهم مصلحة في أداء دورهم بشكل صحيح من أجل تامين رأس المال البشري المرتبط بسمعتهم وبالتالي يضمن المديرون المستقلون تغطية المخاطر التي تواجه الشركة من أجل ضمان استمرارية الشركة، ففي الشركات التي لديها مجلس إدارة يسيطر عليه المديرون المستقلون، يكون احتمال التغطية باستخدام المشتقات المالية أكبر.

4. تركيز رأس المال: إن تركيز رأس المال يعزز السيطرة على المسيرين لأن العوائد تفوق تكاليف التحكم، فالملاك الصغار لا يملكون المعلومات والمهارات أو الوقت اللازم لتقييم جودة إدارة الشركة بالإضافة إلى ذلك فإن تبني آليات التحكم أمر مكلف بالنسبة لم ساهم الفردي، في حين أن المساهمين الكبار يمكنهم التحكم بشكل أكثر فاعلية من المساهمين الصغار لأن لديهم حقوق تصويت كافية للتأثير على الإدارة أو ربما إقناع المساهمين الآخرين لدعمهم في حالة معارضة إدارة الشركة ولهم تأثير إيجابي على أداء الشركات، وفي سوق غير كفأه تتميز بالمعلومات غير المتماثلة، يشعر المديرون بالقلق إزاء الإشارة المنبثقة إلى سوق العمل حول مهاراتهم لذا يسعون لحلاوة تحسين المحتوى المعلوماتي الذي تحمله الأرباح من أجل الإشارة إلى السوق بمهاراتهم الإدارية، ويتحقق هذا الهدف من خلال سياسة تغطية المخاطر كلما ارتفعت حصة المساهمين الكبار ارتفع الطلب على استخدام الشركة للمشتقات للتحوط من المخاطر.

خلاصة الفصل

- من خلال هذا الفصل حاولنا الإلمام بموضوع حوكمة الشركات المقيدة وتحليل أثر تطبيق مبادئها على قيمة الخيارات على الأسهم وذلك من خلال تقسيم هذا الفصل لثلاث مباحث، مبحث أول يضم مختلف المفاهيم النظرية المرتبطة بحوكمة الشركات، مبحث ثاني تناولنا من خلاله دور السوق المالي في إرساء مبادئ وقواعد الحوكمة وذلك لربط مفهوم الحوكمة بالأسواق المالية موضوع دراستنا هذه، أخيراً حاولنا في مبحث ثالث تحليل طبيعة تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة على قيمة الخيارات على الأسهم، وقد توصلنا للنتائج التالية:
- تطور مفهوم حوكمة تماشياً مع تطور تيارات الحوكمة، فبعد أن كانت الحوكمة تساهمية تتبع التيار الانضباطي للحوكمة وتهدف لتخفيض تكاليف الوكالة بين الوكيل (المسير) والأصيل (المساهم)، أصبحت الحوكمة تشاركية أي خالقة للقيمة عن طريق تخفيض تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المساهمين وأصحاب المصالح في الشركة، ليتطور مفهومها حالياً إلى الحوكمة المعرفية الخالقة للقيمة عن طريق التكوين والإبداع وإدارة المعرفة.
 - يساهم السوق المالي بشكل كبير في إرساء مبادئ حوكمة الشركات، عن طريق دوره التقليدي المتمثل في إصدار القوانين والتنظيمات الخاصة بالحوكمة، متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية، إضافة لدور سلطة الضبط للسوق المالي في تطبيق الحوكمة.
 - عرفت الأسواق المالية العديد من التطورات الحديثة منها خصخصة البورصات وتنامي المنافسة بينها، اندماج البورصات، ومنافسة أنظمة التداول البديلة للبورصات التقليدية، هذه التطورات حدت من السلطة التنظيمية للبورصات ودورها في دعم قواعد الحوكمة، إلا أن البورصات العالمية حاولت ووفق الخصوصية القانونية والتنظيمية لكل بلد التكيف مع هذه التطورات للحفاظ على دورها الحوكمي الممارس على الشركات المدرجة.
 - إن تطبيق مبادئ الحوكمة له تأثير غير مباشر على قيمة الخيارات على الأسهم وذلك من خلال التأثير على قيمة السهم الضمني موضوع عقد الخيار، وذلك من خلال ثلاث نقاط رئيسية:
 - تفعيل مبادئ الإفصاح والشفافية فهي بذلك تؤثر على القيمة السوقية للسهم الضمني من خلال تقريب قيمته السوقية من قيمته العادلة وتخفيض تذبذب قيمته عن طريق تحقيق الكفاءة للأسواق المالية.
 - دور الحوكمة في الرفع في القيمة السوقية للسهم الضمني من خلال تحسين الأداء المالي للشركات وخلق القيمة المضافة.
 - تأثير أحد آليات الحوكمة المتمثلة في دفع علاوات المسيرين وخاصة منها في شكل خيارات على الأسهم على القيمة السوقية للسهم الضمني.
 - إن تطبيق مبادئ الحوكمة له تأثير مباشر على قيمة الخيارات على الأسهم وذلك من خلال تفعيل آليات الحوكمة لطلب الشركات على الخيارات المالية لأغراض التحوط وإدارة المخاطر.

الفصل الثالث

أثر تطبيق مبادئ الحوكمة

على قيمة الخيارات على

الأسهم ببورصة باريس

تمهيد

بعد أن تناولنا في الجانب النظري من الدراسة مختلف المفاهيم النظرية والتطبيقية المتعلقة بالخيارات على الأسهم في فصل أول، ثم حاولنا الإحاطة بالحوكمة من خلال التطرق لمختلف المفاهيم والنظريات التي حاولت تفسيرها ومدى خصوصية تطبيقها على مستوى الأسواق المالية، وكذا تحليل طبيعة تأثيرها على قيمة الخيارات على الأسهم، سنحاول من خلال هذا الفصل التطبيقي إسقاط مختلف تلك المفاهيم النظرية عليه للإجابة على الإشكالية واختبار مختلف فرضيات الدراسة، لذا سنتناول من خلاله محاولة لقياس أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة ببورصة باريس (Euronext Paris) والمحددة في إطار قانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef) على قيمة خيارات عينة من الشركات المقيدة وهي مجموعة من الشركات الكبرى الفرنسية والتي تنتمي لمؤشر (Cac 40) والتي في نفس الوقت يتم إبرام عقود خيارات أوروبية على أسهمها.

لتحقيق ذلك سننطلق من تقييم هذه الخيارات من خلال استخدام أحد النماذج الرياضية التي سبق التطرق لها في الفصل الأول من الدراسة ألا وهو نموذج بلاك وشولز بغرض تقييم عقود خيارات الشراء والبيع وتحديد قيمتها العادلة ومعرفة مدى تطابقها مع القيمة السوقية وقدرة السوق وكفاءته في تحقيق السعر العادل، ثم تحديد مدى تأثير قواعد حوكمة الشركات على القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع، وعلى تقريب السعر السوقي من السعر العادل، من خلال استخدام الأساليب القياسية المتمثلة في نموذج البيانات المقطعية (Panel Data) مستعينين في ذلك ببرنامج الاقتصاد القياسي المعروف (Eviews)، لأجل كل هذا ارتأينا تقسيم هذا الجانب التطبيقي لثلاث مباحث:

- المبحث الأول نتطرق فيه للتعريف ببورصة باريس وحوكمة الشركات المقيدة بها.
- المبحث الثاني نتطرق فيه لتقييم الخيارات على أسهم شركات العينة المدروسة.
- المبحث الثالث نتناول من خلاله قياس أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على أسهم العينة.

المبحث الأول: التعريف ببورصة باريس وحوكمة الشركات المقيدة بها

قبل تحليل طبيعة ممارسات الحوكمة المطبقة على مستوى الشركات المقيدة ببورصة باريس ارتأينا أولاً التعريف به ذه البورصة والتي أصبحت بعد عملية الاندماج مع البورصات الأوروبية تعرف بيورونكست باريس (Euronext Paris) وذلك على اعتبارها محل تداول أسهم الشركات المقيدة ببورصة باريس وكذا عقود الخيارات المبرمة على هذه الأسهم.

المطلب الأول: التعريف ببورصة باريس (Euronext Paris)

للتعريف بهذه البورصة سنتناول أولاً نشأة هذه البورصة وتطورها في خضم عملية الاندماج مع البورصات الأوروبية، ثم هيكله هذه البورصة من خلال مختلف الهياكل المكونة لها.

الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة باريس

تعود نشأة بورصة باريس لتاريخ 24 سبتمبر 1724 تاريخ صدور تعليمة مجلس دولة الملك التي أعطت الأمر بإنشاء هذه البورصة¹ وتتبع بعد هذا التاريخ مختلف الجهود لهيكلة هذا السوق لغاية الثورة الفرنسية أين تم غلق البورصة نهائياً، ثم بدأت الانطلاقة الحقيقية للبورصة سنة 1801، سنة الترسيم الفعلي للبورصة بوجود 71 عون صرف، ليتطور القيد في البورصة مع تقدم الثورة الصناعية من 7 أسهم مقيدة سنة 1800 إلى 152 سنة 1853 لتفوق 800 قيمة منقولة مسجلة سنة 1900 بعد تبني التسهيلات فيما يخص إنشاء الشركات المغفلة.

وقد تطورت البورصة بداية من سنة 1980 بفعل التطور السريع لحجم النشاط الذي تزامن مع البروز العالمي لظاهرة اللاموساطة المالية مما دفع السلطات المالية لتطوير نظام آلي للتسعير ألا وهو نظام (CAC: Cotation Assistée en Continu) وقد تم تعويضه خلال التسعينات بنظام جديد يسمى (NSC: Nouveau Système de Cotation)².

في سنة 2000 أصبحت بورصة باريس تسمى بيورونكست باريس (Euronext Paris) أحد فروع بيورونكست (Euronext) هذه الأخيرة نتجت سنة 2002 عن اندماج بورصات أمستردام بروكسل باريس ولشبونة، وفي سنة 2007 اندمجت المجموعة Euronext مع بورصة نيويورك (NYSE : New York Stock Exchange) لتنشأ تبعاً لذلك (La holding NYSE Euronext)³.

في سنة 2013 اشترت البورصة الأمريكية ICE (Intercontinental Exchange) الشركة المسيّرة (NYSE) Euronext وقامت بفصل الجزء الخاص ب (NYSE) لتضمه إليها وتصبح شركة (Euronext) مستقلة بذاتها ومقيدة بالبورصة الأوروبية بيورونكست كشركة مسيرة للبورصة وذلك في 20 جوان 2014، حيث تمتلك أهم البنوك المتواجدة في منطقة اليورو أكثر من ثلث رأسمالها، سنة 2015 أصبحت هذه البورصة تضم أكثر من 1300 شركة برسملة إجمالية تفوق 2600 مليار يورو، وبذلك تبقى الشركات مقيدة في بورصاتها الأصلية ولكن يتم تداول أوراقها المالية على

¹ - Histoire de la bourse, (<http://www.easybourse.com/pedagogie/fiche/histoire-bourse-53>) consulté le 26/08/201.

² - Didier Vitrac, op- cit, p 22- 23.

³ - Histoire de la bourse, (<http://www.easybourse.com/pedagogie/fiche/histoire-bourse-53>) consulté le 26/08/201.

مستوى أرضية تداول مدمجة واحدة، في إطار قواعد موحدة للقيود، في حين تختار الشركات الراغبة في الدخول ليورونكست نقطة الدخول: أمستردام، بروكسل، باريس أو لشبونة.¹

الفرع الثاني: هيكل بورصة باريس

تتفرع بورصة باريس حسب طبيعة المعاملات التي تتم فيها إلى قسمين رئيسيين:

أولاً: السوق الحاضر

قسمت الشركة المسيرة للسوق (Euronext) القيم الحاضرة المتداولة حسب حجمها ونشاطها ، لذا نجد السوق يتكون من قسمين رئيسيين:

السوق المنظم الرئيسي (أو السوق الوحيد) المسمى (Euronext)، والسوق غير المنظم والمكون من (Euronext Growth) و (Euronext Access):²

1. السوق الوحيد (Euronext)

وتتنتمي إليه أغلب الشركات مهما كان حجمها، حيث تجمع هذه القائمة الموحدة مجمل القيم المتداولة ببورصة باريس سواء كانت شركات عائلية أو متعددة الجنسيات فإنها تخضع لنفس الإطار التنظيمي، وتسجل الشركات بهذا السوق حسب رسملتها في ثلاث دوائر:

أ. Euronext A: ويضم الشركات ذات الرسملة التي تفوق مليار يورو.

ب. Euronext B: ويضم الشركات التي تتراوح رسملتها بين مليار و 150 ملون يورو.

ج. Euronext C: ويضم الشركات التي تقل رسملتها عن 150 مليون يورو.

وتجدر الإشارة إلى أن كل الشركات المقيدة في القائمة الموحدة (Euronext) الخاصة ببورصة باريس هي شركات فرنسية، وإضافة لهذه الدوائر الرئيسية توجد مجموعتين فرعيتين تابعتين للسوق المنظم الرئيسي ليورونكست واحدة خاصة بشركات منطقة اليورو، وأخرى خاصة بالشركات الدولية (خارج منطقة اليورو).

2. السوق غير المنظم

وينقسم إلى:

أ. Euronext Growth: وقد كان يسمى سابقا (Alternext)، وقد تحصل على التسمية الجديدة تبعا

لإصلاحات 2017 وهو مخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في الدخول للبورصة كأحد مصادر التمويل ولكن وفق قواعد ميسرة للقيود والتزامات مخففة مقارنة بالسوق المنظم، خاصة فيما يتعلق بالإفصاح الدوري عن المعلومات المالية.

ب. Euronext Access: ويمثل كذلك سوقا غير منظم ا وقوانينه تعد أكثر مرونة من (Euronext

Growth) وقد كان يسمى قبل إصلاحات 2017 السوق الحر (marché libre)، وتسجل في هذا السوق عادة

¹ - Qu'est ce qu' Euronext ? (http://www.abcbourse.com/apprendre/1_euronext.html) consulté le 26/08/2018.

² - Idem.

المؤسسات المتناهية الصغر، ويسمح لها باللجوء للبورصة دون فرض قيود صارمة، على غرار نشر الحسابات الفصلية أو السداسية بل تكفي بنشر الحسابات السنوية.

ثانياً: السوق المشتق

للتعريف بالسوق المشتق سنتناول نشأته، تطوره، وأهم المشتقات المتداولة به.

1. نشأة وتطور السوق المشتق

في فرنسا شجعت مؤسسة أعوان الصرف مشروع إنشاء سوق مشتق للأسهم منذ سنة 1978 ولكن حكومة فرانسوا ميثيران المنتخبة آنذاك لم ترحب بالفكرة، عقب ذلك ارتفع الدين العمومي الفرنسي في بداية الثمانينات مما دفع بالحكومة لإنشاء السوق الآجل العالمي لفرنسا (MATIF: le Marché à Terme International de France) في 20 فيفري 1986 لتوفير أدوات للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، ونظراً لنجاح هذا السوق قامت مؤسسة أعوان الصرف في سبتمبر 1987 بإنشاء سوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP: Marché des Options Négociable Paris) (de)، وهما سوقان يتم تسييرهما وتنظيمهما من طرف مؤسسة أعوان الصرف، قبل أن تصبح هذه الأخيرة شركة البورصات الفرنسية (SBF)، لتصبح منذ سنة 2000 تعرف ب (Euronext) في سنة 2001 قامت بورصة باريس المسماة (Euronext) بشراء السوق المشتق الإنجليزي المعروف ب (Liffe) واجتمعت الشركات تحت تسمية واحدة هي (Euronext-liffe) وهو السوق المشتق المتواجد بلندن.¹

وهكذا تحولت مجمل المعاملات على عقود المشتقات الخاصة بالمجموعة يورونكست بما فيها (Euronext Paris) يتم تسييرها وتطويرها من طرف (Liffe) وبداية من سنة 2003 أصبح تداول المشتقات المالية الخاصة بالمجموعة على مستوى أرضية التداول (Liffe-Connect)، لغاية سنة 2012 عندما قامت (ICE) بالاستحواذ على المجموعة (Nyse Euronext) ثم إصدار قرار إدراج (Euronext) بالبورصة كشركة مستقلة لتسيير جميع المعاملات التي تتم على مستوى القارة الأوربية، وذلك بفصلها عن (Nyse) وكذا عن (LIFFE) بالنتيجة وذلك في جوان 2014، وبذلك رجعت يورونكست لجذورها كسوق مالي أوروبي للأوراق المالية والأدوات المشتقة، بينما تم دمج (Liffe) مع سوق (ICE) لينشأ بذلك (ICE Futures Europe).²

2. أهم المشتقات المتداولة بالسوق المشتق ليورونكست باريس

يعتبر سوقي (MATIF ET MONEP) سوقين منظمين مسيرين من طرف (Euronext paris) حسب المادة L.421-1 من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وبذلك تتم مقاصة وضمان جميع المعاملات المبرمة على مستوى هذين

¹-L'organisation des marchés de produits dérivés, (<http://www.monfinancier.com/lorganisation-des-marchés-de-produits-derives-7290.html>) consulté le 26/08/2018.

²- Brian Bollen, A history of Euronext, the leading pan-European euro exchange, (<http://www.capital.com/a-history-of-euronext-the-leading-pan-european-euro-exchange>) consulté le 26/08/2018.

السوقين من طرف غرفة مقاصة مركزية هي (LCH.Clearnet) حسب الشروط المحددة من طرف قواعد نشاط هذه الغرفة، كما تطبق على السوقين جميع أحكام وقوانين السوق المالي (Euronext).¹

تسمح بورصة باريس (Euronext paris) بتداول ثلاث أنواع أساسية من المشتقات المالية على مستوى السوق المنظم تتمثل في:²

- أ. **المجموعة الأولى:** خيارات ومستقبليات على الأسهم وتتمثل أغلبها في أسهم الشركات الكبرى التي تنتمي لمؤشري Cac40 و SBF120، وقد تطور حجم العقود المتداولة في هذه المجموعة من 179 مليون عقد سنة 2001 إلى 93 مليون عقد سنة 2008 ثم 22 مليون عقد سنة 2017.
- ب. **المجموعة الثانية:** خيارات ومستقبليات على المؤشرات وأغلبها على مؤشر cac40 إضافة لمؤشرات أوروبية على غرار (FTS EUROFIRST 80) و (FTS EUROFIRST 100) وقد تطور حجم العقود المتداولة في هذه المجموعة من 131 مليون عقد سنة 2001 إلى 58 مليون عقد سنة 2008 ثم 36 مليون عقد سنة 2017.
- ج. **المجموعة الثالثة:** مستقبليات وخيارات على السلع مثل الذرة والقمح وزيت الكولزا، مستقبليات على الأسمدة وقد تطور حجم العقود المتداولة في هذه المجموعة من 258 ألف عقد سنة 2002 إلى 2.7 مليون عقد سنة 2008 ثم 13 مليون عقد سنة 2017.

نلاحظ مما سبق تراجع في حجم المشتقات المالية المتداولة بالسوق المشتق ليورونكست باريس وذلك بالنسبة للمجموعتين الأولى والثانية ويرجع هذا لتواجد هذا النوع من العقود على مستوى الأسواق الثلاث الأخرى المكونة لمجموعة يورونكست وهي بروكسل أمستردام ولشبونة مما جعل الحجم الإجمالي لهذه الأدوات يتوزع عليها بفعل حرية التداول، إضافة لتبني السوق في جويلية 2012 للتعليمية (EMIR : European market infrastructure regulation) والتي تفرض على كل عقود المشتقات المتداولة بالأسواق غير المنظمة المرور عبر غرفة مقاصة مركزية من أجل تفعيل الاستقرار المالي عقب أزمة 2008 الأمر الذي فتح المجال لتطور التداول على مستوى الأسواق غير المنظمة للمشتقات وتحويل التداول إليها على حساب السوق المنظم.³

بينما ارتفع حجم تداول عقود المشتقات على السلع بفعل كون بورصة باريس الوحيدة على مستوى بقية البورصات المشكلة لـ (Euronext) التي يتم على مستواها تداول المشتقات على السلع مما جعلها تسيطر فيما يخص التجارة بالمشتقات على السلع، إضافة للتقلبات التي تعرفها أسعار السلع خاصة الحبوب والتي ترجع أساسا للتغيرات المناخية التي يعرفها العالم في السنوات الأخيرة خاصة في أوروبا الغربية والسهول الغربية للولايات المتحدة الأمريكية وكندا مما تسبب في ارتفاع التداول على هذه العقود لأغراض التحوط من تقلبات الأسعار.⁴

¹ -Règles de marché d'Euronext, livre II : Règles particulière applicables au marchés réglementés français, septembre 2016, p19. (<http://www.euronext.com/content/attachment/livre-ii-règles-partuiculières-applicables-au-marchés-réglementés-français>), consulté le 27/08/2018.

² -[http://www.euronext.com/en/reports-statistics/factbooks?archive=this year](http://www.euronext.com/en/reports-statistics/factbooks?archive=this%20year), consulté le 27/08/2018.

³ -Thierry Francq, Rapport sur l'évolution d'Euronext et l'avenir des activités de marché et de post-marché en Europe, Ministère de l'économie et des finances, novembre 2010, p10.

⁴ -Euronext annonce ses volumes d'activités de juillet 2015 (<http://www.euronext.com/fr/actualite/euronext-annonce-ses-volumes-dactivite-de-juillet-2015>) consulté le : 29 /08 /2018.

المطلب الثاني: مدخل حوكمة الشركات المقيدة في بورصة باريس

قبل الخوض في تحديد مدي تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة على قيمة الخيارات على الأسهم، ارتأينا أولاً التطرق لتطور مفهوم الحوكمة في فرنسا، والتعريف بقانون حوكمة الشركات المقيدة (AfeP-Medef) ومدى تطور ممارسات الحوكمة على ضوء هذا القانون.

الفرع الأول: تطور مفهوم الحوكمة في فرنسا

بدأ الاهتمام بمفهوم الحوكمة مع انتشار موجة الخصخصة سنة 1993 لمحاولة مجارات التحرر الاقتصادي وإتباع النموذج الأنجلو ساكسوني في الحوكمة في ظل الحفاظ على المكاسب الوطنية، وبفرض دمج النموذجين تم تدعيم مساهمة الموظفين في هذه الشركات المخصصة، لضمان التمويل من جهة، وموازة أهداف الموظفين مع أهداف الشركة.¹ تبع هذه الموجة تقرير (Viénot I 1995) والذي تم تعديل أحكامه عن طريق تقرير (Viénot II 1999) ثم تقرير (2002 Bouton) هذه التقارير تنادي بتنفيذ قواعد جديدة للحوكمة الجيدة كأن تضمن آليات حوكمة الشركات الحماية القانونية للمساهمين، المعاملة المتساوية لكل أضاف المساهمين، الشفافية ... إلخ.² قد مهدت هذه التقارير للعديد من القوانين التي تعتبر المقدمة لحوكمة الشركات تتمثل في:³

1. القانون المتعلق بالأنظمة الاقتصادية الجديدة NRE الصادر بـ 15 ماي 2001 ويعتبر أول قانون استلهم من التقارير السابقة الذكر، وقد أدخل هذا القانون في التشريعات الفرنسية بعض التوصيات مثل: الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام.
2. قانون التأمين المالي (La loi de la sécurité financière) الصادر بـ 01 أوت 2003 الذي كرس لضرورة تبني بعض إجراءات حوكمة الشركات مثل ضرورة إعداد تقرير لرئيس مجلس الإدارة حول شروط إعداد وتنظيم أعمال المجلس وكذا حول إجراءات الرقابة الداخلية الموضوعة من طرف الشركة.
3. قانون 25 جويلية 2005 المسمى قانون (Loi Breton) الخاص بالثقة و عصنة الاقتصاد والذي جاء ليدعم الشفافية فيما يخص تعويضات المسيرين، وينص على ضرورة إعلام المسيرين عن تفاصيل تعويضات المسيرين في إطار تقارير الشركة.
4. الأمر المؤرخ بـ 8 ديسمبر 2008 والحامل للتعليمية رقم 2006/43/CE لـ 17 ماي 2008 والمسماة التعليمية رقم 8 حول الرقابة القانونية للحسابات، والتي تنص على ضرورة خلق لجنة المراجعة، وإعطاء الغطاء والإطار القانوني والتشريعي لهذه الممارسة.

¹ - Quoc Thai Huynh, L'influence de l'activisme des actionnaires minoritaires sur la gouvernance des entreprises française cotées, thèse de doctorat en sciences de gestion, université Montesquieu – Bordeaux IV, 2009, p 132.

² - Afef Boughanmi, Bruno Deffains, Droit, gouvernance d'entreprise et structure du système financier: une analyse économétrique du cas français (1980 – 2004), Finance Contrôle Stratégie, vol 9, N° 4, décembre 2006, p 41.

³ - Voir:

- Emmanuelle Mazuyer, La gouvernance d'entreprise quel cadre juridique quelles pratiques, Journal des sociétés, N° 154, juillet 2017, p 9.

- Smahane Madhar, Corporate gouvernance et performance des entreprises: cas des émetteurs Marocains, thèse de doctorat en sciences de gestion, Institut supérieur de commerce et d'administration des entreprises, Maroc, 2016, p 54.

* NRE: nouvelles régulations économiques.

5. القانون رقم 990 - 2015 المؤرخ في 6 أوت 2015 المتعلق بتطوير النشاط وعدالة الفرص الاقتصادية.
6. قانون 2015/929 المؤرخ في 17 أوت 2015 المتعلق بالانتقال الطاقوي للنمو الأخضر، القانون 2016/1691 ل 9 ديسمبر 2016 المتعلق بالشفافية ومحاربة الفساد وعصرنة الحياة الاقتصادية والمسمى قانون (Loi Sapin 2).
7. كل القوانين السابقة مهدت الطريق لحوكمة الشركات في فرنسا أما القانون المطبق فعليا لحوكمة الشركات مكون من المواد: L 225-37، L 225-68، L 225-185، L 225-197-1، L 823-19، L 823-30، من قانون التجارة إضافة للمادة رقم 3-18-621 من القانون النقدي والمالي.
8. في سنة 2008 تم وضع قانون "حوكمة الشركات المدرجة" انطلاقا من مجموعة تقارير وتوصيات (Medef) والمعروف بقانون (Afep-Medef) المتعلق أساسا بالشركات الكبرى المدرجة وتشكل توصياته مرجعا (للممارسات الجيدة) في مختلف جوانب الحوكمة التي تلتزم الشركات بتطبيقها ويتبنى هذا القانون مبدأ المطابقة أو (Complay or Explain) الموجود في قانون التجارة في عديد المواد، منها المادة L 225-37.
9. في سنة 2009 تمت صياغة القانون (Middlenext) والذي يعتبر قانون الحوكمة الخاص بالشركات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع الثاني: قانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef)

نتناول في هذا المطلب نشأة قانون حوكمة الشركات المقيدة الفرنسي ثم نستعرض أهم بنوده.

أولا: نشأة القانون

تم وضع مدونة هذا القانون منذ سنة 2004 عن طريق توحيد التوصيات المنشورة في عدة تقارير لهيئات (Afep)* وهي الجمعية الفرنسية للمؤسسات الخاصة، وهي منظمة فرنسية أنشئت سنة 1980 تمثل أكبر الشركات الخاصة الفرنسية أو الدولية التي تنشط في فرنسا و (Medef)** وهي حركة مؤسسات فرنسا وهي عبارة عن منظمة نقابية لأرباب العمل أنشئت سنة 1998 بغرض الدفاع عن مصالح أرباب العمل أمام الحكومة والعمال، خاصة تقارير 1995، 1999، 2002¹، ليعرف هذا القانون 5 مراجعات لغاية يميننا هذا سنة 2007، 2008، 2010، 2013، 2016، ثم آخر تعديل في جوان 2018.²

لكن تعتبر سنة 2008 السنة التي أصبح فيها هذا القانون يعرف (كما هو موضح في مقدمته) بأنه مجموع التوصيات الذي يمكن أن تتخذ منه الشركات المدرجة بالبورصة قانونها المرجعي للحوكمة، ويعتبر هذا القانون من القوانين الناعمة (Soft Law) أو المرنة (Souple, doux) غير ملزمة التطبيق، ولكن في نفس السنة فرض المشرع للشركات المقيدة ضرورة الرجوع لقانون حوكمة الشركات أو شرح وتبرير عدم تفعيل ذلك، فقانوننا يعتبر تطبيق قانون حوكمة الشركات في فرنسا اختياريا ولكن يخضع لمبدأ التطبيق (المطابقة) أو الشرح (appliquer ou expliquer)، ورغم عدم إلزاميته إلا

* AFEP : Association française des entreprises privées.

** MEDEF : Mouvement des entreprises de France.

¹ - Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens, AMF, Autorité des marchés financiers, 30 mars 2016, p 12. (<https://www.amf-france.org/>)

² - Idem, p 15.

أن نجاحه وشهرته جعلت منه قانونا يفرض نفسه على أكبر الشركات الفرنسية، حيث يعتبر القانون المرجعي لـ 90 % من شركات Cac 40، أما 10 % المتبقية التي لا تلتزم بهذا القانون فهي شركات تنشط خارج التراب الفرنسي وتطبق بذلك القوانين المرجعية للحوكمة الخاصة بالدول التي يتواجد بها مقرها الاجتماعي على غرار (Arcelor Mittal, La farge-Holcim, Airbus Group)¹.

ثانيا: التعريف بمبادئ حوكمة الشركات وفق قانون حوكمة الشركات المقيدة الفرنسي

لقد وضع المشرع الفرنسي قانونا لتطبيق مبادئ الحوكمة بالنسبة للشركات المقيدة في بورصة باريس (euronext paris) يتمثل هذا القانون في قانون حوكمة الشركات المقيدة Afep-Medef، تنص بنود هذا القانون على الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات والافصاح عنها بشكل مفصل ووفق توجيهات هذا القانون في تقارير الحوكمة التي تصدرها الشركات بشكل دوري، والذي يضم البنود التالية:²

1. بنود تتعلق بضرورة وجود مرجعية لقانون حوكمة الشركات مع تحديد هيكل الحوكمة المتبع

تنص هذه البنود على ضرورة إفصاح الشركات المقيدة في تقاريرها السنوية على:
أ. ضرورة اعتماد مرجعية معينة في حوكمة الشركات، ويتضمن هذا البند مايلي:

- تفعيل قاعدة طبق أو إشرح من طرف الشركات.
- شرح ما إذا كانت الشركات تطبق القانون Afep-Medef.
- توضيح الإجراءات التي لا تطبقها الشركة في جدول مفصل.
- في حال تحصلت الشركة على توصية من اللجنة العليا لحوكمة الشركات بعدم إتباع القانون، يجب أن توضح في تقريرها الأسباب.

ب. هيكل الحوكمة، وينص هذا البند على مايلي:

- تحديد نمط الإدارة المختار الذي يكون شركة ذات مجلس إدارة يفصل أو يوحد (يجمع) المهام، أو مجلس تنفيذي للمراقبة وتوضيح الأسباب.
- في حالة فصل مهام الرئيس والمدير العام يجب توضيح الوظائف المنوطة بالرئيس إضافة لتلك الموضحة في القانون، وفي حالة وظيفة خاصة يكلف بها العضو المرجعي أو نائب الرئيس (administrateur référent) يجب تحديد المهام.

2. بنود تتعلق بمجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة

تنص هذه البنود على مايلي:

¹ - Mathilde Julien, Le choix du code Afep – Medef comme code de référence, Journal des sociétés, n° 154, juillet 2017, p13, 14 .

² - Afep-Medef, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, révisé en novembre 2016, (<https://www.medef.com/fr/content/code-afep-medef-revisé-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-novembre-2016>) consulté le 12/02/2017.

أ. بالنسبة لمجلس الإدارة

• إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، يتعين التصريح ب:

- بيانات وعدد الأعضاء المستقلين (نصف الأعضاء إذا كانت الشركة ذات رأس مال معوم وغير مراقبة من المساهمين، والثالث على الأقل إذا كانت شركة خاضعة للرقابة).
- تقييم معيار علاقات العمل التي تجمع العضو المستقل بالمؤسسة.
- تلخيص إختبار الاستقلالية، الذي يحدد مدى توفر معايير الاستقلالية في الأعضاء المستقلين مثل: عدم ارتباطه بأى علاقة عمل أو قرابة أو أي علاقة مهما كان نوعها بالشركة، وأن لا يكون قد مارس وظيفة مسير للشركة على الأقل منذ 12 سنة.

• أعضاء مجلس الإدارة

- يجب على المسير التنفيذي (الرئيس المدير العام، أو المدير العام) أن لا يمارس أكثر من عهدتين إضافيتين كعضو مجلس في شركة مقيدة لا تنتمي لمجموعته بما في ذلك الأجنبية (يمكن تلافي هذه القاعدة إذا كان رئيس غير تنفيذي).
- يجب على عضو المجلس أن لا يمارس أكثر من 04 عهديات أخرى في شركات مقيدة لا تنتمي لمجموعته بما في ذلك الأجنبية.
- نسبة النساء في مجلس الإدارة يجب أن تكون على الأقل 20% خلال الفترة من 2010 إلى 2013.
- يجب رفع النسبة إلى 40% خلال أجل 06 سنوات انطلاقا من مجلس 2010 أي إلى غاية 2016 (بمراعاة حالة المجالس التي قامت بتخفيض العدد).

• تقديم المعلومات عن اجتماعات مجلس الإدارة، تشمل هذه المعلومات ما يلي:

- توضيح عدد الاجتماعات ومعدل الحضور.
 - توضيح إجراءات التقييم لجدول الأعمال واجتماعات المجلس ومقارنته مع المجلس السابق.
- النظام الداخلي لمجلس الإدارة، حيث يتعين على المجلس:
- التصريح بوجود هذا النظام، وتحديد الحدود الممنوحة من طرف مجلس الإدارة لسلطة المدير العام.
 - توضيح ما إذا كانت كل العمليات المهمة والتي تكون خارج الخطة المصرح بها قد تمت بموافقة المجلس.
 - تطبيق قاعدة إعلام المجلس فيما يخص الوضعية المالية ووضعية الخزينة والتزامات الشركة.

• المجلس والسوق

- يجب على الشركة تطبيق سياسة فعالة للاتصال مع المحللين والسوق، وكل إفصاح يجب أن يتيح للجميع الحصول على نفس المعلومة وفي نفس الوقت.
- وجود تقييم للسوق من طرف وكالات التقييم المالي والإشارة إذا ما كان هناك تعديل في التقييم أم لا خلال سنة النشاط.

ب. لجان مجلس الإدارة

تتمثل اللجان الرئيسية التي يقر القانون بضرورة إنشائها في:

• لجنة المراجعة وينص القانون على:

- ضرورة وجود اللجنة ، و ضرورة توضيح دورها وطرق تسيير عملها ، وأن يكون أعضاؤها ذوو كفاءة مالية ومحاسبية.
- نسبة الأعضاء المستقلين في اللجنة (دون حساب الأعضاء الممثلين للعمال الأجراء والأعضاء ممثلي المساهمين الأجراء) يجب أن تمثل على الأقل 3/2، وأن لا تحتوي على مسير تنفيذي.
- جب أن تقدم تقرير عن نشاطها، يحتوي على عدد الاجتماعات ونسبة المشاركة وعرض حال عن نشاطها خلال السنة المنقضية.
- تقديم معلومات عن مدى تواجد مراجعي الحسابات، لإعطاء الإشارة إلى أهم نتائج المراجعة القانونية أو غير القانونية، مع ضرورة وجود عرض للمدير المالي حول مخاطر الإلتزامات خارج الميزانية.
- تقديم معلومات عن إجراءات الإنتقاء من أجل تجديد مراجعي الحسابات يومين على الأقل قبل مراجعة المجلس.

• لجنة الإنتقاء والتعيينات

- ضرورة وجودها مع إمكانية وجودها بشكل منفصل أو مرتبط بلجنة العلاوات.
- إصدار تقرير عن نشاطها، عدد الاجتماعات ونسبة المشاركة.
- تحتوي على عدد معين من الأعضاء المستقلين (حسب ما إذا كانت مرتبطة بلجنة العلاوات أو منفصلة عنها)، مع إشراك المسيرين التنفيذيين في عمل اللجنة سواء الانتقاء أو التعيين.

• لجنة العلاوات

- ضرورة وجودها، مع إصدار تقرير عن نشاطها ومهامها وطرق سير عملها ، عدد الاجتماعات ونسبة المشاركة، كما يجب أن لا تضم في تشكيلتها مسير تنفيذي.
- يجب أن تحتوي على أغلبية من الأعضاء المستقلين وعلى الأقل عضوا منها يكون عضو ممثل للموظفين.

3. بنود متعلقة بعلاوات المسيرين التنفيذيين

قد تخص هذه العلاوات أعضاء مجلس الإدارة بشكل عام أو تخص المسيرين التنفيذيين فقط.

أ. علاوات أعضاء مجلس الإدارة

- حيث يتعين على الشركة أن تصرح ب:
- توضيح القيمة الإجمالية لعلاوات الحضور وطرق تحضير هذه العلاوات.
- توضيح أن الجزء المتغير المرتبط بحضور الجلسات يحسب اعتمادا على الجزء الثابت.

- تقديم معلومات عن علاوة الحضور أو علاوات استثنائية ممنوحة للمسير المرجعي (نائب المدير).

ب. العلاوات الشخصية للمسيرين التنفيذيين

حيث يتعين على الشركة:

- توضيح سياسة وأهداف علاوات المسيرين التنفيذيين.
- توضيح قواعد تقييم الجزء المتغير السنوي أو/و لعدة سنوات.
- توضيح معايير تحديد هذا الجزء المتغير (معايير كمية وكيفية) مع وضع حدود للمعايير الكيفية إذا ما استخدمت، وإبراز علاقة الجزء المتغير بالجزء الثابت.
- توضيح مدى تنفيذ هذه المعايير مقارنة بما كان منتظرا وتوضيح ما إذا تم بلوغ الأهداف.
- تفصيل العلاوات الشخصية لكل مسير تنفيذي حسب الجداول النمطية للمسيرين الظاهرة في ملاحق القانون.

ج. توزيع الخيارات على الأسهم

من أجل كل من يستفيد منها يجب:

- توضيح سياسة منحها لمجمل المستفيدين مع ضرورة العرض وبطريقة مفصلة إذا ما أقرت هذه السياسة منحها للمسيرين التنفيذيين.
- توضيح نوعية الخيارات، خيارات شراء أو اكتتاب.
- غياب الخصم لأعضاء مجلس الإدارة، والإفصاح عن حصة كل مسير تنفيذي كنسبة من رأس المال.
- دورية منح هذه الخيارات وفي فترات محددة، مثلا بعد نشر حسابات السنة الفارطة.
- توضيح أثر منح الخيارات على تجميع رأس المال.
- توضيح في جداول قيمة الخيارات الممنوحة خلال السنة حسب الطريقة المتبعة في المحاسبة.
- شروط الأداء التي على أساسها منحت هذه الخيارات والتي يحددها المجلس على أساس داخلي أو خارجي (مقارنة مع مؤسسات خارجية) أو الجمع بينهما.
- الالتزام من طرف المسير بعدم استخدامها في عمليات التغطية.
- تحديد فترة محددة يمنع فيها تنفيذ هذه الخيارات والتي تسبق نشر الحسابات.

د. أسهم الأداء

يتعين على الشركة أن توضح في تقاريرها ما يلي:

- تحديد سياسة منح الأسهم للموظفين أو إلى بعض الفئات فقط من بين الموظفين، وكذلك المسيرين التنفيذيين.
- تثبيت الشروط والمعايير من طرف المجلس، وأثر هذا التوزيع على تجميع رأس المال.
- وضع إطار لإشراك الموظفين في أداء الشركة.
- العرض في جدول منمط لتقييم الأسهم الممنوحة خلال السنة الجارية.

- شروط الكفاءة المحددة من طرف المجلس من أجل الحصول على أسهم (شروط داخلية وخارجية).
- تقديم معلومات عن شراء المسيرين التنفيذيين لأسهم الأداء في حالة توفر الأسهم بعد التوزيع.
- التصريح بالتزام المسير بأن لا يلجأ لعمليات التغطية.

هـ. علاوات أخرى

• علاوة المنصب وعلاوة ترك المنصب

- التصريح بعلاوة شغل المنصب الممنوحة للمسير التنفيذي الجديد ، مع توضيح شروط الكفاءة المطبقة (بتعين على المسير الفاشل أو المسير الذي ترك الشركة في حالة فشل عدم أخذ العلاوة).
- الإفصاح أن شروط الكفاءة متوفرة على مدى سنتين على الأقل.
- التصريح بأن منح العلاوة للمسير لا تمنح إلا في حالة ذهاب قصري أو مرتبط بتقدير الرقابة أو الإستراتيجية.
- تقديم العلاوة لفترة سنتين كحد أقصى وتتكون من جزء ثابت ومتغير.

• التقاعد الإضافي

- التصريح بوجود آلية للتقاعد الخاص من أجل المسيرين، والتصريح بأهم مميزات نظام التقاعد
- لا يستفيد منها فقط المسيرين التنفيذيين وإنما يستفيد منها كذلك الإطارات المسيرة والموظفين.
- سيستفيد منها من كان له سنتين أقدمية على الأقل وكلما زادت الأقدمية ارتفعت العلاوة بصفة تدريجية إلى غاية بلوغ هذا الارتفاع التدريجي 5% من أجر المستفيد.
- الفترة المرجعية المعتمدة من أجل حساب التقاعد يجب أن تكون عدة سنوات.
- سقف التقاعد الإضافي محدد بـ 45% من الدخل الثابت والمتغير.

المطلب الثالث: تطور ممارسات الحوكمة على ضوء قانون (Afep-Medef)

سنعرض فيما يلي تطور بعض ممارسات الحوكمة كما جاءت في تقارير سلطة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) والتي تم استنباطها من مبادئ حوكمة الشركات المحددة في القانون (Afep-Medef)، وتخص هذه الممارسات شركات Cac40 إضافة إلى عينة مكونة من 60 شركة، 34 شركة من شركات Cac 40 الخاضعة لقانون (Afep-Medef)، 26 شركة من شركات SBF 120 ذات أكبر رسملة.

الفرع الأول: اختيار هيكل الإدارة

حيث يمنح القانون للشركات المقيدة الحرية في الاختيار بين الإدارة الموحدة (شركة بمجلس إدارة) أو الإدارة الثنائية شركة بمجلس تنفيذي ومجلس مراقبة (Société à directoire + conseil de surveillance)، كما يترك الحرية للشركات ذات الإدارة الموحدة في اختيار الفصل أو الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام، شرط تبرير دوافع الاختيار، كما بدأت تطور شيئا فشيئا ممارسة تعيين نائب مدير (عضو رئيسي Administrateur référent) والذي يتم اختياره ضمن الأعضاء المستقلين ويتمتع بصلاحيات واسعة خاصة في الشركات التي تتميز بالجمع بين مهام الرئيس

والمدير العام¹، والجدول الموالي يوضح تطور ممارسات الحوكمة منذ سنة 2009 إلى غاية سنة 2016، في حدود البيانات المتوفرة على مستوى تقارير (AMF) وهذا بالنسبة لشركات العين المكونة من 60 شركة منها 34 شركة (Cac 40) و26 شركة (SBF120)

جدول رقم 17: تطور هيكل الإدارة بالنسبة للشركات المقيدة الفرنسية 2009-2016

السنوات	2009	2011	2012	2013	2014	2016
طبيعة هيكل الإدارة						
شركات مغلقة (SA) (%)	97	96	100	95	90	97
شركات التوصية بالأسهم (CSA) (%)	/	4	/	3	3	3
شركات أوروبية (%)	3	/	/	2	7	0
شركات مغلقة منها :						
- شركات بمجلس الرقابة (%)	20	27	20	18	15	12
- شركات بمجلس إدارة (%)	77	73	80	82	85	88
شركات بمجلس إدارة منها :						
- مجلس إدارة يجمع بين مهام الرئيس والمدير العام (%)	66	67	73	69	67	65
- مجلس إدارة يفصل مهام الرئيس والمدير العام (%)	34	33	27	31	33	35

Source : Rapports 2009, 2012, 2015, 2017 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF- (<https://www.amf-france.org/>)

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أغلب شركات العينة تختار الإدارة الموحدة (شركة ذات مجلس إدارة) وقد ارتفع هذا النمط من الإدارة من 77 % إلى 88 % خلال سنة 2016، كما نلاحظ أن معظم الشركات تختار الجمع بين وظائف الرئيس والمدير العام إلا أن هذه النسبة تراجعت من 69 % إلى 65 % سنة 2016. وهذا بسبب تغيير هذا النمط في الإدارة بالنسبة للعديد من الشركات حيث اختارت 4 شركات الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام خلال سنة 2014 والسداسي الأول من 2015 وهي Danone، Safran، Total و Numéricable -SFR في حين غيرت شركتين نمط الإدارة الثنائية (مجلس تنفيذي + مجلس مراقبة) إلى النمط الموحد (مجلس إدارة) وهما Areva و Rexel، وقد اختارت Rexel الجمع بين وظيفتي الرئيس والمدير العام في حين اختارت Areva الفصل بينهما²؛ ويشترط القانون على هذه الشركات توضيح أسباب هذه الخيارات والسبل المتبعة من أجل ضمان توازن السلطات.

الفرع الثاني: تركيبة مجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة

تعكس تركيبة المجلس ولجانه مدى جودته وجودة لجانه، خاصة فيما يخص مدى احتوائه على أعضاء مستقلين.

¹ - La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs, IFA: Institut Français des administrateurs, édition 2015, p 9-10 .

² - Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprises et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF- (<https://www.amf-france.org/>)

أولاً: مجلس الإدارة

حيث تتمثل تركيبة مجلس الإدارة من مدى تكونه من الأعضاء المستقلين الذين تتوفر فيهم الشروط المذكورة في قانون Afep-Medef، وكذا تنوع تشكيلة المجلس من حيث مدى احتوائه على العنصر النسوي، وكذا احتوائه على الأجانب رغم أن هذه النقطة الأخيرة لم يطرق لها القانون إلا أنها تضمن مدى تنوع المجلس من حيث الجنسيات وكذا الخبرات الدولية في الإدارة، إضافة إلى تمثيل العمال من خلال أعضاء المجلس سواء كانوا عمال مساهمين أو غير مساهمين.

جدول رقم 18: تطور تركيبة مجلس الإدارة للشركات الفرنسية المقيدة 2009-2016

2016		2015		2014		2013		2012		2011		2009		تركيبة المجلس
C40 + SBF	Cac 40													
58	66	61	65	59	66	59	66	54	60	52	59	/	55	1- المعدل المتوسط للأعضاء المستقلين (%)
41,3	43,3	35,2	36,4	31,5	32	28	29	20	25	16	22	9,5	11,5	2- معدل تمثيل النساء في المجلس (%)
25	35	24	31	22	30	16	23	/	20	/	20	/	21	3- تمثيل الأجانب في المجلس (%)
33	44	26	38	30	39	32	42	/	/	/	/	/	/	4- نسبة الشركات التي تضم على الأقل عضو موظف مساهم (%)
31	44	27	41	17	17	16	19	/	/	/	/	/	/	5- نسبة الشركات التي تضم على الأقل عضوين ممثلين للعمال (%)

Source :- 01, 02, 04, 05 :rapport 2009, 2012, 2015, 2016, 2017 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financier-AMF- (<https://www.amf-france.org/>)

- 03 :Pratiques de gouvernance des sociétés cotées française, Ernst and Young, édition: 2013,2016,2017.[http://cgdevelopmentframework.com/wp-content/uploads/2015/09/EY-Etude-Gouvernance-2013\(2016, 2017\).pdf](http://cgdevelopmentframework.com/wp-content/uploads/2015/09/EY-Etude-Gouvernance-2013(2016, 2017).pdf)

نلاحظ من خلال هذا الجدول تطور ممارسات الحوكمة فيما يخص تركيبة مجلس الإدارة منذ التبنّي الرسمي لقانون

Afep-Medef كقانون مرجعي للشركات المقيدة سنة 2008.

- بالنسبة لاستقلالية المجلس فقد تطورت بالنسبة لشركات Cac 40 من 55% سنة 2009 لتثبت في حدود 65% إلى 66% في السنتين الأخيرتين 2015، 2016، وهي بذلك أصبحت تتطابق بل تتجاوز متطلبات قانون Afep-Medef الذي يشترط استقلالية نصف المجلس، في حالة الشركات ذات رأس المال المميع دون رقابة وثالث المجلس في حالة شركات مراقبة.

- بالنسبة لشركات العينة قد تطورت استقلالية المجلس من 52% سنة 2011 إلى 61% سنة 2015 لتتراجع لـ 58% سنة 2016، سببها تراجع استقلالية مجالس إدارة 5 شركات حجتها في ذلك وجود اتفاقية مع المساهمين تم نشرها وكذا استقرار المساهمة دون الحاجة للتدعيم في الرقابة، إضافة للجوء الشركات لرقابة عن طريق العضو المرجعي أو نائب الرئيس (Administrateur référent).

- تطور تمثيل النساء في المجلس حيث ارتفع المعدل من 11,5 % سنة 2009 إلى 43,3 % سنة 2016 بالنسبة لشركات Cac 40 ومن 9,5 إلى 41,3 بالنسبة لشركات العينة دليل على التزام الشركات بمتطلبات القانون (AfeP-Medef).

- تطور تمثيل الأجانب في المجلس من 20 % إلى 35 % بالنسبة لشركات Cac 40 وكذلك من 16 % سنة 2013 (بداية نشر البيانات المتعلقة بتمثيل الأجانب بالنسبة لشركات العينة) إلى 25 % سنة 2016، رغم أن تمثيل الأجانب في مجلس الإدارة لا يعتبر من متطلبات قانون (AfeP-Medef) إلا أنه يعتبر من ممارسات الحوكمة التي تعطي إشارة للمتعالين عن مدى انفتاح المجلس وتنوعه وثرأه من حيث الخبرات الدولية.

- بالنسبة لتمثيل العمال في المجلس فنلاحظ أن التزام الشركات بهذا المبدأ في تطور مستمر منذ بداية تصريح الشركات بتمثيل العمال في المجلس سنة 2013 فقد تطورت هذه النسبة في شركات Cac 40 من 42 إلى 44 % شركة تضم على الأقل في مجلسها عضو موظف مساهم ومن 19 إلى 44 % شركة تضم على الأقل في مجلسها عضوين ممثلين للعمال نفس الشيء بالنسبة لشركات العينة فقد تطورت هذه النسبة من 32 % إلى 33 % بشركة تضم على الأقل في مجلسها عضو موظف مساهم من 16 إلى 31 % شركة تضم على الأقل عضوين ممثلين للعمال إلا أن هذه النسب تبقى غير كافية حيث أنه بالنسبة لشركات Cac 40 تبقى 56 % من الشركات لا تضم ممثلين للعمال في مجلسها، (سواء كانوا موظفين أو مساهمين) سنة 2016، وتصل هذه النسبة لكثير من 67 % بالنسبة لشركات العينة وتبرر هذه الشركات عدم التزامها هذا بقاعدة طبق أو برر وأغلبها يبرر أن عدم تمثيل العمال على مستوى لجان المجلس (التعويضات والتعيينات) والتي تُناقش على مستواهما أهم المسائل وبشكل موسع، مما يجعل من تمثيل العمال على مستوى المجلس عديم الجدوى.

ثانياً: لجان مجلس الإدارة

لقد تم تعميم اعتماد لجان مجلس الإدارة على أغلب الشركات المقيمة الفرنسية، حيث أصبح اعتماد لجان التدقيق، التعويضات والتعيينات م عممة على كل شركات Cac 40، وفي طريق التعميم بالنسبة لشركات SBF120، وبذلك تكون فرنسا على نفس المستوى مع بقية الدول الأوروبية فيما يخص اعتماد هذه اللجان، حيث أنه في سنة 2014، 100 % من شركات Cac 40 تمتلك لجنتين، 37,5 % تمتلك 3 لجان و 2,5 % 4 لجان و 10 % 5 لجان، بينما تتواجد لجنة المراجعة في 100 % من شركات Cac 40 و SBF120، لجنة التعويضات أو العلاوات تتواجد على مستوى 100 % من شركات Cac 40 و 97,2 % من SBF120، لجنة التعيينات تتواجد على مستوى 100 % من شركات Cac 40 و 92,5 % من شركات SBF120¹، والجدول الموالي يوضح مدى جودة هذه اللجان من خلال حجمها واستقلاليتها.

¹ - La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs, édition 2015, IFA : Institut Français des administrateurs, p 22.

جدول رقم 19: تطور تركيبة لجان مجلس الإدارة بالنسبة للشركات الفرنسية المقيدة 2009-2016

لجنة التعيينات							لجنة التعويضات							لجنة التدقيق							السنوات تركيبة اللجنة
16	15	14	13	12	11	09	16	15	14	13	12	11	09	16	15	14	13	12	11	09	
/	/	4,45	4,2	/	4,2	4,4	/	/	4,1	4	/	4	3,8	/	/	4,1	4,1	4,22	4,4	4	العدد المتوسط للأعضاء
/	/	62,4	67	65	/	63	78	76,7	742	75	71,9	79	72	76	78	77,3	77	70,3	6,4	70	معدل الأعضاء المستقلين (%)
/	/	23	27	/	/	/	8	0	3	5	/	/	/	10	6,45	5	25	/	/	/	عدم احترام نسبة الاستقلالية (%)
/	/	68	59	57	58	53	97	95	97	97	86	79	79	95	95	93	98	93	91	81	استقلالية الرئيس (%)

Source : Rapport 2009, 2012, 2015, 2017 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF- (<https://www.amf-france.org/>)

نلاحظ من خلال هذا الجدول تطور في تركيبة لجان مجلس الإدارة، فبالنسبة للعدد المتوسط للأعضاء فهو تقريبا ثابت ويتراوح بين 3-5 أعضاء، نسبة الأعضاء المستقلين في كل لجنة متزايدا من سنة إلى أخرى، وبالمعدل لغاية سنة 2016، فإن متوسط التزام شركات العينة باستقلالية اللجان يتوافق مع متطلبات قانون (Afep-Medef) أي استقلالية لجنة التدقيقات بمعدل 2/3 من الأعضاء، واستقلالية لجان التعيينات والتعويضات بأغلبية الأعضاء أي بأكثر من 50 % من الأعضاء.

رغم هذا هناك بعض الشركات لم تلتزم بعد بهذه المعدلات سنة 2016 بالنسبة للجنة التدقيق بلغت هذه النسبة 10% من شركات العينة و 8% بالنسبة للجنة التعويضات و 23 % بالنسبة للجنة التعيينات سنة 2014 (المعطيات المتوفرة) وقد بررت كل هذه الشركات سبب عدم التزامها وفق قاعدة المطابقة أو الشرح. بالنسبة لاستقلالية رئيس مجلس الإدارة فإن المعدل في ارتفاع مستمر منذ سنة 2009 لغاية 2016 بنسبة لكل اللجان دليل على سعي الشركات للالتزام بمبادئ الحوكمة الموضحة في القانون (Afep-Medef) حيث تطور من 81% من مجموع الشركات إلى 95% بالنسبة للجنة التدقيق، ومن 79% إلى 97% بالنسبة للجنة التعويضات، حيث بقيت شركتين من العينة لم تلتزم بهذا المبدأ وقد بررت ذلك وفق مبدأ طبق أو اشرح بأنها شركات تتميز بسيطرة المساهمين الكبار (الأغلبية) وبالتالي بات من الضروري أن يكون الرئيس للجنة من أحد هؤلاء المساهمين وليس من الضرورة أن يكون مستقلا، ومن 53% إلى 68 % بالنسبة للجنة التعيينات، وهذا ما يدعم سعي الشركات للالتزام بمتطلبات قانون (Afep-Medef) الذي ينص على ضرورة التزام اللجان بتعيين عضو مستقل رئيسا لها ، وهذا ما يدعم جودة لجان المجلس.

الفرع الثالث: تقييم أعمال المجلس ولجانه

حيث أن التعليمية رقم 09 من قانون (AfeP-Medef) المتعلقة بتقييم مجلس الإدارة تنص على ضرورة تقييم المجلس لمدى قدرته على الاستجابة لتطلعات المساهمين الذين مكنوه من تسيير الشركة عن طريق المراجعة الدورية لتشكيلته تنظيمية ونشاطه ونفس الأمر بالنسبة للجان المجلس، ويشمل التقييم 3 نقاط رئيسية:

- مراجعة آليات عمل المجلس؛
- مراجعة ما إذا تم تحضير ومناقشة المسائل ذات الأهمية بالشكل المناسب؛
- قياس مدى المساهمة الفعلية لكل عضو في أعمال المجلس.

والجدول الموالي يبين نسبة الشركات التي تلتزم بالإفصاح من خلال تقاريرها السنوية على مختلف المعايير المستخدمة لتقييم أعمال مجلس الإدارة ولجانه وذلك منذ بداية الالتزام بالتصريح بهذه المعايير.

جدول رقم 20: تطور الالتزام بتقييم أعمال المجلس ولجانه بالنسبة للشركات الفرنسية المقيدة 2009-2016

2016		2015		2014		2013		2012		2011		2009		السنوات معايير التقييم
C40 + SBF	Cac 40													
100	100	100	100	97	97	95	97	95	/	80	/	97	/	عرض تقييم السنة الماضية (%)
85	94	71	84	76	78	68	66	81	/	/	/	66	/	بما فيه تقييم رسمي (%)
92	91	65	62	86	89	/	/	/	/	/	/	/	/	الإفصاح عن تفاصيل الإجراء (%)
90	91	53	54	31	28	/	/	49	/	54	/	59	/	التطرق للأهداف والانشغالات (%)
93	97	74	70	76	78	83	86	81	/	70	/	87	/	التطرق لتحديد النتائج (%)
85	91	58	59	64	69	71	83	/	/	/	/	/	/	التطرق لتحديد نقاط التحسن (%)

Source : rapport 2009, 2012, 2015, 2017 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF- (<https://www.amf-france.org/>)

بالنسبة لتقييم أعمال المجلس فنلاحظ التزام شركات العينة بتقييم أعمال المجلس تدريجياً لغاية سنة 2016 أين أصبح الالتزام بتقييم أعمال المجلس سمة كل الشركات العينة، ففي 2016 أصبحت 94% من شركات الـ Cac40 تلتزم بتقييم رسمي لأعمال السنة الماضية ونعني بالتقييم الرسمي (évaluation formalisée) تقييم كل ثلاث سنوات على الأقل ويمكن أن ينفذ من طرف اللجنة المكلفة بالتعيينات أو التعويضات أو يكلف بها عضو مستقل بمساعدة مستشار خارجي مقابل 91% من شركات العينة لنفس السنة.

منذ سنة 2014 أصبحت تلتزم 89% من شركات الـ Cac40 و 86% من شركات العينة بالإفصاح عن تفاصيل تقييم أعمال المجلس ولجان المجلس لتطور هذه النسبة لتبلغ 91% بالنسبة لشركات الـ Cac40 و 92% بالنسبة للعينة سنة 2016. كما تطور تصريح المجلس ولجانه بأهداف المستقبلية وانشغالاته (من 28% شركة الـ Cac40 قامت بهذا التصريح

ل 91 % سنة 2016) ومن 59 % لشركة من شركات العينة 2009 إلى 90 % سنة 2016 نفس الملاحظة بالنسبة لتحديد النتائج فقد تطورت نسبة الشركات التي تصرح بالنتائج التي توصلت إليها عند تقييم أعمال المجلس من 86 % من مجموع شركات Cac40 سنة 2013 إلى 97 % سنة 2016، ومن 87 % سنة 2009 من مجموع شركات العينة ل 93 % سنة 2016 كما تطورت نسبة الشركات التي تصرح بتحديد نقاط التحسين الملاحظة عند تقييمها لأعمال المجلس من 83 % سنة 2013 بالنسبة لشركات Cac40 إلى 91 % سنة 2016، ومن 71 % بالنسبة لشركات العينة سنة 2013 إلى 85 % سنة 2016، وهذا يدل على مدى التزام الشركات الكبرى الفرنسية بتطبيق توصيات قانون (Afep-Medef) فيما يخص الالتزام بالتصريح بتقييم أعمال المجلس ولجانه في النقاط المحددة أعلاه، كما تصر هيئة سوق المال AMF على ضرورة تبني الشركات لإجراءات التقييم الدقيق لمجلس الإدارة والتصريح بها في تقاريرها السنوية بهدف التطوير المستمر لجهاز حوكمتها.

الفرع الرابع: التصريح بعلاوات المسيرين

لقد حدد قانون Medef-Afep ضرورة التزام الشركات المقيدة بقاعدة التصريح بالأجور "Say on pay" وذلك بهدف السماح للمساهمين بإبداء آرائهم حول الأجور المدفوعة للمسيرين خلال السنة المنصرمة ويعتبر رأيهم تشاوري فقط، وفي حالة التصويت السلبي للمساهمين يتعين على مجلس الإدارة نشر بيان يحدد الإجراءات التي ستتخذها الإدارة للاستجابة لتطلعات المساهمين، حيث تحدد التعليمات 24.3 من قانون Afep-Medef، أنه يتعين خلال الجمعية العامة العادية السنوية عرض أجور المسيرين التنفيذيين¹، وتتمحور حول عناصر الأجر المستحقة أو الممنوحة خلال السنة المنصرمة لكل مسير تنفيذي وتضم:²

- الجزء الثابت؛
- الجزء المتغير السنوي وعند الاقتضاء الجزء المتغير متعدد السنوات، مع الأهداف التي تساهم في تحديد هذا الجزء المتغير؛
- الأجور الاستثنائية؛
- خيارات الأسهم، وأسهم الأداء، وكل عناصر الأجر طويلة الأجل؛
- العلاوات المرتبطة بالحصول أو التخلي عن المنصب؛
- نظام التقاعد الإضافي.
- الامتيازات من كل طابع.

¹ - Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprises et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF-, p 87. (<https://www.amf-france.org/>),

² - Idem.

جدول رقم 21: تطور التصريح باستفادة مسيري الشركات الفرنسية من مختلف عناصر الأجر 2013-2014

2016		2015		2014		2013		السنوات	معايير التقييم
C40 + SBF	Cac 40								
93	95	99	98	97	97	99	98	معدل المسيرين التنفيذيين المستفيدين من أجر ثابت (%)	
29	27	29	22	27	28	26	23	منهم من ارتفع أجرهم الثابت بين السنتين (%)	
97	100	97	97	77	85	82	93	معدل المسيرين التنفيذيين المستفيدين من أجر متغير سنوي (%)	
100	100	100	100	100	100	100	100	معدل الشركات التي تربط الجزء المتغير بمعايير الأداء (%)	
88	87	/	/	/	/	/	/	معدل الشركات التي تبنت برنامج خيارات أو أسهم أداء (أج متغير طويل أجل) (%)	
15	10	/	/	/	/	/	/	معدل الشركات التي تخضع الأجر طويل الأجل لمعايير نوعية (%)	
100	100	/	/	/	/	/	/	معدل الشركات التي تخضع الأجر طويل الأجل لمعايير كمية (%)	

Source: Rapport 2015, 2017 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF- (<https://www.amf-france.org/>).

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أكثر من 90% من مسيري شركات Cac40 وكذا شركات العينة يستفيدون من أجر ثابت خلال سنوات 2016/2013 من بداية تطبيق مبدأ (Say on pay) أي منذ بداية التصريح بهذه العلاوات على مستوى التقارير السنوية للحكومة ، إضافة لارتفاع هذا الأجر من سنة لأخرى با لنسبة لـ 23-27 % من مسيري شركات Cac40، وبين 26-29 % بالنسبة لمسيري شركات العينة وذلك بين سنتي 2013 و 2016، وقد أرجعت الشركات هذا الارتفاع لكون الجزء الثابت غير خاضع لمعايير الأداء مما يجعل الزيادة فيه غير مقيدة. بالنسبة للجزء المتغير يستفيد أغلب المسيرين التنفيذيين من الأجر المتغير ولكن بنسب تقل عن معدل استفادتهم من الجزء الثابت حيث تطورت نسبة المستفيدين من 93 % إلى 100% بالنسبة لشركات Cac40 ومن 82 إلى 97% بالنسبة للعينة وهذا راجع لارتباطها بمعايير الأداء، ونلاحظ أن كل شركات العينة ملتزمة بربط الجزء المتغير بمعايير الأداء التي تعبر عن مدى نجاح المؤسسة في تحقيق نتائج مالية ومحاسبية معينة. بالنسبة لتبني الشركات برامج خيارات أسهم وأسهم أداء فلم تظهر إحصائياتها في تقارير AMF إلا بداية من سنة 2016، حيث تستخدمه 87% من شركات Cac 40 و 88% من شركات العينة لتعويض المسيرين التنفيذيين ومنها ما يخضع لمعايير كمية في 100 % من شركات Cac 40 والعينة، بينما 10 % من شركات Cac40 و 15 % من شركات العينة فقط تخضع كذلك لمعايير نوعية، ومنه سنستنتج أن كل الشركات تلجأ للمعايير الكمية م ثل TSR، EBITDA، السعر السوقي للسهم ... إلخ ، بسبب إمكانية تقديرها كمياً وتتفادى المعايير النوعية التي تخضع لتقدير شخصي من الجھلس.

نستخلص من خلال كل ما سبق مدى التزام الشركات الفرنسية الكبرى وهي شركات Cac 40 إضافة لـ 23 أكبر شركة من شركات (SBF 120) بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة والمحددة ضمن القانون (AfeP-Medef)

ومدى التزامها بتطوير ممارساتها الحوكمية من سنة لأخرى، ونستخلص أنه رغم عدم إلزامية هذا القانون إلا أن قوته تكمن في مرونته وخلوه من أي بنود قانونية إجبارية، في نفس الوقت تدعيمه بمبدأ المطابقة أو التبرير جعل من الشركات تقدم التبريرات التي تراها مناسبة لخياراتها الحوكمية، هذه الاختيارات والتبريرات تنشر دوريا على مستوى تقارير الحوكمة الخاصة بالشركات وكذا على مستوى تقارير سلطة الأسواق المالية بشكل مفصل، بما ينعكس على قرارات المساهمين ويعطي إشارات إيجابية أو سلبية عن مدى التزام الشركات بهذا القانون مما يؤثر على القيم السوقية لهذه الشركات.

المبحث الثاني: تقييم خيارات العينة محل الدراسة

من خلال هذا المبحث سنقوم بمحاولة تسليط الضوء على القيمة السوقية والعادلة لخيارات العينة محل الدراسة، وقبل ذلك سنعرف بهذه العقود وبشركات العينة محل الدراسة.

المطلب الأول: التعريف بعقود الخيارات على أسهم شركات العينة المدروسة

للتعريف بعقود الخيارات المبرمة على أسهم شركات العينة محل الدراسة سنتعرض أولاً لخصائص مجمل الخيارات المتداولة ببورصة باريس بشكل عام، ثم نعرف بشركات العينة والقطاعات التي تنشط بها، ثم ماهية وخصائص الخيارات الأوروبية الخاصة بأسهم شركات العينة المدروسة.

الفرع الأول: التعريف بعقود الخيارات على الأسهم المتداولة في بورصة باريس

تعتبر عقود الخيارات المتداولة على مستوى بورصة باريس عقوداً منمطة أي أن البورصة تحدد مسبقاً¹:

- الأصل محل العقد (الأصل الضمني) وكذا حجم العقد؛
- السعر الذي يمكن من خلاله لحامل الخيار القيام بشراء أو بيع الأصل محل السهم (سعر التنفيذ)؛
- الفترة التي يكون من خلالها العقد صالحاً (فترة صلاحية الخيار)؛
- يتم ذكر كل هذه المعلومات في خصائص العقد، قد يتم تعديلها في بعض الحالات الخاصة؛

ونلخص خصائص هذه العقود في الجدول الموالي:

¹- En bref sur les options (<http://www.boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-options>).

جدول رقم 22: خصائص عقود الخيارات على الأسهم المتداولة ببورصة باريس

الأصل محل العقد	يمكن للمستثمر في الخيارات على الأسهم أن يختار بين: 68 سهم ضمني مختلف بالنسبة لعقود الخيارات الأمريكية و 34 سهم مختلف بالنسبة لعقود الخيارات الأوروبية، تنتمي كل هذه الأسهم لمؤشر Cac40 أو مؤشر SBF120.
حجم العقد	وتتمثل في عدد الأسهم التي يحملها عقد الخيار وهي منمطة بالنسبة للخيارات على الأسهم وتتمثل في: 100 سهم بالنسبة للعقود الأمريكية 10 أسهم بالنسبة للخيارات الأوروبية.
سوق التداول	MONEP
السلم الأدنى للتسعير	الحد الأدنى في التسعير يقدر ب 0,01 أورو.
توقيت التسعير	التسعير يمتد من 9 سا: 01 د إلى 17 سا: 30 د.
أجل الاستحقاق	يتم التداول في نفس الوقت على عدة آجال: - بالنسبة للخيارات الأمريكية: تنقسم الخيارات لأربع مجموعات تضم عقود المجموعة الأولى 12 فترة صلاحية للخيار استحقاقها (شهري، ثلاثي، سداسي، سنوي)، المجموعة الثالثة تضم 8 فترات صلاحية استحقاقها شهري، ثلاثي أو سداسي، المجموعة الثالثة تضم 6 فترات صلاحية استحقاقها شهري أو ثلاثي، المجموعة الرابعة تضم 4 فترات صلاحية استحقاقها ثلاثي، أما بالنسبة للخيارات الأوروبية فتتقسم لثلاث مجموعات كما هو موضح في الجدول رقم: 24. - يمكن أخذ مركز على عقود الخيارات لغاية تاريخ استحقاقها الذي يكون في ثالث جمعة من شهر الاستحقاق على الساعة 16، يفتح بعدها استحقاق جديد اليوم الأول الذي يتبع يوم الإغلاق، حيث تبقى الخيارات متداولة (عمليات شراء وبيع خيارات الشراء أو البيع) في كل وقت قبل الاستحقاق.
هامش الضمان	يمكن للوسيط أن يفرض على المستثمر وضع هامش ضمان في حسابه، تختلف قيمته حسب الوسيط.
التنفيذ	مشتري عقد الشراء أو البيع يختار أن يمارس حقه إذا ما كانت شروط السوق ملائمة لذلك (العقد مريح) بينما يكون البائع ملزم بالتنفيذ، وتكون الخيارات الأمريكية قابلة للتنفيذ في أي وقت إلى غاية تاريخ الاستحقاق، أي الجمعة الثالث من شهر الاستحقاق الساعة 19 سا: 45 د على الأكثر، الخيارات الأوروبية تنفذ فقط عند تاريخ الاستحقاق الجمعة الثالث من شهر الاستحقاق على الساعة 19 سا: 45 د على الأكثر.
التصفية	تصفية العقد بالنسبة للخيارات على الأسهم يكون ثلاث أيام بعد تاريخ إغلاق فترة استحقاق معينة.
تكاليف المعاملات	تختلف حسب الوسطاء.

Source: les options sur actions et les options sur l'indice CAC 40 (<http://www.boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-options>).

الفرع الثاني: التعريف بشركات العينة المدروسة

تتكون العينة المدروسة من 27 شركة مقيدة في بورصة باريس، تنتمي هذه الشركات إلى مؤشر Cac40 وهي الشركات الأكبر رسملة في بورصة باريس، وقد تم اختيار هذه الشركات بسبب تجانسها من حيث الحجم والرسملة، وكذلك بسبب تداول عقود خيارات أوروبية على أسهمها المقيدة ببورصة باريس، والجدول الموالي يعرف بهذه الشركات:

جدول رقم 23: تصنيف شركات العينة حسب القطاع الذي تنتمي إليه

الشركة	القطاع الذي تنتمي إليه	الشركة	القطاع الذي تنتمي إليه
DANONE	قطاع الصناعات الغذائية والمشروبات	AIR LIQUIDE	قطاع الكيمياء
PERNOD-RICARD	قطاع الصناعات الغذائية والمشروبات	CARREFOUR	قطاع التوزيع
AXA	قطاع التأمينات	KERING	قطاع التوزيع
PSA (PEUGEOT)	قطاع السيارات والمعدات	VIVENDI	قطاع الصحافة
RENAULT	قطاع السيارات والمعدات	TOTAL	قطاع البترول والغاز
MICHELIN	قطاع السيارات والمعدات	L'OREAL	قطاع منتجات العناية المنزلية والشخصية
BNP PARIBAS	البنوك	LVMH	قطاع الصحة
SOCIETE GENERAL	البنوك	SANOFI	قطاع الصحة
CREDIT AGRICOLE	البنوك	VEOLIA ENVIRONNEMENT	قطاع خدمات المجتمع
BOUYGUES	قطاع البناء و مواد البناء	ANGIE	قطاع خدمات المجتمع
SAINT GOBAIN	قطاع البناء و مواد البناء	CAPGEMINI	قطاع التكنولوجيا
VINCI	قطاع البناء و مواد البناء	ORANGE	قطاع الاتصالات
SCHNEIDER ELECTRIC	قطاع السلع والخدمات الصناعية	ACCOR	قطاع السفر والترفيه
	قطاع السلع والخدمات الصناعية	SODEXO	قطاع السفر والترفيه

Source: Les secteurs principaux associés aux valeurs du Cac40 (<http://www.lesechos.fr/actionnaire/bourse-pratique/fonctionnement-de-la-bourse/les-secteurs-en-bourse/les-secteurs-principaux-associés-aux-valeurs-du-cac-40-918866.php>) consulté le: 20/06/2018

نلاحظ تنوع في القطاعات التي تنشط على مستواها شركات العينة المدروسة حيث أنها تنتمي ل 16 قطاع من أصل 17 قطاع تنشط على مستواها الشركات المقيدة، مما يجعل للعينة المدروسة القدرة على تمثيل مجتمع الدراسة الكلي والمشكل من مجمل الشركات المقيدة.

الفرع الثالث: التعريف بعقود الخيارات الأوروبية الخاصة بأسهم شركات العينة

لتبيين دورة حياة عقود الخيارات الأوروبية بالتفصيل وفترات استحقاق كل مجموعة نقدم الجدول الموالي:

جدول رقم 24: معايير تصنيف عقود الخيارات الأوروبية حسب كل مجموعة

المجموعة	الدورة	شهر الاستحقاق الدورة	فترة حياة الخيار بالأشهر
المجموعة الأولى	شهرية	كل شهر	1، 2، 3.
	ربع سنوية	مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر	6، 9، 12.
	نصف سنوية	جوان، ديسمبر	18، 24.
المجموعة الثانية	نصف سنوية	جوان، ديسمبر	6، 12، 18، 24.
	نصف سنوية	جوان، ديسمبر	6، 12.

Source : http://www.euronext.com/paris-stock-options-maturity-groups_2017-10-30.pdf; consulté le 11/09/2017.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن المستثمر في عقود الخيارات الأوروبية يملك حرية الاختيار في الاستثمار في أي فترة استحقاق يرغب فيها، وتملك عقود خيارات المجموعة الأولى 8 فترات صلاحية (حياة الخيار) يكون استحقاقها شهري (كل شهر)، استحقاقها ربع سنوي (مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر)، استحقاقها نصف سنوي (جوان، ديسمبر)، مثلا إذا اختار المستثمر عقد خيار ينتمي لهذه المجموعة فترة حياته 9 أشهر استحقاق ربع سنوي، فإذا كان العقد حرر بدورة مارس يكون استحقاق ديسمبر من نفس السنة، أما إذا حرر سبتمبر يكون استحقاقه جوان السنة المقبلة. وهكذا بالنسبة لبقية المجموعات.

بينما المجموعة الثانية فتضم 4 فترات صلاحية استحقاقها سداسي يكون خلال شهري جوان أو ديسمبر، أما المجموعة الثالثة فتضم فترتي صلاحية استحقاقها سداسي كذلك يكون خلال شهري جوان أو ديسمبر، وتصنف عقود الخيارات الأوروبية المتداولة في السوق المشتق التابع ليورونكست باريس حسب الثلاث مجموعات سابقة الذكر وذلك حسب فترات استحقاقها وتواريخ التنفيذ ودورة حياة عقد الخيار ويكون تصنيفها كالتالي:

جدول رقم 25: تصنيف عقود الخيارات الأوروبية الخاصة بشركات العينة حسب المجموعات

المجموعة الثالثة		المجموعة الثانية		المجموعة الأولى	
2 نصف سنوي		4 نصف سنوي		3 شهري-3 ربع سنوي-2 نصف سنوي	
الرمز التجاري للخيار	الشركة	الرمز التجاري للخيار	الشركة	الرمز التجاري للخيار	الشركة
SW2	SODEXO	AH2 CA3 BN2 KR2 OR2 MC2 RI2 RN3 SU2 VI3 DG2	ACCOR CAPGEMINI DANONE KERING L'OREAL LVMH PERNOD RICARD RENALT SCHNEIDER ELECTRIC VEOLIA ENVIRONNEMENT VINCI	AI2 CS9 BN3 EN9 CA2 SG3 AC3 GA3 ML2 FT3 UG2 SA3 GL3 TO2 EX2	AIR LIQUIDE AXA BNP PARIBAS BOUYGUES CARREFOUR SAINT GOBAIN CREDIT AGRICOLE ENGIE MICHELIN ORANGE PEUGEOT SANOFI SOCIETE GENERALE TOTAL VIVENDI

Source : http://www.euronext.com/paris-stock-options-maturity-groups_2017-10-30.pdf; consulté le 11/09/2017.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن عقود الخيارات الأوروبية ال تي تمثل عينة الدراسة هي عقود خيارات على أسهم Cac40 وتشكل 27 عقد من بين إجمالي 34 عقد خيار أوروبي متداول في بورصة باريس وقع اختيارنا عليه لأنها تتقاطع في ثلاث خصائص رئيسية، خيارات أوروبية مبرمة على أسهم أكبر الشركات رسمة في بورصة باريس (شركات 40) (Cac ، إضافة لكونها تخضع لقانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep Medef).

نلاحظ أن عقود خيارات 15 شركة من شركات العينة تنتمي للمجموعة الأولى التي تضم أكبر تشكيلة من فترات الصلاحية وكذا دورات الاستحقاق وتمثل أغلب شركات العينة ، حيث كما هو موضح في الجدول تحتوي على 3 فترات صلاحية، وأولها (3-شهري) أي استحقاق العقد ممكن أن يتم كل شهر على مدى 3 فترات حياة مختلفة حسب اختيار المستثمر قد تكون شهر أو شهرين أو ثلاث أشهر ، ثم (3-ربع سنوي) أي استحقاق العقد ممكن أن يتم كل ربع سنة على مدى 3 فترات حياة مختلفة حسب اختيار المستثمر كذلك قد تكون 6، 9 أو 12 شهر، إلى غير ذلك وفق ماهو موضح في الجدول رقم 24، وهذا رغبة من هذه الشركات في جذب المستثمرين بحيث توفر لهم مختل ف الفترات التي تتناسب مع امكانياتهم واستراتيجياتهم الاستثمارية، بينما المجموعة الثانية تضم عقود خيارات مبرمة على أسهم 11 شركة من شركات العينة، بينما المجموعة الثالثة تضم عقد خيار مبرم على سهم شركة واحدة وهي المجموعة التي توفر أقل تشكيلة من فترات الاستحقاق وهي فترتين فقط.

المطلب الثاني: تحديد القيمة السوقية لخيارات الشراء

القيمة السوقية لخيارات الشراء هي القيمة المعلن عنها من طرف البورصة على مستوى نشراتها اليومية، وفيما يلي نعرض كيفية تحديد هذه القيمة ثم نقوم بتبرير الأغراض البحثية التي دفعت بنا لاختيار نوع معين من هذه الخيارات ثم نعرض القيمة السوقية لهذه الخيارات مبرزين أقسامها.

الفرع الأول: كيفية تحديد القيمة السوقية للخيارات على مستوى بورصة باريس

يتم تحديد القيمة السوقية للخيارات من طرف غرفة المقاصة ببورصة باريس، حيث ترتبط التغيرات في القيمة السوقية للخيارات بالتقلبات في قيمة السهم الضمني وتقلبات عوائد السهم وذلك بالاعتماد على نموذج (SPAN: Standard Portfolio Analysis of Risk) الذي اعتمده بورصة باريس بداية من أكتوبر 1995 لتحديد المخاطر التي يتعرض لها بائعو الخيارات سواء خيارات الشراء أو البيع على اعتبارهم الأكثر عرضة للمخاطر من المشتريين وهو نموذج تم تطويره من طرف بورصة شيكاغو اعتمادا على النموذج ثنائي الحدين وقد تم تبنيه من طرف العديد من الأسواق الآجلة في العالم، حيث يحدد هذا النموذج سعر الخيار ببناء عدة سيناريوهات للمخاطرة (من 1 إلى 16)، وذلك بالاعتماد على تطور تقلبات (تذبذب) سعر السهم وكذا تطور قيمته السوقية، حيث يتم حساب قيمة الخيار انطلاقا من إنشاء مصفوفة مخاطرة لكل سيناريو، وتقوم غرفة المقاصة باختيار أسوأ سيناريو لتحديد قيمة الخيار¹، ويحسب سعر الخيار الذي يدفعه المستثمر الذي يأخذ مركز المشتري كالتالي:

حجم العقد × القيمة المحددة من طرف غرفة المقاصة × كمية الخيارات على نفس المركز².

ومنه نستخلص أن القيمة السوقية للخيار تتحدد بناء على ثلاث متغيرات رئيسية وهي قيمة السهم الضمني، قيمة تذبذب السهم وكذا حجم الطلب على هذا الخيار من خلال كمية عقود الخيارات المبرمة على نفس المركز، أي مراكز بائع أو مشتري على خيارات الشراء، ومراكز بائع أو مشتري على خيارات البيع، وهي مكونة من قيمتين كما أشرنا لذلك في الجانب النظري من الدراسة، قيمة ضمنية وأخرى زمنية، ولتحديد هتين القيمتين تبيننا بعض الافتراضات التي تسهل لنا عملية التقييم.

الفرع الثاني: تبرير اعتماد بعض الخصائص لعقود خيارات العينة

قبل تحديد القيمة السوقية لخيارات الشراء وتبيين أقسامها نبرر اعتمادنا لبعض الخصائص التي تميز خيارات العينة المدروسة، وكذا تبيين سبب اختيارنا لتقييمها في فترات معينة.

أولا: تبرير اعتماد الخيارات الأوروبية

لقد وقع اختيارنا على عقود الخيارات الأوروبية بدل الأمريكية بسبب كون تنفيذها يتم في تاريخ الاستحقاق فقط، والذي يكون عند نهاية فترة الخيار وبالتالي لأغراض البحث يمكننا افتراض تاريخ تنفيذ موحد بالنسبة لعقود الخيارات على أسهم العينة ذات نفس فترة الحياة ونفس أشهر الاستحقاق، أي يتيح لنا تبني فرضية تثبيت تاريخ الاستحقاق، إضافة لكون هذا النوع من الخيارات يعتبر المناسب للتقييم باستخدام نموذج بلاك وشولز، وهو النموذج الذي يقوم على أساس

¹ - Dov Ogien, op-cit, p 407-408.

² - Idem.

تقييم الخيارات في الزمن المستمر، انطلاقاً من المعادلة التي تمثل قيمة علاوة الخيار وقد تم تطبيق هذه النظرية على مستوى الأسواق المالية بداية من سنة 1973، ولغاية يومنا تعتبر النموذج المرجعي لتقييم الخيارات كما تعتبر أحد أهم ابتكارات النظرية الاقتصادية، ونظراً لاعتبار هذا النموذج الأنسب لتقييم عقود الخيارات الأوروبية وهي الخيارات المستخدمة في هذه الدراسة والتي تم توضيح خصائصها في الجداول السابقة.

ثالثاً: اعتماد الخيارات ذات فترة الاستحقاق 12 شهر.

ارتأينا تسعير عقود خيارات الشراء الأوروبية استحقاق شهر ديسمبر وذات فترة صلاحية سنة واحدة (12 شهر) وهذا بغرض تجانس فترة حياة العقد مع تطبيق مبادئ حوكمة شركات العينة التي يتم تطبيقها ونشرها بصفة سنوية على مستوى تقارير الحوكمة التي تقوم الشركات بنشرها بشكل سنوي، وذلك على امتداد فترة الدراسة المتمثلة في 04 سنوات من سنة 2014 إلى 2017، إضافة لاعتبار فترة حياة الخيار والمقدرة بـ 12 شهر ذات أشهر الاستحقاق جوان وديسمبر فترة مشتركة بين المجموعات الثلاث، لهذا السبب اعتمدنا هذا النوع من الخيارات في دراستنا إضافة لاعتماد أشهر ديسمبر وجوان لتقييمه كما سنلاحظ لاحقاً.

رابعاً: تحديد سعر التنفيذ

لتحديد سعر التنفيذ اعتبرنا تاريخ إبرام عقود خيارات الشراء هو بداية دورة حياة جديدة للخيارات، أي اليوم الذي يلي تاريخ الإغلاق بعد ثالث جمعة من شهر ديسمبر من كل سنة تسبق مباشرة سنوات الدراسة، أي يوم 2013/12/23 بالنسبة لسنة 2014، 2014/12/22 بالنسبة لسنة 2015، ويوم 2015/12/21 بالنسبة لسنة 2016، ويوم 2016/12/19 بالنسبة لسنة 2017، وقد تم اعتماد سعر التنفيذ الأقرب للسعر السوقي للسهم في التواريخ السابقة والمعتمد في سلسلة أسعار التنفيذ المحددة من طرف البورصة، سواء كان الخيار داخل، خارج، أو في نطاق النقد المهم أنه الأقرب لسعر التنفيذ، وذلك لأن المستثمر غالباً ما يختار سعر التنفيذ الأقرب للسعر السوقي للسهم آنذاك لضمان قيمة ضمنية منعدمة أو منخفضة للعلاوة.

خامساً: تبرير اعتماد قيمة الخيارات قبل وعند انتهاء فترة حياة الخيار

عند اختيارنا لعقود الخيارات على الأسهم التي ستكون محل الدراسة التطبيقية لاحظنا أن قيمة عقود الخيارات ذات سعر التنفيذ المساوي لسعر السهم عند إبرام العقد استحقاق ديسمبر من كل سنة تختلف قيمها بشكل يومي، فمثلاً قيمتها عند إبرام العقد، تختلف عن قيمتها بعد ثلاثة أو ستة أشهر من إبرام العقد، وتختلف عن قيمتها عند الاستحقاق، لذا قمنا بتقييم نفس عقد خيار الشراء (ذو نفس سعر التنفيذ وفترة الاستحقاق) ثلاث مرات خلال دورة حياته المقدرة بـ 12 شهراً:

1. عند إبرام العقد (بداية فترة الاستحقاق) : أي مباشرة عند بداية دورة حياة جديدة للخيارات السنوية (بعد ثالث جمعة من شهر ديسمبر للسنة التي تسبق مباشرة كل سنة من سنوات الدراسة)، وقد قمنا بتقييم الخيارات عند إبرام العقد لأنها:

- تعكس قيمة العلاوة التي سيدفعها المشترون لمحري عقود خيارات الشراء الأوروبية ذات استحقاق ديسمبر من السنة المالية لسنة إبرام العقد، كما يعكس سعر السهم آنذاك ممارسات الحوكمة التي تنشر في تقارير نهاية السنة الفارطة (أي قبل تبني ممارسات جديدة للحوكمة أو تطوير ممارسات سابقة).

- تتكون من قيمة زمنية فقط، لأن قيمتها الضمنية تقترب من الصفر بفعل تساوي السعر السوقي للسهم من سعر التنفيذ، أي أن قيمتها تعكس توقعات المستثمرين لتحقيق قيمة ضمنية أكبر، فكلما كانت توقعات المستثمرين متفائلة كلما ارتفع دخولهم كمشتري لخيارات الشراء (يرتفع حجم الخيارات على مركز مشتري) وانخفض دخولهم كبائعين على نفس خيارات الشراء (تراجع حجم الخيارات على مركز بائع) يرتفع الطلب ويتراجع العرض وبالتالي ترتفع قيمة خيار الشراء وتراجع قيمة خيارات البيع، والعكس إذا ما كانت توقعات المستثمرين متشائمة.

2. في منتصف الدورة (منتصف فترة الاستحقاق): أي خلال ثالث جمعة من شهر جوان من كل سنة من سنوات الدراسة أي الفترة المتبقية من صلاحية الخيار تقدر ب 6 أشهر، أي خلال 2014/6/20، 2015/6/19، 2016/6/17، و2017/6/23؛ وتتكون قيمة خيارات الشراء في منتصف الدورة من قيمة زمنية مضافا إليها قيمة ضمنية وذلك إذا كان الخيار عندها ITM أي $C = IV + TV$ ، أما إذا كان خيار الشراء OTM فإنه يتكون من قيمة زمنية فقط، وتعكس القيمة السوقية للأسهم آنذاك التقارير المالية والحوكومية الدورية المنشورة في نهاية السداسي.

3. في نهاية الدورة (عند استحقاق العقد): أو عند الاستحقاق وقبل نهاية دورة حياة الخيار بيوم واحد، أي في اليوم الذي يسبق ثالث جمعة من شهر ديسمبر لكل سنة من سنوات الدراسة والتي كانت توافق أيام : 2014/12/18، 2015/12/17، 2016/12/15، و2017/12/14. وذلك لأنه عند نهاية فترة الاستحقاق تماما تنعدم قيمة الخيار ويتوقف السوق عن تسعيره، لتبدأ بعده مباشرة دورة جديدة للخيارات ذات نفس الفترة، وبأسعار تنفيذ تقترب من السعر السوقي للسهم السائد في ذلك التاريخ، وعند الاستحقاق تتكون القيمة السوقية لخيار الشراء من قيمة ضمنية فقط تساوي الفرق بين السعر السوقي للسهم وسعر التنفيذ، حيث كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم اتسعت الفجوة بينهما، وارتفعت قيمة خيار الشراء وتراجعت قيمة خيار البيع، وتعكس القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة المعلومات المنشورة في تقارير نهاية السنة الخاصة بالجانب المالي أو ممارسات الحوكمة للشركة.

الفرع الثالث: تحديد مكونات القيمة السوقية لخيارات شراء أسهم العينة

كما شرحنا سابقا تتحدد القيمة السوقية لخيارات الشراء من طرف سوق الخيارات الفرنسي (MONEP) حسب قوى العرض والطلب، وتتكون من قيمة زمنية وأخرى ذاتية (ضمنية) كما أشرنا لذلك في الجانب النظري من الدراسة، ولتبيين مكونات علاوة خيارات الشراء نعرض الجدول الموالي الذي يحتوي على قيمة خيارات الشراء لسنة 2017 خلال الفترات الثلاث السابقة الذكر، وبقية السنوات على مستوى الملاحق 01، 02، 03.

جدول رقم 26: مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء خلال سنة 2017

الوحدة: €

تسعير الخيار في نهاية الدورة (عند الاستحقاق) 2017/12/14					تسعير الخيار في منتصف الدورة 2017/6/23					تسعير الخيار عند بداية الدورة (عند إبرام العقد) 2016/12/19					سعر التنفيذ X	إسم الشركة
القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم	القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم	القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم		
0,00%	0,02	0	0,02	107,05	77%	4,99	1,5	6,49	111,5	100%	6,04	0	6,04	106	110	AIR LIQUIDE
0,79%	0,01	1,25	1,26	25,25	100%	1,32	0	1,32	23,92	100%	2,00	0	2	23,75	24	AXA
0,00%	0	3,49	3,49	63,49	70%	3,44	1,5	4,94	61,5	92%	5,54	0,5	6,04	60,5	60	BNP PARISBAS
0,00%	0	10,04	10,04	44,04	16%	0,95	5,08	6,03	39,08	97%	3,02	0,1	3,12	34,1	34	BOUYIGUE
0,00%	0,01	0	0,01	17,52	100%	0,33	0	0,33	22,01	100%	1,86	0	1,86	22,86	23	CARREFOUR
14,11%	0,47	2,86	3,33	46,86	25%	1,43	4,2	5,63	48,2	100%	3,56	0	3,56	43,5	44	SAINT GAUBIN
7,59%	0,23	2,8	3,03	13,8	4%	0,13	2,91	3,04	13,91	80%	1,21	0,3	1,51	11,3	11	CREDIT AGRICOLE
0,00%	0	2,47	2,47	14,47	87%	1,655	0,245	1,9	12,245	75%	0,75	0,245	0,99	12,245	12	ENGIE
0,00%	0	20,8	20,8	120,8	7%	1,48	19,15	20,63	119,15	54%	5,53	4,7	10,23	104,7	100	MICHELIN
0,00%	0	0,57	0,57	14,57	57%	0,49	0,37	0,86	14,37	83%	1,03	0,21	1,24	14,21	14	ORANGE
0,00%	0,01	0	0,01	73,77	9%	1,17	11,87	13,04	87,87	100%	8,83	0	8,83	74,86	76	SANOFIE
0,00%	0	1,27	1,27	17,27	20%	0,53	2,17	2,7	18,17	100%	1,88	0	1,88	15,67	16	PEUGEOT
0,00%	0,01	0	0,01	44,03	98%	3,39	0,08	3,47	46,08	92%	4,84	0,43	5,27	46,43	46	SOCIETE GENERALE
0,00%	0,02	0	0,02	47,21	100%	0,56	0	0,56	44,11	100%	3,07	0	3,07	47,9	48	TOTAL
0,00%	0	4,3	4,3	22,3	18%	0,55	2,59	3,14	20,59	86%	1,49	0,25	1,74	18,25	18	VIVENDI
0,00%	0	11,35	11,35	111,35	5%	0,86	17,15	18,01	117,15	37%	4,30	7,2	11,5	107,2	100	SODEXO
0,00%	0	5,94	5,93	41,94	12%	0,74	5,36	6,1	41,36	78%	3,11	0,88	3,99	36,88	36	ACCOR
0,00%	0	10,73	10,73	70,73	12%	0,98	7,48	8,46	67,48	71%	3,03	1,24	4,27	61,24	60	DANONE
0,00%	0	18,96	18,96	98,96	10%	1,52	13,63	15,15	93,63	100%	7,35	0	7,35	79,22	80	CAPGEMINI
0,00%	0	168,65	168,65	388,65	26%	23,07	65,67	88,74	285,67	100%	16,10	0	16,1	212,9	220	KERING
0,00%	0	64,35	64,35	244,35	2%	0,89	51,65	52,54	231,65	100%	15,89	0	15,89	179,2	180	LVMH
0,00%	0	29,05	29,05	129,05	-6%	-1,23	21,8	20,57	121,8	66%	5,80	3	8,8	103	100	PERNOD RICARD
13,93%	0,17	1,05	1,22	85,05	100%	4,27	0	4,27	80,4	89%	8,31	1,06	9,37	85,06	84	RENAULT
0,00%	0	6,66	6,66	70,66	25%	2,03	6,16	8,19	70,16	77%	4,82	1,45	6,27	65,45	64	Schneider Electric
0,00%	0	4,84	4,84	20,84	6%	0,19	3,09	3,28	19,09	100%	1,12	0	1,12	15,74	16	V. Environnement
0,00%	0	22,45	22,45	86,45	2%	0,23	14,97	15,2	78,97	89%	4,67	0,56	5,23	64,56	64	VINCI
0,00%	0	16,45	16,45	186,45	12%	2,49	18,1	20,59	188,1	100%	12,56	0	12,56	170	170	L'OREAL
1.35%					37%					88%	متوسط نسبة القيمة الزمنية إلى قيمة العلاوة لكل					

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات متوفرة على الرابط: <http://www.euronext.com/en/reports>

<http://fr.finance.yahoo.com/statistics/derivatives/daily-statistics>

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن:

1. القيمة السوقية لخيارات الشراء عند إبرام العقد (في بداية الدورة)

وتعبر عن قيمة العلاوة المدفوعة من طرف مشتري العقد للطرف المحرر عند إبرام العقد، وتساوي تقريبا القيمة الزمنية فقط، لأن القيمة الضمنية للعقد في بداية الدورة منعدمة بفعل تساوي سعر التنفيذ مع القيمة السوقية للسهم الضمني عند إبرام العقد وتساوي $C=VI + VT= VT$ ، حيث أن القيمة الزمنية تشكل بالمتوسط **88%** من قيمة علاوة خيارات شراء العينة المدروسة، وهذا ما تمت الإشارة إليه في الجانب النظري من الدراسة أن القيمة الزمنية عند بداية فترة الاستحقاق تكون أعلى ما يمكن، تأتي من اقتراب القيمة الضمنية للصفر ومن توقع قيمة ضمنية أكبر خلال فترة حياة الخيار ما لم يكن تاريخ الاستحقاق، فمثلا لو أخذنا القيمة السوقية لخيار شراء شركة **Air Liquide** فهي تتشكل بنسبة **100%** من القيمة الزمنية فقط، فرغم أن قيمته الضمنية منعدمة، إلا أن له قيمة زمنية تدل على توقع قيمة ضمنية أكبر خلال فترة حياة العقد، نفس الملاحظة بالنسبة لبقية الخيارات حيث نلاحظ أن قيمتها الزمنية منعدمة أو تقترب من الصفر، نفس الملاحظات بالنسبة لبقية سنوات الدراسة خلال بداية الدورة (راجع الملاحق).

2. القيمة السوقية لخيارات الشراء في منتصف الدورة

وتعبر عن القيمة السوقية لنفس عقود الخيارات السابقة الذكر (أي ذات نفس تاريخ وفترة الاستحقاق 12 شهرا)، أي أنه لو أراد حاملها التنازل عليها في منتصف الدورة سيتنازل عليها بهذه القيمة أو أراد مستثمر أن يشتريها سيتم شراؤها بهذه القيمة كذلك، ونلاحظ أنه عند منتصف الدورة تراجع القيمة الزمنية لخيارات الشراء لتمثل بالقيمة المتوسطة **37%** من قيمة العلاوة مقابل **63%** كقيمة ضمنية، ويرجع أساسا لـ:

- ارتفاع القيمة الضمنية لأغلب خيارات العينة بفعل ابتعاد السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ (أغلبها خيارات ITM).
- تراجع الفترة المتبقية لانتهاء صلاحية الخيار إلى النصف (سنة أشهر) مقارنة بالتسعير السابق، مما يؤدي إلى تراجع احتمالات تحقيق قيمة ضمنية أكبر مما يؤدي لتراجع القيمة الزمنية.

فمثلا بالنسبة لخيارات شراء شركة **Air Liquide** فإن قيمتها الزمنية مرتفعة وتشكل **77%** من قيمة العلاوة لأن قيمتها الضمنية منخفضة (تساوي € 1.5 أي **33%** من قيمة الخيار) لأن الخيار داخل نطاق النقد **ITM** بشكل ضعيف ومادام تاريخ الاستحقاق مازال بعيدا فللعقد قيمة زمنية عبارة عن الفرق بين قيمة العلاوة والقيمة الضمنية وتأتي من توقع قيمة ضمنية أكبر وتساوي: $VT= C - VI = 6.49 - 1.5 = 4.99$ €، بينما خيارات شركة **AXA** فقيمتها الزمنية تساوي € 1.5 وتشكل **100%** من قيمة العلاوة لأنها خيارات **OTM** أي أن قيمتها الضمنية منعدمة، مثلها مثل خيارات بداية الدورة ولكن نلاحظ تراجع القيمة الزمنية لنفس خيارات الشركة بين بداية ومنتصف الدورة من 2 إلى € 1.3 وهذا راجع لتناقص فترة حياة الخيار من 12 إلى 6 أشهر وبالتالي تراجع احتمالات تغير القيمة الضمنية للخيار؛ نفس الملاحظة انطبقت على بقية السنوات إلا سنة 2016 حيث لاحظنا أن القيمة الزمنية تشكل بالمتوسط **90%** من قيمة خيارات الشراء ويرجع ذلك إلى أنه خلال في منتصف الدورة خلال سنة 2016 كانت أغلب خيارات

الشراء OTM أي تتكون من قيمة زمنية فقط مما جعل القيمة الزمنية تعتبر القيمة الأساسية المكونة لعلاوة أغلب خيارات العينة.

3. القيمة السوقية لخيارات الشراء في نهاية الدورة

تمثل هذه القيمة:

- القيمة السوقية لخيارات الشراء في نهاية الدورة أو عند الاستحقاق بالنسبة للخيارات الأوروبية (لأنه لا يمكن تنفيذها إلا عندما يحل تاريخ الاستحقاق) تعبر عن مكاسب أو خسائر المشتري الذي قام بشراء خيار الشراء سعر تنفيذه يساوي سعر السهم في بداية الدورة وفترة حياته تقدر ب 12 شهر، فمثلا بالنسبة للخيار السنوي لشركة Air Liquide فقد تم شراؤه بتاريخ 2016/12/19 بقيمة € 6.04 للسهم الواحد سعر تنفيذ €110 وعند حلول تاريخ الاستحقاق الذي يوافق ثالث جمعة من شهر ديسمبر 2017 أي 2017/12/14 لم يتم تنفيذه لأنه خيار غير مربح عند التنفيذ سعره السوقى €107.05 وهو أقل من سعر التنفيذ، وبالتالي سيخسر مشتري العقد قيمة العلاوة والتي تمثل مكاسب الطرف البائع.

- تمثل قيمة خيار الشراء يوم واحد قبل انتهاء فترة حياته بالنسبة للراغبين في شرائه إلا أنه غالبا لا يتم شراء هذا النوع من الخيارات بسبب الاحتمال الضئيل لتحقيقه مكاسب بسبب حلول آجاله وتقدر قيمة خيارات شركة Air Liquide بـ €0.02.

- تشكل قيمة خيارات الشراء عند الاستحقاق من قيمة ضمنية فقط لأن قيمته الزمنية تنعدم بسبب انعدام احتمالات التغيرات المستقبلية في القيمة الضمنية لأن فترة حياته شارفت على النهاية، حيث تمثل القيمة الزمنية بالمتوسط 1.35% فقط من القيمة الكلية للعلاوة، بينما تشكل القيمة الضمنية 98.65% منها؛ نفس الملاحظات السابقة تنطبق على بقية السنوات.

المطلب الثالث: تحديد القيمة العادلة لخيارات الشراء وفق نموذج (Black and Scholes)

قبل تحديد القيمة العادلة لخيارات الشراء سنعرف أولا بمختلف المتغيرات المحددة للقيمة العادلة لخيارات الشراء.

الفرع الأول: تحديد المتغيرات المؤثرة في القيمة العادلة (الحقيقية) للخيار

كما تم التطرق لذلك في الجانب النظري فإن قيمة عقود الخيارات على الأسهم تتوقف على المتغيرات التالية:

أولا: سعر التنفيذ

نرمز له في النموذج ب X وهو السعر الذي تشتري به الأسهم في حالة خيار الشراء أو تباع به في حالة خيار البيع وذلك في حالة تنفيذ العقد من طرف المشتري، في الأسواق الغير منظمة يكون سعرا وحيدا لأنه يحدد بناء على اتفاق طرفي العقد، بينما في الأسواق المنظمة على غرار بورصة باريس فنجد سلسلة من أسعار التنفيذ حسب نوعية الخيار إذا كان داخل، خارج أو في نطاق النقد (ITM, ATM, OTM) فمثلا سعر تنفيذ خيارات الشراء الأوروبية في بورصة باريس ذات فترة استحقاق ستة أشهر تتغير وفق السلم الموالي:

جدول رقم 27: مثال عن سلم تحديد سعر التنفيذ في بورصة باريس

مجمالات سعر التنفيذ	سلم التغيرات في سعر التنفيذ
أقل من 1 €	€0.10
من 1 € إلى 3 €	€ 0.2
من 3 € إلى 6 €	€ 0.5
من 6 € إلى 20 €	€ 1
من 20 € إلى 40 €	€ 2
من 40 € إلى 100 €	€ 5
من 100 € إلى 200 €	€ 10
أكبر من 200 €	€ 20

Source: Lawrence Gitman, Michael Jochenk, Investissement et marchés financiers, 9^e édition, Paris, 2005, Pearson Education, p 630.

عند افتتاح دورة جديدة لتسعير خيارات الشراء أو البيع، يتم خلق سلسلة من خمسة أسعار تنفيذ تمثل الأسعار الأقرب للسعر السوقي للسهم، سعران أقل من القيمة السوقية للسهم (OTM)، سعر واحد يعادل القيمة السوقية للسهم (ATM)، وسعران أقل من القيمة السوقية للسهم (ITM)، فمثلا إذا كان السعر السوقي للسهم يساوي 30 € وهو ينتمي للمجال من 20 إلى 40 €، فإن أسعار التنفيذ المقترحة هي: 26 €, 28 €, 30 €, 32 €, 34 € و 36 €، ويمكن للسوق إضافة أسعار أخرى إذا تطلب التقلب الشديد لسعر السهم ذلك.¹

قد اعتبرنا سعر التنفيذ هو سعر السهم عند إبرام العقد، أي با لتاريخ الموافق لثالث جمعة من كل شهر ديسمبر لسنوات الدراسة الأربع، مراعين في ذلك أسعار التنفيذ المرجعية التي تحددها البورصة بالنسبة لكل سهم، وقد تحصلنا على الأسعار السوقية للأسهم عند إبرام العقد من الموقع <https://fr.finance.yahoo.com>، ثم قمنا بتقريبها لأسعار التنفيذ المرجعية (strike prices) التي تحددها البورصة والمتواجدة على مستوى البيانات التاريخية لعقود الخيارات في ثالث جمعة من شهر ديسمبر السابق لكل سنة من سنوات الدراسة والمتوفرة على الرابط <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics>.

ثانيا: السعر السوقي للسهم

ونرمز له في النموذج ب S، وهو السعر السوقي السائد عند تقييم الخيار، سواء عند إبرام العقد، قبل الاستحقاق بستة أشهر، أو عند استحقاق العقد أي قبل نهاية فترة حياة الخيار بيوم واحد، وقد تحصلنا على الأسعار السوقية للأسهم (سعر الاقفال) عند التنفيذ من نفس الموقع السابق <https://fr.finance.yahoo.com>

ثالثا: تذبذب السهم

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{(r_t - \bar{r})^2}{n-1}}$$

قمنا بحسابه باستخدام الانحراف المعياري لعوائد السهم خلال فترة سنة

¹ - Lawrence Gitman, Michael Jochenk, op-cit, p 630.

$r_t =$ عائد الأسهم (الورقة المالية) في الحظة t حيث يحسب كما يلي: $r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ ، حيث P_t و P_{t-1} هما السعر

السوقي للسهم في الفترة t والفترة $t-1$ على التوالي وتحصلنا عليهم من الموقع السابق yahoo.finance.com

$$\bar{r} = \text{الوسط الحسابي لـ } r_t$$

$$n = \text{عدد الملاحظات .}$$

رابعا: سعر الفائدة الخالي من المخاطر

ونرمز له في النموذج ب r وقد اعتمدنا سعر الفائدة على سندات الخزينة الفرنسية التي تكون فترتها سنة أي توافق فترة استحقاق الخيار، وأخذنا بسعر الفائدة في بداية الدورة أي شهر ديسمبر 2013؛ 2014؛ 2015 و 2016، أما في منتصف الدورة فقد اعتمدنا كذلك سعر الفائدة على سندات الخزينة الفرنسية التي تكون فترتها سنة واعتمدنا سعر الفائدة السائد خلال شهر جوان 2014؛ 2015؛ 2016 و 2017، بينما في نهاية الدورة فقد اعتمدنا كذلك سعر الفائدة على سندات الخزينة الفرنسية التي تكون فترتها سنة واعتمدنا سعر الفائدة السائد خلال ديسمبر 2014؛ 2015؛ 2016 و 2017، وقد حصلنا على هذه البيانات على مستوى البيانات التاريخية المتوفرة على مستوى الرابط (<https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/taux-indicatifs-des-bons-du-tresor-et-oat>) وكذلك على الرابط (<http://www.investing.com/rates-bonds/France-1-year-bond-yield>) بالنسبة للسنوات غير المتوفرة على الرابط السابق.

عند حسابه بطريقة التركيب المستمر التي يشترطها النموذج والتي تطرقنا لها في الفصل الأول من الدراسة، فإنه يحافظ تقريبا على نفس القيمة، مثلا بالنسبة لنهاية سنة 2014 فإن سعر الفائدة المركب العادي يساوي -0.025 أي -0.00025 وعند حسابه بالتركيب المستمر نجده يساوي: $R_c = \ln(1 - 0.00025) = -0.000250031$ بالنسبة لسنة 2015 فيساوي سعر الفائدة المركب العادي -0.0038 بالتركيب المستمر يساوي -0.0038072 .

لاحظنا أن قيمة هذا المتغير خلال كل سنوات الدراسة جاءت سالبة، ويفسر ذلك بأنه إجراء من إجراءات السياسة النقدية المتبعة في حالات اختلال التوازن بفعل ارتفاع مستوى الادخار مقابل انخفاض مستوى الاستثمار، ويستخدم هذا الإجراء بهدف محاربة الركود الاقتصادي وانعاش الاقتصاد والقضاء على البطالة، حيث يشجع البنوك على الاقراض بدل توظيف فوائضها في شكل سندات حكومية سالبة الفائدة (دفع الفوائد للطرف المقترض وليس المقرض)، كما تشجع الأفراد على الاستهلاك بدل الادخار.

خامسا: فترة حياة العقد (فترة الاستحقاق)

ونرمز لها في النموذج ب T ، وتعبّر عن الفترة الزمنية المتبقية حتى بلوغ تاريخ انتهاء صلاحيته، وقد اختلفت حسب فترات تسعير الخيار، فعند تسعير الخيارات في بداية الدورة كانت الفترة المتبقية عن التنفيذ تقدر بالسنة أي: $T = 365/365 = 1$ ، وعند تسعير الخيارات في منتصف الدورة كانت الفترة المتبقية عن التنفيذ تقدر بستة أشهر أي: $T = 6/12 = 0.5$ ، وعند تسعير الخيارات في نهاية الدورة كانت الفترة المتبقية عن التنفيذ تقدر بيوم واحد أي: $T = 1/365 = 0.0027$.

وفيما يلي قيمة مختلف المتغيرات المؤثرة في قيمة خيارات العينة محل الدراسة خلال بداية دورة سنة 2017، العوامل المؤثرة في قيمة الخيارات في منتصف ونهاية الدورة لسنة 2017 متواجدة على مستوى الملاحق رقم (13، 14)، وبنفس الطريقة قمنا بتحديد المتغيرات المؤثرة في قيمة خيارات الشراء لثلاث فترات بالنسبة للسنة 2014 والمتواجدة على مستوى الملاحق 04، 05 و06، سنة 2015 (ملاحق رقم 07، 08، 09)، سنة 2016 (ملاحق رقم 10، 11، 12).

جدول رقم 28: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2017 (بداية الدورة)

الشركة	الرمز التجاري للخيار	سعر السهم عند إبرام العقد (€)	سعر التنفيذ (€)X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الجاري S للسهم (€)	الفائدة الخالية من المخاطر r
AIR LIQUIDE	AI2	106	110	1	4,27%	106	-0,730%
AXA	CS9	23,75	24	1	3,93%	23,75	-0,730%
BNP PARISBAS	BN3	60,5	60	1	5,59%	60,5	-0,730%
BOUYIGUE	EN9	34,1	34	1	3,07%	34,1	-0,730%
CARREFOUR	CA2	22,86	23	1	6,06%	22,86	-0,730%
SAINT GAUBIN	SG3	43,5	44	1	4,45%	43,5	-0,730%
CREDIT AGRICOLE	AC3	11,3	11	1	5,70%	11,3	-0,730%
ENGIE	GA3	12,245	12	1	4,46%	12,245	-0,730%
MICHELIN	ML2	104,7	100	1	4,71%	104,7	-0,730%
ORANGE	FT3	14,21	14	1	5,07%	14,21	-0,730%
SANOFIE	SA3	74,86	76	1	4,66%	74,86	-0,730%
PEUGEOT	UG2	15,67	16	1	7,14%	15,67	-0,730%
SOCIETE GENERALE	GL3	46,43	46	1	7,25%	46,43	-0,730%
TOTAL	TO2	47,9	48	1	3,69%	47,9	-0,730%
VIVENDI	EX2	18,25	18	1	4,23%	18,25	-0,730%
SODEXO	SW2	107,2	100	1	5,89%	107,2	-0,730%
ACCOR	AH2	36,88	36	1	3,63%	36,88	-0,730%
DANONE	BN2	61,24	60	1	3,19%	61,24	-0,730%
CAPGEMINI	CA3	79,22	80	1	4,13%	79,22	-0,730%
KERING	KR2	212,9	220	1	6,33%	212,9	-0,730%
LVMH	MC2	179,2	180	1	5,06%	179,2	-0,730%
PERNOD RICARD	RI2	103	100	1	3,36%	103	-0,730%
RENAULT	RN3	85,06	84	1	4,42%	85,06	-0,730%
SCHNEIDER ELECTRIC	SU2	65,45	64	1	4,57%	65,45	-0,730%
V. ENVIRONNEMENT	VI3	15,74	16	1	6,49%	15,74	-0,730%
VINCI	DG2	64,56	64	1	3,20%	64,56	-0,730%
L'OREAL	OR2	170	170	1	3,29%	170	-0,730%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr, <http://fr.finance.yahoo.com>

الفرع الثاني: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء في بداية الدورة لسنة 2017

اعتمدنا على الصيغة التالية لنموذج بلاك وشولز وقمنا بحسابها باستخدام برنامج Excel وكانت صيغة المعادلة كالتالي:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2) \text{ حيث:}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} \quad \text{و} \quad d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) T}{\sigma \sqrt{T}}$$

مثلا لحساب قيمة خيار الشراء على سهم شركة Air Liquide نقوم أولا بحساب d_1 بالاعتماد على بيانات الجدول

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{106}{110}\right) + \left(-0.730 + \frac{4.27^2}{2}\right)}{4.27\sqrt{1}} = -1,01708728 \text{ حيث}$$

$$d_2 = -1,01708728 - 4.27\sqrt{1} = -1,05978728 \text{ ثم نحسب}$$

بعد تعويض d_1 و d_2 في معادلة C نجد قيمة خيار الشراء:

$$C = 106 N(-1,01708728) - 110 e^{0.730 \times 1} N(-1,05978728) = 0,358099778$$

نعرض في الجدول الموالي قيمة خيار الشراء بالنسبة لبقية الشركات في بداية فترة حياة الخيار لسنة 2017، أما تقييم

خيارات الشراء لنفس السنة في منتصف ونهاية الفترة متواجدة على مستوى الملاحق رقم 24 و 25، وبنفس الطريقة قمنا

بتقييم خيارات الشراء خلال باقي سنوات الدراسة لثلاث فترات كذلك، وهي متواجدة على مستوى الملاحق وذلك

كالتالي، سنة 2014 (الملاحق رقم 15، 16، 17)، سنة 2015 (الملاحق رقم 18، 19، 20)، سنة 2016 الملاحق

رقم (21، 22، 23)

جدول رقم 29: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2017 (بداية الدورة)

الشركة	d1	d2	N(d1)	N(d2)	C (€)
AIR LIQUIDE	-1,01708728	-1,05978728	0,15455596	0,14462069	0,358099778
AXA	-0,43254593	-0,47184593	0,33267234	0,31851838	0,200518274
BNP PARIBAS	0,04581767	-0,01008233	0,51827221	0,4959778	1,378767702
BOUYIGUE	-0,12677183	-0,15747183	0,44956049	0,4374365	0,3482028
CARREFOUR	-0,19091382	-0,25151382	0,42429656	0,40070844	0,415600057
SAINT GAUBIN	-0,39861957	-0,44311957	0,34508677	0,32883963	0,436321217
C. AGRICOLE	0,3724904	0,3154904	0,64523612	0,62380533	0,379034681
ENGIE	0,31178522	0,26718522	0,62239812	0,60533672	0,304002809
MICHELIN	0,84369717	0,79659717	0,80058068	0,78715749	4,528320321
ORANGE	0,17502678	0,12432678	0,5694707	0,54947173	0,343213042
SANOFIE	-0,45767935	-0,50427935	0,32359141	0,30703254	0,71861497
PEUGEOT	-0,35842697	-0,42982697	0,3600119	0,33366076	0,263700292
S. GENERALE	0,06389697	-0,00860303	0,52547387	0,49656793	1,38826927
TOTAL	-0,23589977	-0,27279977	0,40675522	0,39250357	0,505367456
VIVENDI	0,17465643	0,13235643	0,5693252	0,55264881	0,369622473
SODEXO	1,08591965	1,02701965	0,86124273	0,8477944	6,924626732
ACCOR	0,48235001	0,44605001	0,68522134	0,67221944	0,893757441
DANONE	0,42836406	0,39646406	0,66580696	0,65411864	1,239347262
CAPGEMINI	-0,39334134	-0,43464134	0,34703369	0,33191139	0,744552466
KERING	-0,6019199	-0,6652199	0,27361373	0,25295493	2,194546833
LVMH	-0,20699941	-0,25759941	0,41800516	0,39835804	2,676719257
PERNOD RICARD	0,67926435	0,64566435	0,75151481	0,74075162	2,788135824
RENAULT	0,14065409	0,09645409	0,55592839	0,53842003	1,728619129
Schneider Electric	0,35334035	0,30764035	0,63808335	0,62082199	1,738838428
V. Environnement	-0,33247264	-0,39737264	0,3697662	0,34554634	0,250870965
Vinci	0,06012314	0,02812314	0,52397122	0,51121803	0,869913023
L'oreal	-0,2054345	-0,2383345	0,41861633	0,40581083	1,671481342

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات الجدول رقم 28.

نلاحظ من خلال الجدولين السابقين أن القيمة الحقيقية لعقد خيار الشراء الأوروبي عند الاستحقاق تقوم على عدة متغيرات، تتمثل في سعر التنفيذ، السعر السوقي للسهم، تذبذب عوائد السهم، سعر الفائدة الخالي من المخاطر وفترة استحقاق العقد، وقد قمنا بحسابها باستخدام برنامج أكسل الذي نقوم في كل مرة بإدخال صيغة المعادلة، فمثلا لحساب قيمة $d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(\frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$ قمنا باستخدام التعليلة LN لحساب لوغرم $\frac{S_0}{X}$ والتعليلة RACINE لحساب \sqrt{T} ، ثم لحساب دالتي الكثافة الاحتمالية $N(d_1)$ و $N(d_2)$ استخدمنا التعليلة LOI.NORMALE.STANDARD، وتمكن القيمة الحقيقية المستثمر من معرفة القيمة العادلة لعقد خيار الشراء عند الاستحقاق والتي تعكس قيمة كل المتغيرات السابقة الذكر، عندها يقوم بمقارنتها مع القيمة السوقية المنشورة على مستوى موقع بورصة باريس، ليعرف مدى اقتربها من القيمة الحقيقية، كما تفيده قيمة $N(d_1)$ و $N(d_2)$ في تحديد قيمة المعلمة الإغريقية delta حيث $\text{delta} = N(d_1)$ ، وتمثل delta حساسية قيمة الخيار للسعر السوقي للسهم، ويعبر عن عدد الأسهم الواجب شراؤها أو بيعها للحصول على محفظة محوطة تماما من مخاطر التذبذب في لأسعار الأسهم، فمثلا بالنسبة لشركة Air liquide نلاحظ أن $\text{delta} = N(d_1) = 0.15$ أي أنه إذا ما تكونت محفظة المست نفر من 7 خيارات شراء فإن عدد الأسهم الواجب بيعها لتحويط المحفظة من مخاطر ارتفاع سعر السهم هي ما يعادل 0.15 سهم بالنسبة لكل خيار أي سهم واحد بالنسبة ل 7 خيارات، أما بالنسبة لشركة MICHELIN مثلا فإن $\text{delta} = N(d_1) = 0.80$ أي أنه إذا ما تكونت محفظة المستثمر من خيار شراء واحد فإن عدد الأسهم الواجب بيعها لتحويط المحفظة من مخاطر ارتفاع سعر السهم هي 0.8 سهم أي سهم واحد بالتقريب بالنسبة لكل خيار، أما بالنسبة ل $N(d_2)$ فتمثل احتمال تنفيذ الخيار في ظل اعتبار حيادية المخاطر، فمثلا بالنسبة لشركة Air liquide وإذا كانت المخاطر محايدة فإنه هناك احتمال يقدر ب 14% أن يتم تنفيذ خيار الشراء على أسهم شركة Air liquide وهو احتمال ضعيف جدا، لأن قيمته الضمنية $(X - S_0)$ منعدمة لأن $X > S$ ، وقيمة الخيار في هذه الحالة تتشكل فقط من القيمة الزمنية، أي هناك احتمال ارتفاع قيمة الخيار لأن فترة استحقاقه طويلة وتقدر بسنة، أما بالنسبة لشركة Michelin فهناك احتمال 78% أن يتم تنفيذ خيار شراء على أسهم الشركة لأن قيمته الضمنية موجبة وتساوي € 4.7 وهناك احتمال لارتفاع هذه القيمة طالما أن استحقاق العقد يكون بعد 12 شهرا إضافة لتقلب عوائد السهم والتي تقدر ب 4.71% مما قد يعطي فرصة لارتفاع القيمة السوقية للسهم وكذا ارتفاع قيمته الضمنية.

الفرع الثالث: تحديد الفرق بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء

بعد الحصول على القيمة الحقيقية لخيارات شراء العينة المدروسة في بداية، منتصف ونهاية فترة حياة الخيار، قمنا بتطبيق نفس النموذج على بقية سنوات الدراسة، وبغرض معرفة مدى كفاءة السوق المشتق في تحديد القيمة الحقيقية لخيارات الشراء قمنا بمقارنتها مع قيمتها السوقية لنفس الفترات والتي تحصلنا عليها من البيانات التاريخية المتعلقة بالمشتقات المالية والمتوفرة على مستوى <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics>، ثم قمنا بحساب الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للخيار $\Delta = \text{VRC} - \text{VMC}$ لتحديد مدى التقارب بين القيمتين، وإذا ما كانت القيمة السوقية تعكس فعلا القيمة الحقيقية

لعقود الخيارات بدون إجحاف أو مغالاة، وكمثال على ذلك نعرض الفرق بين القيمتين الحقيقية والاسمية بالنسبة لسنة 2017، بينما لبقية السنوات 2014، 2015 و2016 نعرضه على مستوى الملاحق 26، 27 و28 على التوالي.

جدول رقم 30: مقارنة بين القيم السوقية والعادلة لعقود خيارات الشراء لسنة 2017

الوحدة: (€)

مقارنة بين القيمة العادلة والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة العادلة والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة العادلة والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	
0,02	0	0,02	5,68	2,02	6,49	4,47	0,35	6,04	AIR LIQUIDE
0,01	1.24	1,26	1,80	0,20	1,32	1,12	0,20	2	AXA
0,00	3.48	3,49	4,66	1,77	4,94	3,17	1,37	6,04	PNB PARISBAS
0,00	10,03	10,04	2,77	4,99	6,03	1,04	0,34	3,12	BOUYIGUE
0,01	0	0,01	1,44	0,07	0,33	0,26	0,41	1,86	CARREFOUR
0,47	2,85	3,33	3,12	4,08	5,63	1,55	0,43	3,56	SAINT GAUBIN
0,23	2,79	3,03	1,13	2,88	3,04	0,16	0,37	1,51	C. AGRICOLE
0,00	2,46	2,47	0,69	0,28	1,9	1,62	0,30	0,99	ENGIE
0,00	20,79	20,8	5,70	18,87	20,63	1,76	4,52	10,23	MICHELIN
0,00	0,56	0,57	0,90	0,41	0,86	0,45	0,34	1,24	ORANGE
0,01	0	0,01	8,11	11,66	13,04	1,38	0,71	8,83	SANOFIE
0,00	1,26	1,27	1,62	2,13	2,7	0,57	0,26	1,88	PEUGEOT
0,01	0	0,01	3,88	0,92	3,47	2,55	1,38	5,27	S. GENERALE
0,02	0	0,02	2,56	0,00	0,56	0,56	0,50	3,07	TOTAL
0,00	4,29	4,3	1,37	2,54	3,14	0,60	0,36	1,74	VIVENDI
0,00	11,34	11,35	4,58	16,87	18,01	1,14	6,92	11,5	SODEXO
-0,01	5,93	5,93	3,10	5,26	6,1	0,84	0,89	3,99	ACCOR
0,00	10,72	10,73	3,03	7,31	8,46	1,15	1,23	4,27	DANONE
0,00	18,95	18,96	6,61	13,41	15,15	1,74	0,74	7,35	CAPGEMINI
0,00	168,64	168,65	13,91	65,06	88,74	23,68	2,19	16,1	KERING
0,00	64,34	64,35	13,21	51,15	52,54	1,39	2,67	15,89	LVMH
0,00	29,04	29,05	6,01	21,52	20,57	-0,95	2,78	8,8	PERNOD RICARD
0,17	1,04	1,22	7,64	0,08	4,27	4,19	1,72	9,37	RENAULT
0,00	6,65	6,66	4,53	5,98	8,19	2,21	1,73	6,27	Schneider Electric
0,00	4,83	4,84	0,87	3,05	3,28	0,23	0,25	1,12	V. Environnement
0,00	22,44	22,45	4,36	14,79	15,2	0,41	0,86	5,23	Vinci
0,00	16,44	16,45	10,89	17,63	20,59	2,96	1,67	12,56	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: (<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics/>)

وبالنسبة للقيم العادلة. 25، 24، 29 والملاحق رقم 29 وبيانات الجدول رقم 29 وبيانات الجدول رقم 24، 25 بالنسبة للقيم العادلة.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن هناك مغالاة في تقييم عقود خيارات الشراء المكونة للعينة المدروسة وذلك بالنسبة لخيارات بداية الدورة ومنتصف الدورة حيث جاءت القيمة السوقية تفوق القيمة الحقيقية بالنسبة لجميع الشركات، بينما نلاحظ أن هناك تطابق شبه تام بين القيمتين الحقيقية والاسمية بالنسبة للخيارات عند الاستحقاق ومن هنا نستنتج أن الاختلاف بين التقييم السوقي والتقييم الحقيقي للخيارات يكمن في تقدير القيمة الزمنية للخيارات، لهذا بدا الفارق

واضحاً بين القيمتين الحقيقية والسوقية في خيارات بداية ومنتصف الفترة لأنها تتشكل من قيمة زمنية موجبة، بينما تطابقت القيمتين في نهاية الفترة بفعل انعدام القيمة الزمنية، ويمكن إرجاع ذلك لـ:

- القيمة الزمنية السوقية مرتبطة بحجم العرض والطلب على خيارات الشراء، كلما ارتفع الطلب على شرائها ارتفعت قيمتها، في حين أن القيمة الحقيقية لا تأخذ حجم الطلب بعين الاعتبار.

- القيمة الزمنية السوقية مرتبطة كذلك بالتقلبات المستقبلية في سعر السهم ويتم تقديرها في السوق بناء على التوقعات المستقبلية في تقلب عوائد السهم، عن طريق بناء عدة سيناريوهات متوقعة للمخاطرة واختيار أسوأ سيناريو أي الأشد مخاطرة وبالتالي الأعلى تذبذباً، بينما قمنا بتقدير تقلبات سعر السهم بناء على بيانات تاريخية بسبب صعوبة بناء توقعات مستقبلية عن قيمة السهم ويعد هذا أحد أسباب ارتفاع القيمة الزمنية السوقية مقارنة بالحقيقية.

- القيمة الزمنية السوقية لا تأخذ بعين الاعتبار سعر الفائدة الخالي من المخاطرة في تقييم الخيارات، بينما القيمة الحقيقية تعتبره أحد متغيراتها، وهما يرتبطان طردياً أي كلما ارتفع سعر الفائدة الخالي من المخاطر ارتفعت قيمة خيارات الشراء، لأنه بارتفاعه يتعين ارتفاع علاوة خيارات الشراء لتشجيع المستثمرين على تحرير الخيار مفضلين إياه على استثمارات أخرى أقل مخاطرة مثل السندات الحكومية، ونلاحظ أن سعر الفائدة الخالي من المخاطرة المعتمد عليه في بناء هذا النموذج سالب أي منخفض جداً الأمر الذي تسبب في تخفيض القيمة الحقيقية بشكل كبير مقارنة بالقيمة السوقية.

المطلب الرابع: تقييم خيارات البيع

حيث نقوم بحساب قيمة خيار البيع معتمدين في ذلك على نفس المعطيات السابقة ولكن باستخدام طريقة تكافؤ خيارات الشراء والبيع.

الفرع الأول: تقييم خيارات البيع وتحديد الفرق بين القيمتين السوقية والعادلة

لتقييم خيارات البيع لسنة 2017 بداية الدورة مثلاً، نستخدم البيانات السابقة المتوفرة على مستوى الجدول رقم 28، على اعتبار أن قيمة خيارات البيع ترتبط بنفس المتغيرات التي ترتبط بها قيمة خيارات الشراء ولكن بشكل معاكس فيما يخص بعض المتغيرات، فمثلاً خيارات الشراء ترتبط إيجابياً بالسعر السوقى للسهم، وسلبياً بسعر التنفيذ بينما خيارات البيع ترتبط سلبياً بالسعر السوقى للسهم وإيجابياً بسعر التنفيذ، مثلما تطرقنا له في الجانب النظري من الدراسة، ويمكن حساب معادلة قيمة خيار البيع مباشرة دون استخدام قيمة خيار الشراء (C) عن طريق المعادلة:

$$P = X_e^{-rt} N(-d_e) - SN(-d_1)$$

أو استنتاجها انطلاقاً من معادلة تكافؤ خيارى البيع والشراء "Put - Call parity" والتي تطرقنا لها في الفصل

$$P = C - S + X e^{-r(t)} \quad \text{الأول وتعطى قيمتها كالتالي:}$$

قد استخدمنا هذه المعادلة مباشرة في حساب قيمة خيار البيع خاصة بعد توفر قيمة خيار الشراء التي تم حسابها سابقاً، وذلك باستخدام برنامج EXEL فمثلاً لحساب قيمة خيار بيع شركة Air Liquide لبداية الفترة بالنسبة لسنة 2017 نقوم مباشرة بالتعويض في المعادلة السابقة من خلال استخراج قيم S, X, r, t من الجدول رقم 27 وقيمة خيار الشراء

$$C \text{ من الجدول رقم 28 فنجد قيمة } P \text{ كالتالي: } P = 0,358099778 - 106 + 110e^{0.730(1)} = 5,1640379$$

وبنفس الطريقة نقوم بحساب القيمة الحقيقية لخيارات البيع لمنتصف ونهاية الدورة لسنة 2017، حيث أن تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع بالنسبة لمختلف السنوات ولثلاث فترات متواجدة على مستوى الملاحق وذلك كالتالي بالنسبة لسنة 2014، (الملاحق رقم 29، 30 و 31) سنة 2015 (الملاحق رقم 32، 33، 34) سنة 2016 (الملاحق رقم 35، 36، 37) سنة 2017 (الملاحق رقم 38، 39، 40).
وقد ساعدتنا القيم المتحصل عليه إضافة للقيم السوقية لخيارات البيع لمختلف سنوات الدراسة في تكوين الجدول الموالي الذي يمثل مقارنة بين القيم السوقية والعادلة لخيارات البيع لسنة 2017، أما نفس الجدول بالنسبة لبقية السنوات 2014، 2015، 2016 فموجود على مستوى الملاحق 41، 42، 43 على التوالي.

جدول رقم 31: مقارنة القيم السوقية والعادلة لعقود خيارات البيع سنة 2017

(الوحدة: €)

مقارنة بين القيمة العادلة والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة العادلة والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة العادلة والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRP	VMP	
1,14	2,95	4,09	4,33	0,82	5,15	7,63	5,16	12,79	AIR LIQUIDE
0,01	0,00	0,01	1,09	0,35	1,44	2,73	0,63	3,36	AXA
0,01	0,00	0,01	3,11	0,44	3,55	6,88	1,32	8,2	BNP PARISBAS
0,01	0,00	0,01	1,01	0,00	1,01	4,14	0,50	4,64	BOUYIGUE
0,00	5,48	5,48	0,84	1,12	1,96	2,00	0,72	2,72	CARREFOUR
0,01	0,00	0,01	1,53	0,00	1,53	4,02	1,26	5,28	SAINT GAUBIN
0,01	0,00	0,01	0,22	0,00	0,22	1,14	0,16	1,3	C. AGRICOLE
0,01	0,00	0,01	0,25	0,07	0,32	1,34	0,15	1,49	ENGIE
0,01	0,00	0,01	1,62	0,00	1,62	7,92	0,56	8,48	MICHELIN
0,01	0,00	0,01	0,66	0,08	0,74	1,37	0,24	1,61	ORANGE
0,00	2,23	2,23	1,35	0,00	1,35	-0,19	2,42	2,23	SANOFIE
0,01	0,00	0,01	0,56	0,00	0,56	1,80	0,71	2,51	PEUGEOT
0,01	1,97	1,98	2,47	0,97	3,44	5,63	1,30	6,93	S. GENERALE
0,02	0,79	0,81	1,11	4,02	5,13	4,78	0,96	5,74	TOTAL
0,01	0,00	0,01	0,57	0,00	0,57	1,65	0,25	1,9	VIVENDI
0,01	0,00	0,01	1,01	0,00	1,01	6,19	0,46	6,65	SODEXO
0,01	0,00	0,01	0,79	0,00	0,79	3,82	0,28	4,1	ACCOR
0,01	0,00	0,01	1,07	0,00	1,07	5,01	0,44	5,45	DANONE
0,01	0,00	0,01	1,59	0,00	1,59	7,32	2,11	9,43	CAPGEMINI
0,01	0,00	0,01	1,71	0,00	1,71	16,43	10,91	27,34	KERING
0,01	0,00	0,01	2,50	0,00	2,5	15,59	4,80	20,39	LVMH
0,01	0,00	0,01	0,71	0,00	0,71	7,18	0,52	7,7	PERNOD RICARD
0,19	0,00	0,19	4,09	3,91	8	9,96	1,28	11,24	RENAULT
0,01	0,00	0,01	2,12	0,00	2,12	6,10	0,76	6,86	Schneider Electric
0,01	0,00	0,01	0,20	0,00	0,2	1,41	0,63	2,04	V. Environnement
0,01	0,00	0,01	0,92	0,00	0,92	5,76	0,78	6,54	Vinci
0,01	0,00	0,01	2,73	0,00	2,73	12,96	2,92	15,88	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: (<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/>)

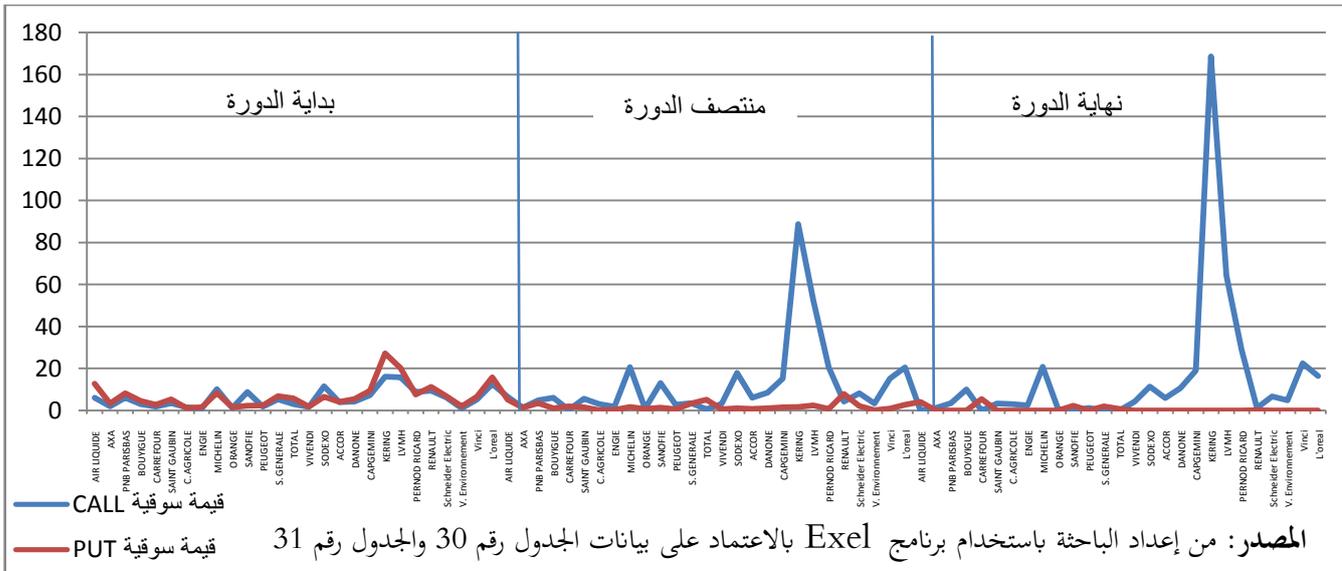
derivatives/ daily-statistics) بالنسبة للقيم السوقية؛ والملاحق رقم 38، 39، 40 بالنسبة للقيم العادلة.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن هناك مغالاة في تقييم عقود خيارات البيع مثلها مثل خيارات الشراء المكونة للعينة المدروسة، كما نستنتج كذلك أن الاختلاف بين التقييم السوقي والتقييم النظري للخيارات يكمن في تقدير القيمة الزمنية للخيارات، لهذا بدا الفارق واضحاً بين القيمتين العادلة والسوقية في خيارات بداية ومنتصف الفترة لأنها تتشكل من قيمة زمنية موجبة، بينما تطابقت القيمتين في نهاية الفترة بفعل انعدام القيمة الزمنية، ويمكن إرجاع ذلك لنفس الأسباب سابقة الذكر بالنسبة لخيارات الشراء.

الفرع الثاني: تحديد العلاقة بين قيمة خيارات الشراء والبيع

لاحظنا من خلال مقارنة القيم الحقيقية لخيارات البيع (جدول رقم 30) مع خيارات الشراء (جدول رقم 31) وجود علاقة عكسية بين القيمتين العادلتين لخيارات الشراء والبيع (ونفس العلاقة سنتطرق على القيمتين السوقيتين لخيارات الشراء والبيع)، وقد مثلنا ذلك من خلال الشكل الموالي رقم (34) والذي يعكس العلاقة بين القيم السوقية بالنسبة لسنة 2017 بالنسبة لمختلف قيم الخيارات في بداية، منتصف ونهاية الدورة، وكذلك الشكل رقم (35) بالنسبة للقيم الحقيقية لنفس الفترات.

شكل رقم 34: العلاقة بين القيم السوقية لخيارات البيع والشراء لسنة 2017

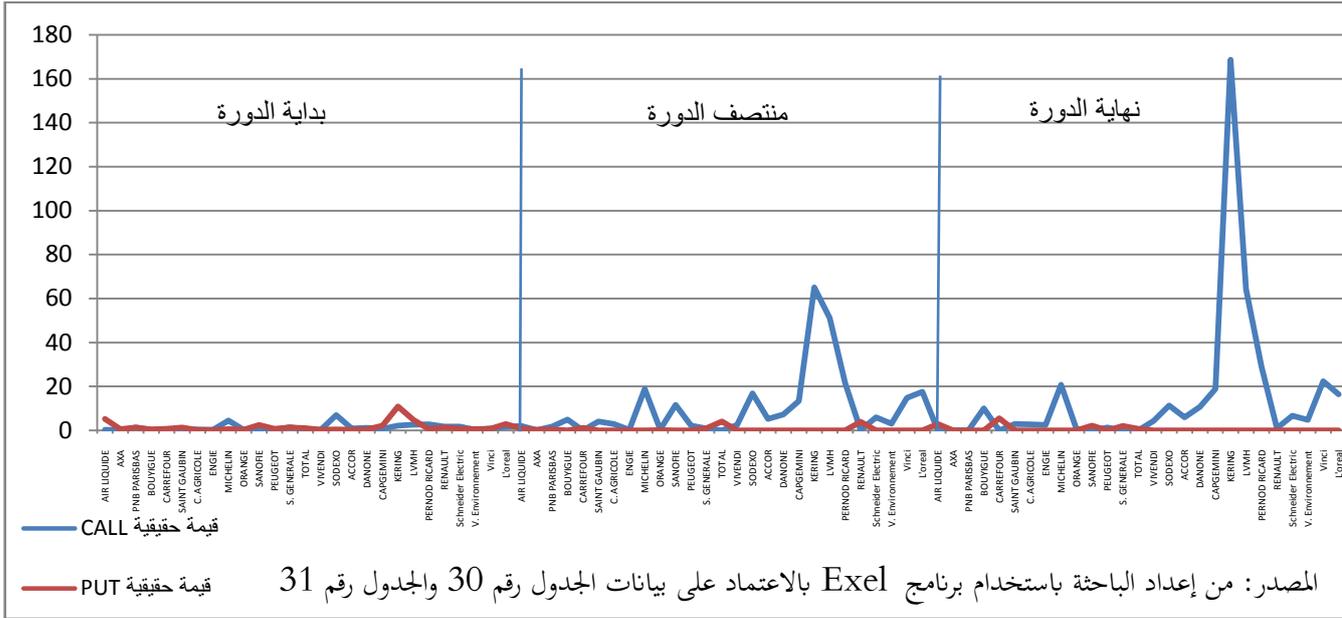


حيث يؤكد هذا الرسم البياني طبيعة العلاقة بين قيمتي خيارات الشراء والبيع التي تطرقنا لها في الفصل الأول من الدراسة، حيث نلاحظ أنه:

- في بداية فترة الاستحقاق تتحرك قيمتي خيارى الشراء والبيع في نفس الاتجاه لأنها تتكون فقط من قيمة زمنية لأن القيمة الضمنية بالنسبة لنوعي الخيارات منعدمة بفعل تقارب سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم، وهي تتحدد أساساً بناء على توقعات المستثمرين التي تحرك قوى العرض والطلب، فمشترو خيارات الشراء ومحرورو خيارات البيع يراهنون على ارتفاع الأسعار، بينما مشتروا خيارات البيع ومحرورو خيارات الشراء يراهنون على تراجع الأسعار، وبالتالي تتعادل قوى العرض والطلب على كل نوع من الخيارات بفعل تساوي وتعاكس التوقعات مما يؤدي إلى تقارب القيم الزمنية لخيارات الشراء والبيع.

- في منتصف فترة الاستحقاق نلاحظ بداية نشأة العلاقة العكسية بين خيارات الشراء والبيع بفعل امتلاكهما لقيمة ضمنية تتمثل في الفارق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم حيث تساوي بالنسبة لخيار الشراء:
- $IVC = \text{Max}(0, S - X)$ وبالنسبة لخيار البيع $IVP = \text{Max}(X - S, 0)$ ، إضافة لقيمة زمنية بسبب عدم انتهاء دورة حياة الخيارات، لهذا نلاحظ أن القيمة الضمنية لخيارات الشراء تفوق بالنسبة لأغلب الشركات قيمة خيارات البيع لأن قيمتها الضمنية موجبة، وهذا يعني قيمة ضمنية منعدمة لخيارات البيع، ولكن رغم ذلك فإن قيمتها قد تقترب من الصفر ولكن لا تساويه لأنها تمتلك قيمة زمنية مادام لم تنتهي فترة حياتها.
- في نهاية الدورة وقبل تاريخ الاستحقاق بيوم واحد نلاحظ تساوي القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع مع قيمها الضمنية والتي تعكس مكاسب أو خسائر المستثمر إذا ما اشترى هذه الخيارات في وقت سابق، وتعبّر عن مدى استفادة المستثمر من فروق الأسعار بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم عند التنفيذ دون احتمالية تغير ذلك السعر بفعل تأثير القيمة الزمنية التي تساوي الصفر، وهنا تبرز العلاقة العكسية بين قيمة خيارات الشراء والبيع حيث نلاحظ أنه كلما كانت القيمة الضمنية لخيارات الشراء موجبة أي أن $S > X$ كلما ارتفعت قيمة خيارات الشراء عند التنفيذ دليل على تحقيق المشتري لمكاسب تقدر بالقيمة الضمنية مطروحا منها علاوة التي تم دفعها عند إبرام العقد في نهاية سنة 2016، في نفس الوقت تكون قيمة خيارات البيع منعدمة (أو تساوي €0.01 وهي التسعيرة القانونية الدنيا لسوق الخيارات الأوروبية) أي أنها لا تنفذ وقيمتها الضمنية منعدمة (أي أن خيار الشراء ITM وخيار البيع OTM).
- والعكس صحيح أي كلما كانت القيمة الضمنية لخيارات الشراء منعدمة أي أن $S < X$ الخيار لا ينفذ ويخسر مشتريه قيمة العلاوة التي دفعها في بداية الفترة، في نفس الوقت تكون قيمة خيارات البيع مرتفعة لأن قيمتها الضمنية موجبة، حينها يحقق مشتري خيار البيع مكاسب تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ مطروحا منها العلاوة المدفوعة عند إبرام العقد (أي أن خيار البيع ITM وخيار الشراء OTM).
- أما في حالة تساوي السعر السوقي للسهم مع سعر التنفيذ (أو اقتراب السعيرين)، فتتعدم قيمتي خيارتي البيع والشراء حيث: $\text{Max}(0, S - X) = \text{Max}(0, X - S) = 0$ (أي أن خيارتي البيع والشراء ATM).
- وقد التمسنا نفس الملاحظات بالنسبة لبقية سنوات الدراسة، والتي عبرنا عنها من خلال الرسوم البيانية المتواجدة على مستوى الملحق رقم 44، والذي يعبر عن العلاقة بين القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع لسنوات 2014، 2015، 2016، والملحق رقم 45، والذي يعبر عن العلاقة بين القيم العادلة لخيارات الشراء والبيع لنفس السنوات.

شكل رقم 35: العلاقة بين القيم العادلة لخيارات البيع والشراء لسنة 2017



نستخلص من هذا الرسم أن طبيعة العلاقة بين القيم الحقيقية والسوقية لخيارات البيع والشراء تتطابقان، في حين أن القيم الحقيقية كانت دائما أقل من القيم السوقية سواء في بداية أو منتصف الفترة ويرجع ذلك كما أشرنا سابقا لطريقة تقدير القيمة الزمنية التي تختلف بين القيمتين خاصة من حيث عدم أخذ القيمة الحقيقية لحجم الطلب السوقي على هذه العقود بعين الاعتبار وكذا اعتمادها على أعلى تذبذب في العوائد المستقبلية المتوقعة.

أما فيما يخص القيمة الحقيقية لخيارات البيع والشراء في نهاية فترة الاستحقاق فقد تطابقت مع القيمة السوقية بفعل تساوي القيم الضمنية فقط مادامت القيمة الزمنية انعدمت، حيث تبرز العلاقة العكسية بين قيمة خيارات البيع والشراء والبيع فكلما ارتفعت قيمة خيارات البيع تراجمت قيمة خيارات البيع إلى الصفر، حيث نلاحظ أن سنة 2017 عرفت في نهاية الفترة ارتفاعا في قيمة أسهم شركات العينة مقارنة بنهاية سنة 2016 الأمر الذي جعل 77% من خيارات البيع السنوية مربحة ونفس النسبة من خيارات البيع غير المربحة (قيمتها تساوي الصفر) أي صدقت توقعات المراهنين على ارتفاع الأسعار أكثر من توقعات المراهنين على تراجع الأسعار.

المبحث الثالث: دراسة العلاقة بين مبادئ الحوكمة وقيمة الخيارات على أسهم شركات العينة

خصص هذا المبحث لقياس أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع على أسهم عينة الشركات المدروسة، وقد تم التعبير عن التزام الشركات المقيدة بهذه المبادئ من خلال بعض المعايير المستوحاة من المبادئ المنصوص عليه بقانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep Medef)، ثم قمنا ببناء نماذج قياسية تقوم بقياس هذا الأثر على القيمة السوقية لخيارات الشراء، على الفارق بين القيمتين السوقية والعادلة، وأخيرا على القيمة السوقية لخيارات البيع.

المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة

قبل التطرق للنماذج القياسية سنحدد أولا الإجراءات المنهجية لهذه الدراسة القياسية.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في بورصة باريس (Euronext paris) والمكونة لمؤشر Cac40 وهي الشركات المقيدة في السوق الأول الفرنسي ذات أكبر رسملة. أما عينة الدراسة فتتمثل في شركات Cac40 الخاضعة لقانون حوكمة الشركات الفرنسي (Afep-Medef) والتي تمتلك خيارات أسهم أوروبية متداولة على مستوى السوق المشتق لبورصة باريس يورونكست وعددها 27 شركة وتمثل 67% من مجتمع الدراسة.

الفرع الثاني: البيانات وفترة الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على بيانات سنوية تمتد لأربع سنوات من 2014 إلى 2017، تم الحصول على هذه البيانات كالتالي:

- بالنسبة للبيانات المتعلقة بقيمة الخيارات على الأسهم فتم الحصول عليها من موقع السوق المالي الأوروبي يورونكست وبالضبط من الرابط <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics>.

- أما البيانات المتعلقة بقيمة الأسهم فتم الحصول عليها من الموقع: <http://fr.finance.yahoo.com>

- بالنسبة للبيانات المتعلقة بحوكمة الشركات فتم الحصول عليها من التقارير السنوية أو المرجعية (documents de références) لأربع سنوات المنشورة لمختلف شركات العينة المدروسة.

الفرع الثالث: نموذج الدراسة

بما أن البيانات المتحصل عليها هي في شكل سلاسل زمنية مقطعية فلاإجابة على الإشكالية والتحقق من صحة الفرضيات اعتمدنا نموذج البيانات المقطعية (panel data model) حيث يعتبر النموذج الأنسب لهذا النوع من الدراسات، ويأتي نموذج (panel data) في ثلاث أشكال رئيسية:¹

¹ - رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات بانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، سبتمبر 2014، ص 155-156.

أولاً: نموذج الانحدار التجميعي (pooled ols)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج السلاسل الزمنية المقطعية حيث تكون فيه جميع المعاملات β_0 و β_1 ثابتة عبر الزمن وعبر الوحدات (constant coefficient model)، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج فيصبح عدد مشاهدات النموذج محل الدراسة $4 \times 27 = 108$ مشاهدة، وتكون الصيغة العامة للنموذج كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث: $t = 1, 2, 3, 4$ $i = 1, 2, \dots, 27$

ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة (LSDV model)

يفترض نموذج التأثيرات الثابتة (fixed effects least squares dummy variable) بأن المعلمة β_0 تتغير من وحدة إلى أخرى لكنها تبقى ثابتة عبر الزمن، مع بقاء باقي المعاملات β_1 ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية عبر الزمن وعليه فإن كل المعلمات في 27 شركة محل الدراسة هي ثابتة عبر الزمن ولكن المقدر الخاص بالقاطع β_0 يختلف من شركة إلى أخرى، وتكون الصيغة العامة للنموذج كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث: $t = 1, 2, 3, 4$ $i = 1, 2, \dots, 27$.

ثالثاً: نموذج التأثيرات العشوائية (random effects model)

في ظل هذا النموذج فإن كل وحدة تتميز بقاطع خاص بها إلا أن هذا القاطع غير ثابت بل يتغير عبر الزمن بالنسبة للنموذج المدروس والمكون من 27 شركة فإن كل شركة من هذه الشركات ستتميز بقاطع خاص بها، إلا أن هذا القاطع غير ثابت بل يتغير عشوائياً عبر الزمن فيكون الشكل العام للنموذج بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث: $t = 1, 2, 3, 4$ $i = 1, 2, \dots, 27$.

وفي نموذج التأثيرات العشوائية يعامل القاطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره u وحد خطأ v_i حيث:

$$\beta_{0(i)} = u + v_i \quad i = 1, 2, \dots, 27.$$

الفرع الرابع: متغيرات النموذج

بغرض بناء النماذج سابقة الذكر اعتمدنا على المتغيرات التالية:

أولاً: المتغيرات التابعة

قد تم عرض بيانات مختلف المتغيرات التابعة في شكل بيانات مقطعية على مستوى (الملحق رقم 46)، وتتمثل في:

1. متغيرات تابعة متعلقة بالقيمة السوقية لخيارات الشراء

تعبر عن القيمة السوقية لعقود خيارات الشراء الأوروبية على أسهم شركات العينة المدروسة والمنشورة على مستوى الموقع (www.euronext.com) وبالتحديد في الرابط (<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics>)، وتنقسم إلى:

VMC1: تتمثل في القيمة السوقية لعقود خيارات الشراء السنوية في بداية فترة صلاحية الخيار مباشرة يوم بداية دورة خيارات جديدة، والذي اعتبرناه تاريخ إبرام العقد، وهو اليوم الذي يلي مباشرة ثالث جمعة من شهر ديسمبر من كل سنة تسبق مباشرة سنوات الدراسة الأربع.

VMC2: تتمثل في القيمة السوقية لعقود خيارات الشراء السنوية في منتصف فترة صلاحية الخيار، أي ثالث جمعة من شهر جوان.

VMC3: تتمثل في القيمة السوقية لخيارات الشراء السنوية في نهاية فترة حياة الخيار، أي يوم واحد قبل نهاية فترة حياة الخيار.

2. متغيرات متعلقة بالفارق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء

تتمثل في الفارق بين القيمتين الحقيقية والسوقية لخيارات الشراء، وقد تم اختبار ارتباط هذا المتغير بمختلف متغيرات الحوكمة لتحديد مدى مساهمة الحوكمة في التقريب بين القيمتين الحقيقية والسوقية، وقد تم تقدير هذا المتغير بالنسبة لخيارات بداية ومنتصف الفترة فقط، لأن القيمة الحقيقية للخيارات في نهاية الفترة جاءت متطابقة مع القيمة السوقية بفعل انعدام القيمة الزمنية وتتمثل هذه المتغيرات في:

DELTA1: ويمثل الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لخيارات الشراء **VMC1-VRC1** في بداية الفترة.

DELTA2: ويمثل الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لخيارات الشراء **CMC2-VRC2** في منتصف الفترة.

3. متغيرات تابعة متعلقة بالقيمة السوقية لخيارات البيع

تعبر عن القيمة السوقية لعقود خيارات البيع الأوروبية على أسهم شركات العينة المدروسة والمنشورة على مستوى الموقع (www.euronext.com).

VMP1: تتمثل في القيمة السوقية لعقود خيارات البيع السنوية في بداية فترة الصلاحية مباشرة يوم بداية دورة خيارات جديدة، والذي اعتبرناه تاريخ إبرام العقد.

VMP2: تتمثل في القيمة السوقية لعقود خيارات البيع السنوية في منتصف فترة حياة الخيار.

VMP3: تتمثل في القيمة السوقية لخيارات البيع السنوية في نهاية فترة حياة الخيار.

ثانيا: المتغيرات المستقلة

وتتمثل هذه المتغيرات في بعض المعايير المستخدمة لقياس مدى التزام الشركات المقيدة بمبادئ الحوكمة المنصوص عليها بقانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef)، وقد تم استخراجها من التقارير السنوية لشركات العينة المدروسة ، وقد استقر اختيارنا على هذه المتغيرات بالذات على اعتبارها أهم المتغيرات القابلة للقياس الكمي والواردة في بنود قانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef) والذي ينقسم إلى ثلاث بنود أساسية، بند متعلق بمجلس الإدارة، وآخر

متعلق بلجان مجلس الإدارة و البند الأخير متعلق بعلاوات المسيرين، (البيانات المقطعية المتعلقة بهذه المتغيرات متواجدة على مستوى الملحق رقم 47)؛ ولذا تم تقسيم المتغيرات إلى ثلاثة أقسام:

1. متغيرات متعلقة بمجلس الإدارة وتتمثل في:

SEP: ويشير إلى اعتماد الشركة على مبدأ الفصل بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام أو دمج الوظيفتين، وقد تم اعتباره متغير وهمي أو صوري، حيث تم منح المتغير قيمة 1 إذا كانت الشركة تعتمد على مبدأ الفصل، والرقم 0 إذا كانت الشركة تعتمد على مبدأ دمج الوظيفتين.

NBR: ويمثل عدد أعضاء مجلس الإدارة.

IND: ويمثل النسبة المئوية لأعضاء مجلس الإدارة الذين يتميزون بالاستقلالية، ويحسب كنسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.

ASSI: ويمثل درجة انضباط أعضاء مجلس الإدارة في حضور اجتماعات مجلس الإدارة، ويعبر عنه بالمتوسط الحسابي للنسبة المئوية لعدد الاجتماعات التي شارك فيها كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة مشاركة فعلية إلى عدد جميع اجتماعات مجلس الإدارة التي تم انعقادها خلال السنة.

PRS: ويعبر عن تمثيل الموظفين في مجلس الإدارة، ويتمثل في النسبة المئوية لعدد أعضاء مجلس الإدارة الممثلين للموظفين العاديين أو الموظفين المساهمين في الشركة كنسبة من العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة.

2. متغيرات متعلقة بلجان مجلس الإدارة، وتتمثل في:

NBRC: عدد اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة.

INDC: استقلالية اللجان، ويعبر عنه بالنسبة المئوية للأعضاء المستقلين المشكلين للجان المراجعة، التعيينات والعلاوات، وقد تم اعتماد اللجان المذكورة فقط على اعتبارها أهم لجان مجلس الإدارة التي تمتلك علاقة مباشرة بحوكمة الشركات والتي حدد قانون حوكمة الشركات (Afep-Medef) إطارا تنظيميا لعضويتها.

ASSIC: ويمثل درجة انضباط أعضاء لجان المراجعة، التعيينات والعلاوات التابعة لمجلس الإدارة في حضور اجتماعات هذه اللجان، ويعبر عنه بالمتوسط الحسابي للنسبة المئوية لعدد الاجتماعات التي شارك فيها كل عضو من أعضاء هذه اللجان مشاركة فعلية إلى عدد جميع الاجتماعات التي تم انعقادها خلال السنة.

3. متغيرات متعلقة بعلاوات المسيرين وتتمثل في:

PDAC: ويتمثل في مدى اعتماد الشركة على توزيع أسهم الأداء (أسهم مجانية) على مستخدمي الشركة في شكل علاوات سواء كانوا أعضاء مجلس إدارة عاديين أو أعضاء تنفيذيين أو حتى موظفين ويكون ذلك عن طريق الإعلان على اعتماد مخطط أسهم أداء (plan d'actions de performance)، وقد تم تقدير هذا المتغير عن طريق عدد الأسهم المقرر توزيعها بناء على هذا المخطط كنسبة مئوية من رأس المال الاجتماعي المعوم للشركة.

ACMS: ويعبر هذا المتغير عن عدد أسهم الأداء التي تم توزيعها على أعضاء مجلس الإدارة المسيرين التنفيذيين للشركة، وقد تم تقدير هذا المتغير عن طريق عدد الأسهم الممنوحة للأعضاء المسيرين التنفيذيين (المدير العام أو الرئيس المدير العام) كنسبة مئوية من رأس المال الاجتماعي المعوم للشركة.

PDOP: ويتمثل في مدى اعتماد الشركة على توزيع خيارات شراء أسهم على مستخدمي الشركة في شكل علاوات سواء كانوا أعضاء مجلس إدارة عاديين أو أعضاء تنفيذيين أو حتى موظفين ويكون ذلك عن طريق الإعلان على اعتماد مخطط خيارات شراء (plan d'options d'achat)، وقد تم تقدير هذا المتغير عن طريق قيمة عقود الخيارات المقرر توزيعها بناء على هذا المخطط كنسبة مئوية من رأس المال الاجتماعي المعوم للشركة.

OPMS: ويعبر هذا المتغير عن عدد عقود الخيارات على الأسهم التي تم توزيعها على أعضاء مجلس الإدارة المسيرين التنفيذيين للشركة، وقد تم تقدير هذا المتغير عن طريق عدد الأسهم الممنوحة للأعضاء المسيرين التنفيذيين كنسبة مئوية من رأس المال الاجتماعي المعوم للشركة.

الفرع الخامس: تحليل البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة والارتباط بين المتغيرات

حيث تعبر هذه المرحلة عن الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تعد ضرورية قبل اختبار نماذج الانحدار.

أولاً: تحليل البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول الموالي البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة، وقد استخدمنا لغرض التعبير على هذه المتغيرات المقاييس الإحصائية المتمثلة في المتوسط الحسابي للتعبير عن القيمة التي تتجمع حولها كل قيم المتغيرات المستقلة والتابعة، الانحراف المعياري لقياس مدى تشتت هذه القيم عن المتوسط الحسابي، ثم عيننا في هذا الجدول أعلى وأدنى قيمة لمختلف المتغيرات.

جدول رقم 32: البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أعظم قيمة	أدنى قيمة
SEP	0,37	0,48	1	0
NBR	14,73	2,50	21	9
IND	0,63	0,14	0,92	0,3
ASSI	0,93	0,04	1	0,8
PRS	0,13	0,07	0,26	0
NBRC	3,65	0,85	6	2
INDC	0,77	0,16	1	0,3
ASSIC	0,94	0,06	1	0,66
PDAC	0,27	0,35	1,5	0
ACMS	0,01	0,02	0,11	0
PDOP	0,07	0,19	0,87	0
OPMS	0,003	0,01	0,05	0
VMC1	4.85	3.67	16.25	0.67
VMC2	8.73	11.36	8.74	0.12
VMC3	8.37	18.55	168.65	0.01
DELTA1	3.47	2.82	13.90	0.41
DELTA2	3.16	8.87	89.93	1.86-
VMP1	5,77	4,68	27,34	0,38
VMP2	3,10	3,89	19,55	0,01
VMP3	0,93	1,81	7,93	0,01

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتعلقة بمتغيرات العينة (ملاحق 46، 47)

نستنتج من الجدول ما يلي:

1. بالنسبة للبيانات الإحصائية الخاصة بالمتغيرات المستقلة

أ. فيما يخص المتوسط الحسابي والقيم العظمى والدنيا نلاحظ ما يلي:

متوسط الشركات التي تقوم بالفصل بين وظيفتي الرئيس والمدير العام (SEP) تساوي 37%، في حين 63% تعتمد مبدأ الجمع بين الوظيفتين، وقانون الحوكمة لم يفرض على الشركات إتباع نمط معين بينما تركه لتقدير مجلس الإدارة؛ بالنسبة لعدد أعضاء مجلس الإدارة (NBR) فيبلغ بالمتوسط 14 عضوا وهذا ما يوافق القانون التجاري الفرنسي حسب المادة L225-17 التي تنص على عدد أعضاء المجلس يجب أن يتراوح بين 3 إلى 18 عضو دون أخذ الأعضاء ممثلي الموظفين أو الموظفين المساهمين في الحسبان¹، ونلاحظ أن أكبر حجم للمجلس بلغ 21 عضو وهو مجلس إدارة بنك (Crédit Agricole) وهو بذلك لا يخالف القانون لأن عدد أعضائه هو 18 عضو منتخب من طرف الجمعية العامة، عضوان ممثلان للعمال، وعضو ممثل للمنظمات المهنية الفلاحية؛ استقلالية المجلس (IND) فتبلغ في المتوسط 63% من مجموع الأعضاء، وهي بذلك تفوق النسبة المحددة في قانون الحوكمة المحددة بالنصف في حالة الشركات ذات رأس المال المشتت ودون مساهمين مراقبين (أي اللذين يمتلكون الأغلبية في رأس المال وحقوق التصويت) أو الثلث على الأقل في حالة الشركات المراقبة، وهذا ما يعكس حرص الشركات الفرنسية الكبرى على استقلالية مجلس الإدارة؛ مدى انضباط أعضاء المجلس بحضور اجتماعات المجلس (ASSI) بلغت بالمتوسط 93% وهي تعتبر نسبة مرتفعة، وحتى أدنى نسبة في الانضباط بحضور الاجتماعات تبلغ 80% والتي تعد نسبة مرتفعة كذلك، وهذا ما يدل عن مدى انضباط أعضاء مجلس الإدارة وفعاليتهم في اتخاذ القرارات ومناقشة استراتيجيات الشركة؛ تمثيل الموظفين في مجلس الإدارة (PRS) سواء عن طريق أعضاء ممثلي الموظفين أو أعضاء ممثلي الموظفين المساهمين، يبلغ بالمتوسط 13% من مجموع أعضاء المجلس، وتمثل هذه النسبة عضوين من متوسط أعضاء مجلس الإدارة (14 عضو)، وهي نسبة منخفضة ولكنها تتطابق مع قانون (AfeP Medef) الذي يشترط على المجلس أن يضم عضو أو أكثر ممثل للموظفين المساهمين، إذا ما كانت مساهمات الموظفين في رأس مال الشركة تفوق 3%، ويضم عضو أو عضوين ممثلي العمال غير المساهمين، عدد اللجان (NBRC) يبلغ بالمتوسط 3 لجان تقريبا، وهو يتطابق مع قانون الحوكمة الذي ينص على ضرورة امتلاك المجلس لثلاث لجان رئيسية وهي المراجعة التقييمات والعلاوات، وقد بيننا في المبحث الثاني من هذا الفصل أن 100% من شركات Cac 40 تمتلك هذه اللجان، رغم أن الحد الأدنى والبالغ لجتتين راجع لكون بعض الشركات تدمج لجنتي التقييمات والعلاوات في لجنة واحدة، أما الحد الأقصى والبالغ 6 لجان يرجع لاعتماد بعض الشركات للجان تدعيم التسيير على غرار اللجان الإستراتيجية، لجان تقنية، لجان الأخلاقيات والحوكمة...؛ متوسط استقلالية اللجان (INDC) والتي تبلغ 77% تتفق وقانون حوكمة الشركات الذي ينص على استقلالية ثلثي أعضاء لجنة المراجعة واستقلالية أغلبية أعضاء لجان التقييمات والعلاوات، وهذا يدل على مدى جودة لجان مجلس الإدارة ومدى التزامها في دورها الرقابي على المسيرين، بينما متوسط انضباط أعضاء اللجان في حضور الاجتماعات (ASIC) بلغ 94% وهي نسبة مرتفعة كذلك تدل على مدى جودة لجان المراجعة وفعاليتها في تقديم الخدمات الاستشارية لمجلس الإدارة؛ النسبة المتوسطة لبرامج أسهم

¹ IFA(Institut français des administrateurs), combien d'administrateurs doit comprendre le conseil d'administration (<https://www.ifa-asso.com/informer/centre-de-ressources/les-questions-cles/combien-dadministrateurs-doit-comprendre-le-conseil-dadministration.html>) consulté le 27/09/2018.

الأداء من رأس المال المعوم لشركات العينة (PDAC) بلغت 0.27 % في حين نصيب المسيرين التنفيذيين منها (ACMS) بلغ بالمتوسط 0.01 % من رأس المال العوم، في حين النسبة المتوسطة لبرامج خيارات الشراء على الأسهم من رأس المال المعوم لشركات العينة (PDOP) بلغت 0.07 % بينما نصيب المسيرين التنفيذيين منها (OPMS) بلغ بالمتوسط 0.003 % فقط من رأس المال العوم، ويشير هذا المدى اعتماد شركات العينة على أسهم الأداء أكثر من اعتمادها على الخيارات على الأسهم في دفع علاوات المساهمين بسبب الانتقادات الموجهة لها كتعويضات للمسيرين.

ب. فيما يخص الانحراف المعياري نلاحظ مايلي:

الانحراف المعياري الخاص بالمتغيرات المستقلة المتعلقة بمجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة جاءت قيمه منخفضة، أقل من المتوسط الحسابي وأحيانا تقترب من الصفر دليل على تقارب قيم هذه المتغيرات وانخفاض تشتتها عن المتوسط الحسابي، بينما الانحراف الخاص بالمتغيرات المستقلة المتعلقة بالعلاوات فقد جاءت قيمه مرتفعة تفوق قيمة المتوسط الحسابي دليل على وجود تشتت للعلاوات الممنوحة من طرف الشركة في شكل أسهم أداء أو خيارات أسهم سواء كانت عبارة عن برامج تمنح لأعضاء المجلس والموظفين، أو خاصة بالمسيرين التنفيذيين، فهي تتباين من شركة لأخرى لأنها ليست مسقفة من طرف قانون الحوكمة، وإنما تحدد من طرف المجلس وتعرض للمصادقة من طرف الجمعية العامة للمساهمين.

2. بالنسبة للبيانات الإحصائية الخاصة بالمتغيرات المستقلة

أ. فيما يخص القيم السوقية لخيارات الشراء والفارق بينهما نلاحظ أن:

بالنسبة لمتوسط القيمة السوقية لخيارات الشراء فقد تزايدت مع انخفاض فترة حياة الخيار، لكن ثبتت تقريبا بالنسبة لمنتصف ونهاية الفترة عند قيم (8.73 و 8.37€) على التوالي دليل على اتساع الفجوة بين القيمة السوقية وسعر التنفيذ خلال هذه الفترة (ارتفاع القيمة الضمنية) مضافا إليها القيمة الزمنية خلال منتصف فترة الخيار لأن تاريخ التنفيذ لم يكن بعد، تراجعت في نهاية الفترة لتساوي بالمتوسط 8.3€ لأنها تعبر عن قيمة ضمنية مرتفعة مع قيمة زمنية منعدمة، نفس الملاحظة بالنسبة للانحراف المعياري للقيم السوقية لخيارات الشراء حيث يتزايد تشتتها عن المتوسط الحسابي كلما انخفضت فترة حياة الخيار لتبلغ أعلى قيمة لها في نهاية الدورة 18.55€.

بشكل عام نلاحظ ارتفاع قيمة الانحراف المعياري للمتغيرات التابعة وهذا يرجع لتباين قيم جميع المتغيرات التي تحدد قيمة الخيارات خاصة القيم السوقية للأسهم وأسعار التنفيذ واختلافها سواء من شركة لأخرى أو للشركة نفسها من سنة لأخرى، فهي تتحدد بشكل عشوائي وتخضع لعدة عوامل داخلية وخارجية، وهذا ما تؤكد القيم الدنيا والعظمى للمتغيرات التابعة التي جاءت متباعدة بشكل ملحوظ، مما يؤكد تشتت هذه القيم عن المتوسط الحسابي.

كما نلاحظ ارتفاع في القيمة السوقية لخيارات الشراء مقارنة بالقيمة الحقيقية حيث بلغ الفرق بينهما (DELTA) بالقيمة المتوسطة 3.47 و 3.16€ دليل على مغالاة السوق في تحديد القيمة الزمنية لهذه الخيارات وقد كانت أكبر في بداية الفترة لأن القيمة الزمنية أكبر، في حين تتساوى تقريبا القيمة السوقية والحقيقية في نهاية الفترة بفعل انعدام القيمة الزمنية للخيارات لذا لم نعتبر الفارق بين القيمتين الحقيقية والاسمية في نهاية الفترة متغيرا تابعا لأن قيمه كانت في أغلبها صفرية أو تقترب بشكل كبير من الصفر.

ب. فيما يخص القيمة السوقية لخيارات البيع نلاحظ أن:

متوسط القيم السوقية لخيارات البيع خلال بداية الفترة تتقارب بشكل كبير مع متوسط القيم السوقية لخيارات الشراء خلال نفس الفترة، ثم يأخذان منحى متعاكس خلال منتصف ونهاية الفترة، دليل على العلاقة العكسية بينهما حيث كلما ارتفعت القيمة الضمنية لخيارات الشراء تراجعت القيمة الضمنية لخيارات البيع. كما نلاحظ ارتفاع تشتت قيم هذه المتغيرات عن المتوسط الحسابي هذا ما يؤكد التباعد بين أعلى وأدنى قيمة لهذه المتغيرات حيث كانت أعلى قيمة تشتت تقدر ب 4.68 وتتمثل في تشتت القيم السوقية لخيارات البيع في بداية الفترة، أين كان كذلك أعلى تباعد بين أعلى وأدنى قيمة.

ثانيا: مصفوفة ارتباط المتغيرات التابعة فيما بينها والمستقلة فيما بينها

تم وضع هذه المصفوفة لقياس معامل الارتباط بين المتغيرات التابعة فيما بينها وكذا المتغيرات المستقلة فيما بينها

1. مصفوفة ارتباط المتغيرات التابعة

تبين هذه المصفوفة مدى الارتباط بين المتغيرات التابعة للدراسة حيث نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين أغلب المتغيرات التابعة للدراسة وهذا راجع أساسا للقيمة السوقية لعقود الخيارات مشتقة من قيمة السهم هذه الاخيرة تتغير وفق حركة عشوائية، وهي مقيمة على ثلاث فترات متباعدة بداية منتصف ونهاية دورة حياة الخيار وبالتالي وجود تباين بين قيمها مما يجعل الارتباط ضعيف بينها، ماعدا بعض المتغيرات التي إذا ما حدث ارتباط بينها قد يكون له دلالة اقتصادية، مثلا الارتباط بين VMC2 و VMC3 الذي قدر ب 83% والتي تمثل القيمة السوقية للخيارات لفترتين متتاليتين، الارتباط بين VMC2 و delta1 الذي قدر بنسبة 60% وبين VMC3 و delta1 الذي قدر بنسبة 61% ويرجع لكون قيمة delta تحسب على أساس الفارق بين القيمة السوقية VMC والحقيقية للخيار، الارتباط بين VMP1 وكل من: VMC2، VMC3، delta1 والذي بلغ على التوالي: 62%، 66%، 90%، وينتج عن الارتباط الموجود أساسا بين قيم خيارات الشراء والبيع الذي سنثبته لاحقا.

الجدول رقم 33: مصفوفة ارتباط المتغيرات التابعة فيما بينها

	VMC1	VMC2	VMC3	DELTA1	DELTA2	VMP1	VMP2	VMP3
VMC1	1.000000							
VMC2	-0.050868	1.000000						
VMC3	-0.026690	0.831938	1.000000					
DELTA1	-0.038377	0.604116	0.613618	1.000000				
DELTA2	-0.019875	0.141340	0.176683	0.120158	1.000000			
VMP1	-0.033115	0.628581	0.669769	0.907537	0.137259	1.000000		
VMP2	-0.033593	-0.179048	0.050775	0.453867	0.019195	0.524937	1.000000	
VMP3	-0.048694	-0.136093	-0.226473	0.011949	0.221352	0.047206	0.298689	1.000000

المصدر: من مخرجات eviews8 بالاعتماد على البيانات المتعلقة بالمتغيرات التابعة (ملحق 46)

2. مصفوفة ارتباط المتغيرات المستقلة

نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين أغلب المتغيرات المستقلة حيث سجل وجود ارتباط متوسط فقط بين استقلالية المجلس (IND) واستقلالية لجان المجلس (INDC) وقدر ب 60%، وبين برامج أسهم الأداء (PDAC)، وعلاوات المسيرين التنفيذيين في شكل أسهم أداء (ACMS) قدر ب 47%، وقد كان الارتباط متوقعا بفعل الطبيعة المتقاربة للمتغيرات، وماعدا هذين الارتباطين فالمصفوفة تبين عدم وجود ارتباط قوي بين بقية المتغيرات المستقلة وهذا ما يجعلنا نتفادى مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة مما يدعم جودة النموذج.

الجدول رقم 34: مصفوفة ارتباط المتغيرات المستقلة فيما بينها

	SEP	NBR	IND	PRS	ASSI	NBRC	INDC	ASSIC	PDAC	ACMS	PDOP	OPMS
SEP	1.000000											
NBR	-0.202062	1.000000										
IND	0.064476	-0.312616	1.000000									
PRS	-0.188470	0.308735	-0.006753	1.000000								
ASSI	0.349981	-0.284798	0.051202	0.037337	1.000000							
NBRC	-0.109525	0.356678	-0.161494	0.146307	-0.135837	1.000000						
INDC	-0.035672	-0.097082	0.601944	0.002202	0.030232	-0.263827	1.000000					
ASSIC	0.197838	-0.112358	0.102022	-0.094826	0.300792	0.143482	-0.003460	1.000000				
PDAC	-0.000143	-0.005345	0.060387	-0.212819	-0.193964	-0.050597	0.043050	-0.220631	1.000000			
ACMS	-0.048178	0.094351	-0.112729	-0.147426	-0.163781	-0.084586	-0.102414	-0.516941	0.475478	1.000000		
PDOP	0.008180	0.124015	-0.111141	0.088867	0.063414	0.004900	0.177320	0.011227	0.192495	-0.167423	1.000000	
OPMS	-0.054495	-0.091286	0.140006	-0.201724	0.121881	-0.062286	0.243795	0.158249	0.102922	-0.142393	0.359875	1.000000

المصدر: من مخرجات eviews8 بالاعتماد على البيانات المتعلقة بالمتغيرات المستقلة (ملحق 47)

المطلب الثاني: دراسة العلاقة بين تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة السوقية لخيارات الشراء

بما أن البيانات المتحصل عليها هي في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإن النماذج المناسبة لهذه الدراسة هي نماذج البيانات المقطعية (panel data) التي تطرقنا لها سابقا، حيث نقوم بتقدير كل نموذج على حدى ثم المفاضلة بين هذه النماذج لاختيار الأنسب لهذه الدراسة بناء على استخدام بعض الاختبارات الإحصائية التي سنحددها لاحقا وذلك للإجابة على الفرضيتين:

$H_0: b_1 = b_2 = \dots = b_n = 0$ أي أن المتغيرات المستقلة ليس لها علاقة بالمتغيرات التابعة.

$H_1: b_1 \neq b_2 \neq \dots = b_n \neq 0$ أي أن المتغيرات المستقلة لها علاقة بالمتغيرات التابعة.

الفرع الأول: تقدير النماذج

يتفرع نموذج (Panel data) لثلاث نماذج نقوم باختبار العلاقة بالنسبة لكل نموذج ونفاضل بينها.

أولا: نموذج الانحدار التجميعي (pooled ols model)

نستخدم هذا النموذج لتقدير مدى تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في معايير الحوكمة (وهي معايير قابلة للقياس الكمي مستوحاة من مبادئ الحوكمة المنصوص عليها بالقانون (Afep-Medef) على المتغيرات التابعة المتمثلة في القيمة السوقية

لعقود الخيارات على الأسهم في بداية الفترة VMC1، منتصف الفترة VMC2، في نهاية الفترة VMC3، وأهم ما يميز هذا النموذج هو ثبات جميع المعاملات عبر الزمن وعبر الوحدات، ولهذا الغرض تم تقدير النمذج التالي:

- $VMC1 = \beta_0 + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$
- $VMC2 = \beta_0 + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$
- $VMC3 = \beta_0 + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$

$$i=1,2,\dots,27. \quad t=1,\dots,4. \text{ حيث:}$$

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة (LSDV model)

نقوم بتقدير نفس النماذج السابقة، لكن في ظل افتراض أن المعلمة β_0 ثابتة عبر الزمن ولكنها تختلف من شركة لأخرى، ولهذا الغرض تم تقدير النموذج التالي:

- $VMC1 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$
- $VMC2 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$
- $VMC3 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$

$$i=1,2,\dots,27. \quad t=1,\dots,4. \text{ حيث:}$$

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)

نقوم ببناء نفس النموذج السابق لكن في ظل افتراض أنه لكل شركة معلمة β_0 خاصة بها تتغير عشوائيا عبر الزمن، ولهذا الغرض تم تقدير النموذج التالي:

- $VMC1 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$
- $VMC2 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$
- $VMC3 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$

$$i=1,2,\dots,27. \quad t=1,\dots,4. \text{ حيث:}$$

الفرع الثاني: المقاضلة بين النماذج

قمنا ببناء تسع نماذج لتحديد هذه العلاقة، ثلاث نماذج انحدار التجميعي، ثلاث نماذج تأثيرات الثابتة وثلاث نماذج تأثيرات العشوائية، فتحصلنا على مقدرات النماذج الموجودة في الملاحق كالتالي، نماذج الانحدار التجميعي التأثيرات الثابتة، والتأثيرات العشوائية حيث أن قيمة خيارات الشراء بداية الفترة (VMC1) متغير تابع وبقيّة معايير الحوكمة متغيرات مستقلة موجودة على مستوى الملحق رقم 48، نفس النماذج السابقة حيث يكون (VMC2) متغير تابع وبقيّة معايير الحوكمة متغيرات مستقلة موجودة على مستوى الملحق رقم 49، نفس النماذج السابقة حيث يكون (VMC3)

متغير تابع وبقيّة معايير الحوكمة متغيرات مستقلة موجودة على مستوى الملحق رقم 50، ثم قمنا بالمفاضلة بين هذه النماذج كالتالي:

أولاً: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة

للمفاضلة بينهما نلجأ لاختبار فيشر، حيث:

$$F = \frac{(R_2^2 - R_1^2)/m}{(1 - R_2^2)/(T - m)}$$

حيث يعبر كل من T و m على عدد الوحدات وعدد المشاهدات على التوالي، في حين يعبر كل من R_2^2 و R_1^2 على معامل التحديد في النموذج الأول والثاني على التوالي، ونقوم باختبار الفرضيتين:

H_0 : النموذج الأول (نموذج الانحدار التجميعي) هو الأفضل.

H_1 : النموذج الثاني (نموذج التأثيرات الثابتة) هو الأفضل.

ونلخص نتائج المفاضلة في الجدول التالي:

جدول رقم 35: نتائج إحصائية فيشر للمفاضلة (اختبار العلاقة بين قيم خيارات الشراء ومعايير الحوكمة)

متغير تابع VM3	متغير تابع VM2	متغير تابع VM1	قيمة إحصائية
$F = \frac{(0.482767 - 0.192005)/27}{(1 - 0.482767)/(108 - 27)} = 1.66$	$F = \frac{(0.476747 - 0.217011)/27}{(1 - 0.476747)/(108 - 27)} = 1.48$	$F = \frac{(0.828414 - 0.458626)/27}{(1 - 0.828414)/(108 - 27)} = 6.46$	فيشر
F الجدولية ($F_{27, 108} \approx 1.68$) أكبر من F المحسوبة، ومنه نقبل فرضية العدم أي أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل.	F الجدولية ($F_{27, 108} \approx 1.68$) أكبر من F المحسوبة، ومنه نقبل فرضية العدم أي أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل.	F الجدولية ($F_{27, 108} \approx 1.68$) أقل من F المحسوبة، ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	نتيجة المفاضلة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

ثانياً: المفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية

للمفاضلة بين النموذجين الثاني و الثالث نلجأ لاختبار Hausman وذلك بهدف اختبار الفرضيتين:

H_0 : النموذج الثالث (نموذج التأثيرات العشوائية) هو الأفضل.

H_1 : النموذج الثاني (نموذج التأثيرات الثابتة) هو الأفضل، فتحصلنا على النتائج التالية:

جدول رقم 36: اختبار Hausman للمفاضلة (اختبار العلاقة بين قيم خيارات الشراء ومعايير الحوكمة)

VM3 متغير تابع	VM2 متغير تابع	VM1 متغير تابع	
بما أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل لا نفاضل بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية	بما أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل لا نفاضل بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية	Prob = 0.0049	احتمال اختبار (Hausman) ProbChi-Sq. Statistic
		بما أن احتمال الخطأ أقل من 5% فإننا نرفض فرضية العدم أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	نتيجة المفاضلة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

الفرع الثالث: مقدرات أفضل نموذج بالنسبة للعلاقات الثلاث

بعد المفاضلة بين نماذج الانحدار التجميعي التأثيرات الثابتة لكل علاقة على حدى، أي العلاقات التي تكون فيها القيمة السوقية لخيارات أول الفترة VMC1، منتصف الفترة VMC2 ونهاية الفترة VMC3 على التوالي متغيرات تابعة، ومختلف متغيرات الحوكمة متغيرات مستقلة، ثم قمنا بالمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية بالنسبة للعلاقة الأولى فقط (اختبار هوسمان على مستوى الملحق رقم 51) نتحصل على المقدرات التالية التي نلخصها في الجدول التالي:

جدول رقم 37: مقدرات أفضل نموذج لاختبارالعلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء ومعايير الحوكمة

VMC3 متغير تابع		VMC2 متغير تابع		VMC1 متغير تابع			
نموذجالانحدار التجميعي		نموذج الانحدار التجميعي		نموذج التأثيرات الثابتة			
Prob	t-statistic	Prob	t-statistic	Prob	t-statistic	المعلمة	المتغيرالمستقل
0.4325	-0.788312	0.1366	-1.501343	0.9697	0.038095	β_0	
0.0099	-2.631899	0.0040	-2.945956	0.9513	0.061291	β_1	SEP
0.0123	-2.553289	0.1662	-1.395330	0.7986	-0.256113	β_2	NBR
0.2764	-1.094808	0.2344	-1.196687	0.7787	0.282085	β_3	IND
0.1646	1.400675	0.0488	1.996009	0.9722	-0.034920	β_4	ASSI
0.2287	-1.211616	0.0592	-1.909537	0.1545	1.439573	β_5	PRS
0.0663	1.857439	0.6432	0.464769	0.2381	1.190116	β_6	NBRC
0.6610	0.439960	0.5309	0.628912	0.3680	0.906129	β_7	INDC
0.6184	0.499761	0.3671	0.906191	0.6603	-0.441417	β_8	ASSIC
0.2685	1.113018	0.0297	2.207723	0.2114	1.261526	β_9	PDAC
0.5420	-0.612062	0.9129	0.109700	0.0258	-2.278153	β_{10}	ACMS
0.5539	-0.594104	0.3808	-0.880485	0.7825	0.277084	β_{11}	PDOP
0.2313	-1.204769	0.3998	-0.845830	0.7558	-0.312249	β_{12}	OPMS
1.881251		2.194162		8.766601		F. statistic	
0.046311		0.017798		0.000000		Prob F.statistic	
0.192005		0.217011		0.828414		R ²	
0.089943		0.118107		0.733917		Adj R ²	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

نلاحظ من الجدول:

- النماذج الثلاثة لهم دلالة إحصائية لأن إحصائية (f-statistic) المحسوبة أكبر من الجدولة عند مستوى معنوية يقدر ب 5% مع احتمال إحصائية فيشر ($\text{prob } f\text{-statistic} < 5\%$)، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة أي أن المتغيرات المستقلة لها علاقة بالمتغيرات التابعة، في ظل افتراض نموذج التأثيرات الثابتة بالنسبة للعلاقة الأولى، وكذا في ظل افتراض نموذج الانحدار التجميعي بالنسبة للعلاقات الثانية والثالثة.
- بالنسبة للنموذج الأول معامل التحديد $R^2=0.82$ أي وجود ارتباط قوي بين القيمة السوقية لخيارات شراء على الأسهم في بداية الدورة ومتغيرات الحوكمة في ظل نموذج التأثيرات الثابتة، أي أن معايير الحوكمة تفسر 82% من التغير في القيمة السوقية لخيارات الشراء في بداية الفترة وتتمثل هذه المتغيرات المستقلة في متغير واحد وهو (ACMS) نسبة أسهم الأداء (الأسهم المجانية) الممنوحة للمديرين التنفيذيين كنسبة من رأس المال المعوم للشركة وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمة β_{10} ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة، مع ($\text{prob} < 5\%$).
- أما بالنسبة للنموذج الثاني معامل التحديد $R^2=0.21$ أي وجود ارتباط ضعيف بين القيمة السوقية لخيارات الشراء على الأسهم ومتغيرات الحوكمة، أي أن متغيرات الحوكمة تفسر 21% فقط من التغير في القيمة السوقية للخيارات على الأسهم في ظل افتراض الانحدار التجميعي، وتتمثل هذه المتغيرات في: المتغيران المستقلان (SEP) مبدأ الفصل بين الرئيس والمدير العام، و (ASSI) انضباط مجلس الإدارة، (PRS) تمثيل الموظفين في مجلس الإدارة، (PDAC) ويعبر عن نسبة برنامج أسهم الأداء من مجمل رأس المال المعوم للشركة، و هي المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية، وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمات $\beta_1, \beta_4, \beta_5$ والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة، مع ($\text{prob} < 5\%$).
- أما بالنسبة للنموذج الثالث معامل التحديد $R^2=0.19$ أي وجود ارتباط ضعيف بين القيمة السوقية لخيارات الشراء على الأسهم ومتغيرات الحوكمة، أي أن متغيرات الحوكمة تفسر 19% فقط من التغير في القيمة السوقية للخيارات على الأسهم في ظل افتراض الانحدار التجميعي، وتتمثل هذه المتغيرات في: المتغير المستقل (SEP) مبدأ الفصل بين الرئيس والمدير العام، و (NBR) حجم مجلس الإدارة، (NBRC) عدد لجان مجلس الإدارة، وهي المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية، وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمات β_1, β_2 التي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند مستوى معنوية 5% حيث ($\text{prob} < 5\%$)، بينما إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمة β_6 ولهذا نقبل الفرضية بأن هذا المتغير المستقل (NBRC) يؤثر على المتغير التابع ولكن عند مستوى معنوية 10% أي أن المتغير المستقل (NBRC) يؤثر على المتغير التابع مع احتمال خطأ يقدر ب 6.63%.

الفرع الرابع: النماذج النهائية

بعد التوصل إلى اختيار أفضل النماذج، يمكن إعادة عرضها بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية والاحتفاظ بالمتغيرات المعنوية فقط (حيث أن الاختبارات الأصلية متواجدة على مستوى الملحقين 51 و 52)، نعرضها باختصار في الجدول التالي:

جدول رقم 38: النماذج النهائية لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء ومعايير الحوكمة

VMC3 متغير تابع				VMC2 متغير تابع				VMC1 متغير تابع			
Prob	t-statistic	المعلمة	المتغير المستقل	Prob	t-statistic	المعلمة	المتغير المستقل	Prob	t-statistic	المعلمة	المتغير المستقل
0.0068	2.764232	β_0	C	0.0480	-2.001143	β_0	C	0.0000	20.47090	β_0	C
0.0430	-2.048551	β_1	SEP	0.0046	-2.896462	β_1	SEP				
0.0009	-3.422117	β_2	NBR	0.0124	2.544896	β_2	ASSI	0.0719	-1.824165	β_1	ACMS
0.0374	2.108011	β_3	NBRC	0.0066	-2.770590	β_3	PRS				
				0.0387	2.094373	β_4	PDAC				
5.080132		F. statistic		5.270561		F. statistic		11.52407		F. statistic	
0.002537		Prob		0.000667		Prob		0.000000		Prob	
0.127812		R^2		0.169905		R^2		0.795475		R^2	
0.102653		Adj R^2		0.137669		Adj R^2		0.726448		Adj R^2	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

نلاحظ أنه بعد حذف المتغيرات غير المعنوية من النموذج:

أولاً: العلاقة الأولى حيث VMC1 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة

- نلاحظ تراجع طفيف في معامل التحديد من $R^2=0.82$ إلى $R^2=0.79$ وهذا يدل على الارتباط القوي بين القيمة السوقية لخيارات الشراء في بداية الفترة وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مستوى شركات العينة المدروسة.
- المتغير المستقل (ACMS) نسبة أسهم الأداء (الأسهم المجانية) الممنوحة للمديرين التنفيذيين كنسبة من رأس المال المعوم للشركة هو المتغير الوحيد المؤثر في المتغير التابع، وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمة β_1 ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند معنوية إحصائية تقدر ب 10%، حيث (prob<10%)، أي نقبل الفرضية بأن المتغير المستقل يؤثر في المتغير التابع مع قبول احتمال خطأ يقدر ب 7.19%، يكتب النموذج النهائي كالتالي:

$$VMC1 = 5.163302 - 30.80407ACMS$$

ثانياً: العلاقة الثانية حيث VMC2 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة:

- نلاحظ تراجع طفيف في معامل التحديد من $R^2=0.21$ إلى $R^2=0.16$ وهذا يدل على الارتباط الضعيف بين القيمة السوقية لخيارات الشراء في منتصف الدورة وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مستوى شركات العينة المدروسة.
- ارتفاع معامل التحديد المعدل $Adj R^2$ من 0.08 إلى 0.10 وهذا دليل على عدم أهمية المتغيرات المحذوفة من النموذج مقارنة ببقية المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية.
- المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع هي (SEP, ASSI, PRS, PDAC)، وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمات $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند معنوية إحصائية تقدر ب 5%، حيث (prob<5%)، يكتب النموذج النهائي كالتالي:

$$VMC2 = -53.42411 - 6.672420 SEP + 73.59107 ASSI - 43.16817 PRS + 6.411968 PDAC$$

ثالثاً: العلاقة الثالثة حيث VMC3 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة

- نلاحظ تراجع في معامل التحديد من $R^2=0.19$ إلى $R^2=0.12$ وهذا يدل على الارتباط الضعيف بين القيمة

السوقية لخيارات الشراء في منتصف الدورة وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مستوى شركات العينة المدروسة .

- ارتفاع معامل التحديد المعدل $Adj R^2$ من 0.11 إلى 0.13 وهذا دليل على عدم أهمية المتغيرات المحذوفة من النموذج مقارنة ببقية المتغيرات ذات الدلالة الاحصائية.

- المتغيرات المستفقا المؤثرة في المتغير التابع هي (SEP, NBR, NBRC)، وهذا ما تثبته إحصائية t المحسوبة بالنسبة للمعاملات $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند معنوية إحصائية تقدر ب 5%، حيث (prob<5%)، يكتب النموذج النهائي كالتالي:

$$VMC3 = 31.89371 - 7.366044 SEP - 2.539173 NBR + 4.555443 NBRC$$

الفرع الخامس: تحليل النتائج

سنقوم بتحليل النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة القياسية ومحاولة تفسيرها اقتصاديا بالاستشهاد ببعض الدراسات السابقة.

أولا: فيما يخص العلاقة الأولى حيث VMC1 متغير تابع ومبادئ الحوكمة متغيرات مستقلة.

1. نلاحظ وجود ارتباط كبير بين قيمة خيارات الشراء في بداية الفترة (والتي تتشكل من قيمة زمنية فقط)

ومتغيرات الحوكمة قدر ب 79%، ومنه نستنتج أن حوكمة الشركات تعتبر عاملا هاما يبني عليه المستثمرون في سوق الخيارات توقعاتهم، فكما أشرنا سابقا فإن القيمة الزمنية تتحدد بناء على:

- التقلبات المستقبلية المتوقعة في سعر السهم.

- حجم خيارات الشراء على نفس المركز (تفاعل قوى العرض والطلب على خيارات الشراء).

وبالتالي فالقيمة الزمنية تعكس توقعات المستثمرين بالحصول على قيمة ضمنية موجبة، فكلما تبنت الشركات مبادئ

حوكمة جيدة كلما ارتفع الطلب على خيارات الشراء وكلما ارتفعت قيمتها الزمنية دليل على مراهنه مشتري خيارات

الشراء على تحقيق قيمة ضمنية موجبة في المستقبل والعكس صحيح، ويتمثل متغير الحوكمة المؤثر في قيمة خيارات الشراء

في متغير واحد، حيث لاحظنا وجود علاقة ارتباط عكسية قوية بين تعويض المدير التنفيذي (الرئيس المدير العام، أو

الرئيس والمدير أو المدراء التنفيذيين في حالة الفصل) في شكل أسهم أداء (ACMS) وقيمة خيارات الشراء، أي كلما

ارتفع معدل تعويض المديرين في شكل أسهم أداء كلما تراجع القيمة الزمنية لخيارات الشراء بفعل تراجع الطلب على

الخيارات ويفسر ذلك بالنظرة السلبية التي ينظر بها المستثمرون لهذا النوع من التعويضات بفعل:

- النقد الكبير الذي يشهده هذا النوع من التعويضات من طرف المساهمين والمستثمرين المؤسسيين وحتى من الإعلام

والرأي العام الذين يرون أن علاوات المديرين مبالغ فيها، ومنحها هو إثراء للمديرين على حساب المساهمين.

- رغم خضوع منح وعلاوات المديرين وعلى رأسها أسهم الأداء وخيارات الأسهم لموافقة المساهمين ومعايير الأداء إلا أن

هذه المعايير تبقى غير محددة بوضوح وغير مقننة في النصوص التنظيمية للحكومة، وتبقى عبارة عن معايير تخضع للتقدير

الخاص بكل شركة، ما يجعل في غالب الأحيان هذه العلاوات منفصلة عن أداء الشركة ولا تحفز المدير على تحسين

الأداء.

- تهدف علاوات المديرين التنفيذيين في شكل أسهم لموازاة مصالح المديرين مع المساهمين وتخفيض تكلفة الوكالة،

وبالتالي تساهم في تحسين قيمة الأسهم لأنها تدفع بالمسيرين لتبني سياسات واستراتيجيات ترفع من الأداء ، إلا إن طبيعة الشركات الفرنسية ومنهم شركات Cac 40 تتميز بأن أغلبية رأسمالها مملوك للرئيس المدير العام وعائلته وحسب نظرية الوكالة كلما كانت حصة رأس المال التي يمتلكها المسير كبيرة كلما كانت هناك موازنة بين مصالحهم ومصالح المساهمين، مما يجد من التصرفات الانتهازية للمسيرين، وبالتالي لا داعي للمغالاة في التعويضات لأن المصالح متوازنة.

ثانيا: العلاقة الثانية والثالثة حيث VMC1 و VMC2 متغيرات تابعة ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة.

1. نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين قيمة خيارات الشراء في منتصف ونهاية الفترة (والتي تتشكل في أغلبها من قيمة ضمنية) ومتغيرات الحوكمة قدر ب 16% و 12% على التوالي، ويمكن تفسير أن تأثير الحوكمة ضعيف على القيمة الضمنية (أي على خلق الفجوة بين القيمة سعر التنفيذ الذي تم تثبيته في بداية الدورة والسعر السوقي للسهم) ب:

- تعتبر عقود الخيارات المالية من المشتقات المالية التي تشتق قيمتها من قيمة السهم، وقد أثبتت العديد من الدراسات مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المباشر على القيمة السوقية للسهم، أما تأثيرها على قيمة عقود الخيارات المالية فسيكون أثرا غير مباشر نابع من أثرها على قيمة السهم، الأمر الذي تسبب في ضعف الارتباط في النموذج.
- إن القيمة السوقية للعلاوة تتحدد على أساس القيمة الضمنية مضافا إليها القيمة الزمنية، وبما أننا قمنا بتقييم العقود عند الاستحقاق فأن القيمة الزمنية تقترب من الصفر وبالتالي تتمثل قيمة الخيار في القيمة الضمنية فقط، والتي تساوي الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ، وهي ترتبط إيجابيا بالقيمة السوقية للسهم والذي تتأثر قيمته بعدة متغيرات قد تكون داخلية مثل المركز المالي للمؤسسة، أرباحها المحققة وتوزيعات الأرباح، التوقعات بشأن مستقبل المنشأة، القيمة الاسمية والدفترية للسهم، إضافة لمحددات خارجية كالأوضاع الاقتصادية وسعر الفائدة السائد في السوق.
- كما أثبتت بعض الدراسات على غرار دراسة¹ (Philip et al 2011) أن تأثير آليات الحوكمة على أداء الشركات يكون أكثر وضوحا في الاقتصاديات الناشئة مقارنة بالاقتصاديات المتطورة على غرار الاقتصاد الفرنسي، لأن الدول النامية تكون آليات وتشريعات الحوكمة ضعيفة وتكون الاختلافات بين ممارسات الحوكمة مابين الشركات كبيرة، عكس الدول المتطورة تكون لديها تشريعات قوية وآليات حوكمة قوية وعريقة، وبالتالي تتقارب ممارسات الحوكمة مابين الشركات التي تعمل بها، هذا ما أكدته دراسة² (Durnev and Kim 2005) حيث وجدت هذه الدراسة أن معامل الارتباط بين آليات الحوكمة والقيمة السوقية للشركات أكبر في الدول التي لديها تشريعات وممارسات حوكمة ضعيفة.

2. اختلاف متغيرات الحوكمة التي تؤثر على قيمة خيارات الشراء في منتصف وفي نهاية فترة حياة الخيار، ويفسر ذلك بارتباط كل فترة (شهري جوان وديسمبر) بتقارير حوكمية ومالية مختلفة وبالتالي تأثر قيمة السهم الضمني بمتطلبات الحوكمة تختلف من فترة لأخرى، إضافة لامتلاك الخيار في منتصف الدورة لقيمة زمنية رغم أنها ضئيلة إلا أنها قد تحدث فرق في طبيعة التأثير بمتغيرات الحوكمة.

¹ Philip Brown, and Al, Corporate Governance, accounting and finance : a review, Accountig and finance 51 (2011), p96-172 .

² Art Durnev, E Han Kim, To steal : Firm attributes, legal environment, and valuation, legal environment, and The journal of finance vol IX, N° 3, juin 2005, p 1461-1493.

3. الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام، انضباط مجلس الإدارة في حضور الاجتماعات، تمثيل العمال ووجود برامج لتوزيع أسهم مجانية هي المتغيرات التي تفسر التغيرات التي تحدث في القيمة الضمنية لخيارات الشراء في منتصف الفترة، حيث نلاحظ:

أ. وجود علاقة عكسية بين الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام وقيمة خيارات الشراء، حيث نلاحظ أنه كل ما كان هناك فصل بين مهام الرئيس والمدير العام إلا تراجعت قيمة خيارات الشراء دليل على تراجع القيمة السوقية للسهم عند الاستحقاق مقارنة بسعر التنفيذ، وهذا يتعارض مع العديد من الدراسات الأكاديمية التي أثبتت أن الفصل بين الدورين يخفض من تكلفة الوكالة، وترفع من معدل العائد على الاستثمار مما يرفع من قيمة السهم على غرار دراسة (Pi and Timme 1993)¹، ولكن هذا لا ينفى وجود دراسات أخرى تتفق مع دراستنا وتثبت وجود علاقة عكسية بين الفصل بين الدورين وأداء الشركة وخلق القيمة، مثل دراسة (Birckley and Al 1997)² والتي أثبتت أن الفصل يتسبب في تراجع أداء الشركة للأسباب التالية:

• الفصل بين الدورين يخلق نوع من التنازع بين المسير ورئيس مجلس الإدارة، هذا التعارض يخلق تكاليف إضافية، تترجم عن طريق ضعف في التواصل وانتشار المعلومة التي يحتكرها المقرر (المسير)، حيث أنه غير مضطر لموافاة الرئيس بالمعلومات الخاصة المتعلقة بمشاريع المؤسسة خاصة إذا كان الرئيس لا يتمتع بصلاحيات واسعة، كما يمكن أن يكون للرئيس سلوك انتهازى يتمثل في استخدام موارد الشركة لمصلحه الخاصة، كما تعتبر عملية الرقابة على الرئيس ضرورية ومكلفة.

• إضافة لدراسة (Godard et Schatt 2005)³، والتي أجريت على عينة من 2037 شركة فرنسية أن الشركات المسيرة من طرف رئيس مدير عام أفضل أداء، أكثر ربحية وأقل مخاطرة من الشركات المسيرة من مجلس إدارة يفصل مهام الرئيس والمدير العام، حيث أن الفصل بين المهام أفضل بالنسبة للشركات التي تتميز برأس المال المميع، بينما في فرنسا أغلب الشركات تتميز بارتفاع تركيز رأس المال حيث يمتلك المسيرين أكبر نسبة من رأس مال شركتهم وبالتالي تصبح من مصلحتهم تعظيم أداء شركتهم وخلق القيمة، حيث لا يهتم مجلس الإدارة للجمع بين المهام طالما أنه يتوسم في الرئيس المدير العام القدرة على تحمل الوظيفتين وفي ترقية مصالح المساهمين، حيث أن الجمع بين الوظيفتين لا يؤدي حتما لثراء المسيرين على حساب المساهمين، كما يعتبر الجمع بين الوظيفتين أكثر نجاعة لأنه يسهل سرعة اتخاذ القرار.

ب. وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية لخيارات الشراء وانضباط مجلس الإدارة في حضور الاجتماعات، حيث كلما ارتفع انضباط أعضاء مجلس الإدارة في حضور اجتماعات المجلس إلا وارتفع أداء السهم بحيث يتزايد الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند التنفيذ وسعر التنفيذ (القيمة الضمنية)، مما يؤدي لارتفاع القيمة السوقية لعقد الخيار وهذا ما يتوافق ومبادئ الحوكمة التي تعتبر مجلس الإدارة أحد آليات الرقابة على أداء المديرين في الشركات من وجهة نظر حملة

¹-Lynn Pi, Stephen G. Timme, Corporate control and bank efficiency, Journal of Banking and finance, vol 13, Issue 2-3, 2000, April 1993, p 515-530.

²-James A. Birckley, and Al, Leadership structure : Seperating the CEO and Chairman of the board, Journal of corporate finance, 3, 1997, p 189-220.

³ -Laurence Godard, Alain Schatt, Faut-il limiter le cumul de fonctions dans les conseils d'administration ? le cas français, la revue des sciences de gestion, N° 213, 3/2005, p 61-72.

الأسهم، الذين يقومون بانتخابه بشكل مباشر، ويتولى مجلس الإدارة الرقابة على أداء المديرين فيما يخص اتخاذ أو تنفيذ القرارات للحد من سلوكهم غير المرغوب، وخلال اجتماعات المجلس يتم وضع ومناقشة استراتيجيات الشركة التي تهدف لتعظيم الأرباح، وكذا حل الخلافات ومشاكل تضارب المصالح، ويعطي التزام الأعضاء في حضور اجتماعات المجلس إشارة للمساهمين بمدى انضباطهم وفعاليتهم في اتخاذ القرارات وقدرتهم على الالتزام بالعمل الجماعي والمشاركة في النقاشات التي تخص المسائل الراهنة والتطورات المستقبلية للشركة، وكل هذا يصب في صالح المساهمين وأصحاب المصالح وكذا في تحسين أداء الشركة وأسهمها.

ج. وجود علاقة عكسية بين تمثيل الموظفين على مستوى مجلس الإدارة والقيمة الضمنية لخيارات الشراء، رغم أن الأدبيات الاقتصادية تشير إلى أهمية هذا المتغير في خلق القيمة في المؤسسة لأن تمثيل الموظفين يساهم في تدعيم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة، ويمكن إرجاع هذه العلاقة العكسية حسب دراسة (Gomez et Hollandts 2015) لانخفاض تمثيل العمال على مستوى مجلس الإدارة على مستوى أغلب شركات العينة، إضافة لعدم قدرته على التصويت ولا تعداده ضمن قائمة أعضاء مجلس الإدارة مما يضعف من إسهامه في القرارات الإستراتيجية للشركة وتأثيره على أدائها بالنتيجة¹، كما بينت بعض الدراسات أن ممثلي العمال في مجلس الإدارة يسعون لتحقيق مكاسب حالية تتمثل في تعظيم أجورهم وكل ما يتعلق بالأجر من منح وعلاوات وتعويضات في شكل أسهم أكثر من سعيهم لتحقيق مكاسب على المدى البعيد كتعظيم قيمة المؤسسة وثروة المساهمين وتحسين أداء الشركة وأسهمها.²

د. وجود علاقة طردية بين برامج الأسهم (Plan d'actions) والقيمة الضمنية للخيارات على الأسهم، ويتمثل برامج الأسهم في معدل الأسهم الممنوحة في شكل علاوات للموظفين بشكل عام، سواء كانوا مدراء (مسيرين تنفيذيين أو غير تنفيذيين) أو موظفين عاديين كنسبة من رأس المال المعوم للشركة، وتبلغ في المتوسط 0.27% بالنسبة لشركات العينة خلال فترة الدراسة، منها نسبة 0.01% علاوات للمسيرين التنفيذيين، أي 0.26% بالمتوسط هي توزيعات أسهم مجانية تمنح للموظفين والإطارات غير التنفيذية، ولها دور إيجابي على قيمة خيارات الشراء (القيمة السوقية للسهم الضمني) على عكس تلك الممنوحة للرئيس لمدير العام من خلال مساهمتها في خلق القيمة وتحسين الأداء، وهذا ما تؤكد الأدبيات الاقتصادية:

● منح الأسهم المجانية للموظفين يدعم أداء الشركة، فقد أثبتت بعض الدراسات على غرار دراستي (Beatty, 1995) (Rauh, 2006) أن مجرد الإعلان عن برنامج توزيعات الأسهم ينتج عنه رد فعل إيجابي لسعر السهم يقدر ب 1%،³ ويصبح رد الفعل هذا سلبيا فقط في حالة وجود عروض عامة للاستحواذ على الشركة، بسبب توقع معارضة العمال لعمليات الاستحواذ.⁴

¹ -Pierre-Yves Gomez, Xavier Hollandts, La représentation des salariés aux conseil d'administration : enjeux obstacles et préconisations, Revue de droit de travail, juillet aout 2015, p22.

² -Xavier Hollandts and Al, Représentation du travail au conseil d'administration et performance de l'entreprise , une étude empirique, sur le SBF250 (2000-2005), La documentation française, 2009, p 03. (<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01256785/document>)

³ -Anne Beatty, The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans, Journal of Financial Economics, vol. 38, 1995, p 223.

⁴ -Joshua D. Rauh, Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?, Journal of financial economics . vol 81, Issue 2, August 2006, p379.

- كما بينت دراسة (Kim et Ouimet, 2009) أن قيمة المؤسسة المحسوبة عن طريق النسبة: (الرسملة البورصية/القيمة المحاسبية للأصول) أو Q. Tobin (القيمة السوقية للأصول/القيمة المحاسبية للأصول) ترتفع كلما ارتفعت مساهمة العمال في رأس المال عن طريق تزويدهم ببرامج توزيعات الأسهم، خاصة عندما تكون مساهمة العمال تتراوح بين 5%-10%، ثم ينعدم هذا الأثر بعد هذا المجال، ليصبح سلبيا¹، وهذا المجال ينطبق على الشركات الفرنسية التي تتميز برأس مال مركز حيث تكون مساهمة العمال في رأس المال منخفضة.
 - يبرز دور مساهمة العمال في رأس المال في الشركات ذات الطابع التكنولوجي الابتكاري على غرار أغلب شركات العينة، لأن الموظفين سيستفيدون من القيمة المضافة التي يخلقونها بفعل الاستثمار الهام الذي يعتمد عليه هذا النوع من الشركات في الموارد البشرية.
 - ينتج عن مساهمة العمال انتقال جيد للمعلومات في الشركة بشكل عمودي وأفقي، لأنه يتم إعلامهم ليس فقط لكونهم عمال وإنما مساهمون كذلك، كما تتبنى الشركات التي تمتلك مساهمة عمالية نظام معلوماتي شفاف حيث يتم إيصال أكبر حجم من المعلومات للسوق في شكل مبسط ومفهوم، مما يحسن من أداء السهم الضمني ويحسن قيمة الخيارات على الأسهم.²
4. الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام، وكذا حجم مجلس الإدارة وعدد لجان مجلس الإدارة، هي المتغيرات التي تفسر التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية لعقود خيارات الشراء في نهاية الفترة حيث نلاحظ:
- أ. وجود علاقة عكسية بين الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام والقيمة الضمنية لخيارات الشراء، وقد شرحنا سبب هذه العلاقة سابقا.
- ب. وجود علاقة عكسية بين القيمة السوقية لخيارات الشراء وحجم مجلس الإدارة، وهذا ما يتفق مع العديد من الدراسات التي ترى أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تتصف بصعوبة الاتصال وتدني سرعة إنجاز المهام وانخفاض فعالية القرارات المتخذة من قبله، على غرار دراسة (Jensen 1993) التي ترى أن نه عندما يكون مجلس الإدارة صغيرا سيعمل على تحسين الأداء بينما عندما يتجاوز أعضاء المجلس 7 أو 8 أعضاء ستكون احتمالية عمله بفعالية أقل، وذلك مع أخذ درجة تركيز المساهمين، وطبيعة نشاط الشركة بعين الاعتبار³، كذا دراسة (Dalton et Al 1999) التي ترى أن كبر حجم مجلس الإدارة يضر بعمليات الرقابة والمتابعة التي يجب أن يقوم بها المجلس كما يؤدي إلى نقص التعاون والتكامل بين أعضاء المجلس مما ينعكس على القدرة على اتخاذ قرارات الرقابة.⁴
- ج. وجود علاقة طردية بين عدد لجان المجلس والقيمة السوقية للخيارات على الأسهم، حيث كلما ارتفع عدد اللجان إلا وارتفعت القيمة السوقية للسهم دليل على ارتفاع القيمة الضمنية أي اتساع الفرق بين السعر السوقي للسهم

¹ - E. Han Kim and Paige Ouimet, Employee capitalism or corporate socialism? Broad-based employee stock ownership, US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP- 09-44, December 1, 2009. (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1529631> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1529631>)

²-Francesco Bova, and Al, Employee Ownership and Firm Disclosure, contemporary Accounting Research, vol. 32, N° 2, Summer 2015, p. 639.

³- Michael C. Jensen, The modern industrial revolution, exit and the failure of international control systems, The journal of finance, Vol XLVIII , N° 3, july 1993, p831-880.

⁴-Dan R. Dalton and Al, Number of directors and financial performance : a meta analysis, Academy of management journal, Vol 42, N° 6, December 1999, P 674-686.

وسعر التنفيذ ويمكن تفسير ذلك ب:

- هذا ما يتفق مع دراسة (غربي وبورقبة 2014) التي توصلت إلى وجود ارتباط إيجابي بين الأداء المالي لعدد من المصارف الإسلامية وعدد لجان المجلس¹، وكذا دراسة (Ngok Evina 2010) التي بينت وجود أثر معنوي إيجابي بين وجود لجنتي المراجعة والتعيينات والأداء السوقي لعينة مكونة من 106 شركة، وقد ارجع ذلك لدور لجنة المراجعة في إرساء الرقابة الصارمة على المسيرين لأنها غالباً ما تتشكل من مراجعين خارجيين، ولجنة العلاوات ودورها في القضاء على الغموض الناجم عن التماثل المعلوماتي فيما يخص علاوات المسيرين، الأمر الذي يرفع من الأداء السوقي والمالي وحتى الأداء الاجتماعي للشركات².
- إضافة للجان المراجعة والعلاوات والتعيينات التي يشترط قانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef) وجودها (لجان رقابية)، لاحظنا أن العديد من شركات العينة تحوز أنواع أخرى من اللجان التابعة للمجلس المعروفة بلجان تدعيم التسيير (management support committees) مثل اللجان الإستراتيجية التي تهتم بتحديد أو المصادقة على استراتيجيات الشركة، مثل التوسع في الاستثمارات، عمليات الاستحواذ أو التنازل... إلخ، لجان تقنية وعلمية وتقدم استشارات في المجال العلمي والتقني إذا استدعت طبيعة الشركة ذلك، لجنة الأخلاقيات والحوكمة، والتي تعنى بمتابعة مدى التزام الشركة بتطبيق مبادئ الحوكمة، فكلما ارتفع عدد اللجان إلا وكان ذلك دليلاً على اعتماد المجلس لهذه اللجان الإضافية وعن مدى التزامه وسعيه لتبني جميع السبل الكفيلة لضمان السير الحسن لوظائف المجلس بهدف تعظيم ثروة الملاك.
- لاحظنا عدم وجود علاقة معنوية بين بقية المتغيرات وقيمة خيارات الشراء على الأسهم، رغم أن الأدبيات الاقتصادية بينت عكس ذلك وتؤكد تأثيرها على الأداء المالي والسوقي وخلق القيمة للشركة وبالنتيجة على قيمة السهم، على غرار استقلالية المجلس، وجودة لجنتي المراجعة والعلاوات من خلال مؤشري استقلالية اللجان، وانضباط أعضاء اللجان في حضور الاجتماعات، ويمكن إرجاع ذلك لتقارب قيم هذه المتغيرات خلال سنوات الدراسة وكذا فيما بين شركات العينة في حد ذاتها، حيث كان ربما من الأجدر تبني فترات متباعدة فيما يخص الدراسة الإحصائية، مثلاً سنوات 2011، 2013، 2015 و2016 بدل سنوات 2014، 2015، 2016، 2017، حيث أن هذا التباعد بين الفترات ربما كان كفيلاً بإحداث تغيرات على مستوى هذه المتغيرات يكون أثرها معنوي في الدراسة القياسية.

المطلب الثالث: دراسة العلاقة بين مبادئ الحوكمة والفرق بين القيمة السوقية والعادلة للخيارات

سندرس هذه العلاقة من خلال إتباع نفس منهجية المطالب السابقة، ولكن هذه المرة لتقدير مدى تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في معايير الحوكمة (وهي معايير قابلة للقياس الكمي مستوحاة من مبادئ الحوكمة المنصوص عليها بالقانون Afep-Medef) على المتغير التابع المتمثل في الفارق بين القيمة السوقية والحقيقية لعقود الخيارات على

¹ عبد الحليم غربي، شوقي بورقبة، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في أداء المصارف الإسلامية دراسة تطبيقية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ديسمبر 2014، ص 119.

² Jean François Ngok Evina, Système de gouvernance et performance des entreprises camerounaises : un mariage harmonieux, La revue des sciences de gestion, N° 243-244, 3/2010, p61.

الأسهم، وهذا لتحديد ما إذا كانت مبادئ الحوكمة المطبقة تساهم في تقريب القيمة الحقيقية من القيمة العادلة أم لا، وستمكنا النماذج المدروسة من الإجابة على الفرضيتين:

$$H_0: b_1 = b_2 = \dots = b_n \text{ أي أن المتغيرات المستقلة ليس لها علاقة بالمتغيرات التابعة.}$$

$$H_1: b_1 \neq b_2 \neq 0 \text{ أي أن المتغيرات المستقلة لها علاقة بالمتغيرات التابعة.}$$

الفرع الأول: تقدير النماذج

نستخدم هذا النموذج لتقدير مدى تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في معايير الحوكمة على المتغيرات التابعة المتمثلة في الفارق بين القيمة السوقية والحقيقية لخيارات الشراء على الأسهم في بداية الفترة DELTA1، منتصف الفترة DELTA2، ولم نعالج العلاقة في نهاية الفترة لأن القيمة السوقية متطابقة مع القيمة الحقيقية لهذا كان الفارق قريب جدا من الصفر.

أولاً: نموذج الانحدار التجميعي (pooled ols model)

أهم ما يميز هذا النموذج هو ثبات جميع المعاملات عبر الزمن وعبر الوحدات، ولهذا الغرض تم تقدير النماذج التالية:

$$\begin{aligned} \text{DELTA1} &= \beta_0 + \beta_1 \text{SEP}_{it} + \beta_2 \text{NBR}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{ASSI}_{it} + \beta_5 \text{PRS}_{it} + \beta_6 \text{NBRC}_{it} + \beta_7 \text{INDC}_{it} + \beta_8 \\ &\text{ASSIC}_{it} + \beta_9 \text{PDAC}_{it} + \beta_{10} \text{ACMS}_{it} + \beta_{11} \text{PDOP}_{it} + \beta_{12} \text{OPMS}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{DELTA2} &= \beta_0 + \beta_1 \text{SEP}_{it} + \beta_2 \text{NBR}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{ASSI}_{it} + \beta_5 \text{PRS}_{it} + \beta_6 \text{NBRC}_{it} + \beta_7 \text{INDC}_{it} + \beta_8 \\ &\text{ASSIC}_{it} + \beta_9 \text{PDAC}_{it} + \beta_{10} \text{ACMS}_{it} + \beta_{11} \text{PDOP}_{it} + \beta_{12} \text{OPMS}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث: $t = 1, \dots, 4$; $i = 1, 2, \dots, 27$.

ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة (LSDV model)

نقوم بتقدير نفس النماذج السابقة، لكن في ظل افتراض أن المعلمة β_0 ثابتة عبر الزمن ولكنها تختلف من شركة لأخرى، ولهذا الغرض تم تقدير النموذج التالي:

$$\begin{aligned} \text{DELTA1} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{SEP}_{it} + \beta_2 \text{NBR}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{ASSI}_{it} + \beta_5 \text{PRS}_{it} + \beta_6 \text{NBRC}_{it} + \beta_7 \text{INDC}_{it} + \beta_8 \\ &\text{ASSIC}_{it} + \beta_9 \text{PDAC}_{it} + \beta_{10} \text{ACMS}_{it} + \beta_{11} \text{PDOP}_{it} + \beta_{12} \text{OPMS}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{DELTA2} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{SEP}_{it} + \beta_2 \text{NBR}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{ASSI}_{it} + \beta_5 \text{PRS}_{it} + \beta_6 \text{NBRC}_{it} + \beta_7 \text{INDC}_{it} + \beta_8 \\ &\text{ASSIC}_{it} + \beta_9 \text{PDAC}_{it} + \beta_{10} \text{ACMS}_{it} + \beta_{11} \text{PDOP}_{it} + \beta_{12} \text{OPMS}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث: $t = 1, \dots, 4$; $i = 1, 2, \dots, 27$.

ثالثاً: نموذج التأثيرات العشوائية (random effects model)

نقوم ببناء نفس النموذج السابق لكن في ظل افتراض أنه لكل شركة معلمة β_0 خاصة بها تتغير عشوائياً عبر الزمن، ولهذا الغرض تم تقدير النموذج التالي:

$$\begin{aligned} \text{DELTA1} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{SEP}_{it} + \beta_2 \text{NBR}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{ASI}_{it} + \beta_5 \text{PRS}_{it} + \beta_6 \text{NBRC}_{it} + \beta_7 \text{INDC}_{it} + \beta_8 \\ &\text{ASI}_{it} + \beta_9 \text{PDAC}_{it} + \beta_{10} \text{ACMS}_{it} + \beta_{11} \text{PDOP}_{it} + \beta_{12} \text{OPMS}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{DELTA2} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{SEP}_{it} + \beta_2 \text{NBR}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{ASI}_{it} + \beta_5 \text{PRS}_{it} + \beta_6 \text{NBRC}_{it} + \beta_7 \text{INDC}_{it} + \beta_8 \\ &\text{ASI}_{it} + \beta_9 \text{PDAC}_{it} + \beta_{10} \text{ACMS}_{it} + \beta_{11} \text{PDOP}_{it} + \beta_{12} \text{OPMS}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث: $t = 1, \dots, 4$; $i = 1, 2, \dots, 27$.

الفرع الثاني: المفاضلة بين النماذج

قمنا ببناء ست نماذج لتحديد هذه العلاقات، نموذجين للانحدار التجميعي، نموذجين للتأثيرات الثابتة ونموذجين للتأثيرات العشوائية، نماذج الانحدار التجميعي للتأثيرات الثابتة، والتأثيرات العشوائية حيث أن الفرق بين القيم السوقية

والحقيقية لخيارات الشراء (DELTA1) متغير تابع وبقية متغيرات الحوكمة متغيرات مستقلة موجودة على مستوى (الملحق رقم 53)، ونفس النماذج السابقة حيث أن الفرق بين القيم السوقية والحقيقية لخيارات الشراء (DELTA2) متغير تابع وبقية متغيرات الحوكمة متغيرات مستقلة موجودة على مستوى (الملحق رقم 54)؛ ثم قمنا بالمفاضلة بين هذه النماذج كالتالي:

أولاً: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة

للمفاضلة بينهما نلجأ لاختبار فيشر كما أشرنا لذلك في المطلب السابق، لذا سنلخص مباشرة نتائج المفاضلة في الجدول التالي:

جدول رقم 39: نتائج إحصائية فيشر للمفاضلة (اختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحوكمة)

الاختبار ونتيجة المفاضلة	DELTA1 متغير تابع	DELTA2 متغير تابع
قيمة إحصائية فيشر	$F = \frac{(0.777326 - 0.438857)/27}{(1 - 0.777326)/(108 - 27)} = 4.56$	نختار مباشرة نموذج التأثيرات الثابتة لأن نموذج الانحدار التجميعي كان عديم الدلالة الإحصائية
نتيجة المفاضلة	F الجدولية ($F_{27, 108} \approx 1.68$) أقل من F المحسوبة، ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	الدلالة الإحصائية Prob F.statistic > %10

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

ثانياً: المفاضلة بين النموذج الثاني والثالث

للمفاضلة بين النموذجين الثاني والثالث نلجأ لاختبار Hausman (الاختبار الأصلي بالنسبة للعلاقة الأولى على مستوى الملحق رقم 55) وذلك بهدف اختبار الفرضيتين:
 H_0 : النموذج الثالث (نموذج التأثيرات العشوائية) هو الأفضل.
 H_1 : النموذج الثاني (نموذج التأثيرات الثابتة) هو الأفضل، فتحصلنا على النتائج التالية:

جدول رقم 40: اختبار (Hausman) للمفاضلة (اختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحوكمة)

الاختبار ونتيجة المفاضلة	DELTA1 متغير تابع	DELTA2 متغير تابع
احتمال اختبار (Hausman) ProbChi-Sq. Statistic	Prob = 0.0145	بما أن نموذج التأثيرات العشوائية عديم الدلالة الإحصائية
نتيجة المفاضلة	بما أن احتمال الخطأ أقل من 5% فإننا نرفض فرضية العدم أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	Prob F.statistic > %10 نختار مباشرة نموذج التأثيرات الثابتة لأنه الوحيد من بين النماذج الثلاث ذو دلالة إحصائية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

الفرع الثالث: مقدرات أفضل نموذج بالنسبة للعلاقات الثلاث

بعد المفاضلة بين نماذج الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة والعشوائية لكل علاقة على حدى، أي العلاقات التي يكون فيها الفرق بين القيمة السوقية والحقيقية لخيارات الشراء لأول الفترة DELTA1، والفرق بينهما في منتصف الفترة

DELTA2 متغيرات تابعة، ومختلف متغيرات الحوكمة متغيرات مستقلة، نتحصل على المقدرات التالية التي نلخصها في

الجدول التالي:

جدول رقم 41: مقدرات أفضل النماذج لاختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحوكمة

DELTA2 متغير تابع		DELTA1 متغير تابع		المعلمة	المتغير المستقل
نموذج التأثيرات الثابتة		نموذج التأثيرات الثابتة			
Prob	t-statistic	Prob	t-statistic		
0.2436	-1.176212	0.9761	0.030130	β_0	
0.9171	0.104463	0.6509	0.454429	β_1	SEP
0.0258	2.278015	0.5602	-0.585310	β_2	NBR
0.2600	1.135615	0.1406	1.490746	β_3	IND
0.1416	1.486976	0.9731	0.033890	β_4	ASI
0.0006	3.620269	0.3666	0.908843	β_5	PRS
0.7831	-0.276305	0.1519	1.449051	β_6	NBRC
0.0174	-2.437237	0.8468	-0.193906	β_7	INDC
0.3300	-0.980994	0.5643	-0.579217	β_8	ASIC
0.1646	-1.404799	0.1456	1.471708	β_9	PDAC
0.7026	0.383367	0.0211	-2.360175	β_{10}	ACMS
0.3646	0.912641	0.7304	-0.345949	β_{11}	PDOP
0.0798	-1.778013	0.9394	-0.076246	β_{12}	OPMS
1.834301		6.338682		F. statistic	
0.014323		0.000000		Prob F.statistic	
0.502536		0.777326		R ²	
0.228570		0.654694		Adj R ²	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

- النموذجين ذو دلالة إحصائية لأن إحصائية (f-statistic) المحسوبة أكبر من الجدولة ولكن عند مستوى معنوية يقدر ب 5% مع احتمال إحصائية فيشر ($\text{prob f-statistic} < 5\%$)، ومنه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة أي أن المتغيرات المستقلة لها علاقة بالمتغيرات التابعة، في ظل افتراض نموذج التأثيرات الثابتة.
- بالنسبة للنموذج الأول معامل التحديد $R^2 = 0.77$ أي وجود ارتباط قوي بين الفارق بين القيمتين الحقيقية والسوقية لخيارات شراء على الأسهم في بداية الدورة ومتغيرات الحوكمة في ظل نموذج التأثيرات الثابتة، أي أن متغيرات الحوكمة تفسر 77% من التغير في الفارق بين القيمتين الحقيقية والسوقية لخيارات الشراء في بداية الفترة وتتمثل في متغير واحد هو (ACMS) نسبة أسهم الأداء (الأسهم المجانية) الممنوحة للمديرين التنفيذيين كنسبة من رأس المال المعوم للشركة، وهذا ما تثبته إحصائية t المحسوبة بالنسبة للمعلمة β_{10} ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة، مع ($\text{prob} < 5\%$).
- أما بالنسبة للنموذج الثاني معامل التحديد $R^2 = 0.50$ أي وجود ارتباط متوسط بين الفارق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء على الأسهم ومتغيرات الحوكمة، أي أن متغيرات الحوكمة تفسر 50% من التغير في الفارق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء في منتصف الفترة وفي ظل افتراض التأثيرات الثابتة، وتتمثل هذه المتغيرات في:

المتغير المستقل (SEP) مبدأ الفصل بين الرئيس والمدير العام ، و (PRS) تمثيل الموظفين في مجلس الإدارة، (INDC) استقلالية مجلس الإدارة، (OPMS) ويعبر عن نسبة خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين التنفيذيين كنسبة من رأس المال المعوم للشركة، وهي المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية إحصائية يقدر ب 5%، وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلم β_2 ، β_5 و β_7 والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة مع (prob<5%)، بينما إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلم β_{12} فقد جاءت أكبر من الجدولة عند مستوى معنوية يقدر ب 10% ولهذا نقبل الفرضية بأن هذا المتغير المستقل (OPMS) يؤثر على المتغير التابع مع احتمال خطأ يقدر ب 7.98%.

الفرع الرابع: النماذج النهائية

بعد التوصل إلى اختيار أفضل النماذج، يمكن إعادة عرضها بعد حذف المتغيرات غير المعنوية والاحتفاظ بالمتغيرات المعنوية فقط (النماذج الأصلية للاختبارات النهائية متواجدة على مستوى الملحق رقم 55) وكما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 42: النموذج النهائي لاختبار العلاقة بين Delta ومعايير الحوكمة

DELTA2 متغير تابع				DELTA1 متغير تابع			
Prob	t-statistic	المعلمة	المتغير المستقل	Prob	t-statistic	المعلمة	المتغير المستقل
0.1482	-1.460689	β_0	C	0.0000	16.60899	β_0	C
0.0110	2.606795	β_1	NBR				
0.0002	3.973570	β_2	PRS	0.0764	-1.795011	β_1	ACMS
0.0529	-1.966378	β_3	INDC				
0.1301	-1.529943	β_4	OPMS				
2.001763			F. statistic	7.847542			F. statistic
0.007920			Prob	0.000000			Prob
0.438173			R ²	0.725918			R ²
0.219280			Adj R ²	0.633416			Adj R ²

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

لاحظ أنه بعد حذف المتغيرات غير المعنوية من النموذج:

أولاً: العلاقة الأولى حيث DELTA1 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة

- نلاحظ تراجع طفيف في معامل التحديد من $R^2=0.77$ إلى $R^2=0.72$ وهذا يدل على الارتباط المتوسط بين القيمة السوقية لخيارات الشراء في بداية الفترة وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مستوى شركات العينة المدروسة.
- المتغير المستقل المؤثر في المتغير التابع هو (ACMS) وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمة β_1 ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند معنوية إحصائية تقدر ب 10%، حيث (prob<10%)، يكتب النموذج النهائي كالتالي:

$$DELTA 1 = 3.748972 - 27.12623ACMS$$

ثانيا: العلاقة الثانية حيث DELTA2 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة

- نلاحظ تراجع في معامل التحديد من $R^2=0.50$ إلى $R^2=0.43$ وهذا يدل على الارتباط الضعيف بين القيمة الحقيقية لخيارات الشراء في منتصف الدورة وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مستوى شركات العينة المدروسة. المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع هي (NBR, PRS, INDC)، وهذا ما تثبته إحصائية t المحسوبة بالنسبة للمعاملات $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند معنوية إحصائية تقدر ب 5%، حيث (prob<5%)، يكتب النموذج النهائي كالتالي:

$$\text{DELTA2} = -22.13534 + 1.779782\text{NBR} + 126.8892\text{PRS} - 20.75999\text{INDC}$$

الفرع الخامس: تحليل النتائج

من خلال هذا الفرع سنعمل على تحليل النتائج الإحصائية المتحصل عليها ومحاولة إيجاد تفسير اقتصادي لها.

أولا: العلاقة الأولى حيث DELTA1 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة

1. هناك ارتباط قوي وعلاقة عكسية بين تعويض المسيرين التنفيذيين عن طريق أسهم الأداء والفارق بين القيمة الحقيقية والسوقية في بداية الفترة، أي أنه كلما ارتفع تعويض المسيرين عن طريق أسهم الأداء كلما تقلص الفارق بين القيمة الزمنية السوقية والحقيقية أي تقترب القيمة السوقية من الحقيقية، وهذا ما تؤكد الأديبات الاقتصادية من خلال سعي المسيرين الذين يتم تعويضهم عن طريق الأسهم في تحسين جودة القوائم والمالية وشفافية المعلومات، لأنه يرفع من قيمة المؤسسة عن طريق تخفيض تكلفة رأس المال كما يخفض من تذبذب الأسهم ويحسن سيولتها، وذلك حتى يستفيد المسكرون بشكل أكبر من ارتفاع قيمة الأسهم التي تحصلوا عليها في شكل تعويضات¹، مما يتسبب في تدعيم كفاءة سوق الأسهم والخيارات على الأسهم فتقترب قيمتها من القيمة العادلة.

ثانيا: العلاقة الثانية حيث DELTA2 متغير تابع ومعايير الحوكمة متغيرات مستقلة

2. هناك ارتباط متوسط بين معايير الحوكمة والفارق بين القيمة الحقيقية والسوقية في منتصف الفترة حيث أنه:

- أ. هناك علاقة طردية بين حجم المجلس والفارق بين القيمتين الحقيقية والسوقية: حيث أنه كلما ارتفع حجم المجلس ارتفعت الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية، حيث يشكل المجلس الكبير الحجم أرضا خصبة لزراعة جو نزاعي وغير أكيد داخله مما يترك هامش تفويض كبير للمدير التنفيذي في اتخاذ القرارات وينتج مجالس إدارية مقسمة وغير فعالة، بينما تساهم المجالس صغيرة الحجم في تسهيل الاتصال وفعالية القرارات المتخذة من قبله وسرعة وصول تداول المعلومة بين أعضائه وطرحها للسوق مما ينعكس إيجابيا على كفاءة السوق وتقريب القيمة السوقية من القيمة العادلة.
- ب. هناك علاقة طردية بين تمثيل العمال في المجلس والفارق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء، حيث أنه كلما ارتفع تمثيل العمال في المجلس ارتفعت الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية ويمكن تفسير ذلك بالدور الهامشي الذي يلعبه تمثيل العمال على مستوى مجالس إدارة الشركات الفرنسية الكبرى التي في أغلبها شركات عائلية تتميز بتركز رأس المال وضعف مساهمة العمال في رأس المال.

¹-Chiraz Benali, Qualité de publication financière et mécanismes de gouvernance en France, Management et avenir, N° 61, 3/2013, p. 115.

على الرغم أن العديد من الدراسات أثبتت أن أعضاء المجلس الموظفين يزودون المجلس بالمعلومات الداخلية الملائمة، ويساعدونه في اتخاذ القرارات بناء على تلك المعلومات ويساهمون في الحوكمة الداخلية للمسيرين، إلا أن دراسات أخرى أثبتت أن إدخال ممثلي أصحاب المصالح (العمال) للمجلس سيزيد من تعقيد عملية اتخاذ القرارات ويشوش على الأهداف ويساهم في تجذر المسيرين¹، أي سيسعون بكل الطرق لتدعيم مكانتهم عن طريق تعيين إداريين موالين لهم للتقليل من أي عدوانية داخل المجلس، وتنظيم اجتماعات لمناقشة أمور جانبية، والاستحواذ على المعلومة وتوجيهها بما يخدم مصالحهم، مما ينعكس سلباً على كفاءة السوق وتقريب القيمة العادلة للأدوات المالية من القيمة السوقية.

ج. هناك علاقة عكسية بين استقلالية لجان المجلس والفرق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء، أي كلما كانت هناك استقلالية للجان المجلس تقلصت الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية لخيارات الشراء، ويمكن تفسير ذلك من خلال الدور الذي تلعبه لجان المراجعة في ضمان مصداقية المعلومة المحاسبية ذات الاستخدام الداخلي والخارجي، حيث تعتبر حلقة مهمة في سلسلة إعداد ونشر المعلومة المالية ذات المصدقية الموجهة للمساهمين، وكلما ارتفعت جودة لجنة المراجعة من خلال استقلاليته تدعم هذا الدور، إضافة إلى أن استقلالية لجنة التعويضات تدفعها لتكثيف علاوات المسيرين مع الأداء المحقق من طرفهم، وكذا تدعيم الشفافية فيما يخص الإفصاح عن علاوات المسيرين، وتعتبر شفافية المعلومة أهم دعائم كفاءة السوق، حيث كلما ارتفعت جودة القوائم المالية والإفصاح المالي ارتفعت قدرة السوق على تقريب السعر السوقي مع السعر العادل للسهم ولعقد الخيار.

المطلب الرابع: دراسة العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات البيع وتطبيق مبادئ الحوكمة

لقد توصلنا من خلال المطلب الأخير من المبحث الثاني من هذا الفصل إلى أن قيمة خيارات الشراء سواء كانت السوقية أو الحقيقية مرتبطة بشكل طردي في بداية الفترة، بسبب تطابق توقعات المستثمرين حيث أن كل طرف يرى أن تغيرات الأسعار ستكون في صالحه مما يتسبب في تعادل الطلب على النوعين من هذه العقود وبالتالي تعادل قيمتهما الزمنية في بداية الفترة، ثم تصبح علاقتهما عكسية في منتصف ونهاية الفترة بسبب سيطرة القيمة الضمنية على القيمة الإجمالية لخيارات الشراء الأمر الذي يجعل تطور قيمة أحدهما يعني تراجع قيمة الآخر، وقد دعمنا هذه النتيجة من خلال بناء نماذج قياسية لتحديد العلاقة بينهما.

الفرع الأول: اختبار العلاقة بين القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع

سنقوم خلال هذا المطلب بتحليل طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع، لإثبات مدى تأثير خيارات البيع هي الأخرى بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، وتحديد طبيعة العلاقة بينهما إذا ما كانت موجبة أم سالبة، ولتحديد ذلك وضعنا الفرضيات التالية.

$H_0: b_1 = 0$ أي أن المتغير المستقل ليس له علاقة بالمتغير التابع.

$H_1: b_1 \neq 0$ أي أن المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع.

¹-Edith Ginglinger, Op-Cit, p 239.

أولاً: تقدير النماذج

تم بناء النماذج التالية:

1. نموذج الانحدار التجميعي (pooled ols model)

نستخدم هنا ثلاث نماذج لتقدير العلاقة بين المتغير المستقل المتمثل في القيمة السوقية لخيارات البيع والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لخيارات الشراء وذلك في بداية، منتصف ونهاية فترة حياة الخيار وتكون النماذج كالتالي :

$$\begin{aligned} \text{VMC1} &= \beta_0 + \beta_1 \text{VMP1}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{VMC2} &= \beta_0 + \beta_1 \text{VMP2}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{VMC3} &= \beta_0 + \beta_1 \text{VMP3}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث: $t = 1, \dots, 4$; $i = 1, 2, \dots, 27$.

2. نموذج التأثيرات الثابتة (LSDV MODEL)

نقوم بتقدير نفس النماذج السابقة، لكن في ظل افتراض أن المعلمة β_0 ثابتة عبر الزمن ولكنها تختلف من شركة لأخرى:

$$\begin{aligned} \text{VMC1} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{VMP1}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{VMC2} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{VMP2}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{VMC3} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{VMP3}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث: $t = 1, \dots, 4$; $i = 1, 2, \dots, 27$.

3. نموذج التأثيرات العشوائية (random effects model)

نقوم ببناء نفس النموذجين السابق لكن في ظل افتراض أنه لكل شركة معلمة β_0 خاصة بها تتغير عشوائياً عبر الزمن:

$$\begin{aligned} \text{VMC1} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{VMP1}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{VMC2} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{VMP2}_{it} + \varepsilon_{it} \\ \text{VMC3} &= \beta_{0i} + \beta_1 \text{VMP3}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث: $t = 1, \dots, 4$; $i = 1, 2, \dots, 27$.

الاختبارات الأصلية لنماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية بالنسبة للعلاقة الأولى حيث

(VMC1) متغير تابع و (VMP1) متغير مستقل موجود على مستوى (الملحق رقم 56)؛ نفس النماذج السابقة بالنسبة للعلاقة الثانية حيث (VMC2) متغير تابع و (VMP2) متغير مستقل موجود على مستوى (الملحق رقم 57)، نفس النماذج السابقة بالنسبة للعلاقة الثالثة حيث (VMC3) متغير تابع و (VMP3) متغير مستقل موجود على مستوى (الملحق رقم 58)

ثانياً: المقاضلة بين النماذج

لقد قمنا بالمفاضلة بين النماذج السابقة عن طريق اختبار فيشر للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة، ثم المقاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية باستخدام اختبار Hausman (الاختبار الأصلي للعلاقات الثلاث متواجد على مستوى الملحق رقم 59)، ولخصنا نتائج المقاضلة في الجدول التالي:

جدول رقم 43: اختبارات المفاضلة بين النماذج المتعلقة بتحديد العلاقة بين قيم خيارات الشراء والبيع

نوع الاختبار	VMC1 متغير تابع و VMP1 متغير مستقل	VMC2 متغير تابع و VMP2 متغير مستقل	VMC2 متغير تابع و VMP2 متغير مستقل
المفاضلة بين النموذج الأول والثاني (اختبار فيشر)	F=2.53 F الجدولية (F _{27, 108} ≈ 1.68) أقل من F المحسوبة، ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	F=3.73 F الجدولية (F _{27, 108} ≈ 1.68) أقل من F المحسوبة، ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	F=1.74 F الجدولية (F _{27, 108} ≈ 1.68) أقل من F المحسوبة، ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.
المفاضلة بين النموذج الثاني والثالث (اختبار هسمان)	Prob Chi-Sq. Statistic = 0.0002 بما أن احتمال الخطأ أقل من 5% فإننا نرفض فرضية العدم أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	Prob Chi-Sq. Statistic = 0.0000 بما أن احتمال الخطأ أقل من 5% فإننا نرفض فرضية العدم أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.	Prob Chi-Sq. Statistic = 0.9074 بما أن احتمال الخطأ أكبر من 5% فإننا نقبل فرضية العدم أي أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

ثالثاً: مقدرات أفضل نموذج بالنسبة للعلاقات الثلاث

بعد المفاضلة بين النماذج لخصنا في الجدول الموالي مقدرات النموذج الأفضل بالنسبة لكل علاقة:

جدول رقم 44: مقدرات أفضل النماذج لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع

المعلمة						المعلمة
VMP1 متغير مستقل و VMC1 متغير تابع		VMP2 متغير مستقل و VMC2 متغير تابع		VMP3 متغير مستقل و VM3 متغير تابع		المعلمة
نموذج التأثيرات الثابتة		نموذج التأثيرات الثابتة		نموذج التأثيرات العشوائية		
Prob	t-statistic	Prob	t-statistic	Prob	t-statistic	
0.0000	5.487193	0.0000	11.61481	0.0000	4.456807	β_0
0.0000	8.113670	0.0000	-5.670957	0.0151	-2.468134	β_1
23.08592		4.027412		6.148909		F. statistic
0.000000		0.000001		0.014724		Prob F.statistic
0.887516		0.576137		0.054828		R ²
0.849072		0.433083		0.045911		Adj R ²

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

نلاحظ من الجدول

- للنماذج الثلاث ذات دلالة احصائية لأن إحصائية (f-statistic) المحسوبة أكبر من الجدولة ولكن عند مستوى معنوية يقدر ب 5% مع احتمال احصائية فيشر (prob f-statistic < 5%)، ومنه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة أي أن المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع.

• نلاحظ أنه هناك ارتباط طردي قوي بين القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع في بداية الفترة، حيث $R^2=0.88$ ،

$$VMC1 = 2.027096 + 0.481960VMP1$$

• نلاحظ أنه هناك ارتباط عكسي متوسط بين القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع في منتصف الفترة، حيث

$$VMC2 = 13.01426 - 1.381069 VMP2$$

• نلاحظ أنه هناك ارتباط ضعيف جدا بين القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع في نهاية الفترة، حيث $R^2=0.054$ ،

$$VMC3 = 10.52026 - 2.289071 VMP3$$

الفرع الثاني: اختبار العلاقة المعنوية بين القيمة السوقية لخيارات البيع ومعايير الحوكمة

توقعنا بسبب العلاقة العكسية بين قيم خيارات الشراء والبيع في منتصف ونهاية الدورة أن هذه الأخيرة ستتأثر بتطبيق معايير الحوكمة (وهي معايير قابلة للقياس الكمي مستوحاة من مبادئ الحوكمة المنصوص عليها بالقانون Afep-Medef) ولكن بشكل معاكس لتأثير قيمة خيارات الشراء، أي أن متغيرات الحوكمة التي أثرت بشكل إيجابي على قيمة خيارات الشراء ستؤثر بشكل سلبي على قيمة خيارات البيع والعكس صحيح، ولكن عندما قمنا ببناء نماذج قياسية تربط القيمة السوقية لخيارات البيع بمختلف متغيرات الحوكمة المحددة سابقا، تحصلنا على نموذج معنوي فقط فيما يخص علاقة قيمة خيارات البيع في بداية الدورة مع متغيرات الحوكمة، أما بقية النماذج والتي تخص علاقة قيمة خيارات البيع في منتصف ونهاية الدورة مع متغيرات الحوكمة فكانت غير معنوية في مجملها (راجع الملاحق رقم 61 و 62) دليل على عدم وجود علاقة بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وقيمة خيارات البيع في منتصف ونهاية الدورة؛ وقد كان الشكل العام للنموذج الوحيد ذو الدلالة الإحصائية وهو نموذج التأثيرات الثابتة كالتالي:

أولا: تحديد النموذج الوحيد ذو الدلالة الإحصائية

حيث كان النموذج الوحيد ذو الدلالة الإحصائية هو المتعلق بقيمة خيارات البيع في بداية الفترة (VMP1) كمتغير تابع وقواعد الحوكمة متغيرات مستقلة، وقد قمنا ببناء ثلاث نماذج لاختبار هذه العلاقة نموذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية (راجع الملحق رقم 60)، وقد توصلنا إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل بالنسبة لهذه العلاقة وذلك بعد المفاضلة بينه وبين بقية النماذج من خلال استخدام إحصائية فيشر، واختبار هوسمان (راجع الملحق رقم 63)، حيث أن الشكل العام للنموذج المعنوي كما يلي:

$$VMP1 = \beta_{0i} + \beta_1 SEP_{it} + \beta_2 NBR_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 ASSI_{it} + \beta_5 PRS_{it} + \beta_6 NBRC_{it} + \beta_7 INDC_{it} + \beta_8 ASSIC_{it} + \beta_9 PDAC_{it} + \beta_{10} ACMS_{it} + \beta_{11} PDOP_{it} + \beta_{12} OPMS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1,2,\dots,27. \quad t=1,\dots,4 \text{ حيث:}$$

جدول رقم 45: مقدرات أفضل نموذج لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات البيع ومعايير الحوكمة

VMP1 متغير تابع		المعلمة	المتغير المستقل
نموذج التأثيرات الثابتة			
Prob	t-statistic		
0.4154	-0.819446	β_0	
0.8159	-0.233757	β_1	SEP
0.4999	-0.678323	β_2	NBR
0.2602	1.135272	β_3	IND
0.8284	-0.217546	β_4	ASSI
0.1252	1.552435	β_5	PRS
0.0157	2.476861	β_6	NBRC
0.2102	1.264875	β_7	INDC
0.7447	0.326994	β_8	ASIC
0.9285	-0.090051	β_9	PDAC
0.6411	-0.468246	β_{10}	ACMS
0.1632	1.409523	β_{11}	PDOP
0.0326	-2.181008	β_{12}	OPMS
7.906303		F. statistic	
0.000000		Prob F.statistic	
0.815438		R^2	
0.712300		Adj R^2	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

نلاحظ من الجدول أن:

• النموذج ذو دلالة إحصائية لأن إحصائية (f-statistic) المحسوبة أكبر من الجدولة عند مستوى معنوية يقدر ب 5% مع احتمال احصائية فيشر ($\text{prob } f\text{-statistic} < 5\%$)، ومنه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة أي أن المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع.

• معامل التحديد $R^2 = 0.81$ أي وجود ارتباط قوي بين القيمة السوقية لخيارات الشراء على الأسهم في بداية الدورة ومتغيرات الحوكمة في ظل نموذج التأثيرات الثابتة ، أي أن متغيرات الحوكمة تفسر 81% من التغير في القيمة السوقية لخيارات البيع في بداية الفترة، وتمثل متغيرات الحوكمة المؤثرة في (NBRC) وهو عدد لجان مجلس الإدارة، و(OPMS) نسبة خيارات الشراء الممنوحة للمديرين التنفيذيين كنسبة من رأس المال المعوم للشركة، وهذا ما تثبتته إحصائية t المحسوبة بالنسبة للمعلمتين β_6, β_{12} ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة، مع ($\text{prob} < 5\%$).

ثانياً: النموذج النهائي

بعد التوصل إلى اختيار أفضل نموذج (النموذج الأصلي على مستوى الملحق رقم 63)، يمكن إعادة عرضه بعد حذف المتغيرات غير المعنوية والاحتفاظ بالمتغيرات المعنوية فقط كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 46: النموذج النهائي لاختبار العلاقة بين القيمة السوقية لخيارات البيع ومعايير الحوكمة

VMP1 متغير تابع			
Prob	t-statistic	المعلمة	المتغير المستقل
0.1132	1.602129	β_0	C
0.1238	1.555758	β_1	NBRC
0.0532	-1.963102	β_2	OPMS
9.549932		F. statistic	
0.000000		Prob	
0.774174		R^2	
0.693108		Adj R^2	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews8

نلاحظ أنه بعد حذف المتغيرات غير المعنوية من النموذج:

- نلاحظ تراجع طفيف في معامل التحديد من $R^2=0.81$ إلى $R^2=0.77$ وهذا يدل على الارتباط القوي بين القيمة السوقية لخيارات الشراء في بداية الفترة وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مستوى شركات العينة المدروسة.
- المتغير المستقل المؤثر في المتغير التابع هو فقط (OPMS) وهذا ما تثبته إحصائية t أو (t-statistic) المحسوبة بالنسبة للمعلمة β_1 ، والتي كانت قيمتها أكبر من الجدولة عند معنوية إحصائية تقدر ب 10%، حيث (prob<10%).
- يكتب النموذج النهائي كالتالي:

$$\text{VMP1} = 3.117919 - 111.3902 \text{ OPMS}$$

الفرع الثالث: تحليل النتائج

نستنتج من خلال هذا النموذجين أن:

1. هناك ارتباط قوي بين القيمة السوقية لخيارات البيع في بداية الفترة وتطبيق مبادئ الحوكمة، حيث يقدر معامل التحديد ب 77%، ويتمثل متغير الحوكمة المؤثر في قيمة خيار البيع تأثيراً عكسياً في المتغير (OPMS) علاوات المسيرين التنفيذيين في شكل خيارات على الأسهم، ومنه نستنتج أن خيارات الشراء مثلها مثل خيارات البيع ترتبط قيمتها الزمنية بعلاوات المسيرين التنفيذيين ويمكن إرجاع ذلك ل:
 - أ. تساوي القيمة السوقية الزمنية لخيارات الشراء وخيارات البيع في بداية الفترة يدل على تعادل توقعات المستثمرين، فمشتروا خيارات الشراء يراهنون على ارتفاع السعر، ومشتروا خيارات البيع على تراجع السعر.
 - ب. ارتفاع القيمة الزمنية لخيارات البيع مع تراجع تعويضات المسيرين في شكل خيارات شراء، يبين أن المستثمرين في خيارات البيع يبنون توقعاتهم المستقبلية على مدى أهمية خيارات الشراء في موازنة مصالح المساهمين مع المسيرين وبالتالي كلما ارتفعت قيمتها تزايد سعي المسيرين لرفع قيمة الشركة وتحسين أداء الأسهم حتى يحققوا مكاسب من وراء هذه التعويضات، مما يتسبب في ارتفاع القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ عند الاستحقاق وانخفاض قيمة خيارات البيع، والعكس صحيح أي كلما تراجع معدل هذه التعويضات كنسبة من رأس المال المؤسسة إلا وأعطى ذلك إشارة سلبية للسوق على عدم موازنة مصالح المساهمين مع المسيرين وبالتالي يتوقع المستثمرون تراجع الأسعار السوقية للأسهم مقارنة

بسعر التنفيذ وارتفاع قيمة خيارات البيع.

ج. إضافة إلى أن الإفصاح عن تعويضات المسيرين التنفيذيين وحجمها يعتبر في حد ذاته مؤشرا إيجابيا عن مدى التزام الشركات بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وبأن الأسعار التي تنعكس على أدواتها المالية حتما ستعكس الأداء المالي الفعلي للشركة بدون تزييف أو تلاعبات، الأمر الذي ييحث عنه مشتروا الخيارات سواء الشراء أو البيع بالتالي ستنعكس حتما النتائج المالية للشركة على أدواتها المالية سواء كانت سلبية (فتتحقق توقعات حاملي خيارات البيع) أو إيجابية (فتتحقق توقعات حاملي خيارات الشراء)

2. توقعنا بسبب العلاقة العكسية بين قيم خيارات الشراء والبيع في منتصف ونهاية الفترة أن هذه الأخيرة ستتأثر بتطبيق مبادئ الحوكمة ولكن بشكل معاكس لتأثر قيمة خيارات الشراء، أي أن متغيرات الحوكمة التي أثرت بشكل إيجابي على قيمة خيارات الشراء ستؤثر بشكل سلبي على قيمة خيارات البيع والعكس صحيح، ولكن عندما قمنا ببناء نماذج قياسية تربط قيمة خيارات البيع السوقية والحقيقية بمختلف متغيرات الحوكمة المحددة سابقا، تحصلنا على نماذج غير معنوية في مجملها، دليل على عدم وجود علاقة بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وقيمة خيارات البيع.

3. خيارات البيع ورغم تأثيرها بنفس المتغيرات التي تتأثر بها خيارات الشراء إلا أن الارتباط بينهما جاء ضعيفا في حالة العينة المدروسة على مستوى بورصة باريس، يمكن إرجاع ذلك إلى أن خيارات الشراء عندما يفوق السعر السوقى للسهم سعر التنفيذ تكون القيمة الضمنية موجبة وتساوي الفرق بين القيمتين $(s-x) > 0$ ، في حين أن قيمة خيارات البيع والتي تساوي الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقى للسهم أي $(x-s)$ لا تكون في هذه الحالة سالبة (أي لا تساوي القيمة المعاكسة لخيار الشراء) وإنما تساوي الصفر لأن خيار البيع لا ينفذ، مما جعل العلاقة بينهما ليست عكسية بشكل تام.

4. في الأصل حتى العلاقة ضعيفة بين القيمة الضمنية لخيارات الشراء وتطبيق مبادئ الحوكمة وهذا راجع لطبيعة عقود الخيارات التي تعتبر قيمتها مشتقة من الأسهم وليست السهم في حد ذاته وبالتالي ينتقل لها الأثر بشكل غير مباشر عن طريق تأثير متغيرات الحوكمة على قيمة السهم، إضافة لخضوع قيمتها لعدة متغيرات أخرى كتذبذب سعر السهم سعر الفائدة الخالي من المخاطر وفترة الاستحقاق، وبالتالي لا نستغرب انعدام العلاقة بين قيمة خيارات البيع ومتغيرات الحوكمة.

خلاصة الفصل

خصصت الدراسة التطبيقية لقياس مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على مجموعة من الشركات المقيدة في بورصة باريس وهي شركات (Cac 40) التي يتم إبرام عقود خيارات أوروبية على أسهمها، وقد خصص المبحث الأول من هذه الدراسة للتعريف ببورصة باريس وكذا بالإطار العام لحوكمة الشركات المقيدة بها؛ أما المبحث الثاني فخصص لتقدير القيمة العادلة لخيارات الشراء والبيع التي يتم إبرامها على أسهم شركات العينة على مستوى ثلاث فترات، في بداية الفترة أي عند إبرام العقد، في منتصف الفترة، وفي نهاية الفترة، كما خصص لتحديد الفارق الموجود بين القيم العادلة والسوقية؛ أخيراً تمحور المبحث الثالث حول قياس أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على القيمة السوقية لخيارات الشراء والبيع وعلى الفجوة الموجودة بين القيمة السوقية والحقيقية لخيارات الشراء عن طريق بناء نماذج قياسية، وقد توصلنا من خلال هذا الفصل للنتائج التالية:

- تلتزم أغلب الشركات المسجلة على مستوى بورصة باريس بقانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef)، حيث يعتبر القانون المرجعي لـ 90% من شركات (Cac 40).
- لم تساهم بورصة باريس في وضع قانون (Afep-Medef) مثلما هو الأمر في بعض البورصات الأوروبية، وإنما تم وضعه من طرف منظمات أرباب العمل الفرنسية، ولكن تسهر البورصة على تطبيقه من خلال سلطة الأسواق المالية (AMF).
- يعتبر قانون الشركات المقيدة الفرنسي من القوانين الناعمة غير ملزمة التطبيق، وترجع مكامن قوته لاحتوائه على قاعدة التطبيق أو الشرح (comply or Explain) وقاعدة التصريح بالتعويضات بالنسبة للمديرين (Say on pay)، حيث تعتبر المرونة في اختيار قواعد الحوكمة المؤسسية الملائمة من طرف الشركات والتي يكرسها هذا القانون أحد أهم ركائز الحوكمة الجيدة.
- هناك مغالاة في تقدير قيمة خيارات الشراء والبيع في بورصة باريس في بداية ومنتصف فترة حياة الخيار، حيث كانت القيمة السوقية تفوق القيمة العادلة، في حين تتطابق القيمة السوقية والحقيقية لعقود الخيارات في نهاية فترة حياة الخيار وهذا يدل على أن الاختلاف في قيمة الخيارات بين تقييم السوق ونموذج بلاك وشولز يكمن في تقدير القيمة الزمنية.
- تمحضت الدراسة القياسية عن النتائج التالية:
 - تتأثر القيمة السوقية لخيارات الشراء بشقيها الزمنية والضمينية بمبادئ الحوكمة والمتمثلة في: تعويضات المديرين في شكل أسهم الأداء، حجم مجلس الإدارة، الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام، عدد لجان مجلس الإدارة، انضباط مجلس الإدارة، وبرامج الأسهم المجانية.
 - وجود تأثير لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على الفجوة الموجودة بين القيمة السوقية والحقيقية لخيارات الشراء تتمثل هذه المبادئ في تعويضات المديرين في شكل أسهم أداء، حجم المجلس، تمثيل العمال في المجلس، واستقلالية اللجان.
 - هناك علاقة معنوية بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات والقيمة الزمنية لخيارات البيع، فقط من خلال تأثير علاوات المديرين في شكل خيارات على أسهم.

الخاتمة العامة

الخاتمة

تهدف هذه الأطروحة لقياس مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم من خلال دراسة حالة بعض الشركات المقيدة في بورصة باريس (Euronext Paris)، وبغرض الإلمام بهذا الموضوع والإجابة عن الإشكالية المطروحة تم الانطلاق أولا من التعريف بعقود الخيارات المالية والتي عرف تداولها تطورا منقطع النظر منذ نشأتها في بداية السبعينات من القرن الماضي لغاية وقتنا الحاضر، وقد تطورت من الجانب الكمي ومن الجانب النوعي حيث أصبح إبرامها يتم تقريبا على كل أنواع الموجودات القابلة للقياس الكمي، ومن أهم أنواع الخيارات نجد الخيارات على الأسهم التي تعتبر موضوع دراستنا والتي اكتسبت أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين وتعرف إقبالا متزايدا من جميع المتدخلين في الأسواق المالية، بفعل ما تتمتع به من خصائص المرونة في التعامل، وكذا إمكانية تحقيق الأرباح بفعل ما تتميز به من رفع مالي، واستخداماتها المتعددة في تكوين المحافظ المالية المتحولة وفي عمليات المضاربة والترجيح، أو حتى بغرض الاستثمار الحقيقي في حالات إبرام عقود الخيارات المغطاة التي تشترط التسليم عند تنفيذ العقد، والدور الهام الذي تلعبه قيمتها في الأسواق المالية كأداة لاستكشاف السعر المستقبلي في الأسواق الحاضرة واحتوائها لمعلومات عن ما سيكون عليه السعر المستقبلي للسهم بفعل ارتباطها بالتذبذب المستقبلي المتوقع للسهم، وتساعدت هذه الأهمية مع تطوير نماذج للتقييم العادل لهذه الأدوات المشتقة على غرار نموذج (Black & Scholes).

وقد أجمعت جميع الأدبيات الاقتصادية أن قيمتها تشتق من قيمة السهم ، مما يجعل سعرها عرضة لتطبيق مبادئ الحوكمة، هذه المبادئ التي ساهمت الأسواق المالية في إرساء قواعد لها من خلال فرضها على الشركات المقيدة، سواء من خلال دورها الفاعل في سن القوانين والتنظيمات المتعلقة بالحوكمة وسهرها على تطبيقها، أو من خلال متابعتها مدى الالتزام بتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية، أو عن طريق تدخل هيئات السوق المالي وسلطات الضبط بالبورصات في فرض تطبيق مبادئ الحوكمة، ودورها في إعلام المساهمين والجمهور بكل المعلومات الضرورية ذات الأثر على قرارات المستثمرين.

من خلال تحليل طبيعة العلاقة بين قيمة الخيارات على الأسهم وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل نظري تم التوصل إلى أن الحوكمة يمكن أن تؤثر على قيمة الخيارات على الأسهم بشكل غير مباشر من خلال التأثير على قيمة السهم الضمني، وبشكل مباشر من خلال دور آليات الحوكمة في تفعيل طلب الشركات ومختلف المؤسسات المالية وغير المالية على هذا النوع من الأدوات لأغراض التحوط وإدارة المخاطر.

وقد تم تأكيد هذا الطرح النظري من خلال دراسة قياسية تهدف لتحديد مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المقيدة في بورصة باريس (Euronext Paris) المنصوص عليها في قانون حوكمة الشركات المقيدة الفرنسي (Afep-Medef) على قيمة بعض عقود الخيارات الأوروبية المتداولة على مستوى هذه السوق، وقد تم التعبير عن هذه المبادئ بعدد من المعايير الحوكمية المستلهمة من هذا القانون، في حين تم التعبير عن القيمة الزمنية للخيارات بقيمة هذه العقود في

بداية دورة حياة الخيار حيث يتشكل سعرها من قيمة زمنية فقط، أما القيمة الضمنية للخيارات، فتتمثل في قيمة هذه العقود في منتصف ونهاية دورة حياة الخيارات حيث تشكل القيمة الذاتية أو الضمنية أغلب سعرها، كما حاولنا اختبار مدى تأثير مبادئ الحوكمة على التقريب بين القيمتين السوقية والعادلة لخيارات الشراء عن طريق تقييمها باستخدام نموذج بلاك وشولز ومقارنتها مع القيمة السوقية مستخدمين في ذلك النماذج القياسية لتبيين هذا الأثر وقد توصلنا للنتائج التالية:

نتائج الدراسة

من خلال الإلمام بالجوانب النظرية للموضوع تم التوصل للنتائج التالية:

1. رغم المزايا العديدة التي تقدمها الخيارات المالية للنظام المالي ككل، للمؤسسات المالية الوسيطة أو للمستثمرين بشكل عام، سواء كانوا مضاربين، متحوظين، أو أصحاب مراكز فعلية يرغبون في بيع أو شراء الأصول، إلا أن تداولها ارتبط لسنوات بمخاطرها على النظام المالي والذي غالباً ما ينشأ بسبب تداولها بعيداً عن القواعد التنظيمية أي عبر الاتفاق المباشر بين أطرافها خارج البورصات، أو من خلال الاستخدام السيئ والمفرط لها من طرف الشركات أو المؤسسات المالية في عمليات المضاربة.
2. تعتبر الخيارات على الأسهم أحد أهم أنواع عقود الخيارات المالية التي يتم إبرامها على أسهم الشركات المتداولة في السوق المالي، وتتحدد قيمتها أي قيمة العلاوة التي يدفعها الطرف المحرر (البائع) للمشتري بناء على تفاعل عدة متغيرات ولقيمة الخيارات على الأسهم أهمية كبرى في الأسواق المالية، فهي تلعب دوراً أساسياً في استكشاف السعر في الأسواق الحاضرة لأنها تعكس توقعات المتعاملين في السوق حول التغيرات المستقبلية لأسعار الأسهم، لأن قيمتها الزمنية ترتبط بالتذبذب الضمني المتوقع في أسعارها، وبالتالي فإن قيمة الخيار تحمل معلومات حول الأمل في تحقيق السعر المستقبلي.
3. تعدد النماذج المتاحة للتسعير العادل للخيارات ويعتبر نموذج بلاك وشولز لتقييم الخيارات الأوروبية أهمها فهو يوفر إمكانية تقييم خيارات البيع ودون الاستعانة بقيمة خيارات الشراء عكس نموذج تماثل حقوق خيارات الشراء والبيع الذي يحدد قيمة خيارات البيع انطلاقاً من قيمة خيارات الشراء، وأهم ما يؤخذ عليه هو صعوبة تقدير التذبذب الضمني الذي يرتبط بالتنبؤ بالعوائد المستقبلية للسهم صعبة التقدير، إضافة للنموذج ثنائي الحدين لتقييم الخيارات الأوروبية والأمريكية، والذي رغم سهولة تطبيقه ومرونته فهو يعتمد كذلك على التذبذب الضمني إضافة لأنه يتطلب الجهد والوقت.
4. لقد تطور مفهوم حوكمة الشركات منذ نشأته في بداية التسعينات من القرن الماضي مع تطور تيارات الحوكمة، فبعد أن كانت الحوكمة تساهمية أي عبارة عن إجراءات انضباطية تهدف لخلق القيمة داخل المؤسسة عن طريق تخفيض تكاليف الوكالة بين الوكيل (المسير) والأصيل (المساهم) أي تتبع التيار التساهمي المستمد من نظرية الوكالة، أصبحت الحوكمة تشاركية أي خالقة للقيمة عن طريق تخفيض تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المساهمين وأصحاب

المصالح في الشركة (موردين، دائنين، زبائن، موظفين...)، ليتطور مفهومها حاليا إلى الحوكمة المعرفية الخالقة للقيمة عن طريق التكوين والإبداع وإدارة المعرفة.

5. يساهم السوق المالي بشكل كبير في إرساء مبادئ حوكمة الشركات، ورغم التطورات الحديثة في الأسواق المالية على غرار خصخصة البورصات وتنامي المنافسة بينها، إندماج البورصات، ومنافسة أنظمة التداول البديلة للبورصات التقليدية، التي حدثت من سلطتها التنظيمية إلا أن البورصات العالمية حاولت ووفق الخصوصية القانونية والتنظيمية لكل بلد التكيف مع هذه التطورات للحفاظ على دورها الحوكمي الممارس على الشركات المقيدة بها.

6. إن تطبيق مبادئ الحوكمة له تأثير غير مباشر على قيمة الخيارات على الأسهم وذلك من خلال التأثير على قيمة السهم الضمني موضوع عقد الخيار، وذلك من خلال ثلاث نقاط رئيسية:

- تفعيل مبادئ الإفصاح والشفافية فهي بذلك تؤثر على القيمة السوقية للسهم الضمني من خلال تقريب قيمته السوقية من قيمته العادلة وتخفيض تذبذب قيمته عن طريق تحقيق الكفاءة للأسواق المالية.

- دور الحوكمة في الرفع في القيمة السوقية للسهم الضمني من خلال تحسين الأداء المالي للشركات وخلق القيمة المضافة.
- تأثير أحد آليات الحوكمة والمتمثلة في دفع علاوات المسيرين وخاصة منها في شكل خيارات على الأسهم على القيمة السوقية للسهم الضمني.

7. إن تطبيق مبادئ الحوكمة له تأثير مباشر على قيمة الخيارات على الأسهم وذلك من خلال تفعيل آليات الحوكمة لطلب الشركات على الخيارات المالية لأغراض التحوط وإدارة المخاطر.

8. تلتزم أغلب الشركات المسجلة على مستوى بورصة باريس بقانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef)، وخاصة الشركات الكبرى المقيدة في السوق الأول الفرنسي حيث يعتبر القانون المرجعي لـ 90% من شركات (Cac 40)، أما بالنسبة للعينة المدروسة والتي تتمثل في شركات (Cac 40) التي تكون أسهمها موضوع خيارات أوروبية، تشكل 67% من شركات (Cac40)، فثلاث شركات فقط لا تخضع لهذا القانون، ورغم ذلك فهي تخضع لقوانين حوكمة دول أخرى فرض عليها بعد عمليات اندماج.

9. لم تساهم بورصة باريس في وضع قانون (Afep-Medef) مثلما هو الأمر في بعض البورصات الأوروبية، وإنما تم وضعه من طرف منظمات أرباب العمل الفرنسية، ولكن تسهر البورصة على تطبيقه من خلال سلطة الأسواق المالية (AMF) التي تعتمد لنشر تقارير دورية مفصلة عن مدى التزام الشركات المقيدة بهذا القانون، ومنذ بداية تطبيقه فعليا سنة 2009، عرفت ممارسات الحوكمة المفروضة من طرف هذا القانون تطورا ملحوظا من طرف الشركات المقيدة، خاصة على مستوى تركيبة مجلس الإدارة والتصريح بعلاوات المسيرين.

10. يعتبر قانون الشركات المقيدة الفرنسي من القوانين الناعمة غير ملزمة التطبيق، وترجع مكامن قوته لاحتوائه على قاعدة التطبيق أو الشرح (comply or Explain) وقاعدة التصريح بالتعويضات بالنسبة للمسيرين (Say on Pay) أي أن سلطة السوق المالي الفرنسي (AMF) تشترط على الشركات المقيدة تبرير عدم التزامها بتطبيق بعض

مبادئ الحوكمة، كما تلزمها بالتصريح بتعويضات المسيرين، وتقوم بنشر تلك المعلومات في نشراتها الدورية، الأمر الذي يعطي إشارات سلبية أو إيجابية عن مدى التزام الشركات وسعيها لتعظيم ثروة المساهمين، مما يؤثر على قيمتها السوقية، الأمر الذي جعل كل الشركات تتسارع في تطبيق هذه القوانين وتلتزم بها من خلال التصريح بذلك بشكل مفصل ضمن تقاريرها الدورية والسنوية.

11. من خلال دراستنا والدراسات السابقة توصلنا إلى أن المرونة في حرية اختيار قواعد الحوكمة المؤسسية الملائمة من طرف الشركات أحد أهم ركائز الحوكمة الجيدة فقد لاحظنا أن تأثير تطبيق مختلف قواعد الحوكمة لا يكون بنفس الشكل على جميع الشركات بل قد يختلف من شركة لأخرى فمثلا استقلالية المجلس قد تؤثر إيجابيا على شركة معينة في حين قد تؤثر سلبا على شركة أو مجموعة شركات أخرى، وهذا تماشيا مع الخصوصية التي تتميز بها كل شركة.

اختبار الفرضيات

من خلال الدراسة القياسية تم اختبار مدى صحة الفرضيات الآتية:

1. اختبار الفرضية الأولى

الفرضية الأولى صحيحة أي أن نموذج بلاك وشولز لتقييم الخيارات يعتبر ملائما لتقدير القيمة العادلة لعقود خيارات الشراء والبيع على أسهم شركات العينة؛ وذلك للأسباب التالية:

أ. إمكانية تحقق فرضيات النموذج على مستوى السوق المالي الفرنسي خاصة أهم فرضية وهي إجراء المعاملات بصفة مستمرة فهذا محقق حيث لا توجد ثغرات في أسعار الأصل.

ب. يعتبر النموذج الملائم لتقييم الخيارات الأوروبية التي اعتبرناها الأنسب لدراستنا هذه لأن الخيارات الأوروبية تنفذ عند تاريخ الاستحقاق فقط وبالتالي فهي تتيح لنا تبني فرضية تثبيت وتجانس تاريخ الاستحقاق بالنسبة لكل العقود وخلال كل سنوات الدراسة.

ج. توفر البيانات الخاصة بكل أركان عقد الخيار التي يقوم عليها النموذج حيث يمكن الحصول عليها مباشرة من الموقع الإلكتروني لبورصة باريس أو مواقع مالية أخرى.

2. اختبار الفرضية الثانية

الفرضية الثانية خاطئة فلا تقترب القيمة السوقية للخيارات والمحددة من طرف بورصة باريس من القيمة العادلة رغم أن السوق المالي الفرنسي سوق متطور يتمتع بقدر من الكفاءة في التسعير حيث لاحظنا أنه:

هناك مغالاة في تقدير قيمة خيارات الشراء والبيع في بورصة باريس في بداية ومنتصف فترة حياة الخيار (القيمة الزمنية موجبة)، حيث كانت القيمة السوقية تفوق القيمة العادلة بالنسبة لكل الشركات، في حين تتطابق القيمة السوقية

والحقيقية لعقود الخيارات في نهاية فترة حياة الخيار (انعدام القيمة الزمنية)، وهذا يدل على أن الاختلاف في قيمة

الخيارات بين تقييم السوق ونموذج بلاك وشولز يكمن في تقدير القيمة الزمنية؛ ويمكن تفسير ذلك ب:

أ. القيمة الزمنية السوقية مرتبطة بحجم العرض والطلب على خيارات الشراء، كلما ارتفع الطلب على شرائها ارتفعت قيمتها، في حين أن القيمة الحقيقية لا تأخذ حجم الطلب بعين الاعتبار.

ب. القيمة الزمنية السوقية مرتبطة كذلك بالتقلبات المستقبلية (التذبذب الضمني) في سعر السهم، بينما قمنا بتقدير تقلبات سعر السهم بناء على بيانات تاريخية بسبب صعوبة بناء توقعات مستقبلية عن قيمة السهم، ويعد هذا أحد أسباب ارتفاع القيمة الزمنية السوقية مقارنة بالحقيقية.

ج. القيمة الزمنية السوقية لا تأخذ بعين الاعتبار سعر الفائدة الحالي من المخاطرة في تقييم الخيارات، بينما القيمة الحقيقية تعتبره أحد متغيراتها، وهما يرتبطان طرديا، ونلاحظ أن سعر الفائدة الحالي من المخاطرة المعتمد عليه في بناء هذا النموذج سالب أي منخفض جدا الأمر الذي تسبب في تخفيض القيمة الحقيقية بشكل كبير مقارنة بالقيمة السوقية.

د. تقوم نماذج التقييم على اعتبار الاستثمار في الخيارات عملية رياضية بحتة، وتعتمد في ذلك على الرياضيات المالية متجاهلة في ذلك المالية السلوكية والتحليل الاجتماعي والنفسي، حيث يتحدد السعر دون الأخذ بعين الاعتبار خصائص دالة المنفعة للمستثمرين، مما يجعل التقييم السوقي بعيد عن التقييم النظري العادل.

3. اختبار الفرضية الثالثة

الفرضية الثالثة صحيحة، حيث توجد علاقة ارتباط بين القيمة السوقية لخيارات الشراء وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات؛ نفسر ذلك كما يلي:

أ. هناك علاقة ارتباط قوية بين قيمة خيارات الشراء في بداية الفترة (القيمة الزمنية) وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بمعامل تحديد يقدر ب 79%، ومنه نستنتج أن:

• حوكمة الشركات تعتبر من المتغيرات التي يبني عليها المستثمرون في سوق الخيارات توقعاتهم، حيث تتحدد القيمة الزمنية بناء على التقلبات المستقبلية المتوقعة في سعر السهم و حجم الطلب على خيارات الشراء على نفس المركز، فكلما تبنت الشركات مبادئ حوكمة جيدة كلما ارتفع الطلب على خيارات الشراء وكلما ارتفعت القيمة الزمنية لخيارات الشراء دليل على مراهنه مشتري خيارات الشراء على ارتفاع القيمة السوقية في المستقبل.

• المتغير الحوكمي الوحيد المؤثر عكسيا في القيمة الزمنية لخيارات الشراء يتمثل في المتغير (ACMS) تعويض المسير التنفيذي (الرئيس المدير العام، أو الرئيس والمدير أو المدراء التنفيذيين في حالة الفصل) في شكل أسهم أداء (مجانية)، أي كلما ارتفع معدل تعويض المسيرين في شكل أسهم أداء كلما تراجعت القيمة الزمنية لخيارات الشراء ويمكن تفسير ذلك بتراجع الطلب عليها من طرف المتعاملين في سوق الخيارات ويمكن تفسير ذلك ب:

- رغم أن الأدبيات الاقتصادية ركزت على الدور الإيجابي لعلاوات المسيرين التنفيذيين في شكل أسهم لموازات مصالح المسيرين مع المساهمين وتخفيض تكلفة الوكالة، وبالتالي تساهم في تحسين قيمة الأسهم ، إلا أن طبيعة الشركات الفرنسية ومنهم شركات Cac 40 تتميز بتركز رأس المال (رأسمالها مملوك للرئيس المدير العام وعائلته) وحسب نظرية الوكالة كلما كانت حصة رأس المال التي يمتلكها المسير كبيرة كلما كانت هناك موازنة بين مصالحهم ومصالح المساهمين، مما يحد من التصرفات الانتهازية للمسيرين، وبالتالي لا داعي للمغالاة في التعويضات لأن المصالح متوازنة، وبالتالي قد يصبح لها أثر عكسي.

اختقاد تعويضات المسيرين من طرف المساهمين والمستثمرين المؤسساتيين وحتى من الإعلام والرأي العام الذين يرون أن علاوات المسيرين مبالغ فيها، ومنحها هو إثراء للمسيرين على حساب المساهمين، وهي غير مرتبطة بمعايير أداء واضحة ومقننة في قوانين الحوكمة وإنما تخضع للتقدير الخاص لكل شركة.

الدور الذي تلعبه هذه التعويضات في تمييع رأس المال، مما يعطي إشارة سلبية للسوق عن إمكانية تراجع عوائد المساهمين بفعل طرح أسهم إضافية في شكل أسهم مجانية للمسيرين.

ب. نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين قيمة خيارات الشراء في منتصف ونهاية الفترة (والتي تشكل في أغلبها من قيمة ضمنية) ومتغيرات الحوكمة، حيث قدر معامل التحديد ب 16% و 12% على التوالي؛ ويمكن تفسير أن تأثير الحوكمة ضعيف على رفع سعر السهم لتحقيق فجوة موجبة بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم (S-X) ويمكن تفسير ذلك ب:

- أثبتت العديد من الدراسات مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المباشر على القيمة السوقية للسهم، أما تأثيرها على قيمة عقود الخيارات المالية فسيكون أثرا غير مباشر لأنها مشتقة الأمر الذي تسبب في ضعف الارتباط في النموذج.
- القيمة السوقية للسهم تتحدد بشكل عشوائي تتأثر بعدة متغيرات قد تكون داخلية مثل المركز المالي للمؤسسة، أرباحها المحققة وتوزيعات الأرباح، التوقعات بشأن مستقبل المنشأة، القيمة الاسمية والدفترية للسهم، إضافة لمحددات خارجية كالأوضاع الاقتصادية وسعر الفائدة السائد في السوق، لذا نعتبر الحوكمة من العوامل الهامشية المؤثرة.

- إن تأثير آليات الحوكمة على أداء الشركات يكون أكثر وضوحا في الاقتصاديات الناشئة مقارنة بالاقتصاديات المتطورة على غرار الاقتصاد الفرنسي، لأن الدول النامية تكون آليات وتشريعات الحوكمة ضعيفة وتكون الاختلافات بين ممارسات الحوكمة ما بين الشركات كبيرة، عكس الدول المتطورة تكون لديها تشريعات قوية وآليات حوكمة قوية وعريقة.

ج. اختلاف متغيرات الحوكمة التي تؤثر على قيمة خيارات الشراء في منتصف وفي نهاية فترة حياة الخيار، ويفسر ذلك بارتباط كل فترة (شهري جوان وديسمبر) بتقارير حوكمية ومالية مختلفة وبالتالي تأثر قيمة السهم الضمني بمتطلبات الحوكمة تختلف من فترة لأخرى، إضافة لامتلاك الخيار في منتصف الدورة لقيمة زمنية رغم أنها ضئيلة إلا أنه قد تحدث فرق في طبيعة التأثير بمتغيرات الحوكمة.

د. وجود علاقة عكسية بين الفصل بين مهام الرئيس والمدير العام وقيمة خيارات الشراء، حيث نلاحظ أنه كل ما

- كان هناك فصل بين مهام الرئيس والمدير العام إلا وتراجعت القيمة الضمنية لخيارات الشراء ويفسر ذلك بـ:
- الفصل بن الدورين يخلق نوع من التنازع بين المسير ورئيس مجلس الإدارة، هذا التعارض يخلق تكاليف إضافية، تترجم عن طريق ضعف في التواصل وانتشار المعلومة التي يحتكرها المقرر (المسير).
 - كما يمكن أن يكون للرئيس سلوك انتهازي يتمثل في استخدام موارد الشركة لمصلحه الخاصة ، كما تعتبر عملية الرقابة على الرئيس ضرورية ومكلفة.
 - أن الفصل بين المهام أفضل بالنسبة للشركات التي تتميز برأس المال المميع، بينما في فرنسا أغلب الشركات تتميز بارتفاع تركيز رأس المال حيث يمتلك المسيريون أكبر نسبة من رأس مال شركتهم وبالتالي تصبح من مصلحتهم تعظيم أداء شركتهم وخلق القيمة.
- هـ. وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية لخيارات الشراء وانضباط مجلس الإدارة في حضور الاجتماعات، حيث كلما ارتفع انضباط أعضاء مجلس الإدارة في حضور اجتماعات المجلس إلا وارتفع أداء السهم بحيث يتزايد الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند التنفيذ وسعر التنفيذ (القيمة الضمنية)، مما يؤدي لارتفاع القيمة السوقية لعقد الخيار وهذا ما يتوافق ومبادئ الحوكمة ويمكن تفسير ذلك بـ:
- مجلس الإدارة أحد آليات الرقابة على أداء المديرين في الشركات من وجهة نظر حملة الأسهم الذين يقومون بانتخابه بشكل مباشر، ويتولى مجلس الإدارة الرقابة على أداء المديرين فيما يخص اتخاذ أو تنفيذ القرارات للحد من سلوكهم غير المرغوب.
 - خلال اجتماعات المجلس يتم وضع ومناقشة استراتيجيات الشركة التي تهدف لتعظيم الأرباح، وكذا حل الخلافات ومشاكل تضارب المصالح.
 - يعطي التزام الأعضاء في حضور اجتماعات المجلس إشارة للمساهمين بمدى انضباطهم وفعاليتهم في اتخاذ القرارات وقدرتهم على الالتزام بالعمل الجماعي والمشاركة في النقاشات التي تخص المسائل الراهنة والتطورات المستقبلية للشركة، وكل هذا يصب في صالح المساهمين وأصحاب المصالح وكذا في تحسين أداء الشركة وأسهمها.
- و. وجود علاقة عكسية بين تمثيل الموظفين على مستوى مجلس الإدارة والقيمة الضمنية لخيارات الشراء ، رغم أن الأدبيات الاقتصادية تشير إلى أهمية هذا المتغير في خلق القيمة في المؤسسة لأن تمثيل الموظفين يساهم في تدعيم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة، ويمكن إرجاع هذه العلاقة العكسية لـ:
- الانخفاض في تمثيل العمال على مستوى مجلس الإدارة على مستوى أغلب شركات العينة، إضافة لعدم قدرتهم على التصويت ولا تعدادهم ضمن قائمة أعضاء مجلس الإدارة مما يضعف من إسهامهم في القرارات الإستراتيجية للشركة وتأثيرهم على أدائها بالنتيجة.
 - سعي ممثلي العمال في مجلس الإدارة لتحقيق مكاسب حالية تتمثل في تعظيم أجورهم أكثر من سعيهم لتحقيق مكاسب على المدى البعيد كتعظيم قيمة المؤسسة وثروة المساهمين وتحسين أداء الشركة وأسهمها.
- ز. وجود علاقة طردية بين برامج توزيع الأسهم المجانية والقيمة الضمنية لخيارات على الأسهم، فلها دور إيجابي

على القيمة السوقية للسهم الضمني على عكس تلك الممنوحة للرئيس لمدير العام، من خلال مساهمتها في خلق القيمة وتحسين الأداء من خلال:

- منح الأسهم المجانية للموظفين يدعم أداء الشركة، خاصة في الشركات ذات الطابع التكنولوجي الإبتكاري على غرار أغلب شركات العينة، لأن الموظفين سيستفيدون من القيمة المضافة التي يخلقونها بفعل الاستثمار الهام الذي يعتمد عليه هذا النوع من الشركات في الموارد البشرية.
- ينتج عن مساهمة العمال انتقال جيد للمعلومات في الشركة بشكل عمودي وأفقي، لأنه يتم إعلامهم ليس فقط لكونهم عمال وإنما مساهمون كذلك، كما تتبنى الشركات التي تمتلك مساهمة عمالية نظام معلوماتي شفاف حيث يتم إيصال أكبر حجم من المعلومات للسوق في شكل مبسط ومفهوم، مما يحسن من أداء السهم الضمني ويحسن قيمة الخيارات على الأسهم.

ح. وجود علاقة عكسية بين القيمة السوقية الضمنية لخيارات الشراء وحجم مجلس الإدارة، ويفسر ذلك ب:

- مجالس الإدارة كبيرة الحجم تتصف بصعوبة الاتصال وتدني سرعة انجاز المهام وانخفاض فعالية القرارات المتخذة من قبله، عندما يكون مجلس الإدارة صغيرا سيعمل على تحسين الأداء.
- أن أكبر حجم مجلس الإدارة يضر بعمليات الرقابة والمتابعة التي يجب أن يقوم بها المجلس كما يؤدي إلى نقص التعاون والتكامل بين أعضاءه مما ينعكس على القدرة على اتخاذ قرارات الرقابة.
- ط. وجود علاقة طردية بين عدد لجان المجلس والقيمة الضمنية للخيارات على الأسهم، حيث كلما ارتفع عدد اللجان إلا وارتفعت القيمة السوقية للسهم دليل على ارتفاع القيمة الضمنية أي اتساع الفرق بين السعر السوقي للسهم وسعر التنفيذ ويمكن تفسير ذلك ب:

- وجود لجان مدعمة للمجلس مثل لجنتي المراجعة والتعيينات ترفع الأداء السوقي ويرجع ذلك لدور لجنة المراجعة في إرساء الرقابة الصارمة على المسيرين لأنها غالبا ما تتشكل من مراجعين خارجيين، ولجنة العلاوات ودورها في القضاء على الغموض الناجم عن التماثل المعلوماتي فيما يخص علاوات المسيرين.

- إضافة للجان المراجعة والعلاوات والتعيينات التي يشترط قانون حوكمة الشركات المقيدة (Afep-Medef) وجودها (لجان رقابية)، لاحظنا أن العديد من شركات العينة تحوز أنواع أخرى من اللجان التابعة للمجلس المعروفة بلجان تدعيم التسيير مثل اللجان الإستراتيجية لجان تقنية وعلمية، ولجنة الأخلاقيات والحوكمة، فكلما ارتفع عدد اللجان إلا وكان ذلك دليلا على اعتماد المجلس لهذه اللجان الإضافية وعلى مدى التزامه وسعيه لتبني جميع السبل الكفيلة لضمان السير الحسن لوظائف المجلس بهدف تعظيم ثروة الملاك.

4. اختبار الفرضية الرابعة

الفرضية صحيحة حيث يساهم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تقريب السعر السوقي من السعر العادل للخيار لأن دور هذه المبادئ في إرساء دعائم الإفصاح والشفافية كفيل بتحقيق كفاءة السوق في تحديد السعر العادل للأدوات المالية الأساسية والمشتقة المتداولة به، ونستدل على ذلك من خلال تحليلنا للعوامل المؤثرة على الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية، في بداية ومنتصف الفترة:

أ. هناك ارتباط قوي (72%) وعلاقة عكسية بين تعويض المسيرين التنفيذيين عن طريق أسهم الأداء والفارق بين القيمة الحقيقية والسوقية في بداية الفترة، أي أنه كلما ارتفع تعويض المسيرين عن طريق أسهم الأداء كلما تقلص الفارق بين القيمة الزمنية السوقية والحقيقية أي تقترب القيمة السوقية من الحقيقية، ويمكن تفسير ذلك بـ:

• العلاقة العكسية الموجودة بين هذا المتغير والقيمة الزمنية للخيارات، وبالتالي يعد متغيرا خافضا للقيمة السوقية المعالي في تقديرها.

• سعي المسيرين الذين يتم تعويضهم عن طريق الأسهم في تحسين جودة القوائم والمالية وشفافية المعلومات، لأنها ترفع من قيمة المؤسسة عن طريق تخفيض تكلفة رأس المال كما تخفض من تذبذب الأسهم وتحسن من سيولتها، حتى يستفيدوا بشكل أكبر من ارتفاع قيمة الأسهم التي تحصلوا عليها في شكل تعويضات، مما يتسبب في تدعيم كفاءة سوق الأسهم والخيارات على الأسهم فتقترب قيمتها من القيمة العادلة.

ب. هناك ارتباط متوسط (43%) بين مبادئ الحوكمة والفارق بين القيمة الحقيقية والسوقية في منتصف الفترة حيث أنه:

• هناك علاقة طردية بين حجم المجلس والفارق بين القيمتين الحقيقية والسوقية، حيث أنه كلما ارتفع حجم المجلس ارتفعت الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية، ونفسر ذلك بـ:

– يشكل المجلس الكبير الحجم أرضا خصبة لزراعة جو نزاعي وغير أكيد داخله مما يترك هامش تفويض كبير للمدير التنفيذي في اتخاذ القرارات وينتج مجالس إدارية مقسمة وغير فعالة.

– تساهم المجالس صغيرة الحجم في تسهيل الاتصال وفعالية القرارات المتخذة من قبله وسرعة وصول تداول المعلومة بين أعضائه وطرحها للسوق مما ينعكس إيجابيا على كفاءة السوق وتقریب القيمة السوقية من القيمة العادلة.

• هناك علاقة طردية بين تمثيل العمال في المجلس والفارق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء، ويفسر ذلك بـ:

– كلما ارتفع تمثيل العمال في المجلس ارتفعت الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية ويمكن تفسير ذلك بالدور الهامشي الذي يلعبه تمثيل العمال على مستوى مجالس إدارة الشركات الفرنسية الكبرى التي في أغلبها شركات عائلية تتميز بتركز رأس المال وضعف مساهمة العمال في رأس المال.

– إدخال ممثلي أصحاب المصالح (العمال) للمجلس سيزيد من تعقيد عملية اتخاذ القرار ويحفز المسيرين لتدعيم

مكانتهم عن طريق تعيين إداريين موالين لهم للتقليل من أي عدوانية داخل المجلس عن طريق الاستحواذ على المعلومة وتوجيهها بما يخدم مصالحهم، وتأخير طرحها للسوق مما ينعكس سلباً على كفاءة السوق وتقريب القيمة العادلة للأدوات المالية من القيمة السوقية.

• هناك علاقة عكسية بين استقلالية لجان المجلس والفرق بين القيمتين السوقية والحقيقية لخيارات الشراء، أي كلما كانت هناك استقلالية للجان المجلس تقلصت الفجوة بين القيمة السوقية والحقيقية لخيارات الشراء، ويمكن تفسير ذلك من خلال:

– الدور الذي تلعبه لجان المراجعة في ضمان مصداقية المعلومة المحاسبية ذات الاستخدام الداخلي والخارجي، حيث تعتبر حلقة مهمة في سلسلة إعداد ونشر المعلومة المالية ذات المصدقية الموجهة للمساهمين، وكلما ارتفعت جودة لجنة المراجعة من خلال استقلاليتها تدعم هذا الدور.

– إضافة إلى أن استقلالية لجنة التعويضات تدفعها لتكثيف علاوات المسيرين مع الأداء المحقق من طرفهم، وكذا تدعيم الشفافية فيما يخص الإفصاح عن علاوات المسيرين، وتعتبر شفافية المعلومة أهم دعائم كفاءة السوق، حيث كلما ارتفعت جودة القوائم المالية والإفصاح المالي ارتفعت قدرة السوق على تقريب السعر السوقي مع السعر العادل للسهم ولعقد الخيار.

5. اختبار الفرضية الخامسة

الفرضية الخامسة خاطئة حيث ترتبط القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع بعلاقة طردية في بداية الفترة، وعلاقة عكسية في منتصف ونهاية الفترة، وقد جاء تأثيرها بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في نفس اتجاه تأثير خيارات الشراء في بداية الفترة بينما لم تكن هناك علاقة معنوية بين القيمة السوقية لخيارات البيع في منتصف ونهاية الفترة، حيث توصلنا للنتائج التالية:

أ. إن قيمة خيارات الشراء سواء كانت السوقية أو الحقيقية مرتبطة بشكل طردي في بداية الفترة، بسبب تطابق توقعات المستثمرين مما يتسبب في تعادل الطلب على النوعين من هذه العقود وبالتالي تعادل قيمهما الزمنية في بداية الفترة، ثم تصبح علاقتهما عكسية في منتصف ونهاية الفترة بسبب سيطرة القيمة الضمنية على القيمة الإجمالية لخيارات الشراء الأمر الذي يجعل تطور قيمة أحدهما يعني تراجع قيمة الآخر.

ب. دعمنا النتيجة أعلاه من خلال بناء نماذج قياسية لتحديد العلاقة بينهم فتوصلنا لنتائج متطابقة تقريباً خاصة فيما يخص القيم السوقية، حيث كان هناك ارتباط موجب قوي بين القيمة السوقية لخيارات البيع والشراء في بداية الفترة، ثم أصبح هذا الارتباط عكسياً ولكن ضعيفاً في منتصف ونهاية الدورة.

ج. هناك ارتباط عكسي قوي بين القيمة السوقية لخيارات البيع في بداية الفترة و المتغير (OPMS) علاوات المسيرين التنفيذيين في شكل خيارات على الأسهم، حيث يقدر معامل التحديد ب 77%، ومنه نستنتج أن خيارات الشراء مثلها مثل خيارات البيع ترتبط قيمتها الزمنية بعلاوات المسيرين التنفيذيين ويمكن إرجاع ذلك لـ:

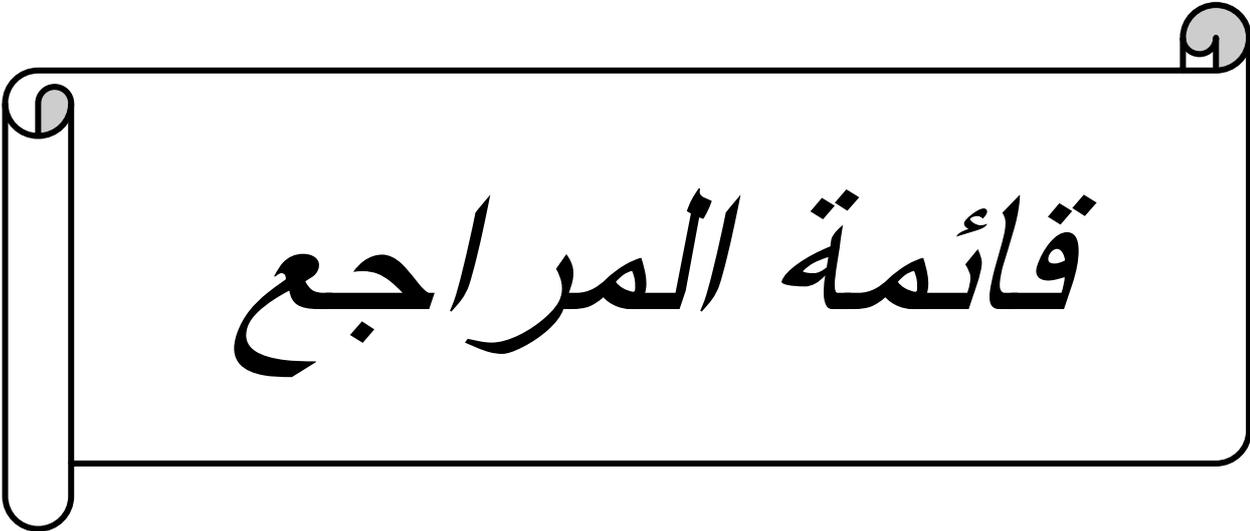
- شبه تطابق للقيم السوقية الزمنية لخيارات الشراء وخيارات البيع في بداية الفترة يدل على تعادل توقعات المستثمرين، فمشتروا خيارات الشراء يراهنون على ارتفاع السعر، ومشتروا خيارات البيع على تراجع السعر.
- ارتفاع القيمة الزمنية لخيارات البيع مع تراجع تعويضات المسيرين في شكل خيارات شراء، يبين أن المستثمرين في خيارات البيع يبنون توقعاتهم المستقبلية على مدى أهمية خيارات الشراء التنفيذية في موازنة مصالح المساهمين مع المسيرين وبالتالي كلما ارتفعت قيمتها تزايد سعي المسيرين لرفع قيمة الشركة وتحسين أداء الأسهم حتى يحققوا مكاسب من وراء هذه التعويضات، مما يتسبب في ارتفاع القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ عند الاستحقاق وانخفاض قيمة خيارات البيع، والعكس صحيح أي كلما تراجع معدل هذه التعويضات كنسبة من رأس المال المؤسسة إلا وأعطى ذلك إشارة سلبية للسوق على عدم موازنة مصالح المساهمين مع المسيرين وبالتالي يتوقع المستثمرون تراجع الأسعار السوقية للأسهم مقارنة بسعر التنفيذ وارتفاع قيمة خيارات البيع.
- إضافة إلى أن الإفصاح عن تعويضات المسيرين التنفيذيين وحجمها يعتبر في حد ذاته مؤشرا إيجابيا عن مدى التزام الشركات بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وبأن الأسعار التي تنعكس على أدائها المالية حتما ستعكس الأداء المالي الفعلي للشركة بدون تزييف أو تلاعبات، الأمر الذي يبحث عنه مشتروا الخيارات سواء الشراء أو البيع بالتالي ستنعكس حتما النتائج المالية للشركة على أدائها المالية سواء كانت سلبية (فتتحقق توقعات حاملي خيارات البيع) أو إيجابية (فتتحقق توقعات حاملي خيارات الشراء).
- د. عدم وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية لخيارات البيع في منتصف ونهاية الدورة وتطبيق مبادئ الحوكمة، فرغم العلاقة العكسية بين قيم خيارات الشراء والبيع في منتصف ونهاية الفترة إلا أن تأثيرها بتطبيق مبادئ الحوكمة لم يكن بشكل معاكس لتأثير قيمة خيارات الشراء، ولكن توصلنا إلى انعدام وجود علاقة بينهما ويمكن إرجاع ذلك لـ :
 - العلاقة بين القيمتين الضمنتين لخيارات الشراء والبيع ليست عكسية بشكل تام، أي أنه وبالنسبة لخيارات الشراء وعندما يفوق السعر السوقى للسهم سعر التنفيذ تكون القيمة الضمنية موجبة وتساوي الفرق بين القيمتين $(s-x) > 0$ ، في حين أن القيمة الضمنية لخيارات البيع والتي تساوي الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقى للسهم أي $(x-s)$ لا تكون في هذه الحالة سالبة (أي لا تساوي القيمة المعاكسة لخيار الشراء) وإنما تساوي الصفر لأن خيار البيع لا ينفذ.
 - في الأصل حتى العلاقة ضعيفة بين القيمة الضمنية لخيارات الشراء وتطبيق مبادئ الحوكمة وهذا راجع لطبيعة عقود الخيارات التي تعتبر قيمتها مشتقة من الأسهم وليست السهم في حد ذاته وبالتالي ينتقل لها الأثر بشكل غير مباشر عن طريق تأثير متغيرات الحوكمة على قيمة السهم، إضافة لخضوع قيمتها لعدة متغيرات أخرى كتذبذب سعر السهم وفترة الاستحقاق، وبالتالي لا نستغرب انعدام العلاقة بين قيمة خيارات البيع ومتغيرات الحوكمة.
 - عدم وجود توافق بين الطابع الإيجابي لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على الأداء المالي والسوقي للشركة والذي يكون تأثيره صعوديا على السوق، والنظرة التشاؤمية التي ينظر بها المستثمرون في خيارات البيع للاتجاه العام للسوق الذي يعتقدونه نزوليا، مما يجعل توقعات هذه الفئة من المستثمرين لا تولي اهتماما بتطبيق مبادئ الحوكمة.

إقتراحات الدراسة

1. أثبتت هذه الدراسة أن مبادئ حوكمة الشركات تعدى تأثيرها الأسواق الحاضرة للأسواق المشتقة، لذا بات من الضروري العمل بمبادئ حوكمة الشركات وعلى رأسها مبدأ الإفصاح والشفافية في جميع المؤسسات التي تتعامل بعقود الخيارات المالية لتفادي الأزمات الناتجة من سوء استخدام هذه الأدوات، وتفعيل آليات الرقابة التي توفرها حوكمة الشركات خاصة على مستوى مجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة لضمان استخدامها من طرف الشركات والبنوك للغرض الذي أنشئت لأجله في تغطية المخاطر وإدارتها وليس للمضاربة وتحقيق الأرباح.
2. عقود الخيارات المالية من أهم إفرزات الابتكار المالي وأصبح وجودها ضروري لكمال السوق ورفع كفاءته المعلوماتية لذا من المهم تدعيم التداول الآمن لهذه الأدوات عبر توفير القواعد التنظيمية والمرونة اللازمة على مستوى الأسواق المنظمة لجذب المتعاملين إليها على حساب الأسواق الغير منظمة للحد من المخاطر الناجمة عنها.
3. نشر الوعي المالي بأهمية عقود الخيارات المالية وتأهيل العاملين والمشاركين في الأسواق المالية وخاصة العربية منها من المستثمرين والوسطاء الماليين في تقييم هذه الأدوات وتوفير البرامج الكفيلة بالاستثمار في الدور التنبؤي الذي تلعبه قيمة هذه الأدوات على مستوى الأسواق المالية خاصة فيما يخص دورها في توقع اتجاهات السوق وبالتالي إمكانية التنبأ بوقوع الهجمات المضاربية والأزمات المالية.
4. رغم تطور الممارسات الحوكمية على مستوى الشركات المقيدة الفرنسية إلا أن عدم إلزامية قانون حوكمة الشركات المقيدة (AfeP-Medef) تسبب في ضعف بعض الممارسات الحوكمية على غرار الدور الاستشاري الممنوح للجان المجلس مما أضعف مشاركتها في عملية الحوكمة، ضعف تمثيل الموظفين على مستوى مجلس الإدارة وكذا عدم وضوح القانون فيما يخص المعايير النوعية المرتبطة بعلاوات المسيرين، لذا وجب القضاء على هذه الثغرات من خلال مراجعة القانون من فترة لأخرى.
5. يتعين على الدول العربية وعلى رأسها الجزائر تفعيل الدور الحوكمي للأسواق المالية لما له من تأثير على جذب المتعاملين المحليين أو الأجانب بفعل توفير الحوكمة لقدر من الضمان لتحقيق ربحية مناسبة لاستثماراتهم كما تضمن قوة وسلامة الأداء للمؤسسات مما يدعم استقرار وتطور الأسواق المالية، لذا وجب على السوق المالي الجزائري تبني مدونة تخص حوكمة الشركات المقيدة به تعمل على تطبيق المعايير الدولية للحوكمة وتسريع وتيرة الإصلاحات التي من شأنها أن ترفع من أداء وكفاءة السوق المالي.

آفاق البحث

- حوكمة الأسواق المشتقة ومساهمتها في رفع كفاءة الأسواق المالية.
- القدرة التنبؤية لأسعار الخيارات المالية ودورها في تفادي حدوث الأزمات.
- تطور ممارسات حوكمة الشركات المقيدة على ضوء التطورات الحديثة في الأسواق المالية.



قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب

1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، الأردن، 2004.
2. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
3. بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
4. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل الأدوات الاستراتيجية، الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، الطبعة الأولى، دار الهدى، الجزائر، 2011.
5. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول مفاهيم أساسية، الطبعة الأولى، دار الهدى، الجزائر، 2011.
6. جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية، مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الطبعة الأولى، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
7. حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
8. سيد طه بدوي مُجدد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001.
9. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
10. شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2015.
11. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
12. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ، التجارب تطبيقات الحوكمة في المصارف، دار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
13. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
14. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
15. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
16. عبد الله جوهر، الإدارة في الشركات والمؤسسات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2014.

17. عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة ميدانية، الطبعة الأولى. المنظمة العربية للتنمية الإدارية. القاهرة، 2015.
18. عبد الوهاب نصر علي، أحمد مُجَّد كامل سالم، المحاسبة عن الأدوات والمشتقات المالية وعمليات الشركات متعددة الجنسيات وفقا لمعايير المحاسبة الدولية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
19. عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017.
20. فاطمة سيد عبد القادر، المشتقات المالية والأزمات المالية، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2017.
21. كينيث أ. كيم وآخرون، حوكمة الشركة الأطراف الراصدة والمشاركة، ترجمة مُجَّد عبد الفتاح العشماوي، غريب جبر غنام، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010.
22. محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005.
23. مُجَّد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2010.
24. مُجَّد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، در الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
25. مُجَّد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006.
26. مُجَّد خميسي بن رجم، المشتقات المالية وتغطية المخاطر، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، 2017.
27. مُجَّد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
28. مُجَّد طارق يوسف، حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2009.
29. مُجَّد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
30. مصطفى حسن بسيوني السعدني، الشفافية والإفصاح في إطار حوكمة الشركات، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2009.
31. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015.
32. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
33. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات - الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2006.
34. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، المشتقات العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
35. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007.
36. منير إبراهيم هندي، سياسات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.

37. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
38. ناصر عبد الحميد علي، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة، القاهرة، 2014.
39. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
40. هشام السعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

الأطروحات والرسائل الجامعية

41. بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012.
42. نبيل قلى، دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعللي، الشلف، 2017.

التقارير والبحوث العلمية

43. الدليل المصري لحوكمة الشركات، الهيئة العامة للرقابة المالية، الإصدار الثالث، 2016.
44. جورج د. سوليفان، البوصلة الأخلاقية للشركات أدوات مكافحة الفساد: قيم ومبادئ الأعمال، وآداب المهنة، وحوكمة الشركات، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، الدليل السابع، مؤسسة التمويل الدولي، مجموعة البنك الدولي، 2008.
45. حوكمة الشركات، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية.
46. دليل قواعد حوكمة الشركات المدرجة في بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية.
47. عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، 2007.
48. مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا: تجارب وحلول، فيفري، 2011.

المجلات

48. أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية - مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، عدد 1، مجلد 45، جانفي 2008.

49. أحمد مهدي هادي العنزي، تحليل أثر حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي، دراسة تطبيقية عن عينة من المصارف العراقية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 4، 2014.
50. بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد التاسع، 2011.
51. بلقاسم سعودي، تسعير عقود خيارات الشراء وفقاً لنموذج بلاك وسكولز، دراسة تطبيقية على بورصة باريس، مجلة دراسات جامعة الأغواط، مجلة دولية علمية محكمة العدد 29، مارس 2017.
52. بن عمر بن حاسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2012/02.
53. جبار محفوظ، عديلة مریمت، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010.
54. جليل طريف، مبادئ (OECD/G20) للحكومة، أخبار الاتحاد، مجلة صادرة عن اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الإصدار رقم (11)، أكتوبر نوفمبر ديسمبر 2015.
55. جليل كاظم مدلول العارضي، نماذج تسعير الخيارات المتقدمة ودورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار وبناء محفظة التحوط، دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، مجلة آداب الكوفة العدد 5، 2009.
56. خيرة الداوي، بولرباح غريب، علاقة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 07، ديسمبر 2017.
57. رتيعة مُجّد، استخدام نماذج بيانات بانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، سبتمبر 2014.
58. زهير بن دعاس، نريمان رقوب، تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية، دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد 26، جوان 2016.
59. شذى عبد الحسين جبر، رجاء ماجد حسن البيضاني، تقييم الأداء المالي للشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة وأثرها على أسعار الأسهم، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة السابعة والثلاثون، العدد مئة، 2014.
60. الصالحين مُجّد العيش، حوكمة الشركات بين القانون واللائحة، المجلة الدولية للقانون، 4-2016.
61. عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية، دليل تجربي لبعض الأسواق العربية، مجلة الرغبي للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 32 (الثاني والثلاثون)، 2015.
62. عبد الحليم غربي، شوقي بورقبة، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في أداء المصارف الإسلامية دراسة تطبيقية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ديسمبر 2014.
63. عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل أساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، عدد 10، 2014.

64. علي حاتم القريشي، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، المجلد 6، العدد 4، 2014.
65. علي عبد الغاني اللايد وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث، جوان 2015.
66. عيساوي سهام، تسعير الخيارات باستخدام نموذج التسعير الثنائي الحدين ودورها في تشكيل محفظة التحوط، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 5، أبريل 2016.
67. قايد خيمسي، لحسن عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.
68. كفاءة سوق الأوراق المالية، إضاءات، نشرة نوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولية الكويت، السلسلة 7، العدد 09، أبريل 2015.
69. مفتاح صالح معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010.
70. مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 1، 2015.
71. مؤيد محمد علي الفضل، نوال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمية المؤسسة وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة في الأردن)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 4، 2010.
72. نصر طه حسن عرفه، مجدي مليجي عبد الكريم مليجي، أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري، دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، كلية التجارة جامعة بني سويف، المجلد 3، الإصدار 1، 2015.
73. هشام طلعت عبد الحكيم وآخرون، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للأسهم، (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 77، 2009.

الملتقيات

75. جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية، مداخله في الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، أيلول 2007.
76. سحنون محمد، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، مداخله في الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
77. شريقي عمر، دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي، مداخله في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

78. مُجَّد خميسي بن رجم، المشتقات المالية أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، مداخلة في الملتقى الدولي الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
79. مُجَّد ياسين داغر، محددات الحوكمة ومعاييرها، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 15 - 17 ديسمبر 2012.

متفرقات

80. أساسيات الحوكمة، مصطلحات ومفاهيم، سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبوظبي للحوكمة، مركز أبوظبي للحوكمة.
81. سفير مُجَّد، فاشي يوسف، محاضرات في حوكمة الشركات، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، 2016 - 2017.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

Les ouvrages

82. Alain Finet, gouvernance d'entreprise nouveau défis financiers et non financier, 1^{ère} Edition, de Boeck, Bruxelles, 2009.
83. André Farber et Al, Finance, 3^e édition, Pearson Education, France, Paris, 2011.
84. Cristian Descamps, Jaques Soichot, Gestion financière internationale, 2^e édition, EMS, Paris, 2006.
85. Didier Vitrac, tout savoir sur la bourse, Galino éditeur, Paris, 2001.
86. Dov Ogien, Pratique des marchés financiers, 2^e édition, Dunod, Paris, 2007.
87. Emil Tchave Hatcheu, comprendre la gouvernance, l'Harlattan, Paris, 2013.
88. Frédéric Peltier, la corporate Gouvernance au secours des conseils d'administration, Dunod, Paris, 2004.
89. Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives, Economica, Paris, 2006.
90. Grégory Denglos, création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprise, Economica, Paris, 2010.
91. Jean Claude Papillon, Economie de l'entreprise de l'entrepreneur à la gouvernance, 2^e édition, Edition Management société, Paris, 2000.
92. John Hull, options future et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition Pearson éducation, France, 2004.
93. Joseph Antoni, Marie-Claire Capiou-Huart, dictionnaire des marchés financiers, 2^{ème} édition, De Boeck, Belgique, 2008.
94. Lawrance Gitman, Michael Joehnk, Investissement et marchés financiers, 9^e édition, Pearson Education, France, 2005.
95. Lorent L . Jacques, Les produits dérivés et les grand désastres financiers, Economica, Paris, 2011.
96. Manuela Lehman, Le marché des actions, Hermes Sciences Publications, France, 2012.
97. Mondher Belallah, Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques, Dunod, paris, 2003.
98. Mondher Bellalah, Gestion des risques de taux d'intérêt de change, 1^e édition, De Boeck, Belgique, 2005.

99. Pascal Alphonse et Al ; gestion de portefeuille et marchés financiers, Pearson Education, Paris, 2010.
100. Pascal Philippart, Bruno Colmant, Les instruments financiers optionnels, De Boeck et Larcier, Bruxelles, 2003.
101. Pièrre Vernimmen, Finance d'entreprise, 11^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2013.
102. Robert Coffin, Principes de Finance Moderne, Economica, Paris, 1998.
103. Roland Portait, Patrice Poncet, Finance de l'entreprise, 3^{ème} édition, édition Dalloz, Paris, 2012.
104. Veronique Magnier, La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Lextenso Edition, Paris, 2010.
105. Yves Simon, Encyclopédie des marchés financier, tome2, Economica, paris, 1997

Les thèses

106. Ali Dardour, L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Toulouse, mai 2009.
107. Assous Nassima, L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques Algérienne cotées à la bourse d'Alger, cas de Saïdal et L'EGH- Aurassi, thèse de doctorat en économie, Université Mouloud Mammeri, Tizi -Ouzou, 2015.
108. Jérémy Morvan, La gouvernance d'entreprise managériale positionnement et rôle des gérants de fond socialement responsable, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bretagne occidentale, novembre 2005.
109. Mbaye Fall Diallo, La création de valeur dans l'entreprise : le rôle de la gouvernance et des levier financiers, Master de gestion, Université Paul Cezanne Aix Marseille 3, 2001.
110. Mohamed Ali Khaldi, Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Grenoble, 2014.
111. Qûoc Thai Huynh, L'influence de l'activisme des actionnaires minoritaires sur la gouvernance des entreprises française cotées, thèse de doctorat en science de gestion, Université Montesquieu Bordeaux IV, 2009.
112. Rubeena Tashfeen, Value and risk effects of financial derivatives, evidence of corporate governance on hedging, speculation and selective hedging strategies, A thesis submitted in fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Victoria University of Wellington, 2016.
113. Smahane Madhar, Corporate gouvernance et performance des entreprises : cas des émetteurs Marocains, thèse de doctorat en sciences de gestion, Institut supérieur de commerce et d'administration des entreprises, 2016.
114. Sophie Coutant, Contenance en information dans les prix d'options estimation de la densité neutre du risque du sous jacent et applications, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Paris IX Dauphine, mai 2001.
115. Stéfanie Volz, La surveillance des bourses en France et en Allemagne, une comparaison analytique, DEA droit des affaires, université Robert Schuman, Strasbourg III, 2002-2003.
116. Stéphane Thiery, Evaluation d'options vanilles et digitales dans le modèle de marché à intervalles thèse de doctorat en mathématiques, université de Nice, Sophia Antipolis, 2010.
117. This Nhung Nguyen, Les techniques des produits dérivés et leurs champs d'application au café du Vietnam, thèse de doctorat en sciences économiques, université de Bordeaux, France, 2015.

118. Yacine Jerbi, Evaluation des options et gestion des risques financier par les réseaux de neurones et par les modèles à volatilité stochastique, thèse de doctorat, spécialité : Mathématiques appliquées, université Paris1, février 2006.

Rapports et recherches scientifique

119. Afep-Medef, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, révisé en novembre 2016, (<https://www.medef.com/fr/content/code-afep-medef-revise-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-novembre-2016>)
120. AMF, Rapport Annuel 2014.
121. Benjamin Lorent, Cours en théorie financière (Produits dérivés), ULB, Solvay Brussels School of Economics and management, 2016-2017. (homopages.ulb.ac.be).
122. Bourse de Montréal, Options sur action (Manuel de référence), mai 2018. (https://www.m-x.ca/f_publications_fr/fr_guide_options.pdf).
123. Brian Bollen, A history of Euronext, the leading pan-European euro exchange, (<http://www.capital.com/a-history-of-euronext-the-leading-pan-european-euro-exchange>).
124. Carlos E. Campos and Al, Corporate governance develops in emerging markets, Mckinesy on finance, winter 2002 (www.théafun.org/publications/2012_3corporate_govern.pdf)
125. E. Han Kim and Paige Ouimet, Employee capitalism or corporate socialism? Board-based employee stock ownership, US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP-09-44, December 1, 2009, (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1529631> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1529631>)
126. Elijah Brewer and Al, Impact of indépendant directors and the regulatory environment on merger prices and motivation : evidence from large bank mergers in the 1990s, Imerging Issues series supervision and regulation departement, Federal Reserve Bank of Chicago, december 2000.
127. Etude comparée: Les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens, AMF Autorité des marchés financières, 30 mars 2016.
128. François Belot and Al, Reforming corporate governance, evidence from the choice between unitary versus dual Boards directors, work paper classification, G.32, G.34, p 23, 24 (<https://archives.ouvertes.fr/hol-01637558/document>)
129. Frank Béziaud, Les banques coopératives vers une gouvernance créatrice de valeur, les exemples de la France et du Québec, Le pouvoir d'agir des coopératives, sommet international des coopératives, Québec, 11-13 octobre 2016 (www.sommetinter.coop).
130. Gérard Charreaux, Les mesures de la création de valeur: fondement théoriques et limites (gerard.charreaux.pagesperso-orange.fr/perso/articles/echanges0998.pdf)
131. Gérard Charreaux, Les théories de la gouvernance, de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux, cahier de Fargo (centre de recherche en Finance Architecture, et Gouvernance des organisations) n° 1040101, Décembre 2004.
132. Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, Le rôle des bourses dans le gouvernement d'entreprise, groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise, OCDE, juin 2009.
133. Hans Degryse, Mark Van Achter, Alternative trading and liquidity, paper prepared for SUERF – Conference Commission 2 : Technology and Financial Markets.
134. Hervé Stolowy and Al, Audit financier et contrôle interne l'apport de la loi Sarbanes Oxley, Groupe HEC.
135. IOMA (International Options Market Association), 2005 Derivatives Market Survey, may 2006. (www.world-exchanges.org).
136. IOMA (International Options Market Association), 2007 Derivatives Market Survey, may 2008. (www.world-exchanges.org).

- 137.IOMA(International Options Market Association), 2008 Derivatives Market Survey, may 2009. (www.world-exchanges.org).
- 138.IOMA(International Options Market Association), 2012 Derivatives Market Survey, may 2013. (www.world-exchanges.org)
- 139.IOMA(International Options Market Association), 2015 Derivatives Market Survey, may 2016. (www.world-exchanges.org)
- 140.Karim Ben khediri, Gouvernance d'entreprise et couverture des risques financiers : Étude empirique sur les entreprises françaises, Université Paris Ouest Nanterre La Défense, 2016.
- 141.La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs, IFA : Institut Français des administrateurs, édition 2015.
- 142.Les systèmes de négociation alternatifs pour les actions européennes, étude publiée par Celent, Paris, 18 juin 2007 . (<https://www.celent.com/insights/276036194>) consulté le 23/03/2018.
- 143.Les systèmes multilatéraux de négociation, Autorité des marchés financiers (AMF), publié le 30/04/2013.
- 144.Manuel de référence, options sur actions, TMX, bourse de Montréal, Avril 2009, (www.m-x.ca).
- 145.Michael C.Jensen, Kevin J.Murphy, Renumeration : where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, finance working paper N° 44/2014 European corporate governance institute (ECGI), july 2004.
- 146.Pierre-Yves Deboudé, Nicolas Gresser, Valeur d'option et coût du capital Théorie et application réglementaire, TERA Consultants, novembre 2004, p. 5. (<file:///C:/Users/Dell-pc/Downloads/2004-Nov-Valeur-d-option-et-cout-du-capital-Deboude-Gresser.pdf>)
- 147.Pratiques de gouvernance des sociétés cotées française, Ernst and Young, édition 2013.
- 148.Pratiques de gouvernance des sociétés cotées française, Ernst and Young, édition 2016.
- 149.Pratiques de gouvernance des sociétés cotées française, Ernst and Young, édition 2017.
- 150.Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE, rapport de l'OCDE aux ministres des finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, septembre 2015.
- 151.Randolph B. Cohen and al, Do executive stock options encourage risk taking, work paper Harvard university, Jel classification codes , G31, G34, march 2000, (www.people.hbs.edu/lviceira/cohallvic3.pdf) consulté le 12/02/2018.
- 152.Rapports 2009 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF.
- 153.Rapports 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF.
- 154.Rapports 2015 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF.
- 155.Rapports 2016 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF
- 156.Rapports 2017 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, Autorité des Marchés Financiers -AMF.
- 157.Règles de marché d'Euronext, livre II : Règles particulière applicables au marchés réglementés français,septembre 2016.
- 158.Réjean Belzile, Chantal Viger, Les options d'achat d'actions comme instrument de rémunération des hauts dirigeants, work paper, (<http://medac.qc.ca/documents/pdf/documentation/etudes-rapports/Etude-sur-les-options-dachat-comme-instrument-de-remuneration-des-hauts-dirigeants-rejean-belzil-et-chantal-viger-novembre-2001.pdf>).
- 159.Report of the committee on The Financial Aspects of corporate Governance, 1 december 1992. (www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf).

160. Romain Thomas, Le succès fulgurant des plateformes alternatives ([https:// www.lenouveleconomiste.fr/ lesdossiers/lesuccès-des-platfprmes-alternatives-mtf-9602/](https://www.lenouveleconomiste.fr/lesdossiers/lesuccès-des-platfprmes-alternatives-mtf-9602/))
161. Schéma d'information prudentielle concernant les activités de négociation et sur instruments dérivés, Rapport conjoint du comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs (OICU), septembre 1998.
162. Stéphane Mercier, Les options sur actions, new skills new opportunities, forum for the futur be, Congress 2016, Bruxelles, 24/11/2016, p 25. (http://www.tamtam.pro/ttp/uploads/slots/fichiers/2016/11/Mercier-2016_11_28_12_25_56.pdf).
163. The Comité of European Securities Regulators (CESE), Standards for alternative trading systems, July 2002.
164. Thierry Francq, Rapport sur l'évolution d'Euronext et l'avenir des activités de marché et de post-marché en Europe, Ministère de l'économie et des finances, novembre 2010.
165. Xavier Hollandts et Al, Représentation du travail au conseil d'administration et performance de l'entreprise, une étude empirique, sur le SBF250 (2000-2005), La documentation française, 2009, (https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs_01256785/document).
166. Yvan Allaire, Mihaela Firsirotu, Plaidoyer pour un nouveau capitalisme, institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, HEC Montréal, (archives.Cerium.ca/IGM/pdf/pladoyer.pdf).
167. Zacharias Sautner, Martin Weber, Corporate governance and the Design of Stock Option Programs, JEL Classification Code: G 32, G 34, M 52, December 2006. (https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/1782/1/SSRN_ID956060_code450192.pdf).

Les revues scientifique

168. Afef Boughanmi, Bruno Deffains, Droit gouvernance d'entreprise et structure du système financier : une analyse économétrique du cas français (1980 – 2004), finance contrôle, stratégie, vol 9, n° 4, décembre 2006.
169. Anne Beatty, The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans, Journal of Financial Economics, vol. 38, 1995.
170. Art Durnev, E Han Kim, To steal : Firm attributes, legal environment, and valuation, The journal of finance vol IX, N° 3, juin 2005.
171. Bang Dang Nguyen, Kasper Meisner Nielsen, the value of independent directors, Evidence from sudden deaths, journal of financial economics 98, 2010
172. Bertrand Jaquillat, Corporate Governance of Stock Exchanges, Revue d'économie Financière (English Ed), n° 82, 2006
173. Bertrand Jaquillat, Restructuration des marchés boursiers, point de vue de l'économiste, revue Lamy de la concurrence, n° 16, juillet/septembre 2008.
174. Bronka Rzepkowski, Pouvoir prédictif de la volatilité dans le prix des options de change, Economie et prévision, N° 148, 2-2001.
175. Catherine Karyiotis, La disparition des bourses nationales, l'Expansion Management Review, n° 127, 4/2007.
176. Chiraz Benali, Qualité de publication financière et mécanismes de gouvernance en France, Management et avenir, N° 61, 3/2013.
177. Corinne Gourmel - Rouger, Véronique Bon, politique d'attribution différenciée de stock options : analyse des conflits d'intérêts induits et de leurs mode de résolution cas d'Alcatel, revue d'économie financière, n° 72, 2003.
178. Cristine Pochet, Heejung Yeo, les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques, comptabilité – contrôle – Audit, Tome 102/2004.

179. Dan R. Dalton and Al, Number of directors and financial performance : a meta analysis, Academy of management journal, Vol 42, N° 6, December 1999.
180. Daniela Russo, Gertrude Tumpel-Gugerell, Les marchés de produits dérivés de gré à gré et la question de l'accès aux banques centrales des contreparties centrales, Revue d'économie financière, N° 101, 01/2011.
181. David Aboody, Ron Kasmik, CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, journal of accounting and economics, vol 29, 2000.
182. David Yermack, Good timing: CEO stock option awards and company news announcements, The journal of finance, volume 52, n° 2, juin 1997.
183. Edith Ginglinger, Jaque Hamon, Ownership control and market liquidity, Finance, 33 (2), 2012.
184. Edith Ginglinger, quelle gouvernance pour créer de la valeur?, Revue d'économie financière, n° 106, 2012
185. Eki Batrov, Partha Mohanrom, Private information, Earnings, manipulations and executive stock option exercises, The accounting review, vol 79, n° 4, 2004.
186. Elisabeth Leduart, Changing post-trading arrangements for OTC derivatives, BIS Quarterly review, december 2007
187. Emmanuelle Mazuyer, La gouvernance d'entreprise quel cadre juridique, quelles pratiques, journal des sociétés, n° 154, juillet 2017.
188. Eugene F. Fama, Efficient capital Market : A review of theory and Empirical work, the journal of finance, vol 25, numéro 2, may , 1970.
189. Francesco Bova, and Al, Employee Ownership and Firm Disclosure, contemporary Accounting Research, vol 32, N° 2, Summer 2015.
190. François Champarnaus, Vincent Remay, Places financières et concurrence entre marchés boursiers, revue d'économie financière, n° 57 ; 2000.
191. James A. Birckley and Al, Leadership structure : Seperating the CEO and Chairman of the board, Journal of corporate finance, 3, 1997.
192. Jean François Lemette, quel futur pour l'industrie boursière ? analyse d'un processus de transformation , revue – innovations, n° 30, 2009/2.
193. Jean François Ngok Evina, Système de gouvernance et performance des entreprises camerounaises : un mariage harmonieux, La revue des sciences de gestion, N° 243-244, 3/2010.
194. John Ifeanyichukwu Osuoha and Al, The impact of corporate governance on derivatives Usage, empirical evidence from african non-financial firms, British Journal of Economics, Management & Trade, 8(1), 2015.
195. Joshua D. Rauh, Own company stock in defined contribution pension plans: takeover defense?, Journal of financial economics . vol 81, Issue 2, August 2006.
196. Juliette D'Hollander, L'émergence des produits dérivés : le cas du Québec, Les Cahiers de droit, Volume 37, numéro 2, 1996.
197. K. M. Anwarul Islam, Sk. Alamgir Hossain, Demutualization of Dhaka Stock Exchange Opportunities and Challenges, International Journal of Finance and Banking Research, 1 (1), 2015.
198. Klaus Gugler and al, The impact of corporate gouvernance on investment returns in developed and developing countries, the Economic journal, Royal Economic society, 113 november 2003.
199. Laurence Godard, Alain Schatt, Faut-il limiter le cumul de fonctions dans les conseils d'administration ? le cas français, la revue des sciences de gestion, N° 213, 3/2005.
200. Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra, Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle, Comptabilité Contrôle Audite, tome 10, volume 1, juin 2004.

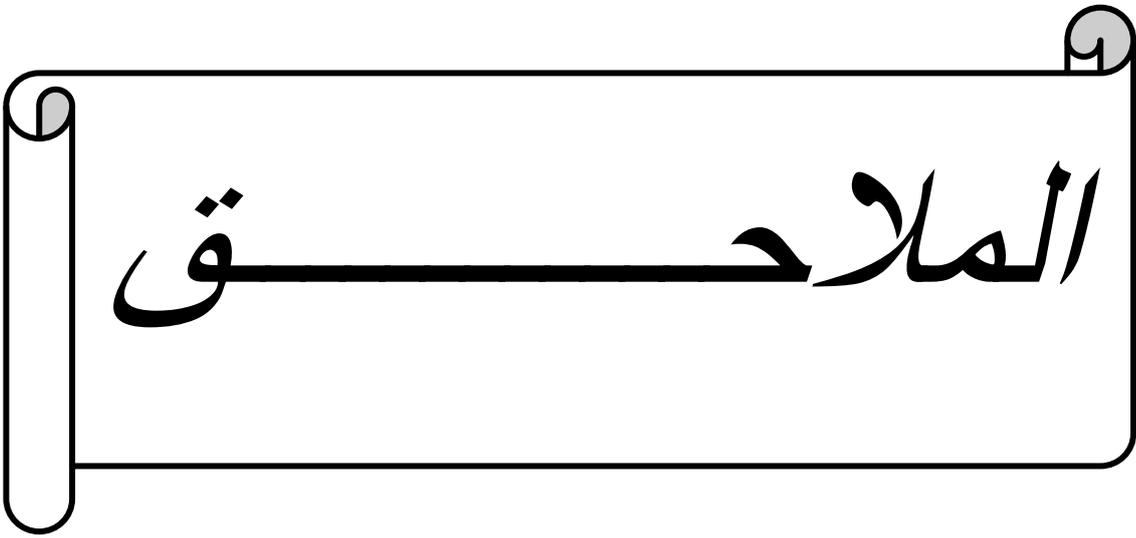
201. Lynn Pi, Stephen G. Timme, Corporate control and bank efficiency, Journal of Banking and finance, vol 13, Issue 2-3, April 1993.
202. Mathilde Julien, Le choix du code Afep-Medef comme code de référence, Journal des sociétés, n° 154, juillet 2017.
203. Michael C. Jensen, The modern industrial revolution, exit and the failure of international control systems, The journal of finance, Vol XLVIII , N° 3, july 1993.
204. Michel Aglietta, Défaillance des marchés financiers et risque systématique, Revue d'économie financière, N°37, 1996.
205. Michel Albouy, Peut on encore croire à l'efficacité des marchés financiers, Revue française de gestion, Numéro 157, 4/2005.
206. Michel Albouy, théorie applications et limites de la mesure de la création de valeur, revue française de gestion n° 160, 1/2006
207. Michel Magnan, Les options sur actions création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires, finance contrôle stratégies, volume 9, n° 03, septembre 2006.
208. Michelle Hanlon and Al, Are executive options associated with future earning , Journal of accounting and economics, vol 36, n° 1, 2003.
209. Milton Harris, Artur Raviv, A theory of Board control and size, The review of financial studies, volume 21, Issues4, 1 july 2008.
210. Mohmood Baghri and Chuzu Nakajuma, Exchanges : The dilemma of conflicting regulatory objectives and strategies, oxford journal of legal studies, vol 24, n° 1, 2004.
211. Nicolas Mottis , Jean - Pierre Ponssard, Création de valeur et politiques de rémunération enjeux et pratiques, Annales des Mines, juin 2000.
212. Nicolas Mottis, Jean -Pierre Ponssard, Création de valeur 10 ans après, Revue française de gestion, n° 198 – 199, 8/2009
213. Nicolas Mottis, Jean Pierre Ponssard, Création de valeur et politique de rémunération, Enjeux et pratiques, Annales des mines, juin 2000, p 85 .
214. Olivier Meier, Guillaume Schier, Quelles théories et principes d'actions en matière de gouvernance des associations ? Management et avenir, n° 20, 2008/6.
215. Olubunmi Faleye and al, The costs of intense board monitoring, Journal of financial economics, 101, 2011 .
216. Patrick Bolton, Ernst- Ludwing Von Thadden, Blocks liquidity and corporate control, The journal of finance, volume 53, 2/1998
217. Patrick Mignault, Droit gouvernance de l'entreprise et efficacité des marchés financier, Revue générale de droit, volume 43, numéro 1, 2013.
218. Paul A. Gompers and al, Corporate governance and equity prices, Quarterly journal of economics, forth coming, february 2003.
219. Peter Wirtz, Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite, Revue comptabilité – contrôle – audit, tome 11, volume 1, mai 2005.
220. Philip Brown and Al, Corporate Governance, accounting and finance : a review, Accountig and finance 51 (2011).
221. Pierre-Yves Gomez, Xavier Hollandts, La représentation des salariés aux conseil d'administration : enjeux obstacles et préconisations, Revue de droit de travail, juillet aout 2015.
222. Reena Aggarwal, Demutualization and corporate governance of stock exchanges ,Journal of Applied Corporate Finance, volume 15, Number 01, 2002.
223. Renée B. Adams, Daniel Ferreira, The theory of friendly Boards, The journal of finance, vol IXII, n° 1, february 2007

- 224.Sandrine Boulerne, Jean-Michel Sahut, les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise, management et avenir, n° 33, 3/2010.
- 225.Shivaran Rajgopal, Terry Shevlin, Empirical evidence on the relation between option compensation and risk taking, journal of accounting and economics, vol 33, n° 1, 2002.
- 226.stephen G Cecchetti and Al, Central counterparties for over – the – counter derivatives, BIS Quarterly review, september 2009.
- 227.Stephen O'byrne, David Young, Top management incentives and corporate performance, applied corporate finance, volume 17, n° 4, 2005.
- 228.Stephen R . Goldberg and Al, On the determinants of corporate usage of financial derivatives, Journal of financial management and accounting 9 : 2, 1998.
- 229.Stijn Claessens and Al, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, The journal of finance, vol 5, Decemder 2002.
- 230.Terry Baker and Al, Stock option compensation and earnings management incentives, Journal of accounting, auditing and finance, vol 18, n° 4, 2003.
- 231.Theodore E. Day, Craig M. Lewis, Stock market volatility and the information content of stock index options, Journal of Econometrics, 52(1992).
- 232.Thierry Poulain-Rehm, Stock options décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise: le cas français, Finance contrôle stratégie, vol 6, n° 3, septembre 2003.
- 233.Thierry Poulin -Rehm, L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur, banque et marchés, n° 88 mai juin 2007.
- 234.Valérie Mignon, Les ambiguïtés de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, Revue – regards croisés sur l'économie, numéro 3, 01/2008.
- 235.Willam H.Beover, Market efficiency, The accounting review, volume L VI, numéro 1, january, 1981.
- 236.Yves Jégourel, Les produits dérivés outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation, Comprendre les marchés financiers, Cahiers français, N°361.

Sites et Liens d'internet

- 237.Calcul de la volatilité implicite. (https://www.m-x.ca/volatility_fr.php)
- 238.En bref sur les options (<http://www.boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-options>)
- 239.Euronext annonce ses volumes d'activités de juillet 2015 (<http://www.euronext.com/fr/actualite/euronext-annonce-ses-volumes-dactivite-de-juillet-2015>)
- 240.Histoire de la bourse, (<http://www.easyboure.com/pedagogie/fiche/histoire-bourse-53>)
- 241.<http://fr.finance.yahoo.com>.
- 242.<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics>.
- 243.<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/factbooks?archivethis year>.
- 244.http://www.euronext.com/paris-stock-options-maturity-groups_2017-10-30.pdf.
- 245.<http://www.investing.com/rates-bonds/France-1-year-bond-yield>.
- 246.<https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/taux-indicatifs-des-bons-du-tresor-et-oat>
- 247.IFA(Institut français des administrateurs), combien d'administrateurs doit comprendre le conseil d'administration (<https://www.ifa-asso.com/informer/centre-de-ressources/les-questions-cles/combien-dadministrateurs-doit-comprendre-le-conseil-dadministration.html>).
- 248.L'organisation des marchés de produits dérivés, (<http://www.monfinancier.com/lorganisation-des-marchés-de-produits-derives-7290.html>)
- 249.les options sur actions et les options sur l'indice CAC 40 (<http://www.boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-options>)

250. Les secteurs principaux associés aux valeurs du cac40 (<http://www.lesechos.fr/actionnaire/bourse-pratique/fonctionnement-de-la-bourse/les-secteurs-en-bourse/les-secteurs-principaux-associes-aux-valeurs-du-cac-40-918866.php>)
251. Q . Finance, calculating total shareholder return, (www.qfinance.com).
252. Qu'est ce qu' Euronext? (http://www.abcbourse.com/apprendre/1_euronext.html)
253. SEC: securities and Exchange Commission, about the SEC . (<https://www.sec.gov/about.shtml>)
254. www.analyse-sectorielle.fr/2012/03/creation-de-valeur-est-mvmarket-value-addedevaecomimic-valeur-added/ consulté le 06/04/2016 .
255. www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_sit/ifc+cg/priorities/oreview.



ملحق رقم 01: مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء خلال سنة 2014

تسعير الخيار في نهاية الدورة (عند الاستحقاق) 2014/12/18					تسعير الخيار في منتصف الدورة 2014/6/20					تسعير الخيار عند بداية الدورة (عند إبرام العقد) 2013/12/23					سعر التنفيذ X	إسم الشركة
القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم	القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم	القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم		
19,56%	2,64	10,86	13,5	98,86	56%	10,24	8,16	18.40	96,16	89%	3,96	0,48	4,44	88,48	88	AIR LIQUIDE
0,00%	0,01	0	0,01	19,23	100%	0,50	0	0,50	17,97	100%	0,90	0	0,90	19,89	20	AXA
0,00%	0,01	0	0,01	49,24	100%	0,50	0	0,50	51,19	100%	2,19	0	2,19	55,74	56	PNB PARISBAS
0,00%	0	3,73	3,73	29,73	33%	3,15	6,28	9.43	32,28	99%	2,09	0,03	2,12	26,03	26	BOUYIGUE
0,00%	0,01	0	0,01	24,42	100%	0,50	0	0.50	26,29	89%	1,79	0,225	2,01	28,225	28	CARREFOUR
0,00%	0,01	0	0,01	35,15	34%	2,21	4,37	6.58	43,37	87%	2,25	0,34	2.59	39,34	39	SAINT GAUBIN
22,22%	0,4	1,4	1,8	10,2	33%	0,97	1,93	2.90	10,73	99%	0,73	0,008	0,74	8,808	8,8	CREDIT AGRICOLE
0,00%	0	2,59	2,59	19,59	33%	1,80	3,59	5.39	20,59	98%	1,61	0,035	1,64	17,035	17	ENGIE
0,00%	0,06	0	0,06	74,11	33%	7,20	14,33	21.53	90,33	100%	5,72	0	5,72	75,69	76	MICHELIN
0,00%	0	5,25	5,25	14,05	33%	3,91	7,81	11.72	16,61	95%	0,74	0,039	0,78	8,839	8,8	ORANGE
71,19%	0,42	0,17	0,59	76,17	36%	1,25	2,23	3.48	78,23	100%	2,46	0	2,46	75,58	76	SANOFIE
0,00%	0	2,66	2,66	10,26	33%	1,59	3,18	4.77	10,78	78%	0,80	0,23	1,03	7,83	7,6	PEUGEOT
0,00%	0,01	0	0,01	35,22	100%	1,16	0	1.16	40,87	89%	4,03	0,5	4,53	41,5	41	SOCIETE GENERALE
0,00%	0,07	0	0,07	42,83	33%	4,98	9,93	14.91	53,93	100%	3,33	0	3,33	43,99	44	TOTAL
0,00%	0	1,17	1,17	20,17	87%	0,39	0,06	0.45	19,06	100%	0,83	0	0,83	18,75	19	VIVENDI
0,00%	0	7,27	7,27	79,27	33%	3,81	7,57	11.38	79,57	83%	3,80	0,78	4,58	72,78	72	SODEXO
0,00%	0	3,76	3,76	36,76	33%	2,92	5,81	8.73	38,81	89%	2,73	0,35	3,08	33,35	33	ACCOR
5,16%	0,11	2,02	2,13	54,02	100%	0,50	0	0.50	48,6	100%	0,67	0	0,67	51,07	52	DANONE
0,00%	0	11,96	11,96	59,96	33%	3,18	6,32	9.50	54,32	99%	3,86	0,03	3,89	48,03	48	CAPGEMINI
3,96%	0,2	4,85	5,05	154,85	54%	2,16	1,87	4.03	151,87	97%	7,20	0,2	7,40	150,2	150	KERING
72,53%	0,66	0,25	0,91	130,25	34%	7,91	15,7	23.61	145,7	97%	9,11	0,25	9,36	130,25	130	LVMH
0,00%	0	11,26	11,26	91,26	34%	4,29	8,51	12.80	88,51	83%	4,80	0,96	5,76	80,96	80	PERNOD RICARD
4,27%	0,09	2,02	2,11	60,02	33%	5,15	10,25	15.40	68,25	94%	4,21	0,25	4,46	58,25	58	RENAULT
0,00%	0,14	0	0,14	60,53	33%	4,53	9	13.53	71	100%	3,97	0	3,97	61,99	62	Schneider Electric
0,31%	0,01	3,19	3,2	14,69	33%	1,58	3,15	4.73	14,65	100%	0,83	0	0,83	11,38	11,5	Veolia Environ-
0,00%	0,11	0	0,11	45,72	33%	4,64	9,25	13.89	56,25	100%	3,03	0	3,03	46,98	47	Vinci
1,74%	0,22	12,45	12,67	137,45	35%	2,34	4,35	6.69	129,35	96%	5,35	0,2	5,55	125,2	125	L'oreal
7.44%					49%					95%						متوسط نسبة القيمة الزمنية إلى قيمة العلاوة ككل

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات متوفرة على الرابط: <http://www.euronext.com/en/reports->

<http://fr.finance.yahoo.com> و (statistics/derivatives/daily-statistics)

ملحق رقم 02: مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء خلال سنة 2015

تسعير الخيار في نهاية الدورة (عند الاستحقاق) 2015/12/17					تسعير الخيار في منتصف الدورة 2015/6/19					تسعير الخيار عند بداية الدورة (عند إبرام العقد) 2014/12/22					سعر التتفي X ذ	إسم الشركة
القيمة الزمنية/ العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلامة	القيمة السوقية للشهم	القيمة الزمنية للخيار / العلامة	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلامة	القيمة السوقية للشهم	القيمة الزمنية للخيار / العلامة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلامة	القيمة السوقية للشهم			
46,58%	2,79	3,2	5,99	103,2	36%	5,75	10,31	16,06	110,3	100%	8,22	0	8,22	99,54	100	AIR LIQUIDE
0,16%	0,01	6,11	6,12	25,11	14%	0,54	3,42	3,96	22,42	100%	1,49	0	1,49	19,38	19	AXA
0,95%	0,05	5,23	5,28	53,23	26%	1,94	5,61	7,55	53,61	84%	3,82	0,71	4,53	48,71	48	PNB PARISBAS
0,00%	0	5,38	5,38	35,83	28%	1,41	3,62	5,03	33,62	100%	2,76	0	2,76	29,77	30	BOUYIGUE
0,00%	0	3,23	3,23	27,23	12%	0,63	4,51	5,14	28,51	81%	1,99	0,475	2,46	24,47	24	CARREFOUR
0,00%	0	5,7	5,7	39,7	11%	0,82	6,63	7,45	40,63	78%	2,84	0,78	3,62	34,78	34	SAINT GAUBIN
61,54%	0,4	0,25	0,65	10,25	20%	0,68	2,69	3,37	12,69	70%	0,96	0,414	1,37	10,414	10	CREDIT AGRICOLE
00,00%	0,01	0	0,01	16,28	100%	0,37	0	0,37	17,07	74%	1,14	0,405	1,54	19,405	19	ENGIE
0,00%	0	12,04	12,04	88,04	5%	1,16	21,83	22,99	97,83	100%	5,47	0	5,47	74,58	76	MICHELIN
0,00%	0	1,65	1,65	15,65	100%	1,33	0	1,33	13,81	76%	1,09	0,34	1,43	14,34	14	ORANGE
2,58%	0,09	3,4	3,49	79,4	19%	2,48	10,42	12,9	86,42	100%	5,24	0	5,24	75,22	76	SANOFIE
0,00%	0	6,14	6,14	16,14	-1%	-0,05	8,12	8,07	18,12	88%	1,22	0,16	1,38	10,16	10	PEUGEOT
0,00%	0	9,19	9,19	43,19	9%	0,80	8,4	9,2	42,4	80%	3,15	0,81	3,96	34,81	34	SOCIETE GENERALE
00,00%	0,37	0	0,37	41,9	43%	1,61	2,13	3,74	44,13	78%	2,95	0,84	3,79	42,84	42	TOTAL
100,00%	0,01	0	0,01	19,42	81%	2,52	0,59	3,11	20,59	74%	1,30	0,45	1,75	20,45	20	VIVENDI
0,00%	0	11,9	11,9	91,9	16%	1,78	9,59	11,37	89,59	91%	5,16	0,48	5,64	80,48	80	SODEXO
0,00%	0	2,29	2,32	40,29	11%	1,10	9,17	10,27	47,17	100%	2,95	0	2,95	37,15	38	ACCOR
0,00%	0	7,12	7,12	63,12	44%	2,40	3,11	5,51	59,11	100%	3,08	0	3,08	54,37	56	DANONE
0,00%	0	26,42	26,42	86,42	7%	1,39	19,12	20,51	79,12	95%	5,69	0,33	6,02	60,33	60	CAPGEMINI
12,53%	0,48	3,35	3,83	158,3	100%	7,88	0	7,88	154,7	84%	9,40	1,85	11,25	156,85	155	KERING
00,00%	0,09	0	0,09	148,9	85%	27,3	4,95	32,27	159,9	100%	9,92	0	9,92	131,05	155	LVMH
0,00%	0	13,95	13,95	105,9	7%	0,89	12,8	13,69	104,8	96%	6,05	0,27	6,32	92,27	92	PERNOD RICARD
0,00%	0	31,42	31,42	91,42	1%	0,27	32,15	32,42	92,15	95%	5,77	0,29	6,06	60,29	60	RENAULT
00,00%	0,01	0	0,01	53,46	55%	3,67	3,06	6,73	63,06	100%	5,54	0	5,54	59,96	60	Schneider Electric
0,00%	0	7,09	7,09	22,09	9%	0,31	3,15	3,46	18,15	100%	1,05	0	1,05	14,78	15	Veolia Environ-
0,00%	0	13,16	13,16	59,16	15%	1,13	6,2	7,33	52,2	100%	3,54	0	3,54	45,47	46	Vinci
0,00%	0	20,85	20,85	160,8	15%	3,82	21,8	25,62	161,8	100%	9,68	0	9,68	138,35	140	L'oreal
%4.61					%32					91%					متوسط نسبة القيمة الزمنية إلى قيمة العلاوة ككل	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات متوفرة على الرابط: (<http://www.euronext.com/en/reports->)

(<http://fr.finance.yahoo.com> و ([statistics/derivatives/daily-statistics](http://fr.finance.yahoo.com/statistics/derivatives/daily-statistics))

ملحق رقم 03: مكونات علاوة خيارات الشراء في بداية، منتصف ونهاية دورة حياة خيار الشراء خلال سنة 2016

تسعير الخيار في نهاية الدورة (عند الاستحقاق) 2016/12/15					تسعير الخيار في منتصف الدورة 2016/06/17					تسعير الخيار عند بداية الدورة (عند إبرام العقد) 2015/12/21					سعر التنفيذ X	إسم الشركة
القيمة الزمنية/العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم	القيمة الزمنية/العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم	القيمة الزمنية/العلاوة	القيمة الزمنية للخيار	القيمة الضمنية للخيار	القيمة السوقية للعلاوة	القيمة السوقية للسهم		
0,00%	0	5,4	5,4	105,4	100%	3,19	0	3,19	88,94	100%	8,96	0	8,96	99,06	100	AIR LIQUIDE
0,00%	0,01	0	0,01	23,98	100%	0,24	0	0,24	19,68	100%	1,98	0	1,98	24,93	25	AXA
0,00%	0	9,7	9,7	61,7	100%	1,14	0	1,14	43,45	88%	4,20	0,59	4,79	52,59	52	PNB PARISBAS
0,00%	0,01	0	0,01	34,01	100%	0,12	0	0,12	26,56	100%	3,21	0	3,21	35,31	36	BOUYIGUE
0,00%	0,01	0	0,01	22,82	100%	0,54	0	0,54	22,24	85%	2,59	0,44	3,03	26,44	26	CARREFOUR
0,00%	0	3,69	3,69	43,69	100%	1,72	0	1,72	36,98	100%	3,23	0	3,23	39	40	SAINT GAUBIN
22,34%	0,44	1,53	1,97	11,53	100%	0,18	0	0,18	7,74	100%	1,13	0	1,13	9,991	10	CREDIT AGRICOLE
0,00%	0,01	0	0,01	11,99	100%	2,62	0	2,62	14,12	100%	2,13	0	2,13	15,96	16	ENGIE
0,00%	0	17,1	17,1	105,1	100%	5,65	0	5,65	86,23	100%	6,54	0	6,54	86,5	88	MICHELIN
0,00%	0,01	0	0,01	13,72	100%	0,67	0	0,67	14,29	96%	1,51	0,06	1,57	15,06	15	ORANGE
0,00%	0,01	0	0,01	76	100%	1,05	0	1,05	67,83	100%	5,38	0	5,38	77,79	80	SANOFIE
0,00%	0,07	0	0,07	15,77	100%	0,42	0	0,42	13,18	91%	1,06	0,11	1,17	16,11	16	PEUGEOT
0,00%	0	5,5	5,5	47,5	100%	0,63	0	0,63	32,87	85%	3,75	0,67	4,42	42,67	42	SOCIETE GENERALE
0,13%	0,01	7,49	7,5	47,49	65%	2,34	1,26	3,6	41,26	83%	3,42	0,72	4,14	40,72	40	TOTAL
0,00%	0,01	0	0,01	18,2	100%	0,33	0	0,33	15,58	100%	1,15	0	1,15	18,98	19	VIVENDI
0,00%	0	18,7	18,7	106,7	56%	4,27	3,34	7,61	91,34	81%	5,80	1,32	7,12	89,32	88	SODEXO
0,00%	0,01	0	0,01	36,77	100%	2,12	0	2,12	36,3	100%	4,25	0	4,25	39,24	40	ACCOR
2,24%	0,03	1,31	1,34	61,31	100%	3,94	0	3,94	59,9	77%	4,01	1,2	5,21	61,2	60	DANONE
0,00%	0,01	0	0,01	78,01	100%	6,43	0	6,43	82,52	99%	9,49	0,05	9,54	84,05	84	CAPGEMINI
0,00%	0	49	49	209	100%	6,10	0	6,1	136,26	100%	13,07	0	13,07	155,05	160	KERING
0,00%	0	37,75	37,75	177,75	100%	9,34	0	9,34	137,5	82%	12,57	2,7	15,27	142,7	140	LVMH
6,25%	0,09	1,35	1,44	101,35	100%	2,29	0	2,29	91,58	71%	6,59	2,7	9,29	102,7	100	PERNOD RICARD
0,00%	0,01	0	0,01	84,07	100%	2,41	0	2,41	76,18	100%	10,94	0	10,94	91,62	92	RENAULT
0,00%	0	13,26	13,26	65,26	56%	3,57	2,75	6,32	54,75	100%	4,60	0	4,6	51,79	52	Schneider Electric
0,00%	0,01	0	0,01	15,67	100%	0,70	0	0,7	19,3	82%	1,81	0,41	2,22	21,41	21	Veolia Environ-
0,00%	0	7,8	7,8	63,8	20%	1,70	6,9	8,6	62,9	65%	3,59	1,9	5,49	57,9	56	Vinci
0,00%	0	17,85	17,85	167,85	38%	6,91	11,35	18,26	161,35	69%	11,15	5,1	16,25	155,1	150	L'oreal
%1.15					%90					%91					متوسط نسبة القيمة الزمنية إلى قيمة العلاوة لكل	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات متوفرة على الرابط: (<http://www.euronext.com/en/reports->)

(<http://fr.finance.yahoo.com/statistics/derivatives/daily-statistics>)

ملحق رقم 04: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لهنة 2014 (بداية الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
0,242%	88,48	3,13%	1	88	88,48	AI2	AIR LIQUIDE
0,242%	19,89	4,19%	1	20	19,89	CS9	AXA
0,242%	55,74	3,55%	1	56	55,74	BN3	PNB PARISBAS
0,242%	26,03	6,39%	1	26	26,03	EN9	BOUYIGUE
0,242%	28,225	4,58%	1	28	28,225	CA2	CARREFOUR
0,242%	39,34	6,20%	1	39	39,34	SG3	SAINT GAUBIN
0,242%	8,808	6,68%	1	8,8	8,808	AC3	CREDIT AGRICOLE
0,242%	17,035	7,52%	1	17	17,035	GA3	ENGIE
0,242%	75,69	6,52%	1	76	75,69	ML2	MICHELIN
0,242%	8,839	6,53%	1	8,8	8,839	FT3	ORANGE
0,242%	75,58	3,10%	1	76	75,58	SA3	SANOFIE
0,242%	7,83	6,41%	1	7,6	7,83	UG2	PEUGEOT
0,242%	41,5	7,23%	1	41	41,5	GL3	SOCIETE GENERALE
0,242%	43,99	6,07%	1	44	43,99	TO2	TOTAL
0,242%	18,75	4,96%	1	19	18,75	EX2	VIVENDI
0,242%	72,78	3,39%	1	72	72,78	SW2	SODEXO
0,242%	33,35	6,01%	1	33	33,35	AH2	ACCOR
0,242%	51,07	2,60%	1	52	51,07	BN2	DANONE
0,242%	48,03	6,40%	1	48	48,03	CA3	CAPGEMINI
0,242%	150,2	3,64%	1	150	150,2	KR2	KERING
0,242%	130,25	5,46%	1	130	130,25	MC2	LVMH
0,242%	80,96	3,94%	1	80	80,96	RI2	PERNOD RICARD
0,242%	58,25	5,54%	1	58	58,25	RN3	RENAULT
0,242%	61,99	5,08%	1	62	61,99	SU2	Schneider Electric
0,242%	11,38	7,08%	1	11,5	11,38	VI3	Veolia Environnement
0,242%	46,98	5,16%	1	47	46,98	DG2	Vinci
0,242%	125,2	3,19%	1	125	125,2	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

ملحق رقم 05: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2014 (منتصف الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
0,054%	96,16	3,13%	0,5	88	88,48	AI2	AIR LIQUIDE
0,054%	17,97	4,19%	0,5	20	19,89	CS9	AXA
0,054%	51,19	3,55%	0,5	56	55,74	BN3	PNB PARISBAS
0,054%	32,28	6,39%	0,5	26	26,03	EN9	BOUYIGUE
0,054%	26,29	4,58%	0,5	28	28,225	CA2	CARREFOUR
0,054%	43,37	6,20%	0,5	39	39,34	SG3	SAINT GAUBIN
0,054%	10,73	6,68%	0,5	8,8	8,808	AC3	CREDIT AGRICOLE
0,054%	20,59	7,52%	0,5	17	17,035	GA3	ENGIE
0,054%	90,33	6,52%	0,5	76	75,69	ML2	MICHELIN
0,054%	16,61	6,53%	0,5	8,8	8,839	FT3	ORANGE
0,054%	78,23	3,10%	0,5	76	75,58	SA3	SANOFIE
0,054%	10,78	6,41%	0,5	7,6	7,83	UG2	PEUGEOT
0,054%	40,87	7,23%	0,5	41	41,5	GL3	SOCIETE GENERALE
0,054%	53,93	6,07%	0,5	44	43,99	TO2	TOTAL
0,054%	19,06	4,96%	0,5	19	18,75	EX2	VIVENDI
0,054%	79,57	3,39%	0,5	72	72,78	SW2	SODEXO
0,054%	38,81	6,01%	0,5	33	33,35	AH2	ACCOR
0,054%	48,6	2,60%	0,5	52	51,07	BN2	DANONE
0,054%	54,32	6,40%	0,5	48	48,03	CA3	CAPGEMINI
0,054%	151,87	3,64%	0,5	150	150,2	KR2	KERING
0,054%	145,7	5,46%	0,5	130	130,25	MC2	LVMH
0,054%	88,51	3,94%	0,5	80	80,96	RI2	PERNOD RICARD
0,054%	68,25	5,54%	0,5	58	58,25	RN3	RENAULT
0,054%	71	5,08%	0,5	62	61,99	SU2	Schneider Electric
0,054%	14,65	7,08%	0,5	11,5	11,38	VI3	Veolia Environnement
0,054%	56,25	5,16%	0,5	47	46,98	DG2	Vinci
0,054%	129,35	3,19%	0,5	125	125,2	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

الملحق رقم 06: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2014 (نهاية الدورة)

الفائدة الحالية من المخاطر r	السعر الجاري S للسهم	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,025%	98,86	3,13%	0,0027	88	88,48	AI2	AIR LIQUIDE
-0,025%	19,23	4,19%	0,0027	20	19,89	CS9	AXA
-0,025%	49,24	3,55%	0,0027	56	55,74	BN3	PNB PARISBAS
-0,025%	29,73	6,39%	0,0027	26	26,03	EN9	BOUYIGUE
-0,025%	24,42	4,58%	0,0027	28	28,225	CA2	CARREFOUR
-0,025%	35,15	6,20%	0,0027	39	39,34	SG3	SAINT GAUBIN
-0,025%	10,2	6,68%	0,0027	8,8	8,808	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,025%	19,59	7,52%	0,0027	17	17,035	GA3	ENGIE
-0,025%	74,11	6,52%	0,0027	76	75,69	ML2	MICHELIN
-0,025%	14,05	6,53%	0,0027	8,8	8,839	FT3	ORANGE
-0,025%	76,17	3,10%	0,0027	76	75,58	SA3	SANOFIE
-0,025%	10,26	6,41%	0,0027	7,6	7,83	UG2	PEUGEOT
-0,025%	35,22	7,23%	0,0027	41	41,5	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,025%	42,83	6,07%	0,0027	44	43,99	TO2	TOTAL
-0,025%	20,17	4,96%	0,0027	19	18,75	EX2	VIVENDI
-0,025%	79,27	3,39%	0,0027	72	72,78	SW2	SODEXO
-0,025%	36,76	6,01%	0,0027	33	33,35	AH2	ACCOR
-0,025%	54,02	2,60%	0,0027	52	51,07	BN2	DANONE
-0,025%	59,96	6,40%	0,0027	48	48,03	CA3	CAPGEMINI
-0,025%	154,85	3,64%	0,0027	150	150,2	KR2	KERING
-0,025%	130,25	5,46%	0,0027	130	130,25	MC2	LVMH
-0,025%	91,26	3,94%	0,0027	80	80,96	RI2	PERNOD RICARD
-0,025%	60,02	5,54%	0,0027	58	58,25	RN3	RENAULT
-0,025%	60,53	5,08%	0,0027	62	61,99	SU2	Schneider Electric
-0,025%	14,69	7,08%	0,0027	11,5	11,38	VI3	Veolia Environnement
-0,025%	45,72	5,16%	0,0027	47	46,98	DG2	Vinci
-0,025%	137,45	3,19%	0,0027	125	125,2	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

ملحق رقم 07: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2015 (بداية الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري S للسهم	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,025%	99,54	6,04%	1	100	99,54	AI2	AIR LIQUIDE
-0,025%	19,38	5,49%	1	19	19,38	CS9	AXA
-0,025%	48,71	6,26%	1	48	48,71	BN3	PNB PARISBAS
-0,025%	29,77	5,19%	1	30	29,77	EN9	BOUYIGUE
-0,025%	24,475	6,22%	1	24	24,475	CA2	CARREFOUR
-0,025%	34,78	5,16%	1	34	34,78	SG3	SAINT GAUBIN
-0,025%	10,414	10,19%	1	10	10,414	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,025%	19,405	6,49%	1	19	19,405	GA3	ENGIE
-0,025%	74,58	5,98%	1	76	74,58	ML2	MICHELIN
-0,025%	14,34	7,77%	1	14	14,34	FT3	ORANGE
-0,025%	75,22	3,78%	1	76	75,22	SA3	SANOFIE
-0,025%	10,16	10,70%	1	10	10,16	UG2	PEUGEOT
-0,025%	34,81	7,02%	1	34	34,81	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,025%	42,84	7,27%	1	42	42,84	TO2	TOTAL
-0,025%	20,45	6,10%	1	20	20,45	EX2	VIVENDI
-0,025%	80,48	7,06%	1	80	80,48	SW2	SODEXO
-0,025%	37,15	5,59%	1	38	37,15	AH2	ACCOR
-0,025%	54,37	6,17%	1	56	54,37	BN2	DANONE
-0,025%	60,33	5,47%	1	60	60,33	CA3	CAPGEMINI
-0,025%	156,85	9,81%	1	155	156,85	KR2	KERING
-0,025%	131,05	8,01%	1	155	131,05	MC2	LVMH
-0,025%	92,27	7,76%	1	92	92,27	RI2	PERNOD RICARD
-0,025%	60,29	14,57%	1	60	60,29	RN3	RENAULT
-0,025%	59,96	8,50%	1	60	59,96	SU2	SCHNEIDER ELECTRIC
-0,025%	14,78	4,53%	1	15	14,78	VI3	V. ENVIRONNEMENT
-0,025%	45,47	5,77%	1	46	45,47	DG2	VINCI
-0,025%	138,35	5,57%	1	140	138,35	OR2	L'OREAL

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

ملحق رقم 08: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2015 (منتصف الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,136%	110,31	6,04%	0,5	100	99,54	AI2	AIR LIQUIDE
-0,136%	22,42	5,49%	0,5	19	19,38	CS9	AXA
-0,136%	53,61	6,26%	0,5	48	48,71	BN3	PNB PARISBAS
-0,136%	33,62	5,19%	0,5	30	29,77	EN9	BOUYIGUE
-0,136%	28,51	6,22%	0,5	24	24,475	CA2	CARREFOUR
-0,136%	40,63	5,16%	0,5	34	34,78	SG3	SAINT GAUBIN
-0,136%	12,69	10,19%	0,5	10	10,414	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,136%	17,07	6,49%	0,5	19	19,405	GA3	ENGIE
-0,136%	97,83	5,98%	0,5	76	74,58	ML2	MICHELIN
-0,136%	13,81	7,77%	0,5	14	14,34	FT3	ORANGE
-0,136%	86,42	3,78%	0,5	76	75,22	SA3	SANOFIE
-0,136%	18,12	10,70%	0,5	10	10,16	UG2	PEUGEOT
-0,136%	42,4	7,02%	0,5	34	34,81	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,136%	44,13	7,27%	0,5	42	42,84	TO2	TOTAL
-0,136%	20,59	6,10%	0,5	20	20,45	EX2	VIVENDI
-0,136%	89,59	7,06%	0,5	80	80,48	SW2	SODEXO
-0,136%	47,17	5,59%	0,5	38	37,15	AH2	ACCOR
-0,136%	59,11	6,17%	0,5	56	54,37	BN2	DANONE
-0,136%	79,12	5,47%	0,5	60	60,33	CA3	CAPGEMINI
-0,136%	154,7	9,81%	0,5	155	156,85	KR2	KERING
-0,136%	159,95	8,01%	0,5	155	131,05	MC2	LVMH
-0,136%	104,8	7,76%	0,5	92	92,27	RI2	PERNOD RICARD
-0,136%	92,15	14,57%	0,5	60	60,29	RN3	RENAULT
-0,136%	63,06	8,50%	0,5	60	59,96	SU2	SCHNEIDER ELECTRIC
-0,136%	18,15	4,53%	0,5	15	14,78	VI3	V. ENVIRONNEMENT
-0,136%	52,2	5,77%	0,5	46	45,47	DG2	VINCI
-0,136%	161,8	5,57%	0,5	140	138,35	OR2	L'OREAL

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr

ملحق رقم 09: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات العينة المدروسة لسنة 2015 (نهاية الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجارى للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,381%	103,2	6,04%	0,0027	100	99,54	AI2	AIR LIQUIDE
-0,381%	25,11	5,49%	0,0027	19	19,38	CS9	AXA
-0,381%	53,23	6,26%	0,0027	48	48,71	BN3	PNB PARISBAS
-0,381%	35,83	5,19%	0,0027	30	29,77	EN9	BOUYIGUE
-0,381%	27,23	6,22%	0,0027	24	24,475	CA2	CARREFOUR
-0,381%	39,7	5,16%	0,0027	34	34,78	SG3	SAINT GAUBIN
-0,381%	10,25	10,19%	0,0027	10	10,414	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,381%	16,28	6,49%	0,0027	19	19,405	GA3	ENGIE
-0,381%	88,04	5,98%	0,0027	76	74,58	ML2	MICHELIN
-0,381%	15,65	7,77%	0,0027	14	14,34	FT3	ORANGE
-0,381%	79,4	3,78%	0,0027	76	75,22	SA3	SANOFIE
-0,381%	16,14	10,70%	0,0027	10	10,16	UG2	PEUGEOT
-0,381%	43,19	7,02%	0,0027	34	34,81	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,381%	41,9	7,27%	0,0027	42	42,84	TO2	TOTAL
-0,381%	19,42	6,10%	0,0027	20	20,45	EX2	VIVENDI
-0,38%	91,9	7,06%	0,0027	80	80,48	SW2	SODEXO
-0,38%	40,29	5,59%	0,0027	38	37,15	AH2	ACCOR
-0,38%	63,12	6,17%	0,0027	56	54,37	BN2	DANONE
-0,38%	86,42	5,47%	0,0027	60	60,33	CA3	CAPGEMINI
-0,38%	158,35	9,81%	0,0027	155	156,85	KR2	KERING
-0,38%	148,9	8,01%	0,0027	155	131,05	MC2	LVMH
-0,38%	105,95	7,76%	0,0027	92	92,27	RI2	PERNOD RICARD
-0,38%	91,42	14,57%	0,0027	60	60,29	RN3	RENAULT
-0,38%	53,46	8,50%	0,0027	60	59,96	SU2	SCHNEIDER ELECTRIC
-0,38%	22,09	4,53%	0,0027	15	14,78	VI3	V. ENVIRONNEMENT
-0,38%	59,16	5,77%	0,0027	46	45,47	DG2	VINCI
-0,38%	160,85	5,57%	0,0027	140	138,35	OR2	L'OREAL

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

الملحق رقم 10: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات شراء العينة المدروسة لسنة 2016 (بداية الدورة)

الفائدة الخالية r من المخاطر	السعر الجاري S للسهم	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,381%	99,06	3,35%	1	100	88,48	AI2	AIR LIQUIDE
-0,381%	24,93	7,73%	1	25	19,89	CS9	AXA
-0,381%	52,59	9,48%	1	52	55,74	BN3	PNB PARISBAS
-0,381%	35,31	8,60%	1	36	26,03	EN9	BOUYIGUE
-0,381%	26,44	3,96%	1	26	28,225	CA2	CARREFOUR
-0,381%	39	7,26%	1	40	39,34	SG3	SAINT GAUBIN
-0,381%	9,991	6,62%	1	10	8,808	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,381%	15,96	4,65%	1	16	17,035	GA3	ENGIE
-0,381%	86,5	3,66%	1	88	75,69	ML2	MICHELIN
-0,381%	15,06	4,15%	1	15	8,839	FT3	ORANGE
-0,381%	77,79	4,38%	1	80	75,58	SA3	SANOFIE
-0,381%	16,11	11,31%	1	16	7,83	UG2	PEUGEOT
-0,381%	42,67	10,44%	1	42	41,5	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,381%	40,72	4,24%	1	40	43,99	TO2	TOTAL
-0,381%	18,98	5,52%	1	19	18,75	EX2	VIVENDI
-0,381%	89,32	7,06%	1	88	72,78	SW2	SODEXO
-0,381%	39,24	6,96%	1	40	33,35	AH2	ACCOR
-0,381%	61,2	3,99%	1	60	51,07	BN2	DANONE
-0,381%	84,05	7,11%	1	84	48,03	CA3	CAPGEMINI
-0,381%	155,05	7,56%	1	160	150,2	KR2	KERING
-0,381%	142,7	5,34%	1	140	130,25	MC2	LVMH
-0,381%	102,7	4,65%	1	100	80,96	RI2	PERNOD RICARD
-0,381%	91,62	8,91%	1	92	58,25	RN3	RENAULT
-0,381%	51,79	4,53%	1	52	61,99	SU2	Schneider Electric
-0,381%	21,41	6,22%	1	21	11,38	VI3	Veolia Environnement
-0,381%	57,9	4,50%	1	56	46,98	DG2	Vinci
-0,381%	155,1	3,18%	1	150	125,2	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

الملحق رقم 11: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات شراء العينة المدروسة لسنة 2016 (منتصف الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,484%	88,94	3,35%	0,5	100	88,48	AI2	AIR LIQUIDE
-0,484%	19,68	7,73%	0,5	25	19,89	CS9	AXA
-0,484%	43,45	9,48%	0,5	52	55,74	BN3	PNB PARISBAS
-0,484%	26,56	8,60%	0,5	36	26,03	EN9	BOUYIGUE
-0,484%	22,24	3,96%	0,5	26	28,225	CA2	CARREFOUR
-0,484%	36,98	7,26%	0,5	40	39,34	SG3	SAINT GAUBIN
-0,484%	7,74	6,62%	0,5	10	8,808	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,484%	14,12	4,65%	0,5	16	17,035	GA3	ENGIE
-0,484%	86,23	3,66%	0,5	88	75,69	ML2	MICHELIN
-0,484%	14,29	4,15%	0,5	15	8,839	FT3	ORANGE
-0,484%	67,83	4,38%	0,5	80	75,58	SA3	SANOFIE
-0,484%	13,18	11,31%	0,5	16	7,83	UG2	PEUGEOT
-0,484%	32,87	10,44%	0,5	42	41,5	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,484%	41,26	4,24%	0,5	40	43,99	TO2	TOTAL
-0,484%	15,58	5,52%	0,5	19	18,75	EX2	VIVENDI
-0,484%	91,34	7,06%	0,5	88	72,78	SW2	SODEXO
-0,484%	36,3	6,96%	0,5	40	33,35	AH2	ACCOR
-0,484%	59,9	3,99%	0,5	60	51,07	BN2	DANONE
-0,484%	82,52	7,11%	0,5	84	48,03	CA3	CAPGEMINI
-0,484%	136,26	7,56%	0,5	160	150,2	KR2	KERING
-0,484%	137,5	5,34%	0,5	140	130,25	MC2	LVMH
-0,484%	91,58	4,65%	0,5	100	80,96	RI2	PERNOD RICARD
-0,484%	76,18	8,91%	0,5	92	58,25	RN3	RENAULT
-0,484%	54,75	4,53%	0,5	52	61,99	SU2	Schneider Electric
-0,484%	19,3	6,22%	0,5	21	11,38	VI3	Veolia Environnement
-0,484%	62,9	4,50%	0,5	56	46,98	DG2	Vinci
-0,484%	161,35	3,18%	0,5	150	125,2	OR2	L'oreal

المصدر

: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr

الملحق رقم 12: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات شراء العينة المدروسة لسنة 2016 (نهاية الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,73%	105,4	3,35%	0,0027	100	99,06	AI2	AIR LIQUIDE
-0,73%	23,98	7,73%	0,0027	25	24,93	CS9	AXA
-0,73%	61,7	9,48%	0,0027	52	52,59	BN3	PNB PARISBAS
-0,73%	34,01	8,60%	0,0027	36	35,31	EN9	BOUYIGUE
-0,73%	22,82	3,96%	0,0027	26	26,44	CA2	CARREFOUR
-0,73%	43,69	7,26%	0,0027	40	39	SG3	SAINT GAUBIN
-0,73%	11,53	6,62%	0,0027	10	9,991	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,73%	11,99	4,65%	0,0027	16	15,96	GA3	ENGIE
-0,73%	105,1	3,66%	0,0027	88	86,5	ML2	MICHELIN
-0,73%	13,72	4,15%	0,0027	15	15,06	FT3	ORANGE
-0,73%	76	4,38%	0,0027	80	77,79	SA3	SANOFIE
-0,73%	15,77	11,31%	0,0027	16	16,11	UG2	PEUGEOT
-0,73%	47,5	10,44%	0,0027	42	42,67	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,73%	47,49	4,24%	0,0027	40	40,72	TO2	TOTAL
-0,73%	18,2	5,52%	0,0027	19	18,98	EX2	VIVENDI
-0,73%	106,7	7,06%	0,0027	88	89,32	SW2	SODEXO
-0,73%	36,77	6,96%	0,0027	40	39,24	AH2	ACCOR
-0,73%	61,31	3,99%	0,0027	60	61,2	BN2	DANONE
-0,73%	78,01	7,11%	0,0027	84	84,05	CA3	CAPGEMINI
-0,73%	209	7,56%	0,0027	160	155,05	KR2	KERING
-0,73%	177,75	5,34%	0,0027	140	142,7	MC2	LVMH
-0,73%	101,35	4,65%	0,0027	100	102,7	RI2	PERNOD RICARD
-0,73%	84,07	8,91%	0,0027	92	91,62	RN3	RENAULT
-0,73%	65,26	4,53%	0,0027	52	51,79	SU2	Schneider Electric
-0,73%	15,67	6,22%	0,0027	21	21,41	VI3	Veolia Environnement
-0,73%	63,8	4,50%	0,0027	56	57,9	DG2	Vinci
-0,73%	167,85	3,18%	0,0027	150	155,1	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

ملحق رقم 13: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات شراء العينة المدروسة لسنة 2017 (منتصف الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,554%	111,5	4,27%	0,5	110	106	AI2	AIR LIQUIDE
-0,554%	23,92	3,93%	0,5	24	23,75	CS9	AXA
-0,554%	61,5	5,59%	0,5	60	60,5	BN3	PNB PARISBAS
-0,554%	39,08	3,07%	0,5	34	34,1	EN9	BOUYIGUE
-0,554%	22,01	6,06%	0,5	23	22,86	CA2	CARREFOUR
-0,554%	48,2	4,45%	0,5	44	43,5	SG3	SAINT GAUBIN
-0,554%	13,91	5,70%	0,5	11	11,3	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,554%	12,245	4,46%	0,5	12	12,245	GA3	ENGIE
-0,554%	119,15	4,71%	0,5	100	104,7	ML2	MICHELIN
-0,554%	14,37	5,07%	0,5	14	14,21	FT3	ORANGE
-0,554%	87,87	4,66%	0,5	76	74,86	SA3	SANOFIE
-0,554%	18,17	7,14%	0,5	16	15,67	UG2	PEUGEOT
-0,554%	46,08	7,25%	0,5	46	46,43	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,554%	44,11	3,69%	0,5	48	47,9	TO2	TOTAL
-0,554%	20,59	4,23%	0,5	18	18,25	EX2	VIVENDI
-0,554%	117,15	5,89%	0,5	100	107,2	SW2	SODEXO
-0,554%	41,36	3,63%	0,5	36	36,88	AH2	ACCOR
-0,554%	67,48	3,19%	0,5	60	61,24	BN2	DANONE
-0,554%	93,63	4,13%	0,5	80	79,22	CA3	CAPGEMINI
-0,554%	285,67	6,33%	0,5	220	212,9	KR2	KERING
-0,554%	231,65	5,06%	0,5	180	179,2	MC2	LVMH
-0,554%	121,8	3,36%	0,5	100	103	RI2	PERNOD RICARD
-0,554%	80,4	4,42%	0,5	84	85,06	RN3	RENAULT
-0,554%	70,16	4,57%	0,5	64	65,45	SU2	Schneider Electric
-0,554%	19,09	6,49%	0,5	16	15,74	VI3	Veolia Environnement
-0,554%	78,97	3,20%	0,5	64	64,56	DG2	Vinci
-0,554%	188,1	3,29%	0,5	170	170	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

ملحق رقم 14: العوامل المؤثرة في قيمة خيارات شراء العينة المدروسة لسنة 2017 (نهاية الدورة)

الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	سعر السهم عند إبرام العقد	الرمز التجاري للخيار	الشركة
-0,633%	107,05	4,27%	0,0027	110	106	AI2	AIR LIQUIDE
-0,633%	25,25	3,93%	0,0027	24	23,75	CS9	AXA
-0,633%	63,49	5,59%	0,0027	60	60,5	BN3	PNB PARISBAS
-0,633%	44,04	3,07%	0,0027	34	34,1	EN9	BOUYIGUE
-0,633%	17,52	6,06%	0,0027	23	22,86	CA2	CARREFOUR
-0,633%	46,86	4,45%	0,0027	44	43,5	SG3	SAINT GAUBIN
-0,633%	13,8	5,70%	0,0027	11	11,3	AC3	CREDIT AGRICOLE
-0,633%	14,47	4,46%	0,0027	12	12,245	GA3	ENGIE
-0,633%	120,8	4,71%	0,0027	100	104,7	ML2	MICHELIN
-0,633%	14,57	5,07%	0,0027	14	14,21	FT3	ORANGE
-0,633%	73,77	4,66%	0,0027	76	74,86	SA3	SANOFIE
-0,633%	17,27	7,14%	0,0027	16	15,67	UG2	PEUGEOT
-0,633%	44,03	7,25%	0,0027	46	46,43	GL3	SOCIETE GENERALE
-0,633%	47,21	3,69%	0,0027	48	47,9	TO2	TOTAL
-0,633%	22,3	4,23%	0,0027	18	18,25	EX2	VIVENDI
-0,633%	111,35	5,89%	0,0027	100	107,2	SW2	SODEXO
-0,633%	41,94	3,63%	0,0027	36	36,88	AH2	ACCOR
-0,633%	70,73	3,19%	0,0027	60	61,24	BN2	DANONE
-0,633%	98,96	4,13%	0,0027	80	79,22	CA3	CAPGEMINI
-0,633%	388,65	6,33%	0,0027	220	212,9	KR2	KERING
-0,633%	244,35	5,06%	0,0027	180	179,2	MC2	LVMH
-0,633%	129,05	3,36%	0,0027	100	103	RI2	PERNOD RICARD
-0,633%	85,05	4,42%	0,0027	84	85,06	RN3	RENAULT
-0,633%	70,66	4,57%	0,0027	64	65,45	SU2	Schneider Electric
-0,633%	20,84	6,49%	0,0027	16	15,74	VI3	Veolia Environnement
-0,633%	86,45	3,20%	0,0027	64	64,56	DG2	Vinci
-0,633%	186,45	3,29%	0,0027	170	170	OR2	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: www.banque-france.fr و <http://fr.finance.yahoo.com>

الملحق رقم 15: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2014 (بداية الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
1,482977	0,59291454	0,60503325	0,23504872	0,266396973	AIR LIQUIDE
0,302697441	0,462206632	0,47885804	-0,09487607	-0,053019876	AXA
0,730331182	0,467871053	0,48201975	-0,08062258	-0,045085069	BNP PARISBAS
0,709701409	0,509562481	0,53500972	0,02397188	0,087869295	BOUYIGUE
0,672162898	0,581170718	0,59895874	0,20488937	0,250652852	CARREFOUR
1,199915446	0,558860163	0,58319218	0,14807995	0,210066667	SAINT GAUBIN
0,249335226	0,506538136	0,53316265	0,01638941	0,083222405	C. AGRICOLE
0,548728941	0,508749529	0,53868895	0,02193357	0,097131333	ENGIE
1,908023895	0,476805187	0,50280922	-0,05817357	0,007041738	MICHELIN
0,260689393	0,528784164	0,55467164	0,07221391	0,137473279	ORANGE
0,823329057	0,45376952	0,46608172	-0,11614322	-0,085123216	SANOFIE
0,345594425	0,681117007	0,70364901	0,47082461	0,534924613	PEUGEOT
1,511596193	0,565518296	0,5937784	0,16497532	0,237275319	S. GENERALE
1,112792443	0,502303313	0,52649961	0,00577358	0,066473582	TOTAL
0,279805892	0,403983123	0,42330307	-0,24305054	-0,193450539	VIVENDI
1,527943781	0,64515974	0,65769673	0,3722852	0,406185197	SODEXO
1,02764464	0,573683708	0,59710489	0,1857605	0,245860497	ACCOR
0,225339999	0,26960159	0,27825998	-0,61401838	-0,588018382	DANONE
1,298638119	0,506213305	0,53171239	0,01557507	0,079575075	CAPGEMINI
2,469760884	0,533825243	0,548269	0,08488915	0,121289155	KERING
3,121691506	0,520819202	0,54253003	0,05220971	0,10680971	LVMH
1,922945853	0,634756177	0,64946517	0,34447693	0,383876926	PERNOD RICARD
1,487453182	0,537294159	0,55923075	0,09361917	0,149019168	RENAULT
1,325922916	0,50760439	0,52784846	0,01906253	0,069862533	Schneider Electric
0,278655015	0,440627884	0,46868434	-0,1493775	-0,078577495	V. Environnement
1,013555074	0,505126557	0,52569433	0,01285073	0,064450727	Vinci
1,853732088	0,543806703	0,55643185	0,11002873	0,141928726	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 04.

الملحق رقم 16: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2014 (منتصف الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
8,183770564	0,999968538	0,99997136	4,0015667	4,02373326	AIR LIQUIDE
2,13147E-05	0,000146225	0,00016389	-3,62189706	-3,592300263	AXA
6,10836E-05	0,000174643	0,00019219	-3,57570433	-3,550575512	BNP PARISBAS
6,287019259	0,999999087	0,99999927	4,77179353	4,816975827	BOUYIGUE
0,008762416	0,025280068	0,02725041	-1,95519435	-1,922834675	CARREFOUR
4,385015937	0,991964923	0,99287996	2,40731835	2,451149583	SAINT GAUBIN
1,932376996	0,999985297	0,99998807	4,17802081	4,225278877	C. AGRICOLE
3,594626983	0,999829309	0,99986093	3,58168726	3,634860101	ENGIE
14,35059699	0,999903741	0,99991992	3,72863646	3,774750644	MICHELIN
7,812375679	1	1	13,7491349	13,79528026	ORANGE
2,322602527	0,906550737	0,91016053	1,31980981	1,341744259	SANOFIE
3,182051723	1	1	7,69515553	7,740481073	PEUGEOT
0,776565951	0,467164405	0,48752473	-0,08239978	-0,031275961	S. GENERALE
9,941878816	0,999998855	0,99999907	4,72599309	4,768914471	TOTAL
0,300047717	0,531904949	0,54582967	0,08005929	0,115131784	VIVENDI
7,589443079	0,999984756	0,99998628	4,16979058	4,193761498	SODEXO
5,818932326	0,999927983	0,99993939	3,80113736	3,843634482	ACCOR
2,78777E-05	0,000120067	0,00012901	-3,67255965	-3,654174875	DANONE
6,335111102	0,996701788	0,99712595	2,71656001	2,761814845	CAPGEMINI
2,688568649	0,684024144	0,69312235	0,47898161	0,504720296	KERING
15,7374305	0,998363373	0,99855615	2,94083827	2,979446296	LVMH
8,531675524	0,999855083	0,99986994	3,62422072	3,652080728	PERNOD RICARD
10,26566641	0,999982746	0,99998547	4,14147932	4,18065304	RENAULT
9,016781716	0,999916052	0,99992733	3,76298655	3,798907574	Schneider Electric
3,153104661	0,999999268	0,99999943	4,81611907	4,86618223	V. Environnement
9,262688432	0,999999552	0,99999963	4,91309849	4,9495852	Vinci
4,462475419	0,935396008	0,93819413	1,51723254	1,539789247	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 05.

الملحق رقم 17: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2014 (نهاية الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
10,8599406	1	1	71,4381951	71,43982399	AIR LIQUIDE
8,94288E-76	3,73368E-73	3,8836E-73	-18,0530341	-18,05085922	AXA
0	0	0	-69,6679995	-69,66615296	BNP PARISBAS
3,72998245	1	1	40,375166	40,37848621	BOUYIGUE
0	0	0	-57,5311057	-57,52872772	CARREFOUR
3,4538E-231	8,8889E-229	9,864E-229	-32,271136	-32,26791513	SAINT GAUBIN
1,39999406	1	1	42,5108453	42,51431807	C. AGRICOLE
2,589988525	1	1	36,2895881	36,29349547	ENGIE
1,77396E-15	5,29422E-14	5,4316E-14	-7,43334605	-7,429957366	MICHELIN
5,24999406	1	1	137,973325	137,9767161	ORANGE
0,174588253	0,916970228	0,91721639	1,38497686	1,386588703	SANOFIE
2,65999487	1	1	90,099779	90,10310974	PEUGEOT
0	0	0	-40,4506386	-40,44688181	S. GENERALE
1,00325E-19	6,33901E-18	6,5145E-18	-8,54658843	-8,54343437	TOTAL
1,169987175	1	1	23,1845619	23,18713916	VIVENDI
7,2699514	1	1	54,6077989	54,60956041	SODEXO
3,759977725	1	1	34,5504541	34,55357696	ACCOR
2,0199649	1	1	28,208033	28,20938403	DANONE
11,9599676	1	1	66,897593	66,90091859	CAPGEMINI
4,84989875	1	1	16,8230715	16,82496285	KERING
0,304750477	0,750328769	0,75122884	0,6755247	0,678361803	LVMH
11,259946	1	1	64,3209084	64,32295568	PERNOD RICARD
2,01996085	1	1	11,8909182	11,89379691	RENAULT
8,5603E-22	4,86545E-20	4,985E-20	-9,0919158	-9,089276157	Schneider Electric
3,189992237	1	1	66,5454662	66,54914504	V. Environnement
4,24169E-27	3,52961E-25	3,6294E-25	-10,2998215	-10,29714026	Vinci
12,44991562	1	1	57,2791968	57,28085441	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 06.

الملحق رقم 18: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2015 (بداية الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
2,16807601	0,45592751	0,47992994	-0,11069903	-0,05032942	AIR LIQUIDE
0,63464663	0,62867842	0,649253	0,32835514	0,38330451	AXA
1,58774386	0,57903832	0,60333674	0,19943387	0,2619934	BNP PARISBAS
0,5077539	0,42898658	0,44946487	-0,17895484	-0,12701348	BOUYIGUE
0,86480549	0,61023944	0,63388004	0,27994316	0,34214746	CARREFOUR
1,15965315	0,65867303	0,67740471	0,40884429	0,46045371	SAINT GAUBIN
0,6526696	0,63479526	0,67238423	0,34458088	0,44650634	C. AGRICOLE
0,72252096	0,61363654	0,63821337	0,28880982	0,35368727	ENGIE
1,16810622	0,36339937	0,38607352	-0,34938708	-0,28956761	MICHELIN
0,62778039	0,60516831	0,63474582	0,26674776	0,34444938	ORANGE
0,78502925	0,38268797	0,3971894	-0,29842876	-0,26062876	SANOFIE
0,51345372	0,53685461	0,57906911	0,09251261	0,19951261	PEUGEOT
1,41674496	0,6166621	0,64316285	0,29672589	0,36692589	S. GENERALE
1,68914716	0,59196378	0,61993096	0,23259948	0,30529948	TOTAL
0,746326	0,62936263	0,65216263	0,33016572	0,39116572	VIVENDI
2,49723782	0,51830136	0,54636822	0,04589082	0,11649082	SODEXO
0,47736103	0,33101355	0,35152143	-0,43711616	-0,38121616	ACCOR
0,69156547	0,30374609	0,32565017	-0,51365648	-0,45195648	DANONE
1,47643473	0,52724751	0,54896726	0,06835256	0,12305256	CAPGEMINI
4,73343516	0,39963641	0,43794229	-0,25428833	-0,15618833	KERING
4,69883348	0,5228307	0,55462662	0,05725935	0,13735935	LVMH
2,97714749	0,49830144	0,52923314	-0,00425767	0,07334233	PERNOD RICARD
3,63254302	0,48345958	0,54150556	-0,04147258	0,10422742	RENAULT
2,00618688	0,47875165	0,51264956	-0,05328693	0,03171307	Schneider Electric
0,17189457	0,36154429	0,37864783	-0,35433401	-0,30903401	V. Environnement
0,80408333	0,40748258	0,4300191	-0,23402554	-0,17632554	Vinci
2,32284118	0,4031555	0,42485525	-0,24518782	-0,18948782	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 07

الملحق رقم 19: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2015 (منتصف الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
10,2592459	0,98813215	0,98939059	2,26138048	2,30406824	AIR LIQUIDE
3,40707751	0,99998794	0,99998986	4,22286071	4,26171579	AXA
5,5820842	0,99307716	0,99388571	2,4612425	2,50547877	BNP PARISBAS
3,59992424	0,99891142	0,99903782	3,06493633	3,10166443	BOUYIGUE
4,49368723	0,99994724	0,999956	3,87753528	3,92152037	CARREFOUR
6,60687229	0,99999937	0,99999947	4,84472349	4,88121686	SAINT GAUBIN
2,68330258	0,99944285	0,99956892	3,259954	3,33202618	C. AGRICOLE
0,00261237	0,00882908	0,00998705	-2,37270934	-2,32683406	ENGIE
21,7783024	1	1	5,93216887	5,97446763	MICHELIN
0,99	0,38646396	0,40764627	-0,28854719	-0,23360384	ORANGE
10,3683028	0,99999907	0,99999919	4,76824102	4,79496966	SANOFIE
8,11319769	1	1	7,80974932	7,88540975	PEUGEOT
8,37687394	0,99999482	0,99999588	4,40936131	4,45900021	S. GENERALE
2,30442403	0,82210045	0,83517177	0,92339941	0,97480608	TOTAL
0,71056595	0,73783903	0,75169425	0,63669743	0,67983095	VIVENDI
9,55326047	0,98710332	0,98867332	2,22930901	2,27923075	SODEXO
9,14415122	0,99999997	0,99999998	5,43196482	5,47149209	ACCOR
3,20617079	0,88520834	0,89344541	1,20143291	1,24506139	DANONE
19,0791861	1	1	7,11484128	7,15352002	CAPGEMINI
2,17415617	0,2980192	0,32249298	-0,53010606	-0,46073889	KERING
29,8618319	0,99985279	0,99988191	3,6201539	3,67679316	LVMH
12,7538639	0,99020677	0,99155396	2,33417689	2,38904837	PERNOD RICARD
32,1092129	0,99997993	0,99998721	4,10661605	4,20964151	RENAULT
3,45101638	0,78413467	0,80131779	0,78623356	0,84633764	Schneider Electric
3,13979653	1	1	5,91370219	5,94573413	V. Environnement
6,16927889	0,99890059	0,99904142	3,0619752	3,10277526	Vinci
21,7049512	0,99986231	0,99988191	3,63742227	3,67680812	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 08

الملحق رقم 20: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2015 (نهاية الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
3,19897129	1	1	10,0364973	10,0396342	AIR LIQUIDE
6,10980455	1	1	97,6490668	97,651922	AXA
5,22950622	1	1	31,8103577	31,8136084	BNP PARISBAS
5,82969139	1	1	65,7937507	65,7964497	BOUYIGUE
3,22975311	1	1	39,0597022	39,0629345	CARREFOUR
5,69965024	1	1	57,790406	57,7930877	SAINT GAUBIN
0,24989715	0,9999984	0,99999844	4,65773418	4,66303039	C. AGRICOLE
0	0	0	-45,8355325	-45,8321613	ENGIE
12,0392182	1	1	47,3063364	47,3094447	MICHELIN
1,64985598	1	1	27,5901651	27,5942026	ORANGE
3,39921818	1	1	22,2757476	22,2777118	SANOFIE
6,13989713	1	1	86,0971029	86,1026628	PEUGEOT
9,18965024	1	1	65,5842279	65,5878756	S. GENERALE
0,02529254	0,26250399	0,26373684	-0,63564478	-0,63186717	TOTAL
5,1807E-23	7,7593E-21	7,9937E-21	-9,28938317	-9,28621352	VIVENDI
11,899177	1	1	37,7969193	37,8005877	SODEXO
2,28960909	1	1	20,1410325	20,1439371	ACCOR
7,11942393	1	1	37,3267584	37,3299644	DANONE
26,4193828	1	1	128,368165	128,371007	CAPGEMINI
3,34840789	0,99998607	0,99998638	4,1902284	4,19532582	KERING
1,5925E-23	2,4309E-22	2,5316E-22	-9,65112593	-9,64696382	LVMH
13,9490536	1	1	35,0081324	35,0121646	PERNOD RICARD
31,4193828	1	1	55,6191016	55,6266724	RENAULT
7,394E-153	7,312E-151	8,208E-151	-26,1349242	-26,1305075	Schneider Electric
7,08984569	1	1	164,437241	164,439595	V. Environnement
13,1595268	1	1	83,9140626	83,9170608	Vinci
20,8485598	1	1	47,9623477	47,9652419	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 09

الملحق رقم 21: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2016 (بداية الدورة)

0,77417241	0,339955	0,3523061	-0,41258594	-0,37910189	AIR LIQUIDE
0,69093682	0,45056597	0,48127093	-0,12423155	-0,04696407	AXA
2,18175201	0,51255722	0,55022759	0,03148148	0,12623637	BNP PARISBAS
0,85586822	0,37740541	0,41048787	-0,31230225	-0,22629017	BOUYIGUE
0,60778374	0,62074702	0,63573429	0,30744332	0,34707974	CARREFOUR
0,66089857	0,33090442	0,35763081	-0,43741715	-0,36479877	SAINT GAUBIN
0,24151355	0,4584835	0,48482135	-0,10425498	-0,03805642	C. AGRICOLE
1,25	0,43678434	0,45514491	-0,15912718	-0,11267298	ENGIE
0,56270499	0,2768442	0,28922534	-0,59224223	-0,55564922	MICHELIN
0,25071662	0,49347004	0,51002807	-0,01636892	0,0251393	ORANGE
0,47268563	0,22708849	0,24050795	-0,74846955	-0,70466955	SANOFIE
0,75012268	0,48816987	0,53324992	-0,02965809	0,08344191	PEUGEOT
2,03228178	0,52507708	0,56643314	0,06290037	0,16730037	S. GENERALE
1,00468855	0,62160328	0,63761623	0,3096943	0,3520943	TOTAL
0,3742962	0,45394468	0,47587823	-0,1157012	-0,0605012	VIVENDI
3,02410971	0,54840035	0,5762154	0,12162086	0,19222086	SODEXO
0,70522156	0,35749726	0,38378436	-0,3651566	-0,2955566	ACCOR
1,52845085	0,6483493	0,66303765	0,38086773	0,42076773	DANONE
2,25451066	0,46781357	0,49614343	-0,08076714	-0,00966714	CAPGEMINI
2,48610904	0,30717043	0,33422113	-0,5038869	-0,4282869	KERING
4,22219786	0,60244043	0,62288586	0,25966895	0,31306895	LVMH
3,2651729	0,68002162	0,69646463	0,46775927	0,51425927	PERNOD RICARD
2,91601251	0,4467945	0,48218747	-0,13376424	-0,04466424	RENAULT
0,74940842	0,42227154	0,44007238	-0,19608572	-0,15078572	Schneider Electric
0,70834343	0,58648363	0,61053311	0,21850876	0,28070876	V. Environnement
2,08058433	0,73705525	0,75152395	0,6342932	0,6792932	Vinci
4,98781213	0,82008701	0,82830714	0,91569673	0,94749673	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 10.

الملحق رقم 22: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2016 (منتصف الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
9,0049E-08	2,0486E-07	2,319E-07	-5,06438753	-5,04071073	AIR LIQUIDE
1,2201E-06	4,2739E-06	5,5044E-06	-4,45098267	-4,39634631	AXA
0,0031942	0,002974	0,00364136	-2,75063379	-2,68363197	BNP PARISBAS
8,1128E-08	1,9846E-07	2,727E-07	-5,07042926	-5,00960953	BOUYIGUE
8,5491E-10	6,9888E-09	8,2285E-09	-5,67366403	-5,64563684	CARREFOUR
0,04861705	0,0546218	0,06054037	-1,60160225	-1,5502533	SAINT GAUBIN
1,162E-09	1,4448E-08	1,8861E-08	-5,54800257	-5,50119312	C. AGRICOLE
0,25	4,9021E-05	5,6107E-05	-3,89538672	-3,86253864	ENGIE
0,23558247	0,1862712	0,19328731	-0,89172117	-0,865846	MICHELIN
0,00722878	0,0401264	0,042728	-1,74922118	-1,71987044	ORANGE
1,2784E-08	2,9492E-08	3,5057E-08	-5,42185166	-5,39088038	SANOFIE
0,00267772	0,00630418	0,00787473	-2,49464391	-2,41467013	PEUGEOT
0,00028518	0,0003495	0,00045634	-3,3899684	-3,31614645	S. GENERALE
1,27394877	0,82606738	0,83365739	0,93873807	0,9687194	TOTAL
1,624E-08	1,1971E-07	1,4739E-07	-5,16579162	-5,12675932	VIVENDI
3,76939216	0,74945354	0,76506569	0,6727711	0,72269284	SODEXO
0,01504793	0,02037857	0,02292468	-2,04599219	-1,99677756	ACCOR
0,55995892	0,43683299	0,44797067	-0,15900367	-0,13079011	DANONE
0,96311465	0,33474498	0,35324555	-0,4268481	-0,37657281	CAPGEMINI
0,0025302	0,00104746	0,0012515	-3,0764351	-3,02297783	KERING
0,97215896	0,28768486	0,30069545	-0,56016087	-0,52240137	LVMH
0,00284513	0,00284525	0,00314544	-2,76510203	-2,73222156	PERNOD RICARD
0,00179229	0,00108896	0,00134181	-3,06483282	-3,0018296	RENAULT
2,67047029	0,93539888	0,93934366	1,51725534	1,54928727	Schneider Electric
0,00805832	0,02294668	0,02544591	-1,9963728	-1,95239076	V. Environnement
6,76439753	0,99981434	0,99983561	3,55967682	3,59149663	Vinci
10,9873809	0,99911085	0,99917648	3,124959	3,14744499	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 11.

الملحق رقم 23: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2016 (نهاية الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
5,39802898	1	1	30,2153899	30,2171298	AIR LIQUIDE
1,4209E-27	1,4957E-25	1,5599E-25	-10,3820939	-10,378079	AXA
9,69897507	1	1	34,7323262	34,7372499	BNP PARISBAS
2,5191E-39	2,0165E-37	2,1352E-37	-12,7299116	-12,7254423	BOUYIGUE
0	0	0	-63,3535567	-63,3514971	CARREFOUR
3,68921159	1	1	23,377819	23,3815923	SAINT GAUBIN
1,5298029	1	1	41,3810437	41,3844834	C. AGRICOLE
0	0	0	-119,535435	-119,533022	ENGIE
17,0982655	1	1	93,37924	93,3811415	MICHELIN
0	0	0	-41,3651517	-41,3629948	ORANGE
5,749E-115	7,146E-113	7,523E-113	-22,5472391	-22,5449632	SANOFIE
0,00020704	0,0067541	0,00686587	-2,47008243	-2,46420558	PEUGEOT
5,49917217	1	1	22,6784492	22,683874	S. GENERALE
7,48921159	1	1	77,8957949	77,897998	TOTAL
1,2085E-53	3,3561E-51	3,5044E-51	-15,0059501	-15,0030818	VIVENDI
18,6982655	1	1	52,5170412	52,5207097	SODEXO
1,794E-122	2,898E-120	3,154E-120	-23,2885093	-23,2848928	ACCOR
1,30881739	1	1	10,4070354	10,4091087	DANONE
2,2487E-91	1,4584E-89	1,5707E-89	-20,031675	-20,0279806	CAPGEMINI
48,9968464	1	1	68,0023438	68,0062721	KERING
37,7472406	1	1	86,0302668	86,0330415	LVMH
1,34802898	0,99999998	0,99999999	5,54051718	5,54293339	PERNOD RICARD
1,9109E-86	8,7812E-85	9,612E-85	-19,4759532	-19,4713235	RENAULT
13,2589751	1	1	96,4855077	96,4878615	Schneider Electric
0	0	0	-90,5936564	-90,5904244	V. Environnement
7,79889623	1	1	55,7588022	55,7611405	Vinci
17,8470435	1	1	68,0319262	68,0335786	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 12.

الملحق رقم 24: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2017 (منتصف الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
2,02	0,63372784	0,64502991	0,34174297	0,37193643	AIR LIQUIDE
0,20	0,40759965	0,41842098	-0,23372394	-0,20593464	AXA
1,77	0,7036254	0,71714588	0,53485633	0,5743836	BNP PARISBAS
4,99	1	1	6,27619135	6,29789952	BOUYIGUE
0,07	0,13289123	0,14231484	-1,11282763	-1,06997695	CARREFOUR
4,08	0,99739381	0,99763651	2,79360647	2,82507273	SAINT GAUBIN
2,88	1	1	5,73452393	5,77482902	C. AGRICOLE
0,28	0,7044582	0,71525521	0,53726641	0,56880337	ENGIE
18,87	0,99999988	0,9999999	5,16108127	5,194386	MICHELIN
0,41	0,73644643	0,74802207	0,63242816	0,66827847	ORANGE
11,66	0,9999916	0,99999277	4,30370738	4,33665855	SANOFIE
2,13	0,99263595	0,99360357	2,43899688	2,48948431	PEUGEOT
0,92	0,48174653	0,50219202	-0,04577063	0,00549461	S. GENERALE
0,00	0,00039215	0,00043084	-3,35827428	-3,33218204	TOTAL
2,54	0,99999425	0,99999499	4,38695201	4,41686263	VIVENDI
16,87	0,99989765	0,99991326	3,7131552	3,75480379	SODEXO
5,26	0,99999994	0,99999995	5,28658233	5,31225031	ACCOR
7,31	0,99999981	0,99999983	5,07442405	5,09698075	DANONE
13,41	0,99999993	0,99999994	5,27771447	5,30691798	CAPGEMINI
65,06	1	1	5,75153796	5,79629782	KERING
51,15	1	1	6,95537818	6,99115779	LVMH
21,52	1	1	8,17204693	8,19580572	PERNOD RICARD
0,08	0,0660651	0,07017345	-1,50575454	-1,47450042	RENAULT
5,98	0,99694554	0,99723305	2,7418767	2,77419148	Schneider Electric
3,05	0,99991653	0,9999306	3,76439927	3,8102905	V. Environnement
14,79	1	1	9,15521865	9,17784607	Vinci
17,63	0,99998769	0,9999889	4,21834101	4,24160482	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 13.

الملحق رقم 25: حساب القيمة الحقيقية لخيارات الشراء لسنة 2017 (نهاية الدورة)

C	N(d2)	N(d1)	d2	d1	الشركة
1,44358E-36	7,3453E-35	7,5491E-35	-12,260875	-12,2586562	AIR LIQUIDE
1,249589812	1	1	24,8535576	24,8555997	AXA
3,488974531	1	1	19,4572692	19,4601738	BNP PARISBAS
10,0394189	1	1	162,184288	162,185883	BOUYIGUE
0	0	0	-86,4352355	-86,4320867	CARREFOUR
2,85924799	1	1	27,2262969	27,2286091	SAINT GAUBIN
2,799811997	1	1	76,5586182	76,56158	C. AGRICOLE
2,469794906	1	1	80,7561632	80,7584807	ENGIE
20,79829089	1	1	77,2031365	77,2055839	MICHELIN
0,569760724	1	1	15,1404431	15,1430776	ORANGE
6,10109E-37	4,1323E-35	4,2581E-35	-12,3073972	-12,3049758	SANOFIE
1,269726542	1	1	20,5814311	20,5851411	PEUGEOT
2,25681E-33	1,5354E-31	1,6046E-31	-11,6251437	-11,6213765	S. GENERALE
2,33725E-20	2,2565E-18	2,2948E-18	-8,66505513	-8,66313775	TOTAL
4,299692359	1	1	97,4513632	97,4535612	VIVENDI
11,34829089	1	1	35,1201591	35,1232197	SODEXO
5,939384719	1	1	80,9574529	80,9593391	ACCOR
10,72897453	1	1	99,2455967	99,2472543	DANONE
18,95863271	1	1	99,1000068	99,1021528	CAPGEMINI
168,6462399	1	1	173,001123	173,004412	KERING
64,34692359	1	1	116,23994	116,242569	LVMH
29,04829089	1	1	146,062244	146,06399	PERNOD RICARD
1,048564345	0,99999997	0,99999997	5,40026777	5,40256447	RENAULT
6,658906167	1	1	41,680667	41,6830416	Schneider Electric
4,839726542	1	1	78,3626867	78,366059	V. Environnement
22,44890617	1	1	180,821687	180,82335	Vinci
16,44709451	1	1	54,0182935	54,020003	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم 14.

الملحق رقم 26: مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء لسنة 2014

مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	
2,64	10,86	13,5	10.22	8,18	18.40	2,97	1,48	4,44	AIR LIQUIDE
0,01	0,00	0,01	0,50	0,00	0,50	0,60	0,30	0,90	AXA
0,01	0,00	0,01	0,50	0,00	0,50	1,46	0,73	2,19	PNB PARISBAS
0,00	3,73	3,73	3.14	6,29	9.43	1,41	0,71	2,12	BOUYIGUE
0,01	0,00	0,01	0,49	0,01	0.50	1,34	0,67	2,01	CARREFOUR
0,01	0,00	0,01	2.19	4,39	6.58	1.39	1,20	2.59	SAINT GAUBIN
0,40	1,40	1,8	0,97	1,93	2.90	0,49	0,25	0,74	C. AGRICOLE
0,00	2,59	2,59	1.80	3,59	5.39	1,09	0,55	1,64	ENGIE
0,06	0,00	0,06	7.18	14,35	21.53	3,81	1,91	5,72	MICHELIN
0,00	5,25	5,25	3.90	7,81	11.72	0,52	0,26	0,78	ORANGE
0,42	0,17	0,59	1.16	2,32	3.48	1,64	0,82	2,46	SANOFIE
0,00	2,66	2,66	1.59	3,18	4.77	0,68	0,35	1,03	PEUGEOT
0,01	0,00	0,01	0,39	0,78	1.16	3,02	1,51	4,53	S. GENERALE
0,07	0,00	0,07	4.97	9,94	14.91	2,22	1,11	3,33	TOTAL
0,00	1,17	1,17	0.15	0,30	0.45	0,55	0,28	0,83	VIVENDI
0,00	7,27	7,27	3.79	7,59	11.38	3,05	1,53	4,58	SODEXO
0,00	3,76	3,76	2.91	5,82	8.73	2,05	1,03	3,08	ACCOR
0,11	2,02	2,13	0.50	0,00	0.50	0,44	0,23	0,67	DANONE
0,00	11,96	11,96	3.17	6,34	9.50	2,59	1,30	3,89	CAPGEMINI
0,20	4,85	5,05	1.34	2,69	4.03	4,93	2,47	7,40	KERING
0,61	0,30	0,91	7.78	15,74	23.61	6,24	3,12	9,36	LVMH
0,00	11,26	11,26	4.27	8,53	12.80	3,84	1,92	5,76	PERNOD RICARD
0,09	2,02	2,11	5.13	10,27	15.40	2,97	1,49	4,46	RENAULT
0,14	0,00	0,14	4.51	9,02	13.53	2,64	1,33	3,97	Schneider Electric
0,01	3,19	3,2	1.58	3,15	4.73	0,55	0,28	0,83	V. Environnement
0,11	0,00	0,11	4.63	9,26	13.89	2,02	1,01	3,03	Vinci
0,22	12,45	12,67	2.23	4,46	6.69	3,70	1,85	5,55	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: (<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/>)

(daily-statistics) بالنسبة للقيمة السوقية؛ وبيانات الملاحق رقم 15، 16، 17 بالنسبة للقيم العادلة.

الملحق رقم 27: مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء لسنة 2015

مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	
2,79	3,20	5,99	5,80	10,26	16,06	6,05	2,17	8,22	AIR LIQUIDE
0,01	6,11	6,12	0,55	3,41	3,96	0,86	0,63	1,49	AXA
0,05	5,23	5,28	1,97	5,58	7,55	2,94	1,59	4,53	PNB PARISBAS
0,00	5,83	5,83	1,43	3,60	5,03	2,25	0,51	2,76	BOUYIGUE
0,00	3,23	3,23	0,65	4,49	5,14	1,60	0,86	2,46	CARREFOUR
0,00	5,70	5,7	0,84	6,61	7,45	0,72	0,65	1,37	SAINT GAUBIN
0,40	0,25	0,65	0,69	2,68	3,37	2,46	1,16	3,62	C. AGRICOLE
0,01	0,00	0,01	0,37	0,00	0,37	0,82	0,72	1,54	ENGIE
0,00	12,04	12,04	1,21	21,78	22,99	4,30	1,17	5,47	MICHELIN
0,00	1,65	1,65	0,34	0,99	1,33	0,80	0,63	1,43	ORANGE
0,09	3,40	3,49	2,53	10,37	12,9	4,45	0,79	5,24	SANOFIE
0,00	6,14	6,14	-0,04	8,11	8,07	0,87	0,51	1,38	PEUGEOT
0,00	9,19	9,19	0,82	8,38	9,2	2,54	1,42	3,96	S. GENERALE
0,34	0,03	0,37	1,44	2,30	3,74	2,10	1,69	3,79	TOTAL
0,01	0,00	0,01	2,40	0,71	3,11	1,00	0,75	1,75	VIVENDI
0,00	11,90	11,9	1,82	9,55	11,37	3,14	2,50	5,64	SODEXO
0,03	2,29	2,32	1,13	9,14	10,27	2,47	0,48	2,95	ACCOR
0,00	7,12	7,12	2,30	3,21	5,51	2,39	0,69	3,08	DANONE
0,00	26,42	26,42	1,43	19,08	20,51	4,54	1,48	6,02	CAPGEMINI
0,48	3,35	3,83	5,71	2,17	7,88	6,52	4,73	11,25	KERING
0,09	0,00	0,09	2,41	29,86	32,27	5,22	4,70	9,92	LVMH
0,00	13,95	13,95	0,94	12,75	13,69	3,34	2,98	6,32	PERNOD RICARD
0,00	31,42	31,42	0,31	32,11	32,42	2,43	3,63	6,06	RENAULT
0,01	0,00	0,01	3,28	3,45	6,73	3,53	2,01	5,54	Schneider Electric
0,00	7,09	7,09	0,32	3,14	3,46	0,88	0,17	1,05	V. Environnement
0,00	13,16	13,16	1,16	6,17	7,33	2,74	0,80	3,54	Vinci
0,00	20,85	20,85	3,92	21,70	25,62	7,36	2,32	9,68	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics/> وبالنسبة للقيم العادية. 18، 19، 20

الملحق رقم 28: مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات الشراء لسنة 2016

مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	VMC-VRC	VRC	VMC	
0,00	5,40	5,4	3,19	0,00	3,19	8,19	0,77	8,96	AIR LIQUIDE
0,01	0,00	0,01	0,24	0,00	0,24	1,29	0,69	1,98	AXA
0,00	9,70	9,7	1,14	0,00	1,14	2,61	2,18	4,79	PNB PARISBAS
0,01	0,00	0,01	0,12	0,00	0,12	2,35	0,86	3,21	BOUYIGUE
0,01	0,00	0,01	0,54	0,00	0,54	2,42	0,61	3,03	CARREFOUR
0,00	3,69	3,69	1,67	0,05	1,72	2,57	0,66	3,23	SAINT GAUBIN
0,44	1,53	1,97	0,18	0,00	0,18	0,89	0,24	1,13	C. AGRICOLE
0,01	0,00	0,01	2,62	0,00	2,62	0,88	1,25	2,13	ENGIE
0,00	17,10	17,1	5,41	0,24	5,65	5,98	0,56	6,54	MICHELIN
0,01	0,00	0,01	0,66	0,01	0,67	1,32	0,25	1,57	ORANGE
0,01	0,00	0,01	1,05	0,00	1,05	4,91	0,47	5,38	SANOFIE
0,07	0,00	0,07	0,42	0,00	0,42	0,42	0,75	1,17	PEUGEOT
0,00	5,50	5,5	0,63	0,00	0,63	2,39	2,03	4,42	S. GENERALE
0,01	7,49	7,5	2,33	1,27	3,6	3,14	1,00	4,14	TOTAL
0,01	0,00	0,01	0,33	0,00	0,33	0,78	0,37	1,15	VIVENDI
0,00	18,70	18,7	3,84	3,77	7,61	4,10	3,02	7,12	SODEXO
0,01	0,00	0,01	2,10	0,02	2,12	3,54	0,71	4,25	ACCOR
0,03	1,31	1,34	3,38	0,56	3,94	3,68	1,53	5,21	DANONE
0,01	0,00	0,01	5,47	0,96	6,43	7,29	2,25	9,54	CAPGEMINI
0,00	49,00	49	6,10	0,00	6,1	10,58	2,49	13,07	KERING
0,00	37,75	37,75	8,37	0,97	9,34	11,05	4,22	15,27	LVMH
0,09	1,35	1,44	2,29	0,00	2,29	6,02	3,27	9,29	PERNOD RICARD
0,01	0,00	0,01	2,41	0,00	2,41	8,02	2,92	10,94	RENAULT
0,00	13,26	13,26	3,65	2,67	6,32	3,85	0,75	4,6	Schneider Electric
0,01	0,00	0,01	0,69	0,01	0,7	1,51	0,71	2,22	V. Environnement
0,00	7,80	7,8	1,84	6,76	8,6	3,41	2,08	5,49	Vinci
0,00	17,85	17,85	7,27	10,99	18,26	11,26	4,99	16,25	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: (<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/>)

(daily-statistics) بالنسبة للقيمة السوقية؛ وبيانات الملاحق رقم 21، 22، 23 بالنسبة للقيم العادية.

الملحق رقم 29: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2014 (بداية الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الاجاري للسهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	1,4829770	88	1	3,13%	88,48	0,2420%	0,790274
AXA	0,3026974	20	1	4,19%	19,89	0,2420%	0,364356
PNB PARISBAS	0,7303312	56	1	3,55%	55,74	0,2420%	0,854975
BOUYIGUE	0,7097014	26	1	6,39%	26,03	0,2420%	0,616857
CARREFOUR	0,6721629	28	1	4,58%	28,225	0,2420%	0,379485
SAINT GAUBIN	1,1999154	39	1	6,20%	39,34	0,2420%	0,765650
CREDIT AGRICOLE	0,2493352	8,8	1	6,68%	8,808	0,2420%	0,220065
ENGIE	0,5487289	17	1	7,52%	17,035	0,2420%	0,472639
MICHELIN	1,9080239	76	1	6,52%	75,69	0,2420%	2,034326
ORANGE	0,2606894	8,8	1	6,53%	8,839	0,2420%	0,200419
SANOFIE	0,8233291	76	1	3,10%	75,58	0,2420%	1,059631
PEUGEOT	0,3455944	7,6	1	6,41%	7,83	0,2420%	0,097225
SOCIETE GENERALE	1,5115962	41	1	7,23%	41,5	0,2420%	0,912496
TOTAL	1,1127924	44	1	6,07%	43,99	0,2420%	1,016441
VIVENDI	0,2798059	19	1	4,96%	18,75	0,2420%	0,483881
SODEXO	1,5279438	72	1	3,39%	72,78	0,2420%	0,573914
ACCOR	1,0276446	33	1	6,01%	33,35	0,2420%	0,597881
DANONE	0,2253400	52	1	2,60%	51,07	0,2420%	1,029652
CAPGEMINI	1,2986381	48	1	6,40%	48,03	0,2420%	1,152619
KERING	2,4697609	150	1	3,64%	150,2	0,2420%	1,907200
LVMH	3,1216915	130	1	5,46%	130,25	0,2420%	2,557472
PERNOD RICARD	1,9229459	80	1	3,94%	80,96	0,2420%	0,769580
RENAULT	1,4874532	58	1	5,54%	58,25	0,2420%	1,097263
Schneider Electric	1,3259229	62	1	5,08%	61,99	0,2420%	1,186064
Veolia Environnement	0,2786550	11,5	1	7,08%	11,38	0,2420%	0,370859
Vinci	1,0135551	47	1	5,16%	46,98	0,2420%	0,919953
L'oreal	1,8537321	125	1	3,19%	125,2	0,2420%	1,351598

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 15.

ملحق رقم 30: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2014 (منتصف الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الجارى للشهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	8,1837706	88	0,5	3,13%	96,16	0,0540%	0,0000138
AXA	0,0000213	20	0,5	4,19%	17,97	0,0540%	2,0246220
PNB PARISBAS	0,0000611	56	0,5	3,55%	51,19	0,0540%	4,7949431
BOUYIGUE	6,2870193	26	0,5	6,39%	32,28	0,0540%	0,0000002
CARREFOUR	0,0087624	28	0,5	4,58%	26,29	0,0540%	1,7112034
SAINT GAUBIN	4,3850159	39	0,5	6,20%	43,37	0,0540%	0,0044874
CREDIT AGRICOLE	1,9323770	8,8	0,5	6,68%	10,73	0,0540%	0,0000013
ENGIE	3,5946270	17	0,5	7,52%	20,59	0,0540%	0,0000376
MICHELIN	14,3505970	76	0,5	6,52%	90,33	0,0540%	0,0000798
ORANGE	7,8123757	8,8	0,5	6,53%	16,61	0,0540%	0,0000000
SANOFIE	2,3226025	76	0,5	3,10%	78,23	0,0540%	0,0720853
PEUGEOT	3,1820517	7,6	0,5	6,41%	10,78	0,0540%	0,0000000
SOCIETE GENERALE	0,7765660	41	0,5	7,23%	40,87	0,0540%	0,8954974
TOTAL	9,9418788	44	0,5	6,07%	53,93	0,0540%	0,0000004
VIVENDI	0,3000477	19	0,5	4,96%	19,06	0,0540%	0,2349184
SODEXO	7,5894431	72	0,5	3,39%	79,57	0,0540%	0,0000057
ACCOR	5,8189323	33	0,5	6,01%	38,81	0,0540%	0,0000235
DANONE	0,0000279	52	0,5	2,60%	48,6	0,0540%	3,3859898
CAPGEMINI	6,3351111	48	0,5	6,40%	54,32	0,0540%	0,0021529
KERING	2,6885686	150	0,5	3,64%	151,87	0,0540%	0,7780741
LVMH	15,7374305	130	0,5	5,46%	145,7	0,0540%	0,0023352
PERNOD RICARD	8,5316755	80	0,5	3,94%	88,51	0,0540%	0,0000784
RENAULT	10,2656664	58	0,5	5,54%	68,25	0,0540%	0,0000085
Schneider Electric	9,0167817	62	0,5	5,08%	71	0,0540%	0,0000440
Veolia Environnement	3,1531047	11,5	0,5	7,08%	14,65	0,0540%	0,0000001
Vinci	9,2626884	47	0,5	5,16%	56,25	0,0540%	0,0000001
L'oreal	4,4624754	125	0,5	3,19%	129,35	0,0540%	0,0787300

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> ، www.banque-france.fr ، والملحق رقم 16.

الملحق رقم 31: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2014 (نهاية الدورة)

قيمة خيار البيع P	الفائدة الخالية من المخاطر r	السعر الجاري للسهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	قيمة خيار الشراء C	الشركة
0,000000	-0,0250%	98,86	3,13%	0,0027	88	10,859941	AIR LIQUIDE
0,770014	-0,0250%	19,23	4,19%	0,0027	20	0,000000	AXA
6,760038	-0,0250%	49,24	3,55%	0,0027	56	0,000000	PNB PARISBAS
0,000000	-0,0250%	29,73	6,39%	0,0027	26	3,729982	BOUYIGUE
3,580019	-0,0250%	24,42	4,58%	0,0027	28	0,000000	CARREFOUR
3,850026	-0,0250%	35,15	6,20%	0,0027	39	0,000000	SAINT GAUBIN
0,000000	-0,0250%	10,2	6,68%	0,0027	8,8	1,399994	CREDIT AGRICOLE
0,000000	-0,0250%	19,59	7,52%	0,0027	17	2,589989	ENGIE
1,890051	-0,0250%	74,11	6,52%	0,0027	76	0,000000	MICHELIN
0,000000	-0,0250%	14,05	6,53%	0,0027	8,8	5,249994	ORANGE
0,004640	-0,0250%	76,17	3,10%	0,0027	76	0,174588	SANOFIE
0,000000	-0,0250%	10,26	6,41%	0,0027	7,6	2,659995	PEUGEOT
5,780028	-0,0250%	35,22	7,23%	0,0027	41	0,000000	SOCIETE GENERALE
1,170030	-0,0250%	42,83	6,07%	0,0027	44	0,000000	TOTAL
0,000000	-0,0250%	20,17	4,96%	0,0027	19	1,169987	VIVENDI
0,000000	-0,0250%	79,27	3,39%	0,0027	72	7,269951	SODEXO
0,000000	-0,0250%	36,76	6,01%	0,0027	33	3,759978	ACCOR
0,000000	-0,0250%	54,02	2,60%	0,0027	52	2,019965	DANONE
0,000000	-0,0250%	59,96	6,40%	0,0027	48	11,959968	CAPGEMINI
0,000000	-0,0250%	154,85	3,64%	0,0027	150	4,849899	KERING
0,054838	-0,0250%	130,25	5,46%	0,0027	130	0,304750	LVMH
0,000000	-0,0250%	91,26	3,94%	0,0027	80	11,259946	PERNOD RICARD
0,000000	-0,0250%	60,02	5,54%	0,0027	58	2,019961	RENAULT
1,470042	-0,0250%	60,53	5,08%	0,0027	62	0,000000	Schneider Electric
0,000000	-0,0250%	14,69	7,08%	0,0027	11,5	3,189992	Veolia Environnement
1,280032	-0,0250%	45,72	5,16%	0,0027	47	0,000000	Vinci
0,000000	-0,0250%	137,45	3,19%	0,0027	125	12,449916	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 17.

ملحق رقم 32: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2015 (بداية الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الجاري للسهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	2,168076	100	1	6,04%	99,54	-0,03%	2,65308
AXA	0,634647	19	1	5,49%	19,38	-0,03%	0,25940
PNB PARISBAS	1,587744	48	1	6,26%	48,71	-0,03%	0,88975
BOUYIGUE	0,507754	30	1	5,19%	29,77	-0,03%	0,74525
CARREFOUR	0,864805	24	1	6,22%	24,475	-0,03%	0,39581
SAINT GAUBIN	1,159653	34	1	5,16%	34,78	-0,03%	0,38815
CREDIT AGRICOLE	0,652670	10	1	10,19%	10,414	-0,03%	0,24117
ENGIE	0,722521	19	1	6,49%	19,405	-0,03%	0,32227
MICHELIN	1,168106	76	1	5,98%	74,58	-0,03%	2,60711
ORANGE	0,627780	14	1	7,77%	14,34	-0,03%	0,29128
SANOFIE	0,785029	76	1	3,78%	75,22	-0,03%	1,58403
PEUGEOT	0,513454	10	1	10,70%	10,16	-0,03%	0,35595
SOCIETE GENERALE	1,416745	34	1	7,02%	34,81	-0,03%	0,61525
TOTAL	1,689147	42	1	7,27%	42,84	-0,03%	0,85965
VIVENDI	0,746326	20	1	6,10%	20,45	-0,03%	0,30133
SODEXO	2,497238	80	1	7,06%	80,48	-0,03%	2,03724
ACCOR	0,477361	38	1	5,59%	37,15	-0,03%	1,33686
DANONE	0,691565	56	1	6,17%	54,37	-0,03%	2,33557
CAPGEMINI	1,476435	60	1	5,47%	60,33	-0,03%	1,16144
KERING	4,733435	155	1	9,81%	156,85	-0,03%	7,92344
LVMH	4,698833	155	1	8,01%	131,05	-0,03%	3,68134
PERNOD RICARD	2,977147	92	1	7,76%	92,27	-0,03%	2,73015
RENAULT	3,632543	60	1	14,57%	60,29	-0,03%	3,35754
SCHNEIDER ELECTRIC	2,006187	60	1	8,50%	59,96	-0,03%	2,06119
V. ENVIRONNEMENT	0,171895	15	1	4,53%	14,78	-0,03%	0,39565
VINCI	0,804083	46	1	5,77%	45,47	-0,03%	1,34558
L'OREAL	2,322841	140	1	5,57%	138,35	-0,03%	4,00785

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 18.

الملحق رقم 33: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2015 (منتصف الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الجاري للشهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	10,2592	100	0,5	6,04%	110,31	-0,14%	0,0173
AXA	3,4071	19	0,5	5,49%	22,42	-0,14%	0,0000
PNB PARISBAS	5,5821	48	0,5	6,26%	53,61	-0,14%	0,0047
BOUYIGUE	3,5999	30	0,5	5,19%	33,62	-0,14%	0,0003
CARREFOUR	4,4937	24	0,5	6,22%	28,51	-0,14%	0,0000
SAINT GAUBIN	6,6069	34	0,5	5,16%	40,63	-0,14%	0,0000
CREDIT AGRICOLE	2,6833	10	0,5	10,19%	12,69	-0,14%	0,0001
ENGIE	0,0026	19	0,5	6,49%	17,07	-0,14%	1,9455
MICHELIN	21,7783	76	0,5	5,98%	97,83	-0,14%	0,0000
ORANGE	0,2200	14	0,5	7,77%	13,81	-0,14%	0,4149
SANOFIE	10,3683	76	0,5	3,78%	86,42	-0,14%	0,0000
PEUGEOT	8,1132	10	0,5	10,70%	18,12	-0,14%	0,0000
SOCIETE GENERALE	8,3769	34	0,5	7,02%	42,4	-0,14%	0,0000
TOTAL	2,3044	42	0,5	7,27%	44,13	-0,14%	0,2030
VIVENDI	0,7106	20	0,5	6,10%	20,59	-0,14%	0,1342
SODEXO	9,5533	80	0,5	7,06%	89,59	-0,14%	0,0177
ACCOR	9,1442	38	0,5	5,59%	47,17	-0,14%	0,0000
DANONE	3,2062	56	0,5	6,17%	59,11	-0,14%	0,1343
CAPGEMINI	19,0792	60	0,5	5,47%	79,12	-0,14%	0,0000
KERING	2,1742	155	0,5	9,81%	154,7	-0,14%	7,5830
LVMH	29,8618	155	0,5	8,01%	159,95	-0,14%	0,0003
PERNOD RICARD	12,7539	92	0,5	7,76%	104,8	-0,14%	0,0164
RENAULT	32,1092	60	0,5	14,57%	92,15	-0,14%	0,0000
SCHNEIDER ELECTRIC	3,4510	60	0,5	8,50%	63,06	-0,14%	0,4318
V. ENVIRONNEMENT	3,1398	15	0,5	4,53%	18,15	-0,14%	0,0000
VINCI	6,1693	46	0,5	5,77%	52,2	-0,14%	0,0006
L'OREAL	21,7050	140	0,5	5,57%	161,8	-0,14%	0,0002

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 19.

الملحق رقم 34: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2015 (نهاية الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الاجاري للسهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	5,990000	100	0,0027	6,04%	103,2	-0,381%	0,00000
AXA	6,120000	19	0,0027	5,49%	25,11	-0,381%	0,00000
PNB PARISBAS	5,280000	48	0,0027	6,26%	53,23	-0,381%	0,00000
BOUYIGUE	5,830000	30	0,0027	5,19%	35,83	-0,381%	0,00000
CARREFOUR	3,230000	24	0,0027	6,22%	27,23	-0,381%	0,00000
SAINT GAUBIN	5,700000	34	0,0027	5,16%	39,7	-0,381%	0,00000
AGRICOLE CREDIT	0,650000	10	0,0027	10,19%	10,25	-0,381%	0,00000
ENGIE	0,010000	19	0,0027	6,49%	16,28	-0,381%	2,72020
MICHELIN	12,040000	76	0,0027	5,98%	88,04	-0,381%	0,00000
ORANGE	1,650000	14	0,0027	7,77%	15,65	-0,381%	0,00000
SANOFIE	3,490000	76	0,0027	3,78%	79,4	-0,381%	0,00000
PEUGEOT	6,140000	10	0,0027	10,70%	16,14	-0,381%	0,00000
GENERALE SOCIETE	9,190000	34	0,0027	7,02%	43,19	-0,381%	0,00000
TOTAL	0,370000	42	0,0027	7,27%	41,9	-0,381%	0,12572
VIVENDI	0,010000	20	0,0027	6,10%	19,42	-0,381%	0,58021
SODEXO	11,900000	80	0,0027	7,06%	91,9	-0,380%	0,00000
ACCOR	2,320000	38	0,0027	5,59%	40,29	-0,380%	0,00000
DANONE	7,120000	56	0,0027	6,17%	63,12	-0,380%	0,00000
CAPGEMINI	26,420000	60	0,0027	5,47%	86,42	-0,380%	0,00000
KERING	3,830000	155	0,0027	9,81%	158,35	-0,380%	0,00000
LVMH	0,090000	155	0,0027	8,01%	148,9	-0,380%	6,10159
PERNOD RICARD	13,950000	92	0,0027	7,76%	105,95	-0,380%	0,00000
RENAULT	31,420000	60	0,0027	14,57%	91,42	-0,380%	0,00000
ELECTRIC SCHNEIDER	0,010000	60	0,0027	8,50%	53,46	-0,380%	6,54062
ENVIRONNEMENT .V	7,090000	15	0,0027	4,53%	22,09	-0,380%	0,00000
VINCI	13,160000	46	0,0027	5,77%	59,16	-0,380%	0,00000
L'OREAL	20,850000	140	0,0027	5,57%	160,85	-0,380%	0,00000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 20.

الملحق رقم 35: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2016 (بداية الدورة)

قيمة خيار البيع P	الفائدة الحالية من المخاطر r	السعر الجاري للشهم S	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	قيمة خيار الشراء C	الشركة
2,09590	-0,381%	99,06	3,35%	1	100	0,77417	AIR LIQUIDE
0,85637	-0,381%	24,93	7,73%	1	25	0,69094	AXA
1,79025	-0,381%	52,59	9,48%	1	52	2,18175	PNB PARISBAS
1,68329	-0,381%	35,31	8,60%	1	36	0,85587	BOUYIGUE
0,26703	-0,381%	26,44	3,96%	1	26	0,60778	CARREFOUR
1,81359	-0,381%	39	7,26%	1	40	0,66090	SAINT GAUBIN
0,28869	-0,381%	9,991	6,62%	1	10	0,24151	CREDIT AGRICOLE
0,34996	-0,381%	15,96	4,65%	1	16	0,25000	ENGIE
2,39862	-0,381%	86,5	3,66%	1	88	0,56270	MICHELIN
0,24798	-0,381%	15,06	4,15%	1	15	0,25072	ORANGE
2,98807	-0,381%	77,79	4,38%	1	80	0,47269	SANOFIE
0,70120	-0,381%	16,11	11,31%	1	16	0,75012	PEUGEOT
1,52261	-0,381%	42,67	10,44%	1	42	2,03228	SOCIETE GENERALE
0,43738	-0,381%	40,72	4,24%	1	40	1,00469	TOTAL
0,46682	-0,381%	18,98	5,52%	1	19	0,37430	VIVENDI
2,04003	-0,381%	89,32	7,06%	1	88	3,02411	SODEXO
1,61791	-0,381%	39,24	6,96%	1	40	0,70522	ACCOR
0,55749	-0,381%	61,2	3,99%	1	60	1,52845	DANONE
2,52516	-0,381%	84,05	7,11%	1	84	2,25451	CAPGEMINI
8,04687	-0,381%	155,05	7,56%	1	160	2,48611	KERING
2,05662	-0,381%	142,7	5,34%	1	140	4,22220	LVMH
0,94690	-0,381%	102,7	4,65%	1	100	3,26517	PERNOD RICARD
3,64720	-0,381%	91,62	8,91%	1	92	2,91601	RENAULT
1,15791	-0,381%	51,79	4,53%	1	52	0,74941	Schneider Electric
0,37851	-0,381%	21,41	6,22%	1	21	0,70834	Veolia Environnement
0,39435	-0,381%	57,9	4,50%	1	56	2,08058	Vinci
0,46040	-0,381%	155,1	3,18%	1	150	4,98781	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 21.

ملحق رقم 36: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2016 (منتصف الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الاجاري للسهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	0,00000	100	0,5	3,35%	88,94	-0,484%	11,30229
AXA	0,00000	25	0,5	7,73%	19,68	-0,484%	5,38057
PNB PARISBAS	0,00319	52	0,5	9,48%	43,45	-0,484%	8,67919
BOUYIGUE	0,00000	36	0,5	8,60%	26,56	-0,484%	9,52723
CARREFOUR	0,00000	26	0,5	3,96%	22,24	-0,484%	3,82300
SAINT GAUBIN	0,04862	40	0,5	7,26%	36,98	-0,484%	3,16553
CREDIT AGRICOLE	0,00000	10	0,5	6,62%	7,74	-0,484%	2,28423
ENGIE	0,00001	16	0,5	4,65%	14,12	-0,484%	1,91877
MICHELIN	0,23558	88	0,5	3,66%	86,23	-0,484%	2,21880
ORANGE	0,00723	15	0,5	4,15%	14,29	-0,484%	0,75357
SANOFIE	0,00000	80	0,5	4,38%	67,83	-0,484%	12,36383
PEUGEOT	0,00268	16	0,5	11,31%	13,18	-0,484%	2,86144
SOCIETE GENERALE	0,00029	42	0,5	10,44%	32,87	-0,484%	9,23205
TOTAL	1,27395	40	0,5	4,24%	41,26	-0,484%	0,11087
VIVENDI	0,00000	19	0,5	5,52%	15,58	-0,484%	3,46604
SODEXO	3,76939	88	0,5	7,06%	91,34	-0,484%	0,64261
ACCOR	0,01505	40	0,5	6,96%	36,3	-0,484%	3,81197
DANONE	0,55996	60	0,5	3,99%	59,9	-0,484%	0,80533
CAPGEMINI	0,96311	84	0,5	7,11%	82,52	-0,484%	2,64664
KERING	0,00253	160	0,5	7,56%	136,26	-0,484%	24,13020
LVMH	0,97216	140	0,5	5,34%	137,5	-0,484%	3,81137
PERNOD RICARD	0,00285	100	0,5	4,65%	91,58	-0,484%	8,66514
RENAULT	0,00179	92	0,5	8,91%	76,18	-0,484%	16,04470
Schneider Electric	2,67047	52	0,5	4,53%	54,75	-0,484%	0,04646
Veolia Environnement	0,00806	21	0,5	6,22%	19,3	-0,484%	1,75894
Vinci	6,76440	56	0,5	4,50%	62,9	-0,484%	0,00008
L'oreal	10,98738	150	0,5	3,18%	161,35	-0,484%	0,00082

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 22.

الملحق رقم 37: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2016 (نهاية الدورة)

قيمة خيار البيع P	الفائدة الحالية r من المخاطر	السعر الجارى S للسهم	التذبذب δ	فترة الاستحقاق T	سعر التنفيذ X	قيمة خيار الشراء C	الشركة
0,00000	-0,73%	105,4	3,35%	0,0027	100	5,39803	AIR LIQUIDE
1,02049	-0,73%	23,98	7,73%	0,0027	25	0,00000	AXA
0,00000	-0,73%	61,7	9,48%	0,0027	52	9,69898	PNB PARISBAS
1,99071	-0,73%	34,01	8,60%	0,0027	36	0,00000	BOUYIGUE
3,18051	-0,73%	22,82	3,96%	0,0027	26	0,00000	CARREFOUR
0,00000	-0,73%	43,69	7,26%	0,0027	40	3,68921	SAINT GAUBIN
0,00000	-0,73%	11,53	6,62%	0,0027	10	1,52980	CREDIT AGRICOLE
4,01032	-0,73%	11,99	4,65%	0,0027	16	0,00000	ENGIE
0,00000	-0,73%	105,1	3,66%	0,0027	88	17,09827	MICHELIN
1,28030	-0,73%	13,72	4,15%	0,0027	15	0,00000	ORANGE
4,00158	-0,73%	76	4,38%	0,0027	80	0,00000	SANOFIE
0,23052	-0,73%	15,77	11,31%	0,0027	16	0,00021	PEUGEOT
0,00000	-0,73%	47,5	10,44%	0,0027	42	5,49917	SOCIETE GENERALE
0,00000	-0,73%	47,49	4,24%	0,0027	40	7,48921	TOTAL
0,80037	-0,73%	18,2	5,52%	0,0027	19	0,00000	VIVENDI
0,00000	-0,73%	106,7	7,06%	0,0027	88	18,69827	SODEXO
3,23079	-0,73%	36,77	6,96%	0,0027	40	0,00000	ACCOR
0,00000	-0,73%	61,31	3,99%	0,0027	60	1,30882	DANONE
5,99166	-0,73%	78,01	7,11%	0,0027	84	0,00000	CAPGEMINI
0,00000	-0,73%	209	7,56%	0,0027	160	48,99685	KERING
0,00000	-0,73%	177,75	5,34%	0,0027	140	37,74724	LVMH
0,00000	-0,73%	101,35	4,65%	0,0027	100	1,34803	PERNOD RICARD
7,93181	-0,73%	84,07	8,91%	0,0027	92	0,00000	RENAULT
0,00000	-0,73%	65,26	4,53%	0,0027	52	13,25898	Schneider Electric
5,33041	-0,73%	15,67	6,22%	0,0027	21	0,00000	Veolia Environnement
0,00000	-0,73%	63,8	4,50%	0,0027	56	7,79890	Vinci
0,00000	-0,73%	167,85	3,18%	0,0027	150	17,84704	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Exel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 23.

ملحق رقم 38: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2017 (بداية الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الاجاري للسهم S	الفائدة الحالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	0,358100	110	1	4,27%	106	-0,730%	5,1640379
AXA	0,200518	24	1	3,93%	23,75	-0,730%	0,6263593
PNB PARISBAS	1,378768	60	1	5,59%	60,5	-0,730%	1,3183703
BOUYIGUE	0,348203	34	1	3,07%	34,1	-0,730%	0,4973109
CARREFOUR	0,415600	23	1	6,06%	22,86	-0,730%	0,7241144
SAINT GAUBIN	0,436321	44	1	4,45%	43,5	-0,730%	1,2586965
CREDIT AGRICOLE	0,379035	11	1	5,70%	11,3	-0,730%	0,1596285
ENGIE	0,304003	12	1	4,46%	12,245	-0,730%	0,1469233
MICHELIN	4,528320	100	1	4,71%	104,7	-0,730%	0,5609913
ORANGE	0,343213	14	1	5,07%	14,21	-0,730%	0,2357870
SANOFIE	0,718615	76	1	4,66%	74,86	-0,730%	2,4154449
PEUGEOT	0,263700	16	1	7,14%	15,67	-0,730%	0,7109277
SOCIETE GENERALE	1,388269	46	1	7,25%	46,43	-0,730%	1,2952979
TOTAL	0,505367	48	1	3,69%	47,9	-0,730%	0,9570495
VIVENDI	0,369622	18	1	4,23%	18,25	-0,730%	0,2515033
SODEXO	6,924627	100	1	5,89%	107,2	-0,730%	0,4572977
ACCOR	0,893757	36	1	3,63%	36,88	-0,730%	0,2775190
DANONE	1,239347	60	1	3,19%	61,24	-0,730%	0,4389499
CAPGEMINI	0,744552	80	1	4,13%	79,22	-0,730%	2,1106893
KERING	2,194547	220	1	6,33%	212,9	-0,730%	10,9064230
LVMH	2,676719	180	1	5,06%	179,2	-0,730%	4,7955270
PERNOD RICARD	2,788136	100	1	3,36%	103	-0,730%	0,5208068
RENAULT	1,728619	84	1	4,42%	85,06	-0,730%	1,2840628
SCHNEIDER ELECTRIC	1,738838	64	1	4,57%	65,45	-0,730%	0,7577479
V. ENVIRONNEEMENT	0,250871	16	1	6,49%	15,74	-0,730%	0,6280983
VINCI	0,869913	64	1	3,20%	64,56	-0,730%	0,7788225
L'OREAL	1,671481	170	1	3,29%	170	-0,730%	2,9170220

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والجدول رقم 29.

الملحق رقم 39: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2017 (منتصف الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الجاري للسهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	2,017409	110	0,5	4,27%	111,5	-0,55%	0,82253
AXA	0,199103	24	0,5	3,93%	23,92	-0,55%	0,34568
PNB PARISBAS	1,769843	60	0,5	5,59%	61,5	-0,55%	0,43627
BOUYIGUE	4,985689	34	0,5	3,07%	39,08	-0,55%	0,00000
CARREFOUR	0,067373	23	0,5	6,06%	22,01	-0,55%	1,12117
SAINT GAUBIN	4,079021	44	0,5	4,45%	48,2	-0,55%	0,00107
CREDIT AGRICOLE	2,879488	11	0,5	5,70%	13,91	-0,55%	0,00000
ENGIE	0,281353	12	0,5	4,46%	12,245	-0,55%	0,06964
MICHELIN	18,872616	100	0,5	4,71%	119,15	-0,55%	0,00000
ORANGE	0,410228	14	0,5	5,07%	14,37	-0,55%	0,07906
SANOFIE	11,659193	76	0,5	4,66%	87,87	-0,55%	0,00000
PEUGEOT	2,127547	16	0,5	7,14%	18,17	-0,55%	0,00193
SOCIETE GENERALE	0,919199	46	0,5	7,25%	46,08	-0,55%	0,96680
TOTAL	0,000129	48	0,5	3,69%	44,11	-0,55%	4,02327
VIVENDI	2,540072	18	0,5	4,23%	20,59	-0,55%	0,00000
SODEXO	16,872718	100	0,5	5,89%	117,15	-0,55%	0,00010
ACCOR	5,260142	36	0,5	3,63%	41,36	-0,55%	0,00000
DANONE	7,313570	60	0,5	3,19%	67,48	-0,55%	0,00000
CAPGEMINI	13,408093	80	0,5	4,13%	93,63	-0,55%	0,00000
KERING	65,059755	220	0,5	6,33%	285,67	-0,55%	0,00000
LVMH	51,150709	180	0,5	5,06%	231,65	-0,55%	0,00000
PERNOD RICARD	21,522616	100	0,5	3,36%	121,8	-0,55%	0,00000
RENAULT	0,077084	84	0,5	4,42%	80,4	-0,55%	3,91009
Schneider Electric	5,984373	64	0,5	4,57%	70,16	-0,55%	0,00190
Veolia Environnement	3,045633	16	0,5	6,49%	19,09	-0,55%	0,00001
Vinci	14,792474	64	0,5	3,20%	78,97	-0,55%	0,00000
L'oreal	17,628458	170	0,5	3,29%	188,1	-0,55%	0,00001

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 24.

ملحق رقم 40: تقييم خيارات البيع وفق نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع سنة 2017 (نهاية الدورة)

الشركة	قيمة خيار الشراء C	سعر التنفيذ X	فترة الاستحقاق T	التذبذب δ	السعر الجارى للسهم S	الفائدة الخالية من المخاطر r	قيمة خيار البيع P
AIR LIQUIDE	0,00000	110	0,0027	4,27%	107,05	-0,633%	2,95188
AXA	1,24959	24	0,0027	3,93%	25,25	-0,633%	0,00000
PNB PARISBAS	3,48897	60	0,0027	5,59%	63,49	-0,633%	0,00000
BOUYIGUE	10,03942	34	0,0027	3,07%	44,04	-0,633%	0,00000
CARREFOUR	0,00000	23	0,0027	6,06%	17,52	-0,633%	5,48039
SAINT GAUBIN	2,85925	44	0,0027	4,45%	46,86	-0,633%	0,00000
CREDIT AGRICOLE	2,79981	11	0,0027	5,70%	13,8	-0,633%	0,00000
ENGIE	2,46979	12	0,0027	4,46%	14,47	-0,633%	0,00000
MICHELIN	20,79829	100	0,0027	4,71%	120,8	-0,633%	0,00000
ORANGE	0,56976	14	0,0027	5,07%	14,57	-0,633%	0,00000
SANOFIE	0,00000	76	0,0027	4,66%	73,77	-0,633%	2,23130
PEUGEOT	1,26973	16	0,0027	7,14%	17,27	-0,633%	0,00000
SOCIETE GENERALE	0,00000	46	0,0027	7,25%	44,03	-0,633%	1,97079
TOTAL	0,00000	48	0,0027	3,69%	47,21	-0,633%	0,79082
VIVENDI	4,29969	18	0,0027	4,23%	22,3	-0,633%	0,00000
SODEXO	11,34829	100	0,0027	5,89%	111,35	-0,633%	0,00000
ACCOR	5,93938	36	0,0027	3,63%	41,94	-0,633%	0,00000
DANONE	10,72897	60	0,0027	3,19%	70,73	-0,633%	0,00000
CAPGEMINI	18,95863	80	0,0027	4,13%	98,96	-0,633%	0,00000
KERING	168,64624	220	0,0027	6,33%	388,65	-0,633%	0,00000
LVMH	64,34692	180	0,0027	5,06%	244,35	-0,633%	0,00000
PERNOD RICARD	29,04829	100	0,0027	3,36%	129,05	-0,633%	0,00000
RENAULT	1,04856	84	0,0027	4,42%	85,05	-0,633%	0,00000
Schneider Electric	6,65891	64	0,0027	4,57%	70,66	-0,633%	0,00000
Veolia Environnement	4,83973	16	0,0027	6,49%	20,84	-0,633%	0,00000
Vinci	22,44891	64	0,0027	3,20%	86,45	-0,633%	0,00000
L'oreal	16,44709	170	0,0027	3,29%	186,45	-0,633%	0,00000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel وبالاعتماد على بيانات

المواقع <http://fr.finance.yahoo.com> و www.banque-france.fr ، والملحق رقم 25.

الملحق رقم 41: مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات البيع لسنة 2014

مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRP	VMP	
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	2,37	0,79	3,16	AIR LIQUIDE
0,00	0,77	0,77	2,02	2,02	4,04	1,09	0,36	1,45	AXA
0,00	6,76	6,76	4,79	4,79	9,58	2,29	0,85	3,14	PNB PARIBAS
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	1,84	0,62	2,46	BOUYIGUE
0,00	3,58	3,58	1,71	1,71	3,42	1,13	0,38	1,51	CARREFOUR
0,00	3,85	3,85	0,10	0,00	0,1	2,29	0,77	3,06	SAINT GAUBIN
0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,66	0,22	0,88	CREDIT AGRICOLE
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	1,42	0,47	1,89	ENGIE
0,06	1,89	1,95	0,10	0,00	0,1	6,10	2,03	8,13	MICHELIN
0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0	0,60	0,20	0,8	ORANGE
0,42	0,00	0,42	0,07	0,07	0,14	3,17	1,06	4,23	SANOFIE
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	0,28	0,10	0,38	PEUGEOT
0,00	5,78	5,78	0,89	0,90	1,79	2,73	0,91	3,64	S. GENERALE
0,07	1,17	1,24	0,10	0,00	0,1	3,04	1,02	4,06	TOTAL
0,01	0,00	0,01	0,23	0,23	0,46	1,45	0,48	1,93	VIVENDI
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	1,72	0,57	2,29	SODEXO
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	1,79	0,60	2,39	ACCOR
0,11	0,00	0,11	3,38	3,39	6,77	3,08	1,03	4,11	DANONE
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	3,46	1,15	4,61	CAPGEMINI
0,20	0,00	0,2	0,77	0,78	1,55	5,71	1,91	7,62	KERING
1,29	0,05	1,34	0,10	0,00	0,1	7,66	2,56	10,22	LVMH
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	2,30	0,77	3,07	PERNOD RICARD
0,09	0,00	0,09	0,10	0,00	0,1	3,28	1,10	4,38	RENAULT
0,14	1,47	1,61	0,10	0,00	0,1	3,55	1,19	4,74	Schneider Electric
0,01	0,00	0,01	0,10	0,00	0,1	1,11	0,37	1,48	V.Environnement
0,11	1,28	1,39	0,10	0,00	0,1	2,75	0,92	3,67	Vinci
0,22	0,00	0,22	0,07	0,08	0,15	4,05	1,35	5,4	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily>

(statistics) بالنسبة للقيم السوقية؛ والملاحق رقم 29، 30، 31 بالنسبة للقيم العادية.

الملحق رقم 42: مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات البيع لسنة 2015

مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRP	VMP	
0,03	0,00	0,03	2,75	0,02	2,77	5,44	2,65	8,09	AIR LIQUIDE
0,01	0,00	0,01	0,52	0,00	0,52	1,63	0,26	1,89	AXA
0,01	0,00	0,01	1,87	0,00	1,87	4,15	0,89	5,04	PNB PARISBAS
0,01	0,00	0,01	1,37	0,00	1,37	3,40	0,75	4,15	BOUYIGUE
0,01	0,00	0,01	0,63	0,00	0,63	2,12	0,40	2,52	CARREFOUR
0,01	0,00	0,01	3,75	0,00	3,75	3,36	0,39	3,75	SAINT GAUBIN
0,01	0,00	0,01	0,96	0,00	0,96	0,72	0,24	0,96	CREDIT AGRICOLE
0,00	2,72	2,72	0,77	1,95	2,72	1,70	0,32	2,02	ENGIE
0,01	0,00	0,01	1,00	0,00	1	6,35	2,61	8,96	MICHELIN
0,01	0,00	0,01	0,39	1,19	1,58	1,29	0,29	1,58	ORANGE
0,04	0,00	0,04	2,39	0,00	2,39	6,79	1,58	8,37	SANOFIE
0,01	0,00	0,01	0,03	0,00	0,03	0,86	0,36	1,22	PEUGEOT
0,01	0,00	0,01	0,74	0,00	0,74	2,28	0,62	2,9	S. GENERALE
0,37	0,13	0,5	1,98	0,20	2,18	3,46	0,86	4,32	TOTAL
0,00	0,58	0,58	0,45	0,13	0,58	1,18	0,30	1,48	VIVENDI
0,01	0,00	0,01	1,75	0,02	1,77	4,68	2,04	6,72	SODEXO
0,02	0,00	0,02	0,96	0,00	0,96	3,11	1,34	4,45	ACCOR
0,01	0,00	0,01	2,21	0,13	2,34	3,55	2,34	5,89	DANONE
0,01	0,00	0,01	1,31	0,00	1,31	5,38	1,16	6,54	CAPGEMINI
0,52	0,00	0,52	5,39	7,58	12,97	9,67	7,92	17,59	KERING
0,03	6,10	6,13	3,08	0,00	3,08	7,77	3,68	11,45	LVMH
0,01	0,00	0,01	2,26	0,02	2,28	4,53	2,73	7,26	PERNOD RICARD
0,01	0,00	0,01	0,46	0,00	0,46	3,90	3,36	7,26	RENAULT
0,00	6,54	6,54	3,14	0,43	3,57	5,11	2,06	7,17	Schneider Electric
0,01	0,00	0,01	0,27	0,00	0,27	1,46	0,40	1,86	V.Environment
0,01	0,00	0,01	1,52	0,00	1,52	4,27	1,35	5,62	Vinci
0,01	0,00	0,01	3,66	0,00	3,66	9,43	4,01	13,44	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily>

(statistics) بالنسبة للقيم السوقية؛ والملاحق رقم 32، 33، 34 بالنسبة للقيم العادية.

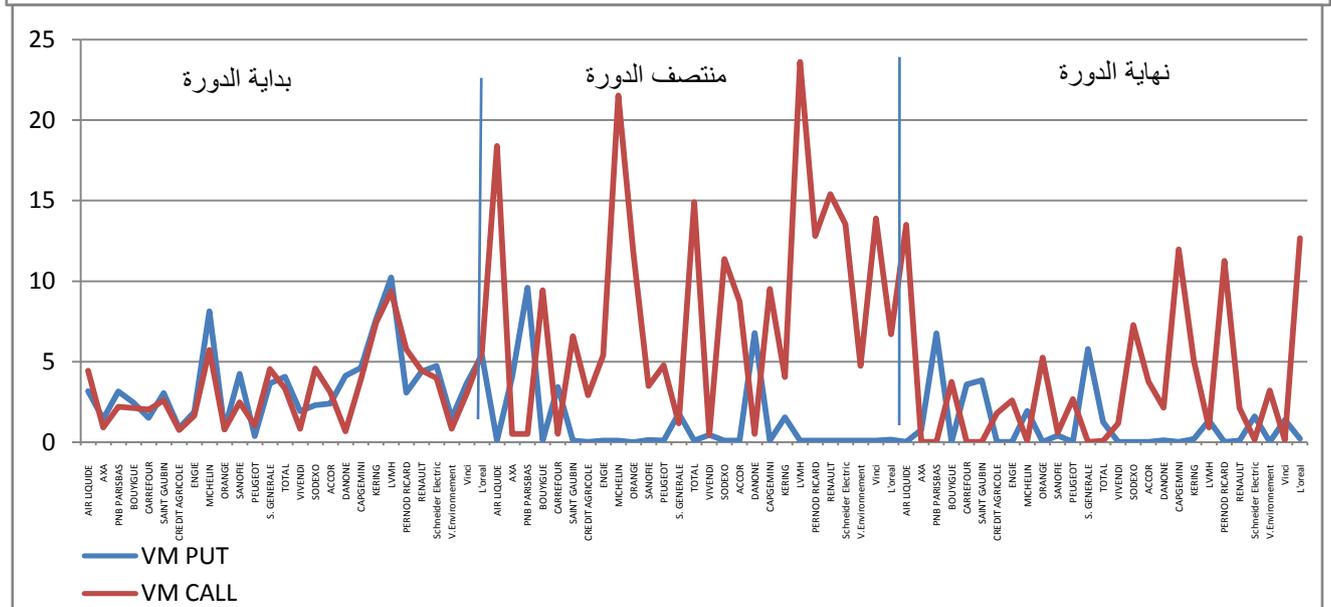
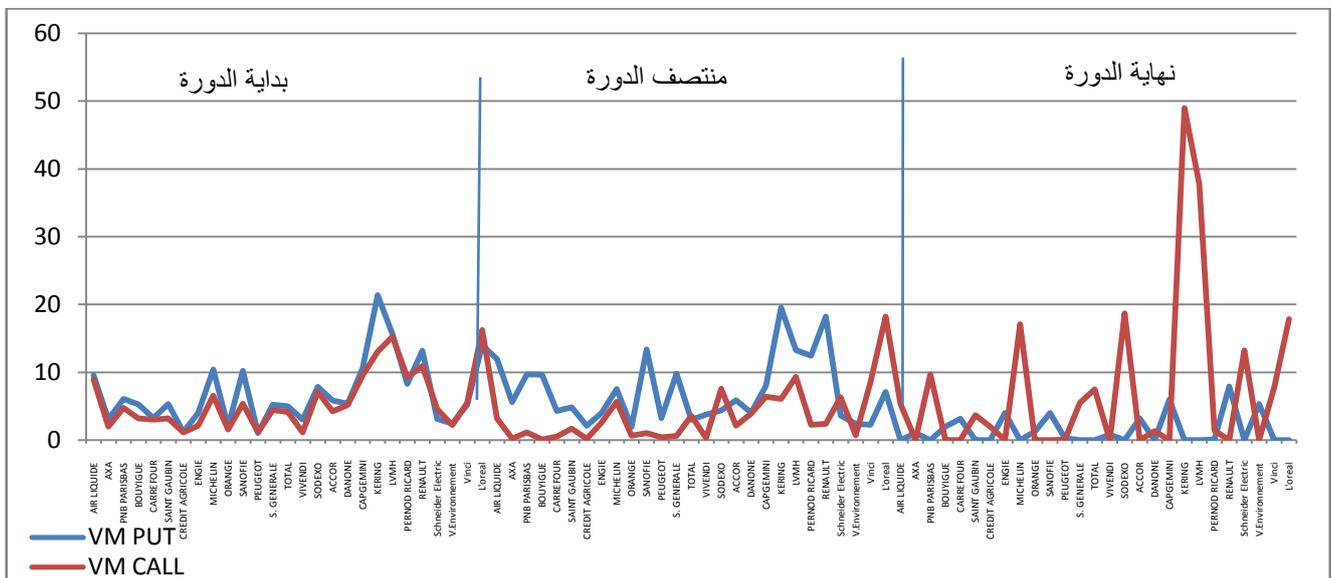
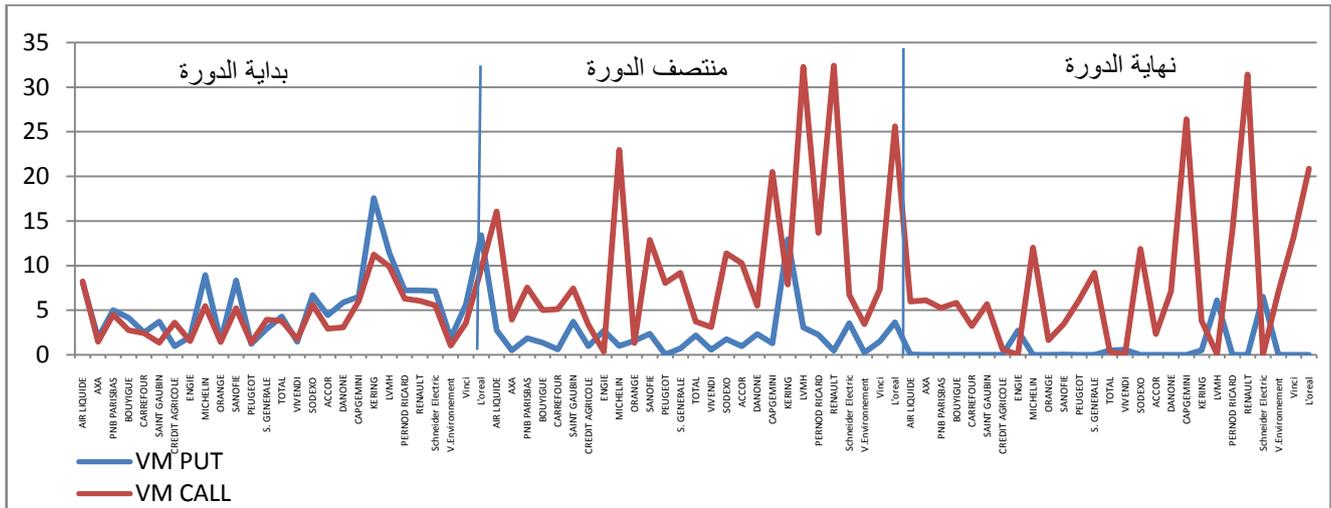
الملحق رقم 43: مقارنة بين القيم السوقية والحقيقية لعقود خيارات البيع لسنة 2016

مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في نهاية الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات في منتصف الدورة			مقارنة بين القيمة الحقيقية والسوقية للخيارات بداية الدورة			الشركة
VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRR	VMP	VMP-VRP	VRP	VMP	
0,01	0,00	0,01	0,68	11,30	11,98	7,46	2,10	9,56	AIR LIQUIDE
0,01	1,02	1,03	0,22	5,38	5,6	2,20	0,86	3,06	AXA
0,01	0,00	0,01	1,04	8,68	9,72	4,31	1,79	6,1	PNB PARISBAS
0,00	1,99	1,99	0,14	9,53	9,67	3,62	1,68	5,3	BOUYIGUE
0,00	3,18	3,18	0,50	3,82	4,32	2,97	0,27	3,24	CARREFOUR
0,01	0,00	0,01	1,67	3,17	4,84	3,53	1,81	5,34	VRP VMP
0,01	0,00	0,01	-0,15	2,28	2,13	0,89	0,29	1,18	CREDIT AGRICOLE
0,00	4,01	4,01	2,09	1,92	4,01	2,66	1,35	4,01	ENGIE
0,01	0,00	0,01	5,31	2,22	7,53	8,00	2,40	10,4	MICHELIN
0,01	1,28	1,29	1,21	0,75	1,96	1,72	0,25	1,97	ORANGE
0,00	4,00	4	1,01	12,36	13,37	7,23	2,99	10,22	SANOFIE
0,07	0,23	0,3	0,39	2,86	3,25	0,36	0,70	1,06	PEUGEOT
0,01	0,00	0,01	0,58	9,23	9,81	3,74	1,52	5,26	S. GENERALE
0,01	0,00	0,01	2,90	0,11	3,01	4,56	0,44	5	TOTAL
0,02	0,80	0,82	0,29	3,47	3,76	2,57	0,47	3,04	VIVENDI
0,01	0,00	0,01	3,74	0,64	4,38	5,84	2,04	7,88	SODEXO
0,00	3,23	3,23	2,07	3,81	5,88	4,21	1,62	5,83	ACCOR
0,03	0,00	0,03	3,25	0,81	4,06	4,82	0,56	5,38	DANONE
0,01	5,99	6	5,36	2,65	8,01	8,04	2,53	10,57	CAPGEMINI
0,01	0,00	0,01	-4,58	24,13	19,55	13,35	8,05	21,4	KERING
0,01	0,00	0,01	9,50	3,81	13,31	13,61	2,06	15,67	LVMH
0,09	0,00	0,09	3,77	8,67	12,44	7,36	0,95	8,31	PERNOD RICARD
0,00	7,93	7,93	2,18	16,04	18,22	9,53	3,65	13,18	RENAULT
0,01	0,00	0,01	3,59	0,05	3,64	1,94	1,16	3,1	Schneider Electric
0,00	5,33	5,33	0,67	1,76	2,43	2,10	0,38	2,48	V.Environment
0,01	0,00	0,01	2,29	0,00	2,29	4,78	0,39	5,17	Vinci
0,01	0,00	0,01	7,13	0,00	7,13	13,53	0,46	13,99	L'oreal

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط: <http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily->

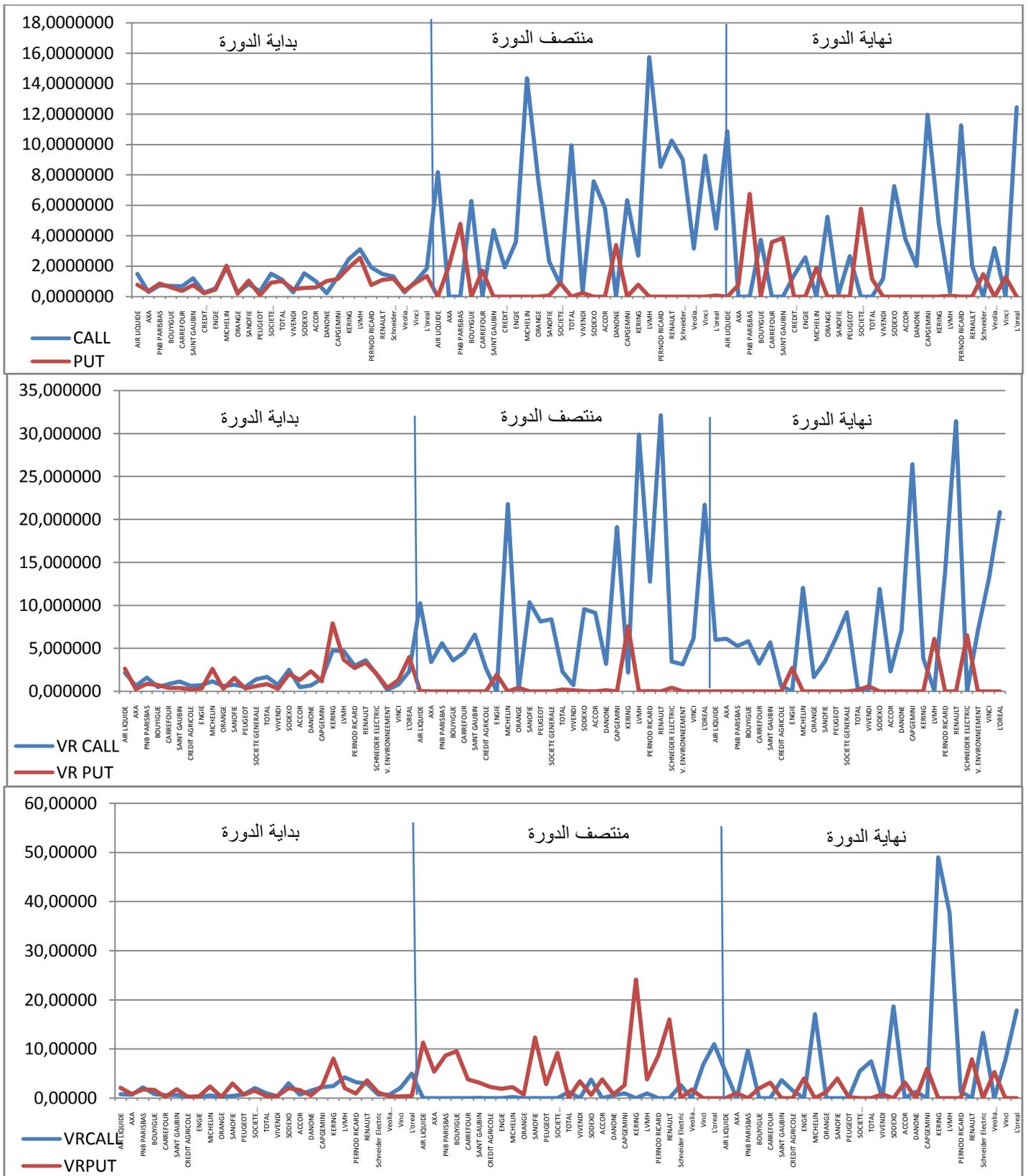
(statistics) بالنسبة للقيم السوقية؛ والملاحق رقم 35، 36، 37 بالنسبة للقيم العادية.

الملحق رقم 44: العلاقة بين القيم السوقية لخيارات الشراء والبيع لسنوات 2014، 2015، 2016 على التوالي



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على بيانات الملاحق رقم: 26، 27، 28 بالنسبة لخيارات الشراء والملاحق رقم: 41، 42، 43 بالنسبة لخيارات البيع.

الملحق رقم 45: العلاقة بين القيم الحقيقية لخيارات الشراء والبيع لسنوات 2014، 2015، 2016 على التوالي



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على بيانات الملاحق رقم: 26، 27، 28 بالنسبة لخيارات الشراء والملاحق رقم: 41، 42، 43 بالنسبة لخيارات البيع

الملحق رقم 46: المتغيرات التابعة في شكل بيانات مقطعية

	VMC1	VMC2	VMC3	DELTA1	DELTA2	VMP1	VMP2	VMP3
AIR LIQUIDE - 14	4,440	18,40	13,5	2,96	10,22	3,16	0,1	0,01
AIR LIQUIDE - 15	8,220	16,06	5,99	6,05	5,80	8,09	2,77	0,03
AIR LIQUIDE - 16	8,960	3,19	5,4	8,19	3,19	9,56	11,98	0,01
AIR LIQUIDE - 17	6,040	6,49	0,02	5,68	4,47	12,79	5,15	4,09
AXA - 14	0,900	0,50	0,01	0,60	0,50	1,45	4,04	0,77
AXA - 15	1,490	3,96	6,12	0,86	0,55	1,89	0,52	0,01
AXA - 16	1,980	0,24	0,01	1,29	0,24	3,06	5,6	1,03
AXA - 17	2,000	1,32	1,26	1,80	1,12	3,36	1,44	0,01
PNB PARISBAS - 14	2,190	0,50	0,01	1,46	0,50	3,14	9,58	6,76
PNB PARISBAS - 15	4,530	7,55	5,28	2,94	1,97	5,04	1,87	0,01
PNB PARISBAS - 16	4,790	1,14	9,7	2,61	1,14	6,1	9,72	0,01
PNB PARISBAS - 17	6,040	4,94	3,49	4,66	3,17	8,2	3,55	0,01
BOUYIGUE - 14	2,120	9,43	3,73	1,41	3,14	2,46	0,1	0,01
BOUYIGUE - 15	2,760	5,03	5,38	2,25	1,43	4,15	1,37	0,01
BOUYIGUE - 16	3,210	0,12	0,01	2,35	0,12	5,3	9,67	1,99
BOUYIGUE - 17	3,120	3,12	10,04	2,77	-1,87	4,64	1,01	0,01
CARREFOUR - 14	2,010	0,50	0,01	1,34	0,49	1,51	3,42	3,58
CARREFOUR - 15	2,460	5,14	3,23	1,60	0,65	2,52	0,63	0,01
CARREFOUR - 16	3,030	0,54	0,01	2,42	0,54	3,24	4,32	3,18
CARREFOUR - 17	1,860	0,33	0,01	1,44	89,93	2,72	1,96	5,48
SAINT GAUBIN - 14	2,590	6,58	0,01	1,39	2,19	3,06	0,1	3,85
SAINT GAUBIN - 15	1,370	7,45	5,7	0,72	0,84	3,75	3,75	0,01
SAINT GAUBIN - 16	3,230	1,72	3,69	2,57	1,67	5,34	4,84	0,01
SAINT GAUBIN - 17	3,560	5,63	3,33	3,12	1,55	5,28	1,53	0,01
CREDIT AGRICOLE - 14	0,740	2,90	1,8	0,49	0,97	0,88	0,01	0,01
CREDIT AGRICOLE - 15	3,620	3,37	0,65	2,46	0,69	0,96	0,96	0,01
CREDIT AGRICOLE - 16	1,130	0,18	1,97	0,89	0,18	1,18	2,13	0,01
CREDIT AGRICOLE - 17	1,510	3,04	3,03	1,13	0,16	1,3	0,22	0,01
ENGIE - 14	1,640	5,39	2,59	1,09	1,80	1,89	0,1	0,01
ENGIE - 15	1,540	0,37	0,01	0,82	0,37	2,02	2,72	2,72
ENGIE - 16	2,130	2,62	0,01	0,88	2,37	4,01	4,01	4,01
ENGIE - 17	0,990	1,90	2,47	0,69	1,62	1,49	0,32	0,01
MICHELIN - 14	5,720	21,53	0,06	3,81	7,18	8,13	0,1	1,95
MICHELIN - 15	5,470	22,99	12,04	4,30	1,21	8,96	1	0,01
MICHELIN - 16	6,540	5,65	17,1	5,98	5,41	10,4	7,53	0,01
MICHELIN - 17	10,230	20,63	20,8	5,70	1,76	8,48	1,62	0,01
ORANGE - 14	0,780	11,72	5,25	0,52	3,90	0,8	0,1	0,01
ORANGE - 15	1,430	1,33	1,65	0,80	0,34	1,58	1,58	0,01
ORANGE - 16	1,570	0,67	0,01	1,32	0,66	1,97	1,96	1,29
ORANGE - 17	1,240	0,86	0,57	0,90	0,45	1,61	0,74	0,01
SANOFIE - 14	2,460	3,48	0,59	1,64	1,16	4,23	0,14	0,42
SANOFIE - 15	5,240	12,90	3,49	4,45	2,53	8,37	2,39	0,04
SANOFIE - 16	5,380	1,05	0,01	4,91	1,05	10,22	13,37	4
SANOFIE - 17	8,830	13,04	0,01	8,11	1,38	2,23	1,35	2,23
PEUGEOT - 14	1,030	4,77	2,66	0,68	1,59	0,38	0,1	0,01

PEUGEOT - 15	1,380	8,07	6,14	0,87	-0,04	1,22	0,03	0,01
PEUGEOT - 16	1,170	0,42	0,07	0,42	0,42	1,06	3,25	0,3
PEUGEOT - 17	1,880	2,70	1,27	1,62	0,57	2,51	0,56	0,01
SOCIETE GENERALE - 14	4,530	1,16	0,01	3,02	0,39	3,64	1,79	5,78
SOCIETE GENERALE - 15	3,960	9,20	9,19	2,54	0,82	2,9	0,74	0,01
SOCIETE GENERALE - 16	4,420	0,63	5,5	2,39	0,63	5,26	9,81	0,01
SOCIETE GENERALE - 17	5,270	3,47	0,01	3,88	2,55	6,93	3,44	1,98
TOTAL - 14	3,330	14,91	0,07	2,22	4,97	4,06	0,1	1,24
TOTAL - 15	3,790	3,74	0,37	2,10	1,44	4,32	2,18	0,5
TOTAL - 16	4,140	3,60	7,5	3,14	2,33	5	3,01	0,01
TOTAL - 17	3,070	0,56	0,02	2,56	0,56	5,74	5,13	0,81
VIVENDI - 14	0,830	0,45	1,17	0,55	0,15	1,93	0,46	0,01
VIVENDI - 15	1,750	3,11	0,01	1,00	2,40	1,48	0,58	0,58
VIVENDI - 16	1,150	0,33	0,01	0,78	0,33	3,04	3,76	0,82
VIVENDI - 17	1,740	3,14	4,3	1,37	0,60	1,9	0,57	0,01
SODEXO - 14	4,580	11,38	7,27	3,05	3,79	2,29	0,1	0,01
SODEXO - 15	5,640	11,37	11,9	3,14	1,82	6,72	1,77	0,01
SODEXO - 16	7,120	7,61	18,7	4,10	3,84	7,88	4,38	0,01
SODEXO - 17	11,500	18,01	11,35	4,58	1,14	6,65	1,01	0,01
ACCOR - 14	3,080	8,73	3,76	2,05	2,91	2,39	0,1	0,01
ACCOR - 15	2,950	10,27	2,32	2,47	1,13	4,45	0,96	0,02
ACCOR - 16	4,250	2,12	0,01	3,54	2,10	5,83	5,88	3,23
ACCOR - 17	3,990	6,10	5,93	3,10	0,84	4,1	0,79	0,01
DANONE - 14	0,670	0,50	2,13	0,44	0,50	4,11	6,77	0,11
DANONE - 15	3,080	5,51	7,12	2,39	2,30	5,89	2,34	0,01
DANONE - 16	5,210	3,94	1,34	3,68	3,38	5,38	4,06	0,03
DANONE - 17	4,270	8,46	10,73	3,03	1,15	5,45	1,07	0,01
CAPGEMINI - 14	3,890	9,50	11,96	2,59	3,17	4,61	0,1	0,01
CAPGEMINI - 15	6,020	20,51	26,42	4,54	1,43	6,54	1,31	0,01
CAPGEMINI - 16	9,540	6,43	0,01	7,29	5,47	10,57	8,01	6
CAPGEMINI - 17	7,350	15,15	18,96	6,61	1,74	9,43	1,59	0,01
KERING - 14	7,400	4,03	5,05	4,93	1,34	7,62	1,55	0,2
KERING - 15	11,250	7,88	3,83	6,52	5,71	17,59	12,97	0,52
KERING - 16	13,070	6,10	49	10,58	6,10	21,4	19,55	0,01
KERING - 17	16,100	88,74	168,65	13,91	23,68	27,34	1,71	0,01
LVMH - 14	9,360	23,61	0,91	6,24	7,87		0,1	1,34
LVMH - 15	9,920	32,27	0,09	5,22	2,41	11,45	3,08	6,13
LVMH - 16	15,270	9,34	37,75	11,05	8,37	15,67	13,31	0,01
LVMH - 17	15,890	52,54	64,35	13,21	1,39	20,39	2,5	0,01
PERNOD RICARD - 14	5,760	12,80	11,26	3,84	4,27	3,07	0,1	0,01
PERNOD RICARD - 15	6,320	13,69	13,95	3,34	0,94	7,26	2,28	0,01
PERNOD RICARD - 16	9,290	2,29	1,44	6,02	2,29	8,31	12,44	0,09
PERNOD RICARD - 17	8,800	20,57	29,05	6,01	-0,95	7,7	0,71	0,01
RENAULT - 14	4,460	15,40	2,11	2,97	5,13	4,38	0,1	0,09
RENAULT - 15	6,060	32,42	31,42	2,43	0,31	7,26	0,46	0,01
RENAULT - 16	10,940	2,41	0,01	8,02	2,41	13,18	18,22	7,93
RENAULT - 17	9,370	4,27	1,22	7,64	4,19	11,24	8	0,19

Schneider Electric - 14	3,970	13,53	0,14	2,64	4,51	4,74	0,1	1,61
Schneider Electric - 15	5,540	6,73	0,01	3,53	3,28	7,17	3,57	6,54
Schneider Electric - 16	4,600	6,32	13,26	3,85	3,65	3,1	3,64	0,01
Schneider Electric - 17	6,270	8,19	6,66	4,53	2,21	6,86	2,12	0,01
Veolia Environnement - 14	0,830	4,73	3,2	0,55	1,58	1,48	0,1	0,01
Veolia Environnement - 15	1,050	3,46	7,09	0,88	0,32	1,86	0,27	0,01
Veolia Environnement - 16	2,220	0,70	0,01	1,51	0,69	2,48	2,43	5,33
Veolia Environnement - 17	1,120	3,28	4,84	0,87	0,23	2,04	0,2	0,01
Vinci - 14	3,030	13,89	0,11	2,02	4,63	3,67	0,1	1,39
Vinci - 15	3,540	7,33	13,16	2,74	1,16	5,62	1,52	0,01
Vinci - 16	5,490	8,60	7,8	3,41	1,84	5,17	2,29	0,01
Vinci - 17	5,230	15,20	22,45	4,36	0,41	6,54	0,92	0,01
L'oreal - 14	5,550	6,69	12,67	3,70	2,23	5,4	0,15	0,22
L'oreal - 15	9,680	25,62	20,85	7,36	3,92	13,44	3,66	0,01
L'oreal - 16	16,250	18,26	17,85	11,26	7,27	13,99	7,13	0,01
L'oreal - 17	12,560	20,59	16,45	10,89	2,96	15,88	2,73	0,01

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الرابط:

(<http://www.euronext.com/en/reports-statistics/derivatives/daily-statistics>)

الملحق رقم 47: المتغيرات المستقلة للدراسة في شكل بيانات مقطعية

	SEP	NBR	IND	PRS	ASSI	NBRC	INDC	ASSIC	PDAC	ACMS	PDOP	OPMS
AIR LIQUIDE - 14	0	13	0,76	0,08	0,93	3	1	0,94	0,04	0	0,25	0,05
AIR LIQUIDE - 15	0	11	0,81	0,09	0,98	3	1	0,99	0,08	0,005	0,14	0,032
AIR LIQUIDE - 16	0	12	0,72	0,08	0,97	3	1	0,97	0,13	0,005	0,04	0,015
AIR LIQUIDE - 17	0	12	0,73	0,08	0,97	4	1	0,97	0,11	0,0046	0,02	0,006
AXA - 14	0	14	0,79	0,07	0,98	3	1	0,97	0,1	0,008	0,13	0,013
AXA - 15	0	14	0,71	0,07	0,96	3	1	0,97	0,1	0,007	0,12	0,013
AXA - 16	1	16	0,75	0,06	0,97	3	1	0,97	0,097	0,002	0,14	0,004
AXA - 17	1	14	0,71	0,07	0,94	3	1	1	0,1	0,004	0,13	0,008
PNB PARISBAS - 14	1	15	0,6	0,13	0,94	4	0,75	0,98	0	0	0	0
PNB PARISBAS - 15	1	14	0,71	0,14	0,95	4	0,92	0,99	0	0	0	0
PNB PARISBAS - 16	1	14	0,64	0,14	0,98	4	0,85	0,98	0	0	0	0
PNB PARISBAS - 17	1	14	0,66	0,14	0,97	4	0,85	0,99	0	0	0	0
BOUYIGUE - 14	0	20	0,375	0,2	0,91	4	0,6	0,96	0	0	0,87	0
BOUYIGUE - 15	0	17	0,46	0,23	0,94	4	0,9	0,86	0	0	0,81	0
BOUYIGUE - 16	0	16	0,42	0,25	0,95	3	1	0,78	0	0	0,78	0
BOUYIGUE - 17	0	15	0,455	0,26	0,96	3	1	1	0	0	0,72	0
CARREFOUR - 14	0	14	0,64	0	0,85	3	1	1	0	0	0	0
CARREFOUR - 15	0	16	0,56	0	0,8	5	0,69	0,98	0	0	0	0
CARREFOUR - 16	0	17	0,53	0	0,89	5	0,69	0,97	0	0	0,26	0,032
CARREFOUR - 17	0	19	0,53	0,11	0,92	5	0,6	0,97	0	0	0	0
SAINT GAUBIN - 14	0	18	0,53	0,17	0,92	3	0,75	0,85	0,094	0	0,041	0,008
SAINT GAUBIN - 15	0	17	0,5	0,18	0,92	3	0,75	1	0,089	0	0,04	0,008
SAINT GAUBIN - 16	0	16	0,54	0,19	0,92	3	0,75	0,89	0,22	0,012	0,05	0,01
SAINT GAUBIN - 17	0	14	0,73	0,21	0,96	3	0,85	0,89	0,22	0,012	0,05	0,01
CREDIT AGRICOLE - 14	1	18	0,43	0,11	0,94	2	0,55	0,95	0	0	0	0
CREDIT AGRICOLE - 15	1	13	0,36	0,15	0,92	4	0,55	0,89	0	0	0	0
CREDIT AGRICOLE - 16	1	21	0,33	0,09	0,99	6	0,43	0,97	0	0	0	0
CREDIT AGRICOLE - 17	1	21	0,3	0,05	0,98	6	0,5	0,99	0	0	0	0
ENGIE - 14	0	17	0,54	0,17	0,83	4	0,77	0,93	0,14	0	0	0
ENGIE - 15	0	19	0,53	0,21	0,89	4	0,7	0,93	0,13	0	0	0
ENGIE - 16	0	19	0,53	0,21	0,86	4	0,7	0,93	0,14	0	0	0
ENGIE - 17	0	19	0,53	0,21	0,9	4	0,7	0,95	0,21	0	0	0
MICHELIN - 14	1	9	0,75	0	0,97	2	0,83	1	0,21	0	0	0
MICHELIN - 15	1	9	0,78	0	1	2	0,83	1	0,046	0	0	0
MICHELIN - 16	1	9	0,78	0	0,98	2	0,83	0,92	0,066	0	0	0
MICHELIN - 17	1	9	0,67	0	0,95	2	0,75	1	0	0	0	0
ORANGE - 14	0	15	0,64	0,26	0,93	3	0,625	0,91	0	0	0	0
ORANGE - 15	0	15	0,64	0,26	0,93	3	0,625	0,99	0	0	0	0
ORANGE - 16	0	15	0,64	0,26	0,92	3	0,71	0,9	0	0	0	0
ORANGE - 17	0	15	0,64	0,26	0,92	3	0,71	0,91	0	0	0	0
SANOFIE - 14	1	15	0,73	0	0,92	4	0,785	0,98	1,2	0,003	0,7	0,018
SANOFIE - 15	1	14	0,78	0	0,91	4	0,83	0,99	1,2	0,008	0,7	0,016
SANOFIE - 16	1	12	0,75	0,17	0,92	4	0,82	0,95	1,5	0,003	0,5	0,017
SANOFIE - 17	1	16	0,79	0,13	0,95	4	0,82	0,97	1,5	0,003	0,5	0,017
PEUGEOT - 14	1	14	0,5	0,14	0,95	4	0,57	0,93	0	0	0	0

PEUGEOT - 15	1	14	0,5	0,14	0,93	4	0,54	0,92	0,31	0,04	0	0
PEUGEOT - 16	1	14	0,5	0,14	0,89	4	0,54	0,93	0,27	0,023	0	0
PEUGEOT - 17	1	14	0,5	0,14	0,97	4	0,54	0,98	0,31	0,021	0	0
SOCIETE GENERALE - 14	0	14	0,83	0,16	0,97	3	0,785	0,97	0,13	0	0	0
SOCIETE GENERALE - 15	1	14	0,92	0,16	0,98	4	1	0,94	0,16	0	0	0
SOCIETE GENERALE - 16	1	13	0,91	0,15	0,93	4	1	0,96	0,16	0	0	0
SOCIETE GENERALE - 17	1	14	0,92	0,16	0,94	4	1	0,92	0,16	0	0	0
TOTAL - 14	1	14	0,58	0,14	0,92	4	0,76	0,96	0,19	0,003	0	0
TOTAL - 15	1	12	0,7	0,16	0,95	4	0,92	0,95	0,2	0,002	0	0
TOTAL - 16	0	12	0,8	0,16	0,88	4	1	0,98	0,8	0,002	0	0
TOTAL - 17	0	12	0,9	0,16	0,93	4	1	0,92	0,23	0,0024	0	0
VIVENDI - 14	1	14	0,83	0,14	0,92	2	0,84	0,87	0,05	0,028	0	0
VIVENDI - 15	1	14	0,83	0,14	0,97	2	0,75	0,92	0,11	0,012	0	0
VIVENDI - 16	1	14	0,75	0,14	0,93	2	0,61	0,95	0,1	0,022	0	0
VIVENDI - 17	1	12	0,6	0,16	0,94	3	0,6	0,93	0,12	0,015	0	0
SODEXO - 14	1	13	0,41	0,08	0,96	4	0,3	1	0,53	0,03	0	0
SODEXO - 15	1	14	0,46	0,07	0,92	3	0,66	0,95	0,55	0,03	0	0
SODEXO - 16	1	14	0,5	0,14	0,95	3	0,63	0,96	0,58	0,03	0	0
SODEXO - 17	1	14	0,5	0,14	0,96	3	0,75	0,94	0,58	0,03	0	0
ACCOR - 14	0	12	0,54	0,08	0,92	3	0,64	0,7	0,5	0,032	0	0
ACCOR - 15	0	12	0,54	0,08	0,87	3	0,58	0,76	0,44	0,025	0	0
ACCOR - 16	0	16	0,6	0,06	0,87	4	0,61	0,86	0,38	0,021	0	0
ACCOR - 17	0	16	0,56	0,06	0,88	5	0,57	0,66	1,05	0,1	0	0
DANONE - 14	1	15	0,77	0,13	0,93	4	1	0,97	0,12	0,02	0	0
DANONE - 15	1	15	0,79	0,13	0,92	4	1	0,96	0,1	0,01	0	0
DANONE - 16	1	16	0,71	0,12	0,88	4	1	0,83	0,1	0,01	0	0
DANONE - 17	1	16	0,64	0,12	0,91	4	1	0,87	0,1	0,01	0	0
CAPGEMINI - 14	0	12	0,58	0,08	0,92	3	0,73	0,92	0,78	0,03	0	0
CAPGEMINI - 15	0	12	0,69	0,08	0,91	3	0,73	0,86	0,62	0,02	0	0
CAPGEMINI - 16	0	15	0,67	0,2	0,93	4	0,785	0,88	1,07	0,02	0	0
CAPGEMINI - 17	0	16	0,62	0,18	0,95	4	0,785	0,93	0,94	0,02	0	0
KERING - 14	0	11	0,4	0,09	0,93	4	0,5	0,96	0	0	0	0
KERING - 15	0	11	0,4	0,09	0,92	5	0,5	1	0	0	0	0
KERING - 16	0	10	0,66	0,1	0,95	5	0,66	1	0	0	0	0
KERING - 17	0	11	0,66	0,09	0,97	5	0,66	0,98	0	0	0	0
LVMH - 14	0	17	0,53	0	0,88	2	1	0,78	1	0,11	0	0
LVMH - 15	0	17	0,59	0	0,94	2	1	0,89	1	0,018	0	0
LVMH - 16	0	15	0,47	0	0,87	2	0,83	0,91	1	0,012	0	0
LVMH - 17	0	15	0,47	0	0,86	3	0,83	0,96	1	0,0056	0	0
PERNOD RICARD - 14	1	16	0,5	0,13	0,975	3	0,8	0,98	0,21	0,0058	0,13	0,016
PERNOD RICARD - 15	0	14	0,5	0,14	0,975	4	0,89	0,89	0,21	0,011	0	0
PERNOD RICARD - 16	0	14	0,5	0,14	0,89	4	0,77	0,98	0,15	0,0032	0,1	0,0077
PERNOD RICARD - 17	0	14	0,5	0,14	0,97	4	0,8	1	0,17	0,0059	0,056	0,014
RENAULT - 14	0	19	0,66	0,21	0,86	5	0,8	0,97	0,43	0,033	0	0
RENAULT - 15	0	19	0,67	0,21	0,95	5	0,8	0,97	0,48	0,033	0	0
RENAULT - 16	0	19	0,67	0,21	0,935	4	0,85	0,97	0,48	0,033	0	0
RENAULT - 17	0	19	0,67	0,21	0,92	4	0,875	0,85	0,47	0,033	0	0

Schneider Electric - 14	0	15	0,71	0,07	0,94	4	0,64	0,96	0,15	0,014	0	0
Schneider Electric - 15	0	16	0,74	0,06	0,86	4	0,69	0,98	0,49	0,022	0	0
Schneider Electric - 16	0	13	0,75	0,08	0,94	4	0,67	0,97	0,52	0,014	0	0
Schneider Electric - 17	0	13	0,82	0,15	0,9	4	0,8	0,96	0,41	0,014	0	0
Veolia Environnement - 14	0	17	0,8	0,12	0,87	4	0,82	0,95	0	0	0	0
Veolia Environnement - 15	0	17	0,8	0,12	0,88	4	0,8	0,97	0	0	0	0
Veolia Environnement - 16	0	17	0,87	0,12	0,92	4	1	0,95	0	0	0	0
Veolia Environnement - 17	0	17	0,67	0,12	0,9	4	0,69	0,86	0	0	0	0
Vinci - 14	0	15	0,75	0,2	0,95	4	0,82	1	0,17	0,01	0	0
Vinci - 15	0	15	0,75	0,2	0,91	4	0,82	0,93	0,17	0,008	0	0
Vinci - 16	0	15	0,75	0,2	0,92	4	0,82	0,96	0,38	0	0	0
Vinci - 17	0	15	0,83	0,2	0,83	4	0,91	0,83	0,39	0	0	0
L'oreal - 14	0	15	0,54	0,13	0,935	4	0,54	0,96	0,19	0,0071	0	0
L'oreal - 15	0	15	0,54	0,13	0,96	4	0,57	0,98	0,15	0,0057	0	0
L'oreal - 16	0	15	0,54	0,13	0,98	4	0,54	0,96	0,16	0,0056	0	0
L'oreal - 17	0	15	0,54	0,13	0,96	4	0,57	0,99	0,16	0,0056	0	0

المصدر: من إعداد الباحثة بلاعتماد على تقارير الحوكمة السنوية الخاصة بشركات العينة محل الدراسة

ملحق رقم 48: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMC1) متغير تابع

Dependent Variable: VMC1 Method: Panel Least Squares Date: 12/11/18 Time: 23:06 Sample: 2014 2017 Periods included: 4 Cross-sections included: 27 Total panel (balanced) observations: 108				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-20.68887	9.226367	-2.242364	0.0273
SEP	-2.758574	0.641024	-4.303386	0.0000
NBR	-0.460929	0.139585	-3.302145	0.0014
IND	-9.610086	2.796582	-3.436368	0.0009
ASSI	25.93275	8.607799	3.012704	0.0033
PRS	-7.712133	4.787708	-1.610819	0.1105
NBRC	0.536277	0.375848	1.426845	0.1569
INDC	6.020145	2.380812	2.528610	0.0131
ASSIC	9.436647	5.723474	1.648762	0.1025
PDAC	5.160547	1.007344	5.122925	0.0000
ACMS	-9.917872	23.17735	-0.427912	0.6697
PDOP	-4.058564	1.824995	-2.223877	0.0285
OPMS	-52.66985	42.20914	-1.247830	0.2152
R-squared	0.458626	Mean dependent var		4.850556
Adjusted R-squared	0.390241	S.D. dependent var		3.675855
S.E. of regression	2.870366	Akaike info criterion		5.059243
Sum squared resid	782.7053	Schwarz criterion		5.382092
Log likelihood	-260.1991	Hannan-Quinn criter.		5.190146
F-statistic	6.706607	Durbin-Watson stat		0.921861
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: VMC1 Method: Panel Least Squares Date: 12/11/18 Time: 21:59 Sample: 2014 2017 Periods included: 4 Cross-sections included: 27 Total panel (balanced) observations: 108				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.330768	8.682810	0.038096	0.9697
SEP	0.065838	1.074189	0.061291	0.9513
NBR	-0.046775	0.182636	-0.256113	0.7986
IND	1.348700	4.781181	0.282085	0.7787
ASSI	-0.277787	7.954944	-0.034920	0.9722
PRS	14.65731	10.18170	1.439573	0.1545
NBRC	0.523702	0.440043	1.190116	0.2381
INDC	3.298280	3.639969	0.906129	0.3680
ASSIC	-2.308452	5.229641	-0.441417	0.6603
PDAC	2.922725	2.316816	1.261526	0.2114
ACMS	-44.92060	19.71799	-2.278153	0.0258
PDOP	2.689257	9.705556	0.277084	0.7825
OPMS	-22.15058	70.93877	-0.312249	0.7558
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.828414	Mean dependent var		4.850556
Adjusted R-squared	0.733917	S.D. dependent var		3.675855
S.E. of regression	1.896123	Akaike info criterion		4.391697
Sum squared resid	248.0746	Schwarz criterion		5.380245
Log likelihood	-198.1517	Hannan-Quinn criter.		4.784408
F-statistic	8.766601	Durbin-Watson stat		1.810612
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: VMC1 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 12/11/18 Time: 23:08 Sample: 2014 2017 Periods included: 4 Cross-sections included: 27 Total panel (balanced) observations: 108 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.641861	7.644767	-0.476386	0.6349
SEP	-1.165851	0.723835	-1.610659	0.1106
NBR	-0.275183	0.138212	-1.991027	0.0494
IND	-5.400878	3.191004	-1.692532	0.0938
ASSI	11.50741	6.942737	1.657475	0.1007
PRS	-3.030813	5.349807	-0.566528	0.5724
NBRC	0.458402	0.365754	1.253306	0.2132
INDC	4.404208	2.589375	1.714794	0.0896
ASSIC	0.356206	4.753448	0.074936	0.9404
PDAC	4.957542	1.187981	4.173082	0.0001
ACMS	-37.51838	18.26047	-2.054623	0.0427
PDOP	-4.397389	2.477617	-1.774846	0.0791
OPMS	5.387491	40.27305	0.133774	0.8939
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		2.024250	0.5326	
Idiosyncratic random		1.896123	0.4674	
Weighted Statistics				
R-squared	0.219063	Mean dependent var		2.057307
Adjusted R-squared	0.120418	S.D. dependent var		2.188917
S.E. of regression	2.052899	Sum squared resid		400.3673
F-statistic	2.220727	Durbin-Watson stat		1.281514
Prob(F-statistic)	0.016382			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.359406	Mean dependent var		4.850556
Sum squared resid	926.1539	Durbin-Watson stat		0.553986

الملحق رقم 49: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMC2) متغير تابع

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 23:33
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-51.76078	34.47632	-1.501343	0.1366
SEP	-7.056524	2.395325	-2.945956	0.0040
NBR	-0.727788	0.521589	-1.395330	0.1662
IND	-12.50543	10.45004	-1.196687	0.2344
ASSI	64.20145	32.16490	1.996009	0.0488
PRS	-34.16220	17.89031	-1.909537	0.0592
NBRC	0.652740	1.404438	0.464769	0.6432
INDC	5.595070	8.896420	0.628912	0.5309
ASSIC	19.38070	21.38700	0.906191	0.3671
PDAC	8.310217	3.764158	2.207723	0.0297
ACMS	9.500837	86.60719	0.109700	0.9129
PDOP	-6.004458	6.819490	-0.880485	0.3808
OPMS	-133.4073	157.7236	-0.845830	0.3998
R-squared	0.217011	Mean dependent var		8.730005
Adjusted R-squared	0.118107	S.D. dependent var		11.42141
S.E. of regression	10.72575	Akaike info criterion		7.695657
Sum squared resid	10928.95	Schwarz criterion		8.018507
Log likelihood	-402.5655	Hannan-Quinn criter.		7.826561
F-statistic	2.194162	Durbin-Watson stat		1.697774
Prob(F-statistic)	0.017798			

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 23:35
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-41.48725	47.11253	-0.880599	0.3816
SEP	-4.601722	5.828496	0.799815	0.4299
NBR	-0.179516	0.990973	-0.181151	0.8568
IND	47.89676	25.94247	1.845112	0.0693
ASSI	31.83766	43.16316	0.737612	0.4633
PRS	-60.95289	55.24545	-1.103311	0.2737
NBRC	3.416145	2.357652	1.430766	0.1570
INDC	-10.36019	19.75030	-0.524559	0.6016
ASSIC	-1.345531	28.37575	-0.047422	0.9623
PDAC	-5.773404	12.57094	-0.459266	0.6475
ACMS	-66.51385	106.9886	-0.621059	0.5362
PDOP	-50.47703	52.66190	-0.958511	0.3412
OPMS	-466.0516	384.9106	1.216079	0.2261
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables):				
R-squared	0.476747	Mean dependent var		8.730005
Adjusted R-squared	0.188579	S.D. dependent var		11.42141
S.E. of regression	10.28828	Akaike info criterion		7.774085
Sum squared resid	7303.557	Schwarz criterion		8.742632
Log likelihood	-350.9006	Hannan-Quinn criter.		8.166736
F-statistic	1.654407	Durbin-Watson stat		2.437645
Prob(F-statistic)	0.034700			

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/11/18 Time: 23:37
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-51.76078	33.07014	-1.565182	0.1209
SEP	-7.056524	2.297628	-3.071221	0.0028
NBR	-0.727788	0.500315	-1.454661	0.1491
IND	-12.50543	10.02381	-1.247572	0.2153
ASSI	64.20145	30.85300	2.080882	0.0401
PRS	-34.16220	17.16062	-1.990732	0.0494
NBRC	0.652740	1.347155	0.484532	0.6291
INDC	5.595070	8.533564	0.655654	0.5136
ASSIC	19.38070	20.51470	0.944723	0.3472
PDAC	8.310217	3.610631	2.301597	0.0235
ACMS	9.500837	83.07477	0.114366	0.9092
PDOP	-6.004458	6.541345	-0.917924	0.3610
OPMS	-133.4073	151.2906	-0.881795	0.3801
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		10.28828	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.217011	Mean dependent var		8.730005
Adjusted R-squared	0.118107	S.D. dependent var		11.42141
S.E. of regression	10.72575	Sum squared resid		10928.95
F-statistic	2.194162	Durbin-Watson stat		1.697774
Prob(F-statistic)	0.017798			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.217011	Mean dependent var		8.730005
Sum squared resid	10928.95	Durbin-Watson stat		1.697774

الملحق رقم 50: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMC3) متغير تابع

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 22:06
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-45.05261	57.15077	-0.788312	0.4325
SEP	-10.45045	3.970687	-2.631899	0.0099
NBR	-2.207645	0.864628	-2.553289	0.0123
IND	-18.96517	17.32283	-1.094908	0.2764
ASSI	74.68286	53.31917	1.400675	0.1646
PRS	-35.93222	29.65644	-1.211616	0.2287
NBRC	4.324324	2.328111	1.857439	0.0683
INDC	6.488279	14.74743	0.439980	0.6610
ASSIC	17.71798	35.45284	0.499761	0.6184
PDAC	6.944985	6.239776	1.113018	0.2685
ACMS	-87.87197	143.5672	-0.612062	0.5420
PDOP	-6.716076	11.30454	-0.594104	0.5539
OPMS	-314.9936	261.4555	-1.204769	0.2313
R-squared	0.192005	Mean dependent var		8.378704
Adjusted R-squared	0.089943	S.D. dependent var		18.63778
S.E. of regression	17.77987	Akaike info criterion		8.706498
Sum squared resid	30031.77	Schwarz criterion		9.029347
Log likelihood	-457.1509	Hannan-Quinn criter.		8.837401
F-statistic	1.881251	Durbin-Watson stat		1.124852
Prob(F-statistic)	0.046311			

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 23:51
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-43.10085	76.43605	-0.563881	0.5747
SEP	6.227405	9.456240	0.658550	0.5124
NBR	-1.747627	1.607770	-1.086989	0.2808
IND	113.8965	42.08944	2.706059	0.0086
ASSI	36.57947	70.02854	0.522351	0.6031
PRS	-117.0495	89.63103	-1.305904	0.1959
NBRC	7.052009	3.873761	1.820455	0.0730
INDC	-29.75381	32.04318	-0.928554	0.3564
ASSIC	-15.82793	46.03725	-0.343807	0.7320
PDAC	7.834037	20.39528	0.384110	0.7021
ACMS	-275.3758	173.5804	-1.586445	0.1172
PDOP	-83.31642	85.43944	-0.975152	0.3329
OPMS	651.8959	624.4845	1.043895	0.3002
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.482767	Mean dependent var		8.378704
Adjusted R-squared	0.197915	S.D. dependent var		18.63778
S.E. of regression	16.69185	Akaike info criterion		8.741916
Sum squared resid	19224.64	Schwarz criterion		9.710463
Log likelihood	-433.0635	Hannan-Quinn criter.		9.134627
F-statistic	1.694797	Durbin-Watson stat		1.766650
Prob(F-statistic)	0.028536			

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/11/18 Time: 23:53
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-42.57085	55.85792	-0.762127	0.4479
SEP	-9.978427	4.036287	-2.472180	0.0152
NBR	-2.111622	0.864461	-2.442702	0.0164
IND	-14.96616	17.62107	-0.849333	0.3978
ASSI	72.76119	51.83675	1.403660	0.1637
PRS	-37.16814	30.06346	-1.236322	0.2194
NBRC	4.409153	2.333718	1.889325	0.0619
INDC	5.004086	14.91725	0.335456	0.7380
ASSIC	13.67801	34.73304	0.393748	0.6947
PDAC	6.795837	6.331906	1.073269	0.2859
ACMS	-100.9920	139.5082	-0.723914	0.4709
PDOP	-6.617379	11.63155	-0.568914	0.5708
OPMS	-270.2827	260.7125	-1.036708	0.3025
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		4.077179		0.0563
Idiosyncratic random		16.69185		0.9437
Weighted Statistics				
R-squared	0.166559	Mean dependent var		7.528382
Adjusted R-squared	0.061282	S.D. dependent var		17.97396
S.E. of regression	17.41451	Sum squared resid		28810.20
F-statistic	1.582101	Durbin-Watson stat		1.159103
Prob(F-statistic)	0.109905			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.190874	Mean dependent var		8.378704
Sum squared resid	30073.82	Durbin-Watson stat		1.110401

ملحق رقم 51: على التوالي النموذج النهائي حيث (VMC1) متغير تابع واختبار Hausman للمفاضلة بين النماذج

Dependent Variable: VMC1				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/11/18 Time: 23:23				
Sample: 2014 2017				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 27				
Total panel (balanced) observations: 108				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.163302	0.252226	20.47090	0.0000
ACMS	-30.80407	16.88667	-1.824165	0.0719
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.795475	Mean dependent var	4.850556	
Adjusted R-squared	0.726448	S.D. dependent var	3.675855	
S.E. of regression	1.922554	Akaike info criterion	4.363601	
Sum squared resid	295.6973	Schwarz criterion	5.058968	
Log likelihood	-207.6344	Hannan-Quinn criter.	4.645547	
F-statistic	11.52407	Durbin-Watson stat	1.523318	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: VMC1GOUV				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	28.359022	12	0.0049	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Di#)	Prob.
SEP	0.065838	-1.165851	0.629944	0.1207
NBR	-0.046775	-0.275183	0.014253	0.0557
IND	1.348700	-5.400878	12.677186	0.0580
ASSI	-0.277787	11.507412	15.079542	0.0024
PRS	14.657306	-3.030813	75.046640	0.0412
NBRC	0.523702	0.458402	0.059862	0.7896
INDC	3.298280	4.404208	6.652820	0.6681
ASSIC	-2.308452	0.356206	4.753871	0.2217
PDAC	2.922725	4.957542	3.956340	0.3063
ACMS	-44.920598	-37.518381	55.354402	0.3198
PDOP	2.689257	-4.397389	88.059236	0.4501
OPMS	-22.150580	5.387491	3410.391285	0.6372

الملحق رقم 52: النماذج النهائية حيث على التوالي VMC2 و VMC3 متغيرات تابعة

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 23:47
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-53.42411	28.69678	-2.001143	0.0480
SEP	-6.672420	2.303645	-2.896462	0.0046
ASSI	73.59107	28.91712	2.544896	0.0124
PRS	-43.16817	15.58086	-2.770590	0.0066
PDAC	6.411968	3.061521	2.094373	0.0387
R-squared	0.169905	Mean dependent var		8.730005
Adjusted R-squared	0.137669	S.D. dependent var		11.42141
S.E. of regression	10.60612	Akaike info criterion		7.605930
Sum squared resid	11586.45	Schwarz criterion		7.730103
Log likelihood	-405.7202	Hannan-Quinn criter.		7.656278
F-statistic	5.270561	Durbin-Watson stat		1.551826
Prob(F-statistic)	0.000667			

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 00:04
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.89371	11.53800	2.764232	0.0068
SEP	-7.366044	3.595733	-2.048551	0.0430
NBR	-2.539173	0.741989	-3.422117	0.0009
NBRC	4.555443	2.161015	2.108011	0.0374
R-squared	0.127812	Mean dependent var		8.378704
Adjusted R-squared	0.102653	S.D. dependent var		18.63778
S.E. of regression	17.65527	Akaike info criterion		8.616280
Sum squared resid	32417.70	Schwarz criterion		8.715618
Log likelihood	-461.2791	Hannan-Quinn criter.		8.656558
F-statistic	5.080132	Durbin-Watson stat		1.028682
Prob(F-statistic)	0.002537			

ملحق رقم 53: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي (DELTA1) متغير تابع

Dependent Variable: DELTA1
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/12/18 Time: 00:13
 Sample: 2014 2017
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 27
 Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-15.10803	7.261565	-2.080548	0.0402
SEP	-2.295664	0.504515	-4.550240	0.0000
NBR	-0.354424	0.109855	-3.226158	0.0017
IND	-5.358975	2.201036	-2.434751	0.0168
ASSI	20.62719	6.774724	3.044728	0.0030
PRS	-6.724007	3.768142	-1.784436	0.0775
NBRC	0.535076	0.295805	1.808855	0.0736
INDC	3.591499	1.873806	1.916687	0.0583
ASSIC	4.856330	4.504631	1.033676	0.3039
PDAC	4.026906	0.792825	5.079188	0.0000
ACMS	-18.08442	18.24162	-0.991383	0.3240
PDOP	-2.260113	1.436353	-1.573508	0.1189
OPMS	-37.10010	33.22045	-1.116784	0.2689
R-squared	0.438857	Mean dependent var		3.473565
Adjusted R-squared	0.367976	S.D. dependent var		2.841646
S.E. of regression	2.259107	Akaike info criterion		4.580303
Sum squared resid	484.8387	Schwarz criterion		4.903152
Log likelihood	-234.3364	Hannan-Quinn criter.		4.711207
F-statistic	6.191444	Durbin-Watson stat		1.014979
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: DELTA1
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/11/18 Time: 21:55
 Sample: 2014 2017
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 27
 Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.230389	7.646557	0.030130	0.9761
SEP	0.429885	0.945985	0.454429	0.6509
NBR	-0.094141	0.160835	-0.585310	0.5602
IND	6.276892	4.210565	1.490746	0.1406
ASSI	0.237420	7.005558	0.033890	0.9731
PRS	8.149196	8.966564	0.908843	0.3666
NBRC	0.561545	0.387526	1.449051	0.1519
INDC	-0.621577	3.205555	-0.193906	0.8468
ASSIC	-2.667588	4.605507	-0.579217	0.5643
PDAC	3.002748	2.040315	1.471708	0.1456
ACMS	-40.98383	17.36474	-2.360175	0.0211
PDOP	-2.956908	8.547243	-0.345949	0.7304
OPMS	-4.763287	62.47256	-0.076246	0.9394

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.777326	Mean dependent var		3.473565
Adjusted R-squared	0.654694	S.D. dependent var		2.841646
S.E. of regression	1.669930	Akaike info criterion		4.137519
Sum squared resid	192.3949	Schwarz criterion		5.109065
Log likelihood	-184.4260	Hannan-Quinn criter.		4.530229
F-statistic	6.338682	Durbin-Watson stat		1.763273
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: DELTA1
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/12/18 Time: 00:14
 Sample: 2014 2017
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 27
 Total panel (balanced) observations: 108
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.769095	6.553720	-0.727693	0.4666
SEP	-1.231351	0.590318	-2.085913	0.0397
NBR	-0.260608	0.115125	-2.263608	0.0259
IND	-2.421892	2.596460	-0.932767	0.3533
ASSI	10.98781	5.963553	1.842494	0.0685
PRS	-3.204584	4.353253	-0.735135	0.4635
NBRC	0.504998	0.307422	1.642689	0.1038
INDC	2.384480	2.111664	1.129196	0.2617
ASSIC	0.025033	4.083587	0.006130	0.9951
PDAC	4.087935	0.951105	4.298092	0.0000
ACMS	-33.60414	15.79058	-2.128113	0.0359
PDOP	-2.608066	1.922654	-1.356492	0.1782
OPMS	-9.685844	33.77117	-0.286908	0.7749

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.468264	0.4360
Idiosyncratic random	1.669930	0.5640

Weighted Statistics

R-squared	0.241430	Mean dependent var		1.717022
Adjusted R-squared	0.145610	S.D. dependent var		1.926872
S.E. of regression	1.781070	Sum squared resid		301.3600
F-statistic	2.519633	Durbin-Watson stat		1.284501
Prob(F-statistic)	0.006361			

Unweighted Statistics

R-squared	0.374548	Mean dependent var		3.473565
Sum squared resid	540.4028	Durbin-Watson stat		0.716312

ملحق رقم 54: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (DELTA2) متغير تابع

Dependent Variable: DELTA2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:02
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-25.05760	29.19015	-0.858425	0.3928
SEP	-3.141722	2.028055	-1.549127	0.1247
NBR	0.394789	0.441615	0.893965	0.3736
IND	3.767462	8.847770	0.425809	0.6712
ASSI	25.82266	27.23318	0.948206	0.3454
PRS	-24.87054	15.14725	-1.641918	0.1039
NBRC	1.182411	1.189100	0.994374	0.3226
INDC	-5.741964	7.532364	-0.762306	0.4478
ASSIC	1.128798	18.10781	0.062338	0.9504
PDAC	-0.820657	3.187014	-0.257500	0.7973
ACMS	-21.58222	73.32803	-0.294324	0.7692
PDOF	-1.793489	5.773882	-0.310621	0.7568
OPMS	-11.54913	133.5404	-0.086484	0.9313
R-squared	0.079931	Mean dependent var	3.161853	
Adjusted R-squared	-0.036288	S.D. dependent var	8.920789	
S.E. of regression	9.081206	Akaike info criterion	7.362777	
Sum squared resid	7834.489	Schwarz criterion	7.685627	
Log likelihood	-384.5900	Hannan-Quinn criter.	7.493681	
F-statistic	0.687761	Durbin-Watson stat	1.525833	
Prob(F-statistic)	0.759414			

Dependent Variable: DELTA2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:04
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-42.20108	35.87962	-1.176185	0.2436
SEP	0.463597	4.438826	0.104441	0.9171
NBR	1.719254	0.754698	2.278068	0.0258
IND	29.37680	19.75708	1.486900	0.1416
ASSI	37.32592	32.87189	1.135497	0.2601
PRS	152.3175	42.07343	3.620277	0.0005
NBRC	-0.502400	1.818371	-0.276291	0.7832
INDC	-36.65710	15.04125	-2.437058	0.0174
ASSIC	-21.19820	21.61023	-0.980933	0.3301
PDAC	-13.44946	9.573686	-1.404836	0.1646
ACMS	31.23712	81.47985	0.383372	0.7026
PDOF	36.60143	40.10587	0.912620	0.3646
OPMS	-521.1495	293.1374	-1.777833	0.0798
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.502530	Mean dependent var	3.161853	
Adjusted R-squared	0.228561	S.D. dependent var	8.920789	
S.E. of regression	7.835273	Akaike info criterion	7.229346	
Sum squared resid	4239.013	Schwarz criterion	8.197893	
Log likelihood	-351.3847	Hannan-Quinn criter.	7.622057	
F-statistic	1.834257	Durbin-Watson stat	1.983132	
Prob(F-statistic)	0.014326			

Dependent Variable: DELTA2
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 01:06
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-25.05760	25.18532	-0.994929	0.3223
SEP	-3.141722	1.749811	-1.795463	0.0758
NBR	0.394789	0.381026	1.036119	0.3028
IND	3.767462	7.633864	0.493520	0.6228
ASSI	25.82266	23.49681	1.098996	0.2746
PRS	-24.87054	13.06906	-1.903009	0.0601
NBRC	1.182411	1.025957	1.152496	0.2520
INDC	-5.741964	6.498931	-0.883524	0.3792
ASSIC	1.128798	15.62343	0.072250	0.9426
PDAC	-0.820657	2.749758	-0.298447	0.7660
ACMS	-21.58222	63.26745	-0.341127	0.7338
PDOF	-1.793489	4.981711	-0.360015	0.7196
OPMS	-11.54913	115.2188	-0.100237	0.9204
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		7.835273	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.079931	Mean dependent var	3.161853	
Adjusted R-squared	-0.036288	S.D. dependent var	8.920789	
S.E. of regression	9.081206	Sum squared resid	7834.489	
F-statistic	0.687761	Durbin-Watson stat	1.525833	
Prob(F-statistic)	0.759414			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.079931	Mean dependent var	3.161853	
Sum squared resid	7834.489	Durbin-Watson stat	1.525833	

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: DELTA1GOUV
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	25.078954	12	0.0145

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
SEP	0.429885	-1.231351	0.546421	0.0246
NBR	-0.094141	-0.260608	0.012614	0.1383
IND	6.276892	-2.421892	10.987291	0.0087
ASSI	0.237420	10.987808	13.513884	0.0035
PRS	8.149196	-3.204584	61.448460	0.1475
NBRC	0.561545	0.504998	0.055668	0.8106
INDC	-0.621577	2.384480	5.816460	0.2126
ASSIC	-2.667588	0.025033	4.535017	0.2061
PDAC	3.002748	4.087935	3.258286	0.5477
ACMS	-40.983833	-33.604141	52.191856	0.3070
PDOP	-2.956908	-2.608066	69.358766	0.9666
OPMS	-4.763287	-9.665844	2762.328717	0.9254

Dependent Variable: DELTA1
Method: Panel Least Squares
Date: 12/14/18 Time: 17:12
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.748972	0.225715	16.60899	0.0000
ACMS	-27.12623	15.11202	-1.795011	0.0764

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.725918	Mean dependent var	3.473565
Adjusted R-squared	0.633416	S.D. dependent var	2.841646
S.E. of regression	1.720509	Akaike info criterion	4.141532
Sum squared resid	236.8122	Schwarz criterion	4.836899
Log likelihood	-195.6427	Hannan-Quinn criter.	4.423478
F-statistic	7.847542	Durbin-Watson stat	1.353065
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: DELTA2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:19
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-22.13672	15.15411	-1.460773	0.1481
NBR	1.779815	0.682750	2.606833	0.0110
PRS	126.8894	31.93345	3.973558	0.0002
INDC	-20.75908	10.55752	-1.966284	0.0529
OPMS	-263.3452	172.1565	-1.529682	0.1302

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.438171	Mean dependent var	3.161853
Adjusted R-squared	0.219277	S.D. dependent var	8.920789
S.E. of regression	7.882280	Akaike info criterion	7.202880
Sum squared resid	4784.036	Schwarz criterion	7.972731
Log likelihood	-357.9544	Hannan-Quinn criter.	7.515014
F-statistic	2.001746	Durbin-Watson stat	1.689041
Prob(F-statistic)	0.007920		

ملحق رقم 56: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي لتحديد العلاقة بين VMC1 و VMP1

Dependent Variable: VMC1
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:28
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.806770	0.257371	3.134663	0.0022
VMP1	0.893424	0.034623	20.02788	0.0000

R-squared	0.792538	Mean dependent var	4.808411
Adjusted R-squared	0.790562	S.D. dependent var	3.668844
S.E. of regression	1.678110	Akaike info criterion	3.891728
Sum squared resid	295.6855	Schwarz criterion	3.941687
Log likelihood	-206.2074	Hannan-Quinn criter.	3.911981
F-statistic	401.1160	Durbin-Watson stat	1.468125
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: VMC1
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:29
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.027096	0.369423	5.487193	0.0000
VMP1	0.481960	0.059401	8.113670	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.887516	Mean dependent var	4.808411
Adjusted R-squared	0.849072	S.D. dependent var	3.668844
S.E. of regression	1.424551	Akaike info criterion	3.765574
Sum squared resid	160.3183	Schwarz criterion	4.465006
Log likelihood	-173.4582	Hannan-Quinn criter.	4.049114
F-statistic	23.08592	Durbin-Watson stat	2.216356
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: VMC1
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 01:31
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.037436	0.290048	3.576776	0.0005
VMP1	0.655042	0.037010	17.69920	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.714043	0.2008
Idiosyncratic random	1.424551	0.7992

Weighted Statistics

R-squared	0.726505	Mean dependent var	3.414615
Adjusted R-squared	0.723900	S.D. dependent var	2.888973
S.E. of regression	1.509706	Sum squared resid	239.3172
F-statistic	278.9192	Durbin-Watson stat	1.732190
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.790103	Mean dependent var	4.808411
Sum squared resid	299.1553	Durbin-Watson stat	1.385711

الملحق رقم 57: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي لتحديد العلاقة بين VMC2 و VMP2

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:38
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.41797	1.386423	7.514279	0.0000
VMP2	-0.544130	0.278305	-1.955153	0.0532
R-squared	0.034807	Mean dependent var		8.730005
Adjusted R-squared	0.025702	S.D. dependent var		11.42141
S.E. of regression	11.27368	Akaike info criterion		7.701163
Sum squared resid	13472.15	Schwarz criterion		7.750832
Log likelihood	-413.8628	Hannan-Quinn criter.		7.721302
F-statistic	3.822623	Durbin-Watson stat		0.989559
Prob(F-statistic)	0.053198			

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:39
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.01428	1.120488	11.61481	0.0000
VMP2	-1.381069	0.243534	-5.670957	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.578137	Mean dependent var	8.730005
Adjusted R-squared	0.433083	S.D. dependent var	11.42141
S.E. of regression	8.599622	Akaike info criterion	7.359727
Sum squared resid	5916.280	Schwarz criterion	8.055095
Log likelihood	-369.4253	Hannan-Quinn criter.	7.641674
F-statistic	4.027412	Durbin-Watson stat	1.603780
Prob(F-statistic)	0.000001		

Dependent Variable: VMC2
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 01:41
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.61128	1.395660	8.319544	0.0000
VMP2	-0.928798	0.227186	-4.088279	0.0001

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	4.549015	0.2186
Idiosyncratic random	8.599622	0.7814

Weighted Statistics

R-squared	0.112708	Mean dependent var	5.996821
Adjusted R-squared	0.104337	S.D. dependent var	10.12397
S.E. of regression	9.581267	Sum squared resid	9730.871
F-statistic	13.46461	Durbin-Watson stat	1.123645
Prob(F-statistic)	0.000382		

Unweighted Statistics

R-squared	0.017412	Mean dependent var	8.730005
Sum squared resid	13714.96	Durbin-Watson stat	0.797235

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:45
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.54621	1.973431	5.344098	0.0000
VMP3	-2.316807	0.965049	-2.400715	0.0181

R-squared	0.051568	Mean dependent var	8.378704
Adjusted R-squared	0.042621	S.D. dependent var	18.63778
S.E. of regression	18.23628	Akaike info criterion	8.663048
Sum squared resid	35251.57	Schwarz criterion	8.712717
Log likelihood	-465.8046	Hannan-Quinn criter.	8.683187
F-statistic	5.763432	Durbin-Watson stat	0.821184
Prob(F-statistic)	0.018106		

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 01:46
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.48289	1.851863	5.660728	0.0000
VMP3	-2.249131	0.988959	-2.274241	0.0256

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.401808	Mean dependent var	8.378704
Adjusted R-squared	0.199918	S.D. dependent var	18.63778
S.E. of regression	16.67099	Akaike info criterion	8.683631
Sum squared resid	22233.76	Schwarz criterion	9.378999
Log likelihood	-440.9161	Hannan-Quinn criter.	8.965578
F-statistic	1.990235	Durbin-Watson stat	1.301062
Prob(F-statistic)	0.009690		

Dependent Variable: VMC3
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 01:49
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.52026	2.360492	4.456807	0.0000
VMP3	-2.289071	0.927450	-2.468134	0.0152

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	7.786777	0.1791
Idiosyncratic random	16.67099	0.8209

Weighted Statistics

R-squared	0.054828	Mean dependent var	6.122737
Adjusted R-squared	0.045911	S.D. dependent var	16.98779
S.E. of regression	16.59324	Sum squared resid	29185.57
F-statistic	6.148909	Durbin-Watson stat	0.991542
Prob(F-statistic)	0.014724		

Unweighted Statistics

R-squared	0.051561	Mean dependent var	8.378704
Sum squared resid	35251.85	Durbin-Watson stat	0.820914

الملحق رقم 59: اختبار HAUSMAN للمفاضلة بين نماذج اختبار العلاقة بين VMP و VMC

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: CALLVSPUT1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.877038	1	0.0002

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff)	Prob.
VMP1	0.481980	0.655042	0.002159	0.0002

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: CALLVSPUT2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	26.580943	1	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff)	Prob.
VMP2	-1.381069	-0.928798	0.007695	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: CALLVSPUT3

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.013533	1	0.9074

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff)	Prob.
VMP3	-2.249131	-2.289071	0.117878	0.9074

ملحق رقم 60: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMP1) متغير تابع

Dependent Variable: VMP1
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 02:07
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23.12212	12.16765	-1.900288	0.0605
SEP	-3.897147	0.846505	-4.603810	0.0000
NBR	-0.735186	0.184295	-3.989090	0.0001
IND	-8.713616	3.716875	-2.344339	0.0212
ASSI	29.62004	11.35517	2.608508	0.0106
PRS	-11.99327	6.361651	-1.885245	0.0625
NBRC	1.232516	0.500966	2.460280	0.0157
INDC	7.540991	3.234931	2.331114	0.0219
ASSIC	10.53309	7.616957	1.382848	0.1700
PDAC	4.862377	1.341722	3.623983	0.0005
ACMS	-25.79501	36.24427	-0.711699	0.4784
PDOP	-2.582041	2.409002	-1.071830	0.2865
OPMS	-133.2159	55.64694	-2.393948	0.0187
R-squared	0.428085	Mean dependent var		5.770841
Adjusted R-squared	0.355074	S.D. dependent var		4.707642
S.E. of regression	3.780578	Akaike info criterion		5.811088
Sum squared resid	1343.521	Schwarz criterion		5.935824
Log likelihood	-287.1932	Hannan-Quinn criter.		5.742731
F-statistic	5.863339	Durbin-Watson stat		0.886753
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: VMP1
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 23:00
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.481828	11.57102	-0.819446	0.4154
SEP	-0.335296	1.434374	-0.233757	0.8159
NBR	-0.166543	0.245522	-0.678323	0.4999
IND	7.260923	6.395757	1.135272	0.2602
ASSI	-2.338394	10.74898	-0.217546	0.8284
PRS	21.88803	14.09917	1.552435	0.1252
NBRC	1.456583	0.588076	2.476861	0.0157
INDC	6.206805	4.907045	1.264875	0.2102
ASSIC	2.283023	6.981853	0.326994	0.7447
PDAC	-0.317266	3.523204	-0.090051	0.9285
ACMS	-20.44343	43.65961	-0.468246	0.6411
PDOP	18.23295	12.93555	1.409523	0.1632
OPMS	-206.0582	94.47842	-2.181008	0.0326

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.815438	Mean dependent var	5.770841
Adjusted R-squared	0.712300	S.D. dependent var	4.707642
S.E. of regression	2.525069	Akaike info criterion	4.966065
Sum squared resid	433.5863	Schwarz criterion	5.940274
Log likelihood	-226.6845	Hannan-Quinn criter.	5.360996
F-statistic	7.906303	Durbin-Watson stat	1.667162
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: VMP1
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 02:09
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.672357	10.30987	-0.841170	0.4024
SEP	-1.753305	1.000405	-1.752595	0.0829
NBR	-0.434299	0.189225	-2.295146	0.0239
IND	-1.143397	4.429395	-0.258138	0.7969
ASSI	12.00950	9.378371	1.280553	0.2035
PRS	-8.067360	7.414045	-1.088118	0.2793
NBRC	1.275378	0.501026	2.545532	0.0125
INDC	6.015900	3.587005	1.677137	0.0988
ASSIC	2.688625	6.422775	0.418298	0.6767
PDAC	4.072347	1.743262	2.336049	0.0216
ACMS	-42.77089	34.86682	-1.226693	0.2230
PDOP	-1.471341	3.536736	-0.416017	0.6783
OPMS	-96.93129	54.94537	-1.764139	0.0810

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	2.971136	0.5806
Idiosyncratic random	2.525069	0.4194

Weighted Statistics

R-squared	0.207225	Mean dependent var	2.278851
Adjusted R-squared	0.106020	S.D. dependent var	2.859509
S.E. of regression	2.691374	Sum squared resid	680.8888
F-statistic	2.047576	Durbin-Watson stat	1.245632
Prob(F-statistic)	0.028125		

Unweighted Statistics

R-squared	0.319628	Mean dependent var	5.770841
Sum squared resid	1598.304	Durbin-Watson stat	0.530648

ملحق رقم 61: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (VMP2) متغير تابع

Dependent Variable: VMP2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/11/18 Time: 23:01
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.327116	12.48392	-0.588924	0.5588
SEP	-0.878713	0.867350	-1.013100	0.3138
NBR	-0.389967	0.188868	-2.064759	0.0417
IND	-5.860302	3.783971	-1.495863	0.1380
ASSI	5.491305	11.64695	0.471480	0.6384
PRS	3.048999	6.478103	0.470354	0.6392
NBRC	0.927672	0.508545	1.824157	0.0713
INDC	7.327614	3.221405	2.274664	0.0252
ASSIC	5.715539	7.744280	0.738036	0.4623
PDAC	2.065745	1.363006	1.515580	0.1329
ACMS	-18.29160	31.36057	-0.583267	0.5611
PDOP	-1.294563	2.469346	-0.524253	0.6013
OPMS	-32.10426	57.11191	-0.562129	0.5754

R-squared	0.126726	Mean dependent var	3.102130
Adjusted R-squared	0.016418	S.D. dependent var	3.916085
S.E. of regression	3.883808	Akaike info criterion	5.663995
Sum squared resid	1432.975	Schwarz criterion	5.968844
Log likelihood	-292.8557	Hannan-Quinn criter.	5.794898
F-statistic	1.148833	Durbin-Watson stat	2.607698
Prob(F-statistic)	0.331381		

Dependent Variable: VMP2
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 02:15
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.811228	18.36798	0.370821	0.7119
SEP	-0.473100	2.272383	-0.208196	0.8357
NBR	-0.182186	0.386355	-0.471549	0.6387
IND	1.272883	10.11431	0.125850	0.9002
ASSI	-9.720952	16.82822	-0.577658	0.5654
PRS	30.98765	21.53880	1.438690	0.1548
NBRC	0.195898	0.930885	0.210443	0.8339
INDC	2.144074	7.700140	0.278446	0.7815
ASSIC	0.259466	11.06300	0.023453	0.9814
PDAC	3.568947	4.901085	0.728195	0.4690
ACMS	-51.16644	41.71225	-1.226652	0.2241
PDOP	13.26791	20.53154	0.646221	0.5203
OPMS	-164.0112	150.0668	-1.092921	0.2782

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.323456	Mean dependent var	3.102130
Adjusted R-squared	-0.049134	S.D. dependent var	3.916085
S.E. of regression	4.011138	Akaike info criterion	5.890224
Sum squared resid	1110.157	Schwarz criterion	6.858772
Log likelihood	-279.0721	Hannan-Quinn criter.	6.282935
F-statistic	0.868129	Durbin-Watson stat	3.043428
Prob(F-statistic)	0.677749		

Dependent Variable: VMP2
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 02:17
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.327116	12.89321	-0.568293	0.5712
SEP	-0.878713	0.895787	-0.980940	0.3291
NBR	-0.389967	0.195060	-1.999214	0.0484
IND	-5.860302	3.908030	-1.448377	0.1508
ASSI	5.491305	12.02880	0.458513	0.6491
PRS	3.048999	6.690490	0.455422	0.6498
NBRC	0.927672	0.525222	1.766250	0.0806
INDC	7.327614	3.327020	2.202456	0.0301
ASSIC	5.715539	7.986158	0.714607	0.4766
PDAC	2.065745	1.407693	1.467466	0.1456
ACMS	-18.29160	32.35874	-0.564752	0.5736
PDOP	-1.294563	2.550304	-0.507611	0.6129
OPMS	-32.10426	58.98434	-0.544284	0.5875

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	4.011138	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.126726	Mean dependent var	3.102130
Adjusted R-squared	0.016418	S.D. dependent var	3.916085
S.E. of regression	3.883808	Sum squared resid	1432.975
F-statistic	1.148833	Durbin-Watson stat	2.607698
Prob(F-statistic)	0.331381		

Unweighted Statistics

R-squared	0.126726	Mean dependent var	3.102130
Sum squared resid	1432.975	Durbin-Watson stat	2.607698

ملحق رقم 62: نماذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة والعشوائية على التوالي حيث (vmp3) متغير تابع وقواعد الحوكمة متغيرات مستقلة

Dependent Variable: VMP3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 02:22
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.981865	5.718951	-1.392677	0.1670
SEP	-0.873381	0.397195	-1.895325	0.0933
NBR	0.259559	0.086491	3.000992	0.0034
IND	2.328116	1.732851	1.343517	0.1823
ASSI	3.930512	5.333666	0.738925	0.4630
PRS	-3.738703	2.968616	-1.260258	0.2107
NBRC	-0.134138	0.232857	-0.575978	0.5680
INDC	0.290427	1.475227	0.196870	0.8444
ASSIC	0.954062	3.548447	0.269019	0.7885
PDAC	1.099881	0.624182	1.762115	0.0813
ACMS	-15.83432	14.36142	-1.102559	0.2730
PDOP	-0.877982	1.130825	-0.599546	0.5502
OPMS	-18.18209	26.15413	-0.695190	0.4886
R-squared	0.158427	Mean dependent var		0.935556
Adjusted R-squared	0.052123	S.D. dependent var		1.826817
S.E. of regression	1.778570	Akaike info criterion		4.101983
Sum squared resid	300.5147	Schwarz criterion		4.424832
Log likelihood	-208.5071	Hannan-Quinn criter.		4.232887
F-statistic	1.490321	Durbin-Watson stat		2.447547
Prob(F-statistic)	0.141299			

Dependent Variable: VMP3
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 02:24
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-10.49400	8.270072	-1.268913	0.2087
SEP	-1.471289	1.023127	-1.438032	0.1549
NBR	0.572188	0.173954	3.289306	0.0016
IND	-2.112371	4.553907	-0.463859	0.6442
ASSI	5.199907	7.576805	0.686293	0.4948
PRS	12.84565	9.697715	1.324606	0.1897
NBRC	-0.723851	0.419125	-1.727051	0.0886
INDC	1.414027	3.468942	0.407860	0.6846
ASSIC	0.189372	4.981045	0.038018	0.9698
PDAC	0.410067	2.206686	0.185829	0.8531
ACMS	-13.54053	16.78065	-0.720981	0.4734
PDOP	-0.483279	9.244202	-0.052279	0.9585
OPMS	-42.25209	67.56669	-0.625339	0.5338
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.369759	Mean dependent var		0.935556
Adjusted R-squared	0.022670	S.D. dependent var		1.826817
S.E. of regression	1.805991	Akaike info criterion		4.294293
Sum squared resid	225.0506	Schwarz criterion		5.262841
Log likelihood	-192.8918	Hannan-Quinn criter.		4.687004
F-statistic	1.085316	Durbin-Watson stat		3.004371
Prob(F-statistic)	0.401787			

Dependent Variable: VMP3
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/12/18 Time: 02:26
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.981865	5.805090	-1.371532	0.1734
SEP	-0.873381	0.403323	-1.869585	0.0983
NBR	0.259559	0.087825	2.955427	0.0039
IND	2.328116	1.759667	1.323119	0.1890
ASSI	3.930512	5.415896	0.725736	0.4698
PRS	-3.738703	3.012353	-1.241124	0.2176
NBRC	-0.134138	0.236478	-0.567233	0.5719
INDC	0.290427	1.497971	0.193881	0.8467
ASSIC	0.954062	3.601123	0.264934	0.7916
PDAC	1.099881	0.633805	1.735361	0.0859
ACMS	-15.83432	14.58284	-1.085819	0.2803
PDOP	-0.877982	1.148256	-0.590443	0.5563
OPMS	-18.18209	26.55735	-0.684635	0.4952
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		1.805991	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.158427	Mean dependent var		0.935556
Adjusted R-squared	0.052123	S.D. dependent var		1.826817
S.E. of regression	1.778570	Sum squared resid		300.5147
F-statistic	1.490321	Durbin-Watson stat		2.447547
Prob(F-statistic)	0.141299			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.158427	Mean dependent var		0.935556
Sum squared resid	300.5147	Durbin-Watson stat		2.447547

ملحق رقم 63: على التوالي اختبار هوسمان للمفاضلة بين النماذج والنموذج النهائي حيث (VMP1) متغير تابع

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: VMP1GO LV
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	24.644587	12	0.0166

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff)	Prob.
SEP	-0.335296	-1.753305	1.056619	0.1677
NBR	-0.166543	-0.434296	0.024475	0.0870
IND	7.260923	-1.143397	21.286128	0.0685
ASSI	-2.338394	12.009503	27.586710	0.0063
PRS	21.888034	-8.067360	143.818365	0.0125
NBRC	1.456583	1.275378	0.094806	0.5562
INDC	6.206805	6.015900	11.212529	0.9545
ASSIC	2.283023	2.686625	7.494178	0.8828
PDAC	-0.317266	4.072347	9.374005	0.1517
ACMS	-20.443435	-42.770888	690.466802	0.3955
PDOP	18.232950	-1.471341	154.819874	0.1133
OPMS	-206.058219	-96.931285	5907.179075	0.1557

Dependent Variable: VMP1
Method: Panel Least Squares
Date: 12/12/18 Time: 02:33
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 107

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.119719	1.947234	1.602129	0.1132
NBRC	0.813641	0.522987	1.555758	0.1238
OPMS	-111.3902	56.74196	-1.963102	0.0532

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.774174	Mean dependent var	5.770841
Adjusted R-squared	0.693108	S.D. dependent var	4.707642
S.E. of regression	2.607933	Akaike info criterion	4.980929
Sum squared resid	530.5025	Schwarz criterion	5.705341
Log likelihood	-237.4797	Hannan-Quinn criter.	5.274596
F-statistic	9.549932	Durbin-Watson stat	1.481682
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملخص

تعتبر الأسواق المالية طرفا رئيسيا في إرساء ودعم مبادئ حوكمة الشركات، وقد أثبتت العديد من الدراسات مدى تأثير تطبيق هذه المبادئ على القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة بها، في حين أن الدراسات لم تركز بالشكل الكافي على مدى تأثير تطبيق هذه المبادئ على قيمة المشتقات المالية بشكل عام و الخيارات بشكل خاص، لذا تهدف هذه الدراسة ل تسليط الضوء على طبيعة تأثير حوكمة الشركات على قيمة عقود الخيارات على الأسهم، لما لقيمتها من أهمية بالغة في الأسواق المالية فهي تساهم في الرفع من الكفاءة المعلوماتية للسوق من خلال ما تحمله قيمتها الزمنية من محتوى معلوماتي يعكس توقعات المتعاملين ، إضافة لامتلاكها لقيمة ضمنية تعكس قدرة السهم على تحقيق مكاسب أو خسائر رأسمالية من خلال التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، وذلك من أجل وصف المفاهيم المتعلقة بالموضوع، كما تم استعمال منهج دراسة حالة مجسدا في دراسة حالة بورصة باريس بالجانب التطبيقي من الدراسة ، بالاستعانة بمنهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، بهدف قياس مدى تأثير مبادئ حوكمة الشركات المقيدة ببورصة باريس على قيمة الخيارات الأوروبية على أسهم عينة من الشركات المقيدة بهذه البورصة، وقد تم التوصل إلى نتائج مفادها أن القيمة الزمنية لخيارات الشراء والبيع تتأثر بشكل كبير بمعايير الحوكمة المتعلقة بعلاوات المديرين التنفيذيين، في حين أن القيمة الضمنية للعلاوة ترتبط بشكل ضعيف بمعايير الحوكمة المرتبطة بمجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين معايير الحوكمة والقيمة الضمنية لخيارات البيع غير معنوية

الكلمات المفتاحية: مبادئ حوكمة الشركات، قيمة الخيارات على الأسهم، القيمة الزمنية للخيار، القيمة الضمنية للخيار.

Le résumé

Les marchés financiers sont un acteur clé dans l'établissement et le soutien des principes de gouvernance d'entreprises; les études ont montré l'impact de l'application de ces principes sur l'amélioration de la performance et la valeur des actions cotées, en revanche on a constaté que les études n'étaient pas suffisamment axées sur l'impact de l'application de ces principes sur les produits dérivés et spécialement les options, pour cela on veut souligner l'impact du gouvernance d'entreprise sur la valeur des options sur actions, notamment que cette valeur joue un rôle très important sur les marchés car elle contribue à accroître l'efficacité informationnelle du marché grâce au contenu d'information intégré en sa valeur temporelle, reflétant les anticipations des acteurs des marchés financiers. En plus, sa valeur se compose d'une valeur implicite reflétant la capacité du titre à réaliser des gains ou des pertes en capital suite aux changements du cours de l'action par rapport au prix d'exercice.

Cette étude est basée sur l'approche analytique descriptive dans l'aspect théorique, afin de décrire les concepts liés au sujet; la méthodologie d'une étude de cas décrite dans l'étude de cas de la Bourse de Paris a également été utilisée dans la partie pratique, en s'appuyant sur la méthode d'estimation des données de Panel pour mesurer l'impact de l'application des principes de gouvernance sur la valeur des options européennes d'un échantillon de sociétés cotées à cette bourse, et on a conclu que la valeur temporelle des options d'achat et de vente est fortement influencée par les normes de gouvernance liés aux rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, tandis que la valeur implicite de la prime est vaguement liée aux normes de gouvernance associées au conseil d'administration et aux comités du conseil, on a également conclu que la relation entre les normes de gouvernance et la valeur implicite des options de vente est insignifiante.

Mots-clés : principes de gouvernance des entreprises, valeur des options sur actions, valeur implicite de l'option, valeur temporelle de l'option.