

مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة
في سوق الكويت للأوراق المالية: (دراسة تطبيقية)

**Risks of Using Financial Derivatives on the
Performance of Companies Listed on Kuwait
Stock Exchange: (An applied Study)**

إعداد الطالب

طلال مزيد العرادة

الرقم الجامعي (401130036)

إشراف

الدكتور علي عبدالغني الملايد

رسالة ماجستير قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

كلية الأعمال / قسم المحاسبة

جامعة الشرق الأوسط

الفصل الأول 2013-2014

التفويض

أنا طلال مزيد العرادة أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً وإلكترونياً للمكتبات، أو المنظمات، أو الهيئات والمؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الاسم: طلال مزيد العرادة



التوقيع:

التاريخ: 11 / 1 / 2014

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها " مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية: (دراسة تطبيقية)

وأجيزت بتاريخ 11 / 1 / 2014.

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

الإسم

.....
.....
.....
.....

رئيساً

الأستاذ الدكتور: عبد الناصر إبراهيم نور

.....
.....

مشرفاً

الدكتور: علي عبدالغني اللايد

.....
.....
.....

عضواً

خارجياً

الدكتور: محمود إبراهيم نور

شكر وتقدير

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك، ولا يطيب النهار إلا بطاعتك، ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك،

ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ولا تطيب الجنة إلا برويتك جل جلالك

الحمد والشكر لله تعالى الذي ألهمني الطموح والصبر والقدرة على إتمام هذا الجهد

المتواضع، ويسرنني أن أتقدم بعظيم الشكر والامتنان لأستاذي الجليل **الدكتور علي عبدالغني**

اللايذ الذي أشرف على هذا الجهد ولم يبخل علي بتوجيهاته الكريمة ونصائحه القيمة.

أتقدم بعظيم الشكر والتقدير لكافة الأساتذة الكرام أعضاء الهيئة التدريسية في جامعة

الشرق الأوسط والإداريين والعاملين فيها على حسن المعاملة وطيبها.

كما أتقدم بالامتنان والعرفان للأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة الموقرة بالأستاذ

الدكتور عبد الناصر إبراهيم نور و**الدكتور: محمود إبراهيم نور** على تفضلهم بقبول مناقشة هذه

الرسالة، كما واشكر كل من ساهم في إنجاز هذا الجهد سواء بالتشجيع أو المساندة.

الإهداء

أقدم حصيلة هذا الجهد العلمي المتواضع:
إلى وطني العزيز الكويت

إلى من غرست حبها في قلبي جذراً عميقاً زرعتني خيراً وعطاءً ..
إلى من حصدت الأشواك عن دربي لتمهد لي طريق العلم ..
إليك .. يا أمي الغالية.

إليك يا أحب رجل إلى قلبي .. إليك يا من كلله الله بالهبة والوقار .. إلى من علمني
العطاء بدون انتظار
إليك .. يا أبي الغالي .
إلى الروح التي سكنت روحي .. إلى العين التي سهرت على راحتي ..
إلى شريكة مشواري وسندي في دربي ..
إلى زوجتي الغالية.

إلى من هم نور يضيء الظلمة التي كانت تقف في طريقي ..
إليكم .. يا أخوتي .

إلى كل العيون التي غرست نفسها داخل روحي ..
إليكم يا أقبائتي وأصدقائي .

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	عنوان الرسالة
ب	تفويض الجامعة
ح	إجازة الرسالة
د	الشكر والتقدير
هـ	الإهداء
و	فهرس المحتويات
ط	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
ي	الملخص باللغة العربية
ك	الملخص باللغة الإنجليزية
الفصل الأول: مقدمة عامة للدراسة	
2	1-1 تمهيد
4	2-1 مشكلة الدراسة وعناصرها
5	3-1 أهداف الدراسة
6	4-1 أهمية الدراسة
7	5-1 فرضيات الدراسة
8	6-1 نموذج الدراسة
9	7-1 التعريفات الإجرائية
11	8-1 حدود الدراسة
الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة	
13	المبحث الأول: الإطار النظري
13	1-2 مفهوم المشتقات المالية

15	2-2 تطور المشتقات المالية
18	3-2 صفات المشتقات المالية
18	4-2 المتعاملون مع المشتقات المالية
22	5-2 أنواع المشتقات المالية
31	6-2 الأهمية الاقتصادية للمشتقات المالية
33	7-2 أسواق عقود المشتقات المالية
34	8-2 مخاطر التعامل في المشتقات المالية
40	9-2 سوء استخدام وإدارة المشتقات المالية
42	10-2 مفهوم الأداء
44	11-2 أهمية الأداء
45	12-2 أهداف عملية تقييم الأداء
46	13-2 أساليب قياس الأداء
55	14-2 نبذة تاريخية عن سوق الكويت للأوراق المالية
59	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
الفصل الثالث: منهجية الدراسة	
70	1-3 منهج الدراسة
70	2-3 مجتمع الدراسة والعينة
72	3-3 أداة جمع البيانات
72	4-3 قياس المتغيرات واختبار الصدق والثبات
75	5-3 أساليب التحليل الإحصائي للبيانات
76	6-3 أساليب جمع البيانات والمعلومات
الفصل الرابع: تحليل البيانات واختبار الفرضيات	
79	1-4 خصائص عينة الدراسة
84	2-4 نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة
98	3-3 نتائج اختبار فرضيات الدراسة
الفصل الخامس: النتائج والتوصيات	

105	1-5 النتائج
109	2-5 التوصيات
قائمة المراجع	
111	أولاً: المراجع باللغة العربية
117	ثانياً: المراجع باللغة الانجليزية
الملاحق	
119	الملحق رقم (1) استبانة الدراسة
126	الملحق رقم (2) أسماء الأساتذة محكمي استبانة الدراسة

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الجدول
16	مراحل تطور المشتقات المالية	الجدول (1-2)
49	نموذج مقارنة للأهداف المالية والإستراتيجية	الجدول (2-2)
69	ما يميز الدراسة الحالية مقارنة بالدراسات السابقة	الجدول (3-2)
73	مجموع الاستبانات الموزعة والمستردة والصالحة للتحليل	الجدول (1-3)
76	قيمة معامل الثبات لمتغيرات الدراسة	الجدول (2-3)
82	توزيع عينة الدراسة حسب العمر	الجدول (1 -4)
83	توزيع عينة الدراسة حسب سنوات الخبرة	الجدول (2 -4)
84	توزيع عينة الدراسة حسب المؤهل التعليمي	الجدول (3 -4)
85	توزيع عينة الدراسة حسب الشهادات المهنية	الجدول (4 -4)
86	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر استخدام المشتقات المالية	الجدول (5 -4)
88	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر السوق	الجدول (6 -4)
90	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية	الجدول (7 -4)
92	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر الائتمانية	الجدول (8-4)
94	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر القانونية	الجدول (9 -4)
96	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير التابع: أداء الشركات	الجدول (10 -4)
97	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للربحية	الجدول (11 -4)
99	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للحصة السوقية	الجدول (12 -4)

101	تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) لأثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على اداء الشركات	الجدول (4-13)
102	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى	الجدول (4-14)
103	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية	الجدول (4-15)
104	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثالثة	الجدول (4-16)
105	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثالثة	الجدول (4-17)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الشكل
9	نموذج الدراسة	الشكل (1-1)

المخلص

مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية: (دراسة تطبيقية)

إعداد: طلال مزيد العرادة

إشراف: الدكتور علي عبدالغني اللاليد

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية. ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات فإن الباحث تعامل مع نوعين من البيانات هما البيانات الثانوية والبيانات الأولية، وتكون مجتمع الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية البالغ عددهم حوالي (180) وسيطاً، أما عينة الدراسة فتم اختيارها من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة وتكونت من (142) مستجيباً. وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها:

- 1- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات.
 - 2- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات.
 - 3- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات.
 - 4- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات.
- وعلى ضوء تلك النتائج أوصت الدراسة بما يلي
- 1- ضرورة التحوط عند استخدام المشتقات المالية إلى المخاطر الناجمة عن تغير مستوى الأسعار.

2- ضرورة القيام بتقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية عند استخدام المشتقات المالية والتأكد من قدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد.

Abstract

Risks of Using Financial Derivatives on the Performance of Companies Listed on Kuwait Stock Exchange: (An applied Study)

Prepared by
Talal Mezyed Alarde
Supervised by
Dr. Ali Al-laith

This study aimed to know the risks of using derivatives on the performance of companies in the Kuwait Stock Exchange. To achieve the objective of the study and testing of hypotheses, the researcher dealing with two types of data are of secondary data and primary data, the study population consisted of financial intermediaries who work in brokerage firms that invest in joint stock companies listed on the Kuwait Stock Exchange's about (180), the sample study of selected financial intermediaries who work in brokerage firms that invest in joint stock companies and consisted of 142 respondents. The study found a number of results:

- 1-The presence of statistically significant effect of the market risk of derivatives on the performance of companies.
- 2-The presence of statistically significant effect of the credit risk of derivatives on the performance of companies.
- 3- The presence of statistically significant effect of regulatory or operational risks of derivatives on the performance of companies.
- 4- The presence of a statistically significant effect of the legal risks of derivatives on the performance of companies. In light of these findings the study recommends the following:

- 1- The need to hedge when using financial derivatives to the risks arising from the change in the price level.
- 2- The need to estimate the creditworthiness of the counterparties and commitment ceilings for certain credit risk when using financial derivatives and to make sure the borrower's ability to meet its obligations to the lender on time.

الفصل الأول

مقدمة عامة للدراسة

1-1 تمهيد

2-1 مشكلة الدراسة وعناصرها

3-1 أهداف الدراسة

4-1 أهمية الدراسة

5-1 فرضيات الدراسة

6-1 نموذج الدراسة

7-1 التعريفات الإجرائية

8-1 حدود الدراسة

الفصل الأول

مقدمة عامة للدراسة

1-1 تمهيد

تشكل التقلبات الاقتصادية الكبيرة وغير المتوقعة خطراً كبيراً على الشركات، مما أدى إلى ظهور ابتكارات مالية جديدة، من أجل التعامل مع تلك المخاطر والتغيرات السعرية التي ترافقها، وسميت هذه الابتكارات بالمشتقات المالية التي أتاحت ظروفًا أفضل للتغطية ضد هذه المخاطر، وبالرغم من أن التعامل في المشتقات يهدف إلى الحد من مخاطر التقلبات في أسعار السلع والعملات وأسعار الصرف والفائدة والأسهم والسندات وكذلك معدلات العائد، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

كما أصبحت التقلبات في الأسعار أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات عن تغيرات هيكلية شهدتها هذه الاقتصاديات في منتصف ونهاية السبعينيات والتي منها التغير في السياسات النقدية من استهداف استقرار أسعار الفائدة إلى استهداف نمو القاعدة النقدية، وكذلك رفع الحواجز عن تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال (كراسنة، 2006، ص32).

ونتيجة لذلك فقد شهدت أسواق المشتقات المالية نمواً سريعاً خلال العقود الماضية خاصة مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي، وقد شجع هذا التطور أطرافاً عديدة على الدخول في هذه الأسواق ويأتي في مقدمتها المنشآت التي دخلت هذه الأسواق وشاركت فيها بشكل إيجابي إما في صورة وسطاء ماليين أو مستخدمين نهائيين أو الاثنين معاً، وقد تم استخدام المنشآت المشتقات

المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظ الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي (الخطيب، 2007، ص41).

تعد المشتقات المالية حقوقاً مالية تحل محل حقوق مالية أخرى، لأن قيمة الأداة المشتقة تتوقف على قيمة الأصل الذي يخول حاملها حقوقاً عليه، وهي تشتمل على جملة من الأدوات المالية، أهمها العقود الآجلة (عقود تبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، وهذه الاتفاقية التعاقدية يتم بموجبها شراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة على أساس سعر يتحدد عند التعاقد)، والعقود المستقبلية (عقود يتم من خلالها تسليم واستلام سلعة أو أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد)، وحقوق الخيار (اتفاقيات تعاقدية، تبرم بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق) والمبادلات المؤقتة (التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى، وبالنسبة لمقايضات أسعار العملات، عادة ما تقوم الأطراف الأخرى بتبادل دفع العملات بسعر ثابت وبسعر عائم ويعملة واحدة)، وتتنوع هذه الأدوات وفقاً لطبيعتها ومخاطرها وآجالها التي تتراوح بين 30 يوماً وعام أو أكثر، كما تتنوع هذه الأدوات تبعاً لدرجة تعقيدها، ومن أهم تلك المشتقات عقد الخيار الذي يمكن المتعاملين من تحويل توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض السعر للأصل المالي إلى التنفيذ الفعلي من خلال الحق في استبدال أصل معين بآخر بسعر محدد، وفي موعد محدد في المستقبل، ومن ثم يتم تحويل التوقعات فعلياً إلى حق الشراء أو حق البيع (اللهخان، وحيب، 2008، ص54).

وتأسيساً على ذلك جاءت هذه الدراسة بهدف التعرف على مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، لما لهذه المشتقات من

الأثر البالغ في التعاملات وفي استمرارية الشركة بناءً على درجة ما تعاملت به هذه الشركات في تلك الأدوات المالية.

1-2 مشكلة الدراسة وعناصرها

بالرغم من أن الهدف الأساسي للمشتقات المالية هو تقليل المخاطر وزيادة التحوط من تقلبات الأسواق، إلا أنه وبحكم طبيعتها التي ترتبط بالتوقعات التي تحتل الربح أو الخسارة، وأحياناً تؤدي إلى خسائر هائلة وغير محتملة من جراء التعامل غير الحذر في المشتقات المالية، التي قد تتسبب في فشل المؤسسات في حال عدم تفهمها لكيفية التعامل مع الأدوات المالية وعدم تبني إستراتيجيات مناسبة لإدارة مخاطرها، والتي قد تؤدي في النهاية إلى خسائر مالية جسيمة.

وقد لاحظ الباحث من خلال متابعته للأحداث الاقتصادية في دولة الكويت أن المشتقات المالية أصبحت قضية فيها الكثير من الالتباس، وذلك من خلال عدم فهم المتعاملين فيها وفي مخاطرها التي تشتمل مخاطر السوق والمخاطر الائتمانية والمخاطر التشغيلية أو التنظيمية والمخاطر القانونية.

كذلك استخدم هذا المصطلح بأسلوب تهويلي، خصوصاً بعد الخسائر التي تكبدها بنك الخليج الكويتي في العام 2008 بسبب المضاربة في المشتقات المالية، بعد أن أصبحت هذه المشتقات تثير تحفظات لدى بعض الأطراف الذين يتعاملون مع المشتقات المالية.

وبالتالي فإن مشكلة الدراسة تتمحور حول معرفة مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

وبناءً على ما تقدم فإنه يمكن تحقيق الغرض من هذه الدراسة وذلك بالإجابة على التساؤل الرئيس الآتي: ما مخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر

الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية؟ وقد انبثق عن هذا التساؤل الأسئلة الآتية:

السؤال الأول:

ما أثر المخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

السؤال الثاني:

ما أثر المخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

السؤال الثالث:

ما أثر المخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

السؤال الرابع:

ما أثر المخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

3-1 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- 1- معرفة مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية.

2- التعرف على المفاهيم المرتبطة بالمشتقات المالية وأدواتها المتمثلة بعقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلات، وكذلك التحوط.

3- إلقاء الضوء على مختلف أنواع عقود الخيارات المالية المعاصرة وأدواتها وسماتها العامة والمخاطر المصاحبة لها.

4- تحاول هذه الدراسة الوصول إلى نتائج ذات دلالات يمكن من خلالها تقديم توصيات تسهم في تحقيق الغرض والهدف من إجراءها، ألا وهو التعريف بالمتعاملين فيها وكيف يتجنب مخاطرها وتحقيق مزاياها من خلال النقاط اعلاه.

1-4 أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من حقيقة أنها تتناول موضوع المشتقات المالية التي تعد كأدوات للتحوط المالي، وبالتالي فإنه يمكن أن تستفيد من نتائجها فئات المتعاملين بها ومنهم:

الفئة الأولى: المستثمرون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الإحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الإستثمار، وصناديق التقاعد.

الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبون احتياجات المستثمرين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

إضافة لذلك فإن أهمية هذه الدراسة تكمن في الاعتبارات التالية:

1- أنها تبين أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

2- إنها تأتي كمساهمة في التعريف بأهمية دراسة المشتقات المالية لكونها تشكل مجالاً خصباً لدراسات لاحقة.

3- أنها توفر جانباً من قاعدة بيانات حول موضوع المشتقات المالية، مما يسهم في إثراء المكتبة العربية بشكل عام والمكتبة الكويتية بشكل خاص في هذا الموضوع.

4- أنها تمثل إضافة علمية متواضعة في مجال المشتقات المالية وصولاً إلى مستويات متقدمة في فهم هذا الموضوع.

1-5 فرضيات الدراسة

تستند هذه الدراسة إلى فرضية رئيسية هي:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \geq 0.05$) لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية. وقد انبثق عن هذه الفرضية عدد من الفرضيات الفرعية هي:

الفرضية الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \geq 0.05$) للمخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$ للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة:

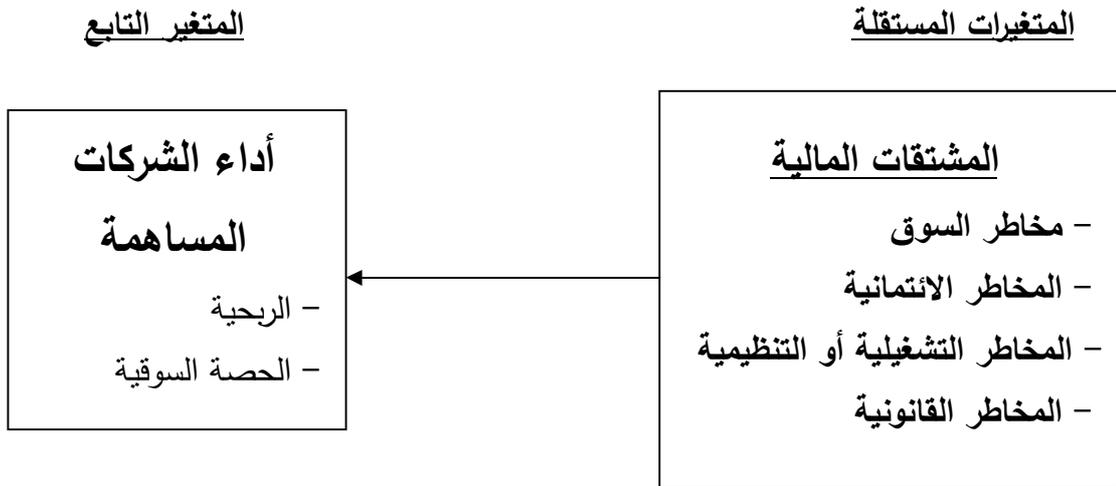
لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$ للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$ للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

6-1 نموذج الدراسة

لتحقيق غرض الدراسة والوصول إلى أهدافها المحددة فسوف يعتمد الباحث على نموذج خاص بها، للتعرف فيما إذا كانت هناك تأثير في النتائج بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة ويوضح الشكل رقم (1-1) علاقات هذه المتغيرات.



الشكل (1-1)

نموذج الدراسة المصدر: من اعداد الباحث

1-7 التعريفات الإجرائية

لأغراض هذه الدراسة فقد تم تحديد المعاني الإجرائية لجميع المتغيرات المستقلة والتابعة والمستخدمه فيها، وذلك على النحو الآتي:

المشتقات المالية

هي الأدوات المالية المشتقة وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات في قائمة المركز المالي، وتشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وذهب وعمليات أجنبية وعقارات وسلع وغيرها) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة، بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري، وتتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها (اللهان، وحبيب، 2008، ص58).

مخاطر السوق:

المخاطر التي يتعرض لها سوق الأوراق المالية، وتخرج عن سيطرة الشركات المصدرة للأوراق المالية والتي تؤثر على جميع الأوراق المالية، ومن هذه الأحداث الحروب، وتعديلات القوانين بين الحين والآخر، والأحداث السياسية وغيرها من الأحداث الأخرى (الخطيب، 2007، ص46).

المخاطر الائتمانية:

هي خسائر مالية محتملة ناتجة عن عدم قيام المقترض بالوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد، والتي يتأثر بها إيرادات المقرض ورأسماله وتعتبر القروض أهم مصادر الائتمان، مما يؤدي إلى خسائر للمقرض تمتد إلى تكاليف الفرصة الضائعة، والمصاريف والتكاليف المتعلقة بمتابعة القروض المتعثرة (كراسنة، 2006، ص39).

المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:

وهي المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع أو مخطط وينتج عنها انخفاض في صافي الدخل وقيمة المنشأة (الطنطاوي، 2008، ص35).

المخاطر القانونية:

وهي مخاطر تشمل عدم التوافق أو التطابق مع القوانين والتشريعات الصادرة عن السلطات النقدية (البنوك المركزية) (الطنطاوي، 2008، ص36).

الأداء:

هو مفهوم يعبر عن أسلوب الشركة في استثمار مواردها المتاحة وفقاً لمعايير واعتبارات متعلقة بأهدافها في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الشركة في سعيها لتحقيق كفاءتها وفعاليتها لتأمين بقائها. (نعمه، 2002، ص56).

الربحية: وهي نسبة الأرباح إلى الأصول المستثمرة وتستخدم للتعبير عن نسبة أرباح الشركات إلى الأصول المستخدمة.

الحصة السوقية: وهي نسبة مبيعات الشركة من المنتجات إلى إجمالي المبيعات في الصناعة التي تعمل بها.

8-1 حدود الدراسة

تمثلت حدود الدراسة فيما يلي:

1- **الحدود المكانية:** تقتصر على مجتمع الدراسة والمتمثلة في شركات الوساطة التي تستثمر

في أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية البالغ عددها (14)

شركة.

2- **الحدود البشرية:** تم اختيار عينة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة

التي تستثمر في الشركات المساهمة البالغ عددهم حوالي (180) وسيطاً .

3- **الحدود الزمانية:** تم اجراء هذه الدراسة في الشركات التي تتعامل بالمشتقات على مدار الفترة

الزمنية من عام 2008-2013.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار النظري

- 1-2 مفهوم المشتقات المالية
- 2-2 تطور المشتقات المالية
- 3-2 صفات المشتقات المالية
- 4-2 المتعاملون مع المشتقات المالية
- 5-2 أنواع المشتقات المالية
- 6-2 الأهمية الاقتصادية للمشتقات المالية
- 7-2 أسواق عقود المشتقات المالية
- 8-2 مخاطر التعامل في المشتقات المالية
- 9-2 سوء استخدام وإدارة المشتقات المالية
- 10-2 مفهوم الأداء
- 11-2 أهمية الأداء
- 12-2 أهداف عملية تقييم الأداء
- 13-2 أساليب قياس الأداء
- 14-2 نبذة تاريخية عن سوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار النظري

1-2 مفهوم المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية هي إحدى الأدوات الاستثمارية التي يتم التعامل بها في أسواق الأوراق المالية والصرف الأجنبي والسلع المختلفة، وتستخدم هذه الأداة من أجل إدارة المخاطر الاستثمارية (التحوط من المخاطر) والمضاربة.

وخلافاً لما هو متعارف عليه في الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية التقليدية، فإن أسواق المشتقات إنما تتعامل في أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أداء أصول أو أدوات أخرى، وعليه فإن المشتقات المالية ليست أصولاً عينية ولا مالية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري.

كما تعرف المشتقات المالية بأنها " أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية، أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع " (حماد، 2010، ص5).

وتستخدم المشتقات المالية للعديد من الأغراض منها إدارة المخاطر والتحوط، بالإضافة إلى المضاربة، وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها، والمشتقات المالية هي أدوات في قائمة المركز المالي، لأنها ولن

كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا إنها لا يترتب عليها أي تدفق نقدي مبدئي أو أنها في الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي للربح ولذلك فإن البعض يطلق على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية (حماد، 2010، ص5).

وقد عرف بنك التسويات الدولية المشتقات المالية " على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فان أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري" (رضوان، 2009، ص59).

ويصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين هما:

الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الاحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد.

الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية (آل سليمان، 2010، ص91).

ويرى الباحث أن المشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها اسمها، فان قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر، فقيمة عقد

خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية، وسعر العقد المستقبلي لشراء مادة معينة يتوقف على سعر هذه المادة في السوق الحاضر الذي يتداول فيه.

2-2 تطور المشتقات المالية

لقد مرت المشتقات المالية بمراحل تطويرية عديدة وكما هو موضح في الجدول رقم التالي

(Farrell, 2010) (Mackenzie, 2010) (Robert, 2009) : (1-2)

الجدول (1-2)

مراحل تطور المشتقات المالية

نقاط التطور الرئيسية	الكاتب	السنة
بروز سوق الخيارات المالية مع نموذج Black - Sholes الذي بموجبه تطورت التزامات الدين المضمونة (كنوع من المشتقات المالية) فانتسعت شعبيتها	Black - Sholes	1973
كتب كل من Black و Scholes عن الصعوبات التي تواجهها السوق عند محاولتها تسويق السلف من صناديق المؤشرات الحديثة، وتشمل هذه القضايا التنظيمية تكاليف التسويق والضرائب وتكاليف التشغيل الثابتة وما يتقاضاه رجال الاعمال.	Scholes و Black	1974
تطور مفهوم المشتقات المالية والتوريق وذلك من خلال مبدأ سعر الفائدة.	Modigliani	1980
وضع كل من Myers و Majluf نموذجا سمياه نموذج اختيار الخصم لطرح الاسهم، فوضعا فيه كيف يتصرف مديرو المؤسسات لتعظيم ارباح المساهمين الحاليين وصدار اسهم سموها " الاسهم اليائسة " وهو تدعيم للنموذج الذي يقوم على تفضيل الشركات لتمويل الاستثمارات عن طريق الارباح المحتجزة، لأن	Majluf و Myers	1984

المساهمون الجدد يحجمون عن ثقة الشركات التي تحتاج الى اصدار الاسهم.		
كتب Miller عن كل من دور الضرائب والدور الحكومي (القوانين والقيود الحكومية) في تشجيع الابداع المالي كشكل من اشكال التهرب من تحمل العبء. في حين اعتبر كل من Miller و Modigliani في 1958 الضرائب الوسيلة الضمنية لتفضيل نوع من الامن باللجوء الى مصدر تمويل معين دون نوع اخر، رغم ان الشركات والمستثمرين لم يكونوا يبالون كثيرا وقتها بهيكل التمويل وسط عالم غير متفق على الاسلوب الانجع في التمويل.	Miller	1986
كتب كل من Gale و Allen عن التدفقات النقدية في الاجل القصير وتفضيل الاوراق المالية المملوكة للدولة.	Gale و Allen	1988
وضع Ross نموذجا في تطور المنتجات المالية الجديدة التي يجب التغلب فيها على تكاليف التسويق والتوزيع.	Ross	1989
كتب كل من RAHI و DUFFIE عن نظرية الوكالة، وسوء الاختيار، والنقاط التي يختارها المستثمرون عند عدد من الاسهم لتحقيق التكافؤ. ثم انفرد DUFFIE بتكريس جزء كبير من بحوثه على الاثار المترتبة على الابتكار المالي وفائدته وكفاءته، وكتب الكثير من المقالات في Journal of Economic Theory.	RAHI و DUFFIE	1995
درس Warther الطفرات و"انصاف التماثيل" المرتبطة بالإبداع المالي وهي عبارة عن التكاليف الثابتة الناتجة عن خلق اسواق سيولة للأدوات المالية الجديدة.	Warther	1997
تطورت علاقة المشتقات والتوريق مع عجز القرض مع	TUFANO	2003-2001

<p>بداية 2000 ثم التقهقر مع بداية 2001 ثم الكساد الكبير في 2002. وفي 2003 عاد TUFANO وكتب عن نظرية الوكالة، وسوء الاختيار، والنقاط التي يختارها المستثمرون عند عدد من الاسهم لتحقيق التكافؤ. ومنذ ذلك الوقت تم ادخال ما يعرف بـ Flash Negotiation في بورصة شيكاغو للخيارات.</p>		
<p>انطلقت Mackenzie Saxon من دراسة سوسيولوجية لتثبت بان العلاقات الرياضية تغيرت وتتغير باستمرار بمجرد ان اعتبرنا كل من العوامل الاقتصادية وعامل السعر متغيرات مرتبطة او مستقلة عن بعض، وبالتالي تحليل الواحد بمعزل عن الاخر يعتبر مضللاً.</p>	<p>Mackenzie Saxon</p>	<p>2006</p>
<p>وصف Shiller بعضا من الاحباطات التي ساهمت في نشوء سوق العقود الاجلة لأسعار السندات، والتي كانت ايضا تتطور بطريقة مراجعة الحسابات في المصارف في الولايات المتحدة الامريكية، لتجنب ضرائب عقابية على اوراق بنكنوت الدولة التي هي ايضا كانت جزء من القانون المصرفي الوطني.</p>	<p>Shiller</p>	<p>2008</p>
<p>انشأت Nasdaq و Bats exchange سوقا خاصة بها، وفي مجال الخيارات ظهرت اشكال عديدة في شكل مشتقات والتي هي استمرار لتطور بدا منذ قرون في دول عريقة عديدة كاليابان في مجال المبادلات.</p>	<p>Nasdaq و Bats exchange</p>	<p>2013-2009</p>

ومن خلال ذلك العرض للتطور التاريخي للمشتقات المالية يمكن القول أن ظهور هذه

المشتقات جاء نتيجة وضرورة حتمية للتطورات الاقتصادية والمالية في العالم، فهي لم تكن مجرد

ابتكار لنوع جديد من الأوراق المالية، بل أن المزايا التي رافقت تطورها شجعت الكثير من

المستثمرين على التعامل بها، فهي توفر لهم فرصاً كبيرة لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يُعرف بأسلوب الهامش, Margin كما أنها تمكن المستثمر من التحوط ضد مخاطر التقلبات العنيفة في أسعار الأدوات المالية الأصلية فهي تتيح للمستثمر مجالاً لنقل وتوزيع المخاطر.

2-3 صفات المشتقات المالية

هناك العديد من الصفات التي تتمتع بها المشتقات المالية منها: (Farrell, 2010)

- 1- ترتبط العقود المالية للمشتقات المالية بأحد الأصول المالية.
- 2- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الورقة المالية الحالي أو سعر السلعة.
- 3- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي محدد.
- 4- لا تتطلب العقود المالية للمشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية كبيرة.
- 5- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

- 6- تتيح العقود المالية للمشتقات المالية تحديد أو تثبيت سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها أو تبادلها بهذا السعر في المستقبل.

2-4 المتعاملون مع المشتقات المالية

يُقسم المتعاملون مع المشتقات المالية إلى تسعة فئات وهي:

1- المضاربون:

وهم الذين يتعاملون بالمشتقات المالية من خلال المراهنة وهم فئة يقومون بالمراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك تستخدم المشتقات من جانب المضاربون لمحاولة تحقيق مكاسب، وتتعلق معظم المشتقات المقتناة لأغراض المضاربة بما يلي: (مطر، 2013، ص121)

أ- المتاجرة بالمبيعات.

ب- أخذ المراكز.

ج- موازنة أسعار الصرف.

وفيما يتعلق بالمتاجرة بالمبيعات تكون العمل بطرح المنتجات للعملاء والبنوك لتمكينهم من تحويل أو تعديل أو تخفيض المخاطر الحالية والمستقبلية.

أما ما يتعلق بأخذ المراكز فتكون بإدارة مخاطر مراكز السوق مع توقع الحصول على أرباح من التغيرات الإيجابية في الأسعار أو المعدلات أو المؤشرات.

أما استخدامها لأغراض موازنة أسعار الصرف فيتم من خلال تحديد والاستفادة من الفروقات في أسعار الصرف بين الأسواق أو المنتجات المختلفة بغرض الحصول على أرباح.

2- المتحوظون:

وهم الفئة الثانية الذين يكون جل اهتمامهم هو تخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، ويتبع البنك نظام شامل لقياس وإدارة المخاطر والتحوط والتي يتعلق جزء منها بإدارة المخاطر التي يتعرض لها البنك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العملات ولتقليل مخاطر أسعار العملات لتكون ضمن المستويات المقبولة التي يقرها مجلس الإدارة، وذلك

بوضع مستويات معينة لمخاطر العملات، وكذلك حدوداً للتعامل مع الأطراف الأخرى ولمخاطر مراكز العملات.

تراقب مراكز العملات يومياً وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مراكز العملات ضمن الحدود المقررة. كذلك بوضع مجلس الإدارة مستوى معيناً لمخاطر أسعار العملات وذلك بوضع حدوداً للفجوات في أسعار العملات للفترات المقررة على أن يتم دورياً مراجعة الفجوات بين أسعار العملات الخاصة بالموجودات والمطلوبات وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر في تقليل الفجوة بين أسعار العملات ضمن الحدود المقررة. وكجزء من إدارة موجوداته ومطلوباته، يستخدم البنك المشتقات لأغراض تغطية المخاطر والتحوط وذلك لتقليل تعرضه لمخاطر أسعار العملات والعمولات. ويتم ذلك عادة من خلال تغطية مخاطر معاملات محددة وكذلك باستخدام إستراتيجية تغطية المخاطر والتحوط المتعلقة بقائمة المركز المالي ككل (محمود، 2010، ص74)

3- الراجحون:

فئة تظهر عندما يكون هناك فرق بين قيمة أصل معين بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة (مطر، 2013، ص122).

4- الشركات:

وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تلجأ إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار بالفائض النقدي. وتدخل الشركات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، كذلك من أجل الحصول

على أرباح إضافية (حوالي 50 من إرباحا للشركات ناتجة عن المضاربة المالية) (محمود، 2010). 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.

5- 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.

6- الشركات العقارية:

وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، من خلال بيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السندات وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة. (مطر، 2013، ص123)

7- تجار التجزئة:

وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

8- المصدرون والمستوردون:

وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.

9- بنوك الاستثمار:

وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدوا أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق. (محمود، 2010، ص75).

ويرى الباحث أن المشتقات المالية باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة قد لا يحمد عقباها، ومما لا شك فيه أن المشكلات المعروفة أمام المتعاملين بها مثل الخسائر الفادحة التي قد تتكبدها أو الانهيارات المالية التي قد تحدث وتعرضت لها مجموعة من الشركات، وكانت نتائجها تتشأ عن سوء استخدام المشتقات المالية.

2-5 أنواع المشتقات المالية

إن المشتقات المالية ليست أصولا مالية ولا عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها، وهي تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري ويترتب عليها حق لطرف والتزام لطرف آخر (هندي، 2009، ص69). وهناك أنواع عديدة من المشتقات المالية من أهمها ما يلي:

أولا: عقود الخيارات:

يعرف عقد الخيار بأنه عقد يعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مالي، أو عيني أو عملة أجنبية قبل تاريخ لاحق في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه حين

التعاقد ويسمى بسعر التعاقد خلال فترة زمنية محددة، وذلك نظير دفع علاوة للبائع والذي يطلق عليها محرر الاختيار ولا ترد هذه العلاوة سواء تم تنفيذ العقد، أو لم يتم تنفيذه، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، إذ يهدف المنتجون لهذه المشتقات إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين، وعقود الخيارات تختلف عن العقود المستقبلية في كون هذه الأخيرة واجبة التنفيذ (كما سيرد ذكره لاحقاً) بينما تعطي عقود الخيارات الحق لمشتريها في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه (حنفي، 2008، ص 357).

ويشير (إسلام، 2010، ص 222) إلى أن عقود الخيارات هي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية، تبرم بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزءاً من قيمة الصفقة. بعبارة أخرى سوف يخسر مشتري العقد قيمة المكافأة سواء نفذ العقد أو لم ينفذه. ويمنح هذا النوع من العقود البائع (مصدر الخيار) الحق، وليس الالتزام، للمشتري (المكاتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ. وهناك نوعين عقود الخيار هما:

1- خيار البيع: يتيح خيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها. وخيار البيع له مسميات منها: "خيار الدفع، وخيار العرض"، وكلها

بمعنى واحد، وهو عقد يعطي مشتريه أو مالكة الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خلال فترة محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار، لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم على الشراء في هذه الحالة، وبالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة، مقابل علاوة غير مسترد بأي حال (هندي، 2009، ص70).

2- خيار الشراء: خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يتمتع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق، وهو عقد يمتلك مشتريه أو مالكة (أي دافع الثمن) حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة، أو أي أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة معينة، غالبا ما تكون (90 يوما) وهو غير ملزم بالتنفيذ، ويدفع مقابل هذا الحق ثمنا غير مسترد بأي حال. وبالنظر إلى خيار الطلب (الشراء) يتبين أنه لا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار لتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريد لها خلال الفترة المحددة، ولكنه يتضمن التزام البائع لحق الخيار بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالثمن المحدد في العقد، كذلك يتبين أن ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار، هو غير مسترد بأي حال (مجيد، 2005، ص79).

ومع تعدد احتياجات المستثمرين أضحت عقود الاختيارات النمطية غير كافية لتلبية احتياجات المستثمرين فظهرت الحاجة إلى استحداث أدوات وعقود اختيارات جديدة ذات منافع أوسع وقادرة على مسايرة تطور حاجات العملاء، فظهر ما يعرف باسم *exotic option* وهي عقود اختيارات مستحدثة أكثر تعقيدا من حيث احتساب العمولات التي يدفعها المستثمرون إذ تعتمد قيمة العقد على العديد من النماذج المعقدة وأهمها: عقود الاختيارات الآجلة، عقود الاختيارات المركبة، عقود الاختيارات التفاضلية، عقود الاختيارات التبادلية، عقود الاختيارات

الحدودية، عقود الاختيارات الثنائية، عقود الاختيارات بأثر رجعي، عقود الاختيارات متوسط الأسعار (إسلام، 2010، ص 223)

ثانيا: العقود المستقبلية:

وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية، كما انها قابلة للتداول في البورصة، وهذه العقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في الوقت لاحق، كما أنه يترتب على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر (هندي، 2011، ص 631).

إن العقود المستقبلية هي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، كما أن العقد المستقبلي نمطي، إذ أن عدد الوحدات في العقد الواحد، وتاريخ التسليم، ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، كميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل. ومن خلال ذلك يتبين أن أركان العقود المستقبلية هي: (الحناوي، والعبد، 2010، ص 370)

1- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

2- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

3- **محل العقد:** يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات.

4- **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

5- **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

ثالثاً: العقود الآجلة:

العقود الآجلة أو الأمامية هو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقاً عند إبرام العقد، والتسليم أو التسوية تتم مستقبلاً، في تاريخ يتم تحديده عند إبرام العقد، وتعتبر العقود الآجلة، وهذه العقود يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، وهي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية، وتعتبر العقود الآجلة بمثابة أدوات للحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار، وهي عقود شخصية تفاوضية، وتعتبر أبسط المشتقات المالية ولا يتم تداولها في البورصة كثيراً (هندي، 2011، ص 667).

ويشير (هندي، 2011، ص 631) إلى أن العقود الآجلة هي عقود يتم تصميمها خصيصاً لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية، وهي عبارة عن

عقود تبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، وهذه الاتفاقية التعاقدية يتم بموجبها شراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، أي أن السعر والتاريخ يكونا محددين في المستقبل.

وتجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين، بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما. وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو أسعار الفائدة، وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة. فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة. كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية (هندي، 2011، ص668).

رابعاً: عقود المبادلات:

يشير (هندي، 2011، ص669) إلى أن هذا النوع من العقود هو أكثر أنواع عقود المشتقات انتشاراً، وهو عقد يبرم بين طرفين، يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتتضمن هذه العقود والمقايضات التزاماً بين طرفين بمبادلة قدر معين من الأصول المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وفقه قيمة الصفقة وقت إبرام العقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في الوقت لاحق يتفق عليه مسبقاً، ويوجد نوعان شائعان من المبادلات هما:

1- عقود مبادلات أسعار الفائدة:

وهي عقود يتم بموجبها أن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي الوقت نفسه يستلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة، وتغطي اتفاقية المبادلة فترة زمنية معينة، وتحسب هذه المدفوعات على أساس مبلغ مبدئي وهمي أو اعتباري يتم الاتفاق عليه مقدماً، وهذا المبلغ يستخدم فقط كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة ولا يتم تبادلته إطلاقاً. ويتم ترتيب المبادلة بين الطرفين إما مباشرة أو عن طريق الوسيط (رضوان، 2009، ص 59).

ويشير (آل سليمان، 2005، ص 917) إلى أن لهذا النوع من العقود أنواع عديدة غير أن أهمها عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة التي يراد بها تلك العقود التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما، في مقابل ما عليه من التزامات (ديون) بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضاً، ويريد الطرف الأول أن يتحول التزامه بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه، من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة وبين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما.

والجدير بالذكر أن لعقود مبادلات أسعار الفائدة ست أركان أساسية هي: (الحناوي،

والعبد، 2010، ص 358)

أ- **دافع الفائدة الثابتة:** ويمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحرر).

ب- **دافع الفائدة المتغيرة:** ويمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

ج- **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.

د- **معدل الفائدة المتغيرة:** قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، و يعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في LIBOR (London Inter-Bank Offering Rate) عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

هـ - **التسوية:** تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي، سنوي، وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا، لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 20 نيسان و 20 اكتوبر، فان التسوية في 20 اكتوبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 20 اكتوبر.

و- **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة، ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

2- عقود مبادلات العملات:

تمثل عقود مبادلات العملات التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى، وبالنسبة لمقايضات أسعار العملات، عادة ما تقوم الأطراف الأخرى بتبادل دفع العملات بسعر ثابت وبسعر عائم ويعلمة واحدة، دون تبادل أصل المبلغ أما مقايضات العملات، فيتم بموجبها تبادل العملات بسعر ثابت مع أصل المبلغ وذلك بعملات مختلفة. وتهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات. وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجرى عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها (الحناوي، والعبد، 2010، ص358).

2-6 الأهمية الاقتصادية للمشتقات المالية

لم يكن ظهور عقود المشتقات المالية وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة، وما يؤكد ذلك، الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية. كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية، فضلا عن إتاحة فرص استثمار جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق. ويشير (هندي، 2003، ص631) إلى أن الأهمية الاقتصادية للمشتقات المالية تكمن فيما يلي:

1- إدارة وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد

يتميز التعامل في أسواق المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تتنافس فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دينار لا تتجاوز 100 دينار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد، كذلك لتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة، وبما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة قليلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

2- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين

يُحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار، وإن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها، وذلك لأنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى التي تمتلك الأصل بالفعل وهما (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه، وهذا يعني أنه يزيل حالة عدم التأكد لدى الطرف الآخر وبما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى.

3- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

تُعد عملية تزود المتعاملين بمعلومات حول ما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم من أبرز وظائف عقود المشتقات المالية، كما أنها تعتبر أداة جيدة لاستكشاف مستويات الأسعار، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، وعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير وبما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

4- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية:

تُعد المشتقات المالية أداة جيدة من أدوات التغطية ضد مخاطر تغير الأسعار، أي لأنها تنقل تلك المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، إذ أن

التغطية ضد هذه المخاطر هي أهم ووظائف أسواق المشتقات، وهي السبب في وجود تلك الأسواق.

5- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية

إن عقود المشتقات المالية تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية، وبشكل يجعل طرفي التعاقد القيام بتخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد.

6- سرعة وسهولة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

تتميز عقود المشتقات المالية بسرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وذلك بسبب مرونتها وسيولتها المتميزة.

2-7 أسواق عقود المشتقات المالية

يتم تداول عقود المشتقات المالية في أسواق تسمى أسواق المشتقات، وأسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة وكما يلي: (بدوي، 2010، ص 466-467)

1- السوق المنظمة:

تعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كذلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل. إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح

بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح ما بين 3 إلى 5 % تودع لدى غرفة المقاصة، والجدير بالذكر أنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

2- السوق غير المنظمة:

السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، وعلى عكس الأسواق المنظمة تماماً، فإن العمليات المالية التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييراً للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيداً من الخيارات والمبادلات، كذلك فإن العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أن هيكلتها تكون حسب إرادة الطرفين المعنيين، ويعتبر ذلك ايجابياً بالنسبة للطرف الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

2-8 مخاطر التعامل في المشتقات المالية

بالرغم من أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، وأن هذه المخاطر ليست جديدة، تواجهها كل من الأدوات المالية التقليدية والمشتقات، إلا أنها تزداد تعقيداً في نشاط المشتقات قياساً بالأدوات التقليدية. ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات هي:

أولاً: المخاطر التقليدية:

وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية الأخرى ومن هذه المخاطر ما يلي: (الطنطاوي، 2008، ص35-36)

1- مخاطر السوق:

وهو ما يمكن التعبير عنه بمخاطر تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط، وهذه المخاطر تتعلق أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور، وهذا يتطلب تشخيص كافة عناصر هذه المخاطر ومعرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها للوقاية منها (الطنطاوي، 2008، ص35).

وتعتمد مخاطر السوق التي تواجهها المشتقات على السلوك السعري عندما تتغير ظروفه، وترتبط هذه المخاطر بشكل عريض بالخسائر الاقتصادية الراجعة لحدوث تغيرات غير مواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة، وتشمل المخاطر ذات الصلة؛ مخاطر السعر ومخاطر الأساس ومخاطر السيولة ومخاطر التقييم. وتتصل المخاطر السعرية بالتغيرات الحادثة في مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات الأجنبية أو عوامل أخرى متصلة بالتقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي ترتكز عليه الأداة المشتقة. أما مخاطرة الأساس فتتعلق بالتأثير المختلف لقوى السوق على أداء أو قيمة أداتين أو أكثر مستخدمتين بصورة مدمجة. وأما مخاطرة السيولة فترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو

التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم تتأثر قيمتها، وربما يعود ذلك إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقابلة راغبة في الدخول في هذه العقود (حماد، 2010، ص263).

2- المخاطر الائتمانية:

وهي المخاطرة المتمثلة بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد (الطرف المقابل) في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها. وتزداد المخاطر الائتمانية في حال التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية، إذ لا يوجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد، وتقوم المنشآت في الغالب بإجراء حصر كمي لمخاطرة الخسارة باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة، ويخفف الاشتراط الخاص بقيام المتعاملين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يومياً من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة (العقود المستقبلية). تتم هذه التسوية وفقاً لقواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة (حماد، 2010، ص264).

وقد أصبحت مخاطر الائتمان مصدر قلق وإزعاج للمتاجرين في المبادلات والمشتقات في السوق غير الرسمية. وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد أكثر انتشاراً في الأسواق غير المنظمة. ويمكن مواجهة المخاطر الائتمانية لهذه المشتقات من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر، والتوثيق الدقيق للمعاملات مما يخفف من وطأة المخاطرة الائتمانية، ويوفر الإلزام القانوني لتنفيذ العقود (الطنطاوي، 2008، ص35).

3- المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:

وهي تلك المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة. كذلك تنشأ هذه المخاطر من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، أو اكتشاف المشكلات (الخطأ البشري، الغش والتزوير، قصور النظم) وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدمي المشتقات عن تحقيق أهدافهم التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية أو الالتزام والإذعان، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش (الطنطاوي، 2008، ص36).

4- المخاطر القانونية:

وهذه المخاطر تنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها، أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية. وكذلك تؤدي التغييرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر، وترجع هذه المخاطرة إلى كون العقود ليست ملزمة قانوناً وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية، كما ترتبط هذه المخاطرة

بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد، أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية (حماد، 2010، ص264).

5- مخاطر التسوية:

إن القليل من المعاملات المالية الخاصة بأدوات المشتقات تتم تسويته آنياً، أو في اليوم نفسه الخاص بالتنفيذ، ففي الأسواق المالية الأمريكية مثلاً تمتد مدة التسوية إلى عدة أيام، مما يؤدي إلى تعرض أحد طرفي التعاقد للخسارة نظراً لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة أو في يوم التنفيذ ذاته (الطنطاوي، 2008، ص37).

ثانياً: المخاطر الخاصة:

وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية أخرى إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة ما يلي: (محسن، 2009)

1- مخاطر الارتباط: وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة وتنتج من تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مالية مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

2- مخاطر نسبة الحماية: وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.

3- مخاطر السيولة: وهي مخاطر ترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك وخاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة، وغالبا ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط وضمانات كبيرة في هذه الحالة. وتتحقق مخاطر السيولة عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق محل التعاقد في موعدها مما يضطره إلى الاقتراض أو تسهيل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته للغير.

4- مخاطر التسعير: حيث يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة ونماذج رياضية متقدمة، وخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفي لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

5- مخاطر الرفع المالي: حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها، بمعنى آخر التقليل من فعالية السياسة النقدية، فالمشتقات تسمح لرجال ومؤسسات الأعمال بالتوسع في استخدام الرفع المالي وطلب القروض وتجاهل القيود التي تفرضها السياسة النقدية.

6- مخاطر الإحلال: وهي لا تتعلق بإخفاق أحد الاطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو ما يضطر الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته مع تحمله لخسائر جسيمة تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.

يتضح مما تقدم أن المشتقات المالية وإن كانت تساهم في خلق الأزمات، فإنها أيضا قد تكون من الخطورة بمكان إذا لم يحسن التعامل معها، وكان للأخطاء الجسيمة التي قد تلحق الضرر بالشركات والأمثلة على ذلك كثيرة.

2-9 سوء استخدام وإدارة المشتقات المالية

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة في السنين الماضية، كما أن المتعاملين فيها دأبوا على تطوير المشتقات الجديدة والمعقدة والتي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم. لذلك فإن التوسع في المشتقات المالية بدون ضوابط قد يعرض المتعاملين فيها لخسائر فادحة وربما للإفلاس، ومنها ما يلي: (الباز، 2003)

1- في عامي 1977 و 1978 شهد سوق الكويت للأوراق المالية أزمة كان من نتائجها تدخل الحكومة لمعالجتها بشراء الأسهم وفقا لأسعار الأقفال في يوم محدد ثم تلتها أزمة عام 1982 التي تميزت بالتعامل في أسهم الشركات الخليجية وبالتعامل بالأجل وهي ما عرفت حينذاك بأزمة " سوق المناخ ". ولعل أهم أحداث سوق المناخ الكويتي ما يعرف بالاثنين الأسود عام 1983 عندما بلغت الخسائر فيه اثنان وعشرون مليار دولار.

2- بلغت خسائر شركة procter & gamble وهي إحدى الشركات الأمريكية الكبرى المصنعة للسلع الاستهلاكية نحو 1.2 مليون دولار خلال شهر نيسان من عام 1994 من جراء المضاربة على تحركات سعر الفائدة، كما أن شركة أمريكية أخرى وهي Air Products and Chemicals حققت خسائر خلال شهر ايار من عام 1994 بلغت قيمتها 60 مليون دولار نتيجة التعامل بالمشتقات المالية.

3- قدرت الخسائر المالية التي لحقت بشركة Kachima Oil اليابانية بحوالي 1.5 مليار دولار نتيجة الاتجار والتعامل في عقود أسعار الصرف، كذلك التي لحقت بشركة Metallgesellschaft الألمانية تقدر بحوالي 1.4 مليون دولار.

4- وصلت الخسائر التي تحملتها إحدى الشركات المتخصصة في الأوراق المالية وهي PaineWebber إلى حوالي 268 مليون دولار بين شهري تموز وبداية أيلول 1994 والتي نتجت عن دعم إحدى صناديقها الاستثمارية في تجارة المشتقات.

5- تجاوزت خسائر بنك Kidder Peabody - وهو أحد بنوك الاستثمار الأمريكية- نتيجة قيامه بعملية شراء وبيع المشتقات في أحد صناديقه الاستثمارية حوالي 4 ملايين دولار خلال شهر تشرين الأول عام 1994.

6- تعد أزمة بنك Barings من الأزمات الشديدة لما لها من آثار وانعكاسات ممتدة ومتشعبة على النشاط المصرفي في كثير من دول العالم، وتعود تلك الأزمة إلى قيام أحد فروع هذا البنك والكائن في سنغافورة بالمضاربة في سوق العقود الآجلة- وخاصة عقود الخيارات والعقود الآجلة المتداولة في بورصتي أوساكا اليابانية وسيمكس السنغافورية- في الوقت الذي جاءت فيه اتجاهات السوق عكس توقعاته في ظل غياب عملية الرقابة على عمليات تلك السوق من قبل إدارة البنك.

6- لقد كانت المشتقات المالية أحد أسباب الأزمة المالية العالمية التي ضربت الاقتصاد العالمي بصورة واضحة في الربع الأخير من سنة 2008 وما زالت تداعياتها تؤثر على العالم، إذ إن هذه الأزمة انفجرت في ضوء أزمة الرهونات العقارية الأمريكية، وأدت إلى إفلاس العديد من

المؤسسات المالية والمصرفية والتي كان من بين أهم أسباب انهيارها تعاملها بالمشترقات المالية المبنية على ديون عقارية (عبدالله، 2008).

ويرى الباحث أنه وبما أن الهدف الرئيس من تبني استراتيجيات المشتقات المالية هو تقليل التعرض لمخاطر سعر الفائدة، وأسعار الصرف وتقلبات الأسعار، فمن خلال الدخول في هذه العقود، تستطيع المصارف أو المؤسسات الأخرى تغطية مخاطر السوق التي قد تتعرض لها. إلا أن التماذي في استخدامها وسوء ادارتها قد يزيد من المخاطر التي تتعرض لها تلك المؤسسات كما مر بنا ذكره.

2-10 مفهوم الأداء

يتزايد الاهتمام في الوقت الحاضر بموضوع الأداء وبمدى فعالية وكفاءة الشركات في القيام بوظائفها وتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، سواء أكانت هذه الشركات ربحية أم خدمية. ومن هنا جاء التركيز على استغلال الفرص المتاحة والطاقات المتوافرة، من أجل تقديم المنتجات بسرعة وجودة عاليتين، حتى تتمكن الشركات من الاستجابة لاحتياجات وتوقعات العملاء، بصورة تضمن لها الوصول إلى أهدافها من خلال رفع مستوى الأداء لتضمن لها الاستمرارية والنمو والتطور (Zwick, 2006: 714).

يعتبر الأداء المحور الرئيس الذي تنصب حوله جهود كافة الشركات، فهو يشكل أهم أهدافها، فالمنظمات تتوقع أن تؤدي وظائفها بكفاءة وفاعلية، وبالتالي فإن تقييم الأداء يتم من خلاله التعرف على نقاط القوة والضعف في أداء المنظمة (بلوط، 2002، ص 359).

إن الأداء مفهوم واسع يعبر عن أسلوب الشركة في استثمار مواردها المتاحة، وفقا لمعايير واعتبارات متعلقة بأهدافها في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الشركة في سعيها لتحقيق كفاءتها وفعاليتها لتأمين بقائها.

وتقييم الأداء هو القياس للتأكد من أن الأداء الفعلي للعمل يوافق معايير الأداء المحددة، ويعتبر التقييم مطلب ضروري لكي تحقق المنظمة أهدافها بناءً على المعايير الموضوعية، فهو عملية دورية تهدف إلى قياس نقاط القوة والضعف من أجل تحقيق هدف محدد خططت له المنظمة مسبقاً (السالم والصالح، 2003، ص102).

ويرى (جواد، 2010، ص353) أن قياس الأداء يمثل أحد الأنشطة الهامة في مجال تقييم الاستراتيجية والتي تشمل مقارنة النتائج بالمعايير المحددة مسبقاً وتحليل الانحرافات إن وجدت حتى يمكن من خلاله إجراء التصحيحات اللازمة. والأخذ بعين الاعتبار درجة التباين بين الأداء الفعلي والأداء المطلوب المسموح ليظل الأداء ضمن درجة من المواءمة مع الخطة الأصلية لتعتبر مقبولة طالما أنها لا تتعدى الحدود المتفق عليها.

وينظر إلى عملية تقييم الأداء على أنها جزء من عملية الرقابة باعتبارها عملية توجيه لأنشطة الشركة، وصولاً لتحقيق أهدافها، كما أن تقييم الأداء يعد استقراء لدلالات ومؤشرات يتم في ضوءها اتخاذ قرارات، تحدد مسارات الأنشطة في حالة انحرافها أو تأكيد المسارات التي يكون سيرها في الاتجاه الصحيح لإنجاز وتحقيق الأهداف المرغوبة. فعملية تقييم الأداء عملية لاحقة لعملية اتخاذ القرارات، الهدف منها فحص مركز الشركة المالي والاقتصادي في وقت معين، وذلك باستخدام أسلوب التحليل المالي والمراجعة الإدارية. لذلك فإن تقييم الأداء يعبر عن نشاط الشركة الاقتصادي ويرتبط في العادة بنهاية السنة المالية (عبد المحسن، 2010، ص3-4).

2-11 أهمية الأداء

إن أهمية الأداء تكمن في كونه يعبر عن قابلية الوحدة الاقتصادية في خلق النتائج المقبولة في تحقيق طلبات المجموعات المهمة بالشركة كونه ممثلاً للمدى الذي تستطيع فيه أن تنجز مهمة بنجاح، أو تحقق هدفاً بتفوق، وبتعبير آخر أنه يمثل النتيجة النهائية التي تهدف الشركة للوصول إليها، لذا فإن الأداء محصلة لكافة العمليات التي تقوم بها الشركة، وإن أي خلل في أي منها لابد أن يؤثر الأداء (نعمه، 2002، ص56).

تكتسب عملية تقييم الأداء أهمية خاصة عند تطبيقها سواء في القطاع العام أو الخاص، لكونها تمثل البديل عن الدافع الذاتي الذي يحفز النشاط الخاص، ويدعم سعي الإدارة لتحقيق أهدافها، حيث أن عملية تقييم الأداء كأحد المقومات الرئيسية للعملية الرقابية، تستند على مقارنة الأداء الفعلي لكل نشاط من أنشطة المنظمة، وكذلك الأداء الكلي لها بمؤشرات ومقاييس محددة مسبقاً، وذلك لتحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة، ومن ثم تحديد المسؤول عن هذه الانحرافات للحكم على مدى كفاءة التشغيل سواء على مستوى القطاعات الداخلية أو على مستوى المنظمة ككل (قلعاوي، 2008، ص62).

يعد تقييم الأداء احد العمليات الإدارية المهمة للوحدات الاقتصادية لكونه يتجه إلى حصيلة الأعمال وهو ما يجعله متأثراً بمختلف أوجه النشاط ويعكس نتائجها، وتبرز أهمية تقييم الأداء في كونه يوفر مقياساً لمدى نجاح الوحدة الاقتصادية من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها. كما يوفر المعلومات لمختلف المستويات في المنظمة لأغراض التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات المستندة إلى حقائق علمية، فضلاً عن أهمية هذه المعلومات للجهات الأخرى خارج المنظمة (الحسيني، 2000، ص234).

وينصب تقييم الأداء على التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر، بالإضافة إلى مقسوم الأرباح في إطار السعي لتعظيم القيمة الحالية للمنشأة، باعتبار أن أهداف الإدارة المالية هو زيادة القيمة الحالية للمؤسسة والمحافظة على سيولة المؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية، وتحقيق العائد المناسب على الاستثمار (الربحية) (كراجه، 2000، ص26).

ويرى الباحث أن أهمية الأداء تأتي من كونها تقوم بتقييم أداء الوحدة الاقتصادية طبقاً لأهداف ومعايير محددة مقدماً، تمهيداً لاتخاذ الإجراءات الصحيحة الملائمة بما يضمن تطابق الأداء مع ما هو مخطط له، فهي عملية يتم من خلالها فحص وتحليل سياسات الإدارة عن طريق مجموعة من الإجراءات والوسائل المناسبة في كشف الانحرافات، واتخاذ الإجراءات اللازمة للتصحيح أولاً بأول، ورصد المظاهر الإيجابية في الأداء والسعي إلى تعميمها، وترسيخ السبل التي ساهمت في إيجادها بما يحقق رقابة وتحسين الكفاءة والفعالية التي تنفذ بها الأعمال في الشركة.

2-12 أهداف عملية تقييم الأداء

تهدف عملية تقييم الأداء إلى تحسين وتطوير الأداء في الشركات، التي ترتفع فيها الرقابة من مستوى البحث عن الأخطاء وتصحيحها وإبداء الملاحظات بشأنها، إلى مستوى دراسة النشاط ككل في محاولة لمعرفة مستوى تحقيقه لأهدافه، ومدى تأسيس إدارته على قواعد الكفاءة والتوفير، من حيث التنظيم والتشغيل وصولاً إلى النتائج المستهدفة، مع بيان المعوقات والانحرافات التي يسفر عنها التقييم، ودراسة أسبابها ومن ثم الوصول إلى الوسائل الكفيلة

بعلاجها، وتجنب تكرارها، مع ضرورة الحرص على استمرار تلك الأسباب والوسائل والعمل على تطويرها في الشركات جميعها (كركور والفارس، 2000، ص 232).

وتهتم كل شركة تقريبا بتقييم الأداء ويتم ذلك من خلال أساليب معينة، بهدف التعرف على الكفاءة العامة للشركة وبغرض التعرف على أوجه التطور في الأداء، ويقدم تقييم الأداء معلومات حول مستوى الأداء وهو يمثل الأساس في عملية التخطيط، حيث إن المعلومات الناتجة عن تقييم الأداء تعطي مؤشرات حول كفاءة عمل الشركة، ومعرفة احتياجاتها المستقبلية (العقيلي، 2005، ص 376).

ويرى كل من (Poster & Streib, 2005, P:46) إن تقييم الأداء هو عبارة عن مراجعة لما تم إنجازه بالاعتماد على معايير العمل، فعملية تقييم الأداء توفر معلومات عن المهارات التي تحتاجها الشركة للقيام بمهامها على أكمل وجه، فمن خلال التقييم يتم وضع معايير لتقييم الاداء من واقع الخطط والأهداف الإستراتيجية للشركة، والتي تستند على استراتيجيات تقييم الأداء كموجّه ومراقب وضابط، لجهود العاملين في كافة المستويات الإدارية من أجل تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة.

2-13 أساليب قياس الأداء

يعتبر تقييم الأداء للشركات والذي يتم عن طريق قياس الربحية والحصة السوقية تحصيلاً مالياً، وهذا التقييم هو عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط المشروع الاقتصادي التي تسهم في تحديد أهمية وخواص الأنشطة التشغيلية والمالية للمشروع، وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية

ومصادر أخرى كي يتم استخدام هذه المؤشرات بعد ذلك في تقييم أداء المنشأة واتخاذ القرارات (مطر، 2010، ص3).

وتقوم عملية التقييم على مقارنة الأداء الفعلي بالنتائج والأهداف المطلوب تحقيقها ثم توفير التغذية العكسية للإدارة العليا التي بدورها تقوم بتقييم النتائج واتخاذ القرارات لتصحيح المسارات والانحرافات الخاطئة (Wheelen & Hunger.2004, pp: 230-232).

ويشير (مطر، 2010، ص 26) إلى أنه يوجد مدخلين للتحليل المالي، المدخل الكمي والذي يتوافق مع الدراسة الحالية بناء على ربحية الشركات ونمو حصتها السوقية. والمدخل الثاني هو المدخل النوعي، وتعتبر عملية تقييم الأداء إحدى العمليات الأساسية المطلوبة على جميع المستويات الإدارية في الشركة للتحقق من إنجاز الخطط الموضوعة.

وتشير (العارف، 2005، ص409) في هذا المجال إلى أن المعيار المستخدم في الأداء ينبغي أن يكون قابلاً للقياس وأن المعايير التي تنتج بالنتائج قد تكون أكثر أهمية من تلك التي توضح الوضع الحالي. وتعتمد عملية التقييم على معايير كمية ونوعية يتوقف اختيارها على حجم الشركة وطبيعة عملها وفلسفة إدارتها واستراتيجياتها المتبعة. وتشير العارف أيضاً إلى أن المعايير الكمية الشائعة الاستخدام في مجال تقييم الأداء هي النسب المالية التي يستخدمها الإستراتيجيون في مقارنة أداء الشركة، مثل العائد على الاستثمار والمبيعات ونمو الأصول وإيرادات السهم وغيرها من النسب المالية.

وقد اتخذت هذه الدراسة متغيري الربحية والحصة السوقية حيث إن الأول يندرج ضمن الأهداف المالية للشركات، بينما الآخر يدخل ضمن الأهداف الاستراتيجية، وقد أشار إلى ذلك (المرسي وآخرون، 2012، ص 128) ويبينه الجدول (2-2).

الجدول (2-2)

نموذج مقارنة للأهداف المالية والإستراتيجية

الأهداف الإستراتيجية	الأهداف المالية
زيادة الحصة السوقية	زيادة الربحية
تحسين جودة المنتجات	زيادة العائد على حق الملكية
تحسين الصورة الذهنية للمنظمة	نمو العائد على الاستثمار
تحسين القدرة التنافسية	نمو المبيعات
تحقيق الريادة في التكنولوجيا	زيادة القيمة السوقية للأسهم
تحقيق رضا العملاء	زيادة القيمة المضافة
تحقيق الانتشار الجغرافي	تحسين التدفقات النقدية
تقديم خدمة متميزة للعملاء	تقليل المخاطر في محفظة الاستثمارات
سرعة تقديم المنتجات الجديدة	استقرار الأرباح

المصدر: المرسي، وآخرون، 2012، ص 98.

أولاً: الربحية

تعد مؤشرات الربحية من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون ومستخدمو القوائم المالية في تقييم أداء الشركة التي تسعى بدورها إلى تحقيق أعلى معدل ممكن لهذه المؤشرات في ضوء تحقيق الأهداف الأخرى مثل السيولة وغيرها اقتناعاً منها بأهمية هذه المؤشرات في تقييم الأداء. إذ تمثل الربحية الاختبار النهائي لنشاط الأعمال والذي يعكس مدى حيوية خط المنتجات والمقدرة على تحقيق مستويات عليا من الأداء التنافسي في الإنتاج والمبيعات (المرسي وآخرون، 2012، ص 125).

إلا أن اعتماد هذه المؤشرات على الأرباح المحاسبية المعدة وفقاً لأساس الاستحقاق فقط، يجعل النظام المحاسبي وما يقدمه من معلومات للمستخدمين يشوبه القصور وأوجه النقص، خاصة وأن هناك العديد من الانتقادات وأوجه القصور يتم توجيهها إلى الأرباح المعدة وفقاً

لأساس الاستحقاق المحاسبي، كما أن الاعتماد على الأرباح المحاسبية فقط لقياس العائد على استثمارات الوحدة الاقتصادية، وقياس ربحيتها يحجب عن مستخدمي القوائم المالية مقدار ما حققته من تدفقات نقدية تشغيلية (في مقابل الدخل التشغيلي) على هذه الاستثمارات (عطية، 2004).

وقد عرف (الصيرفي، 2007، ص83) الربحية بأنها " مدى نجاح المنظمة في تخفيض التكاليف وقياس قدرة المنظمة في تخفيض التكاليف وقياس قدرة المنظمة على توليد الأرباح من المبيعات ".

ويتم قياس الربحية عن طريق الفرق بين الإيراد الإجمالي والتكلفة الإجمالية المتغيرة الحجم. ولذلك تعتبر الربحية أحد مؤشرات قياس الأداء للشركات (مرعي ومرعي، 2010، ص126).

وتشير نسب الربحية إلى مدى قدرة الشركات ونجاحها على تحقيق الأرباح من المبيعات أو الأصول المتاحة، ومن أهم نسب الربحية هامش الربح الكلي والذي يتمثل في (نسبة مجمل الربح إلى المبيعات)، وهي مؤشر للهامش الكلي المتاح بعد تغطية نفقات التشغيل والتي يتم احتسابها بطرح تكلفة البضاعة المباعة من إجمالي المبيعات وقسمة هذا الناتج على إجمالي المبيعات. ويعبر عنها أيضا من خلال قسمة مجمل الربح على صافي الربح. وهذه النسبة تفسر مدى نجاح الشركة في تخفيض التكاليف، ومدى تقبل السوق لمنتجات الشركة، ومدى كفاءة السياسات التسويقية (عبد المحسن، 2010، ص21).

ويعد هامش الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات إلى المبيعات) مؤشراً هاماً لربحية الشركة، ومن العمليات الجارية دون حساب النفقات الخاصة بالفائدة والناتجة عن هيكل رأس

المال، ويحسب هامش الربح التشغيلي الأرباح قبل الفوائد والضرائب مقسوماً على إجمالي المبيعات. ويعبر عن هذا الهامش من خلال قسمة صافي ربح العمليات على صافي المبيعات. وتعتبر هذه النسبة شاملة كونها تهتم بقياس كفاءة الرقابة على عناصر تكلفة المبيعات وكذلك قياس كفاءة التعامل مع عناصر التكلفة التي ترتبط بتنفيذ العمليات المختلفة داخل الشركة مثل مصروفات منتج جديد (عبد المحسن، 2010، ص23).

ويظهر هامش الربح الصافي (نسبة صافي الربح إلى المبيعات) الأرباح بعد الضرائب لكل دينار مبيعات. كما يظهر أيضاً إذا كانت أسعار المبيعات منخفضة أو مرتفعة أو الاثنين معا ويتم احتساب هامش الربح الصافي من خلال قسمة صافي الأرباح بعد الضرائب على صافي المبيعات. ويعتبر العائد على إجمالي الأصول (معدل العائد على الاستثمار) مقياساً للعائد على إجمالي الاستثمار في المشروع. حيث يتم احتساب هذا العائد بقسمة الأرباح بعد الضرائب والفائدة على إجمالي الأصول، وهذه النسبة تعكس إنتاجية مختلف الأصول المستثمرة في الشركة. كما يعتبر العائد على حقوق الملكية مقياساً لمعدل العائد على استثمار حملة أسهم الشركة وتحسب من خلال قسمة الأرباح بعد الضرائب على إجمالي حقوق ملكية المساهمين. ويقاس العائد على الأسهم العادية العائد على الاستثمار الذي يحققه ملاك الأسهم العادية في الشركة ويتم احتساب هذا العائد بقسمة الأرباح بعد الضرائب مطروحا منها توزيعات الأسهم الممتازة على إجمالي حقوق الملكية مطروحا منها القيمة الاسمية للأسهم الممتازة (مرعي ومرعي، 2010، ص128).

مما تقدم يرى الباحث أن الشركة يمكن لها أن تحسن من قوتها الايرادية من خلال التأثير في عدد من الأمور منها زيادة المبيعات بنسبة أكبر من تكاليف العمليات، وتخفيض

المبيعات بنسبة أقل من تخفيض تكاليف العمليات، وزيادة المبيعات بنسبة أكبر من نسبة زيادة صافي الأصول العاملة الملموسة، إضافة إلى تخفيض المبيعات بنسبة أقل من نسبة تخفيض صافي الأصول العاملة الملموسة.

كما أن تحقيق الشركة أعلى معدل للربحية ينبغي ألا يتم الاعتماد عليه في تقييم الأداء دون الأخذ في الاعتبار جودة هذه الربحية، فقد تكون هناك شركتين حققت نفس المستوى من الأرباح، ولكن احدهما تتسم أرباحها بمستوى جوده أعلى بكثير من مستوى الجودة الذي تتسم به أرباح الشركة الأخرى، وان اخذ هذا العامل في الاعتبار يوفر تقييما سليما للأداء في كالتا المنشأتين، ويؤدى إلى ترشيد القرارات المتخذة بناء على نتائج هذا التقييم وتقدم المؤشرات المالية المبنية على المعلومات المعدة وفقا للأساس النقدي (قائمة التدفقات النقدية).

ونتيجة لزيادة اهتمام إدارة الشركات بتقييم الأداء فقد شاع استخدام مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي، مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم والتدفقات النقدية للسهم وغيرها، وتعتبر هذه المؤشرات ترجمة مالية لنتائج القياس التشغيلي، التي تستخدم في تحديد مدى تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمنظمة (كريم، 2004)، وتشمل مؤشرات الأداء المالية المبنية على الربح المحاسبي الاتي:

1- معدل العائد على الأصول

يُعد مقياس العائد على الأصول من أكثر مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي شيوعا، ويعبر هذا المقياس عن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وحجم الأموال المتاحة للاستخدام من قبل إدارة المنظمة، وذلك بغض النظر عن الطريقة التي تم بها تمويل أصول المنظمة، كما يساعد هذا المقياس على قياس قدرة الإدارة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة لها

والخاضعة لسيطرتها، وهو بذلك يعكس اثر الأنشطة التشغيلية والاستثمارية بالمنظمة ولا يعكس اثر الأنشطة التمويلية في الربحية. ويتم حساب العائد على الأصول بقسمة الأرباح الصافية على إجمالي الأصول، فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فإنها تدل على كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية في المنظمة أما إذا كانت هذه النسبة منخفضة فإنها تعكس ضعف إنتاجية استثمارات المنظمة (الخليلة، 2001، ص93).

2- معدل العائد على حقوق الملكية

يهتم هذا المؤشر بقياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، حيث أن هذا المقياس يأخذ اثر الأنشطة التشغيلية والتمويلية معا، وهو يتأثر بدرجة الرفع المالي وحجم الديون في هيكل رأس المال، بالإضافة إلى معدل العائد على الأصول. ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بقسمة الأرباح الصافية بعد الضريبة على حقوق المساهمين، والتي تشمل كل من رأس المال المدفوع وعلوات الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة. ويقوم هذا المؤشر بقياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأس مال المنظمة، فارتفاع نتيجة هذا المؤشر تدل على كفاءة قرارات الاستثمار والتشغيل في المنظمة، وتدلل على اعتماد المنظمة على التمويل بالدين بأكثر من المتوسط المقبول في الصناعة التي تعمل فيها المنظمة لأنه من الممكن للإدارة تحقيق عائد مرتفع على حقوق المساهمين، بالرغم من ضعف العائد على الأصول، وذلك باستخدام الدين في التمويل بنسب عالية. (الغرابية، وجعفر، 2008) وإن العلاقة التي تربط بين هذه المتغيرات يمكن توضيحها كما يلي:

العائد على حقوق الملكية = العائد على الأصول / 1 - نسبة الدين إلى الملكية.

ثانياً: الحصة السوقية

يمكن التعبير عن الحصة السوقية بنصيب الشركة من السوق، حيث تعكس الحصة السوقية صورة دقيقة عما تقوم الشركة به من أعمال. وتعتبر الحصة السوقية عن قدرة الشركة وكفاءتها في السيطرة على السوق من خلال الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة لزيادة حجم المبيعات في السوق وعلى حساب المنافسين. وأن الزيادة في المبيعات ترجع إلى تطور الاستراتيجيات والسياسات التسويقية الخاصة بالشركة مقارنة بالمنافسين لها. وبالتالي فإن تحقيق الشركة تفوقاً على منافسيها يعني ارتفاع حصتها السوقية والعكس أنه بحال انخفاض نصيبها من السوق يعني خسارتها لجزء من حصتها في السوق (الصميدعي، 2011، ص191).

وهنا لابد من الإشارة إلى أن زيادة حجم المبيعات لا يعني دائماً زيادة حصة الشركة السوقية فقد يرجع السبب إلى تحسن عام وشامل في الاقتصاد الوطني، وبالتالي تشترك جميع الشركات في زيادة الحصة السوقية نتيجة هذا التحسن (عبد المحسن، 2010، ص 23).

ويشير (إدريس والمرسي، 2006، ص353) إلى عدد من الجوانب الهامة التي يجب أن تراعيها الشركات عند استخدامها الاختيار الاستراتيجي لأن الشركات تختلف قوتها النسبية في طبيعة نشاطاتها، وبالتالي فإن ذلك سوف يؤدي إلى اختلاف الاستراتيجيات بين هذه الشركات التي يمكن تقسيمها حسب حصتها السوقية إلى ما يلي: (إدريس والمرسي، 2006، ص 353-357)

1- الشركات ذات الحصة السوقية الكبيرة: يوجد في قطاع معين عدد محدود من الشركات التي تتولى قيادة القطاع، وتستحوذ على حصص كبيرة من السوق تتيح لها القيادة التحكم في تحريك عملية تغيير الأسعار. ويكون هدف هذه الشركات الأساسي الاحتفاظ بمركزها القيادي في السوق

من خلال عدد من الاستراتيجيات التوسعية بقصد الوصول إلى الأسواق والمستخدمين الجدد، وقد تتبع أيضا استراتيجيات دفاعية ضد الشركات المنافسة من خلال تقديم منتجات جديدة تحتاج إلى استثمار كبير فيما لو فكرت الشركات المنافسة البقاء في السوق أو خوض حرب الأسعار أو بأساليب الضغط على الموردين.

2- الشركات ذات الحصة السوقية المحدودة: ويمكن لهذه الشركات أن تتنافس مع الشركات

ذات الحصة السوقية الكبيرة من خلال أتباع عدد من الاستراتيجيات المناسبة ومنها:

أ- زيادة قدرتها في مجال الإنتاج حسب الطلب وتقديم خدمات أفضل وتلبية الطلبات بصورة أسرع.

ب- الإفادة من الإنفاق على أنشطة البحوث والتنمية بصورة فعالة.

ج- تدخل الإدارة العليا في العمليات التشغيلية اليومية للشركة .

د- التركيز على التخصص والربح بشكل أكثر من التركيز على الحصة السوقية.

3- الشركات ذات المنتج الضعيف: وهذا النوع من الشركات يقوم باختيار إستراتيجيته بحذر

شديد من بين الإستراتيجيات التالية:

أ- تخصيص المزيد من الموارد لتحسين وتطوير المنتج.

ب- تخصيص جزء من الموارد للاحتفاظ بمستوى المبيعات والأرباح.

ج- محاولة ترك العمل في هذا المنتج (من خلال التخلص منه أو تصفيته).

د- تخفيض حجم الاستثمار في المنتج لتخفيض التكاليف وزيادة التدفق النقدي.

ويشير (عبدالمحسن، 2010، ص23) إلى أن تحليل الحصة السوقية يقود إلى عدد من

الاستنتاجات تتمثل في الآتي:

- 1- إن القوى الخارجية عن سيطرة الإدارة لا تؤثر بنفس الطريقة على جميع الشركات.
- 2- إن الشركة التي تتوفر لديها فرص تسويقية أكبر سوف تنال حصة سوقية أكبر وبحال بقاء حصتها ثابتة رغم توافر هذه الفرص يعني عجز إدارة الشركة وعدم كفاءتها.
- 3- إن انخفاض حصة الشركة السوقية، لا يعني أن أدائها قد قل عما هو مألوف لها، وإنما يعزى ذلك إلى دخول شركة جديدة في مجال عملها الأمر الذي يؤثر على انخفاض حصة الشركات جميعاً.
- 4- إن انخفاض حصة الشركة السوقية قد تكون بهدف تحسين الأرباح من خلال إسقاط الشركة لبعض السلع أو المنتجات غير المربحة أو بعض المشترين أو غيرها من الأسباب التي تؤدي إلى تدهور حصة الشركة بالسوق.
- 5- إن التغيير في حصة الشركة السوقية لا يعكس أي أهمية عن التطبيق العلمي لمفهوم التسويق حيث إن هذه الحصة تتأثر بعدد من الاعتبارات خلال فترة زمنية معينة منها التأثير بنسبة المبيعات.

2-14 نبذة تاريخية عن سوق الكويت للأوراق المالية

ورد (النشرة السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية، قسم العلاقات العامة، 2012) أن تاريخ الشركات الكويتية المساهمة في الكويت يعود إلى الخمسينات من القرن العشرين حيث تم تأسيس بنك الكويت الوطني كأول شركة كويتية مساهمة عام 1952 ميلادية، تبعها شركة السينما الكويتية عام 1954 ميلادية والخطوط الجوية الكويتية عام 1956 ميلادية، حيث كان التداول يتم من خلال مكاتب وسطاء العقارات وبالمقاهي الشعبية في سوق التجار وكان كل

وسيط من هؤلاء الوسطاء يمثل سوق بحد ذاته تتحدد عنده أسعار البيع والشراء المختلفة، وبذلك كانت الأسهم أول نوع من الأوراق المحلية القابلة للتداول. وبعد اكتشاف النفط وصدور القانون التجاري رقم (15) عام 1960 ميلادية والخاص بتنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها، شهدت الشركات المساهمة توسعا ملحوظا في أنشطتها الاقتصادية وغدت منفذا استثماريا للأموال الفائضة.

تحظى البورصة في الكويت باهتمام بالغ انطلاقا من دورها الاستراتيجي في دفع عجلة الاقتصاد الوطني، حيث صدر القانون رقم (32) في عام 1970 ميلادية والذي ينظم تجارة الأسهم الكويتية. وتكونت بموجب هذا القانون أيضا لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية لإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها والاحتفاظ بالفوائد الاقتصادية للبلاد.

في فبراير من عام 1972 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في المنطقة التجارية العاشرة بمدينة الكويت، حيث تولى العاملون بها رصد وحصر ما يتم تداوله يوميا من أسهم وإصدار النشرة اليومية التي تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمت من خلالها.

في عام 1976 ميلادية صدر القرار الوزاري رقم (61) والخاص بتنظيم التعامل والتداول في الأوراق المالية للشركات المساهمة الكويتية، وبموجب هذا القانون تم تشكيل أول لجنة للأوراق المالية بعد أن كان التداول يتم عن طريق المفاوضات المباشرة على السعر بين كل من البائع والمشتري إلى أن تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في عام 1977 ميلادية وسميت سوق

الكويت للأوراق المالية. وفي ابريل عام 1977 ميلادية تم افتتاح بورصة الأوراق المالية أطلق عليها اسم سوق الكويت للأوراق المالية.

وفي 14 / 8 / 1983 ميلادية صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد، وفي اغسطس 1990 ميلادية توقف التعامل في السوق لفترة 28 شهرا نتيجة الغزو العراقي للكويت، مما أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة من 54 شركة إلى 28 شركة. وفي أواخر شهر سبتمبر عام 1992 أعيد افتتاح السوق بعد أن اكتملت كافة مرافق السوق المالية والإدارية والفنية والمحاسبية.

وفي شهر اكتوبر عام 1966 وقعت كل من الكويت ومصر ولبنان في القاهرة اتفاقية لربط الأسواق المالية بالشكل الذي يتيح الإدراج المشترك في بورصاتها من خلال نظام الحفظ المركزي، بهدف تنظيم عملية التداول للأوراق المالية في أسواقها وإجراء عمليات التسوية المالية المتعلقة بنقل ملكية هذه الأوراق وكذلك تنظيم المعلومات ونشرها في الأسواق المالية الثلاثة، كما يرتبط سوق الكويت للأوراق المالية مع كل من سوق البحرين وسلطنة عمان للأوراق المالية منذ شهر سبتمبر عام 1997 باتفاقية تعاون متبادل بهدف توثيق وزيادة إقامة التعاون المشترك في المجالات المتعلقة بتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية في هذه الأسواق حيث تعد هذه الاتفاقية أولى الخطوات نحو إنشاء سوق أسهم موحدة في الخليج.

أما فيما يخص تطور نظام المتاجرة في سوق الكويت للأوراق المالية فقد جاءت المتاجرة في سوق الأسهم الكويتية وفقا لنظام المفاوضات أو التفاوض فوق الكاونتر والذي يعمل به في اغلب الأسواق العالمية. وتتم المتاجرة في هذا النظام بين المشتري والبائع أو الشخص الذي يمثل

أعلى الأسعار والنوعية حتى تتحقق العملية وفقا للوائح التي تحد من الزيادة في المضاربة التجارية. ثم تحول نظام التداول من المفاوضة بين البائع والمشتري إلى نظام المزايدة المكتوبة حيث يتم إعلان أسعار البيع وأسعار الشراء على اللوحة ويتم التفاوض بعد ذلك بين أصحاب أقل سعر معلن للبيع وأعلى سعر معلن للشراء. واهتمت إدارة السوق منذ إعادة تنظيمه بتطوير نظام الوساطة باعتباره ركنا أساسيا من أركان السوق ويعد مسؤولا عن نجاح وانتظام العمل بها.

في اغسطس من عام 1984 صدر المرسوم الأميري الخاص بإدراج الوسطاء ومعاونيهم في السوق وقصر المرسوم عمليات الوساطة على الشركات المرخص لها بذلك، كما اشترط على الوسيط أن يدون الأمر الذي يتلقاه من العملية على نموذج التفويض المعد لذلك من قبل السوق وان يتضمن النموذج أولوية هذا الأمر بالنسبة لغيره.

وفي ديسمبر من عام 1986 صدر مرسوم أميري لتنظيم تصفية عمليات تداول الأوراق المالية وغرفة المقاصة في السوق، حيث أوجب المرسوم أن تتولى التصفية التي تجري على الأوراق المالية المسجلة في السوق غرفة مقاصة تقوم بتحديد مراكز أطراف هذه المعاملات وإجراء المقاصة بين مالهم وما عليهم من حقوق تجاه بعضهم البعض. ثم جاء قرار لجنة السوق رقم 3 لسنة 1987 بشأن غرفة المقاصة، حيث حولها القيام بكافة الإجراءات التي تتطلبها عمليات التقاص وأوجب عليها أن تقوم بإخطار الشركات المسجلة في السوق بأسماء آخر من آلت إليهم أسهمها.

وفي مايو عام 1987 صدر قرار لمدير السوق بشأن تنظيم إجراءات تسجيل ونقل ملكية الأسهم المدرجة وعهد إلى الشركة الكويتية للمقاصة تولي مهام غرفة المقاصة في السوق. وفي إطار الاتفاقية الاقتصادية الموحدة لدول مجلس التعاون الخليجي أصبح يحق لمواطني دول

مجلس التعاون الخليجي تداول أسهم أي من الشركات الكويتية بما فيها البنوك وشركات الاستثمار والتأمين على أن يكون هذا الحق مكفولا في حدود 25 في المائة كحد أقصى من أسهم الشركات.

ولتحسين أداء سوق الكويت للأوراق المالية وزيادة كفاءته وتحقيق المرونة والعدالة والسرية التامة بين المتعاملين، فقد تم تقديم نظام التداول الآلي (كاتس) إلى سوق الأسهم الكويتية وذلك باستعمال أجهزة إلكترونية تم تطويرها وفقا لمتطلبات سوق الأسهم الكويتية، حيث صمم هذا النظام ليعمل باللغة العربية مع إمكانية ربطه مع العملاء من خارج السوق في الكويت والأسواق المالية الأخرى خارج الكويت، كما يوفر هذا النظام للوسيط بكل خطوة يقوم بها معلومات مفيدة تساعده لإتمام الصفقة وفي نهاية يوم التداول يحصل العميل على كشف حساب موضحا له جميع الصفقات التي تمت باسمه في ذلك اليوم ورصيد كل صفقة على حده والرصيد الشامل لكل الصفقات.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

قام الباحث بمسح الدراسات السابقة حول موضوع هذه الدراسة، وتمت الإفادة من بعض الدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة ومن هذه الدراسات ما يلي:

- دراسة (قاسم، 2000) بعنوان: أثر هندسة السوق المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الاستثمارية الكفوءة، دراسة تطبيقية في سوق الأوراق المالية في الأردن.

هدفت الدراسة إلى بيان أهمية استخدام أدوات الهندسة المالية وجوهرها المشتقات: المستقبلات، العقود الآجلة، الخيارات والمبادلات، وكذلك تكنولوجيا المعلومات، في بناء المحافظ

الاستثمارية في المؤسسات المالية والمصرفية الأردنية. وقد تم اختيار عينة مكونة من 29 شركة مدرجة في سوق عمان المالي 17 بنكاً و 12 شركة صناعية، وتم توزيع استبيان على مديري المحافظ الاستثمارية لمعرفة آرائهم حول استخدام أدوات الهندسة المالية وجوهرها المشتقات، في بناء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي الأردني. وقد أظهرت نتائج تحليل البيانات لعينة مديري الاستثمار عن حماسهم واندفاعهم لاستخدام المشتقات المالية في المؤسسات المالية والمصرفية الأردنية، لما لها من آثار إيجابية على المحافظ الاستثمارية متمثلة في ارتفاع العوائد، وانخفاض المخاطر، وتحسين السيولة، وتعزيز الملاءة، وزيادة القيمة السوقية. كذلك تضمنت الدراسة عدداً من التوصيات، من أهمها: تحفظ الباحث من التسرع في استعمال هذه المنتجات، والتدرج في استخدامها، نظراً للمخاطر الهائلة التي شهدتها تجارب تطبيق هذه المنتجات في كثير من أسواق العالم المتقدمة والناشئة، وضرورة التوسع في الدراسات العملية والميدانية لهذه الأدوات عبر المناهج التعليمية بمختلف المراحل الجامعية.

- دراسة (Haight & Kelly, 2005) بعنوان:

The Role of Derivatives as an Asset/ Liability Management Tool

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أهمية دور المشتقات في إدارة الموجودات / المطلوبات في البنوك. وقد استخدم الباحثان مثالين لميزانية افتراضية ومبسطة لبنكين هما: بنك يمتلك فجوة موجبة والآخر يمتلك فجوة سالبة، لدراسة إمكانية استخدام المشتقات كأدوات للتحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة. وأوضح الباحثان أهمية استخدام العقود المستقبلية (Futures) في التحوط من مخاطر أسعار الفائدة في حالة ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة بوجود فجوة قائمة المركز المالي السالبة والموجبة خلال الفترة الممتدة من ثلاثة شهور إلى سنة، ومبادلات (مقايضات)

الفائدة لأكثر من سنة. وخلصت الدراسة إلى أنه على إدارات البنوك اعتبار المشتقات المالية كأدوات للتحوط عندما تحاول تخفيف أثر تغير أسعار الفائدة على صافي الفوائد، وذلك بسبب فاعلية وسرعة وكفاءة هذه الأدوات في خفض مخاطر أسعار الفائدة في قائمة المركز المالي، بدون إعادة هيكلة القروض والودائع. وأوصت الدراسة بأن نجاح استخدام المشتقات كأدوات للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، يتطلب من إدارات البنوك اتباع سياسة محددة في إدارة المخاطر، وتطوير الرقابة، وفهم كامل لطبيعة المشتقات المالية، ومراعاة بعض القضايا الهامة ذات العلاقة المرتبطة باستخدام هذه الأدوات مثل المخاطر الائتمانية عند استخدام مبادلات الفائدة والخيارات، والقضايا القانونية والرقابية والمحاسبية.

- دراسة، خليفة، (2009)، بعنوان: **العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية**. هدفت هذه الدراسة التعرف على العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة السعودية التي تتداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي والمكونة من 86 شركة. وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها ما يلي:

1- أن نشاط التغطية يمكن أن يزيد من قيمة المنشأة وذلك من خلال تخفيض تكلفة التمويل والذي يتحقق عن طريق تقليل الضرائب المتوقعة، تقليل التكاليف المرتبطة بالعسر المالي، وتقليل تكاليف الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي.

2- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من درجة الرفع المالي، ومخاطر السوق ومجموع الأصول، ونسبة التداول وقرار تبني استخدام المشتقات المالية، بينما لم تؤكد النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بالنسبة لباقي المتغيرات المستقلة.

وفي ضوء هذه النتائج التي توصلت إليها الدراسة قدم الباحث مجموعة التوصيات منها البدء في إعداد كوادر مؤهلة في المؤسسات المالية المختلفة منها البنوك وشركات التأمين للتعامل مع المشتقات المالية خاصة وان هناك العديد من الأسواق العربية تسعى جيداً نحو إدخال المشتقات المالية في أسواقها.

- دراسة، أبو غده، (2009)، بعنوان: **ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)**. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي، وتعتبر هذه الدراسة من الدراسات النظرية التي اشارت إلى إن طرح المشتقات المالية مجدداً، بعد أن صدرت بشأنها قرارات مجتمعية مثل قرار الأسواق المالية الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي وأكدت ذلك المعايير الشرعية ومنها معيار بيوع السلع الدولية ومعيار المؤشرات الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، إذ أكدت أن هذا الطرح ينطلق من أن هذه المشتقات يعتبرها مطبقوها من الهندسة المالية التي لا يستغني عنها العمل المالي، ومن أدوات التحوط التي يحرص عليها مديرو الاستثمار، بالإضافة إلى جهود من الهيئات الشرعية لتأصيل البدائل المشروعة لحماية رأس المال، بعيداً عن الممارسات التي تقوم على الغرر الكثير وأكل المال بمجرد الاشتراط الذي يتدرج في المقامرة والحصول على عوائد لا تنشأ عن قيمة مضافة وتجاوفي ضوابط أو القواعد الشرعية العامة للعقود. وأوصت الدراسة

بضرورة وجود بدائل للتحوط ذات هندسة مالية خاصة تنصب على التعامل بالعقود مع استخدام مبدأ الوعد الملزم والتعويض الواجب عن الضرر الناشئ عن النكول في الوعد.

- دراسة، علي، (2010)، بعنوان: استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على المفاهيم المتعلقة بإدارة المخاطر الائتمانية، معاملات مالية، التحوط، والمشتقات المالية، وذلك من خلال البحث في أهم استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر وذلك من خلال دراسة نظرية لهذه المفاهيم والاستراتيجيات.

خلصت الدراسة إلى انه إذا كانت أية معاملة مالية تنطوي على مخاطرة، فإن السعي إلى التحوط ضد المخاطر أو إدارتها يعتبر مطلباً ملحاً، لهذا فانه منذ أن ظهرت المشتقات لا تزال تثير الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية، فبحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يرد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان الذي لا يعترف به القانون العام، ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ، لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس، أما المدافعون عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك، وهي بذلك توصف بالمشتقات السامة.

- دراسة، محمود، (2010)، بعنوان: مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على عقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة، وذلك من خلال دراسة نظرية للمفاهيم المتعلقة بهذه المشتقات، وكذلك المخاطر المتعلقة باستخدامها وهي المخاطر السوقية والمخاطر الائتمانية والمخاطر التشغيلية أو التنظيمية والمخاطر القانونية وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

1- الهدف من استراتيجيات المشتقات هو تقليل التعرض لمخاطر سعر الفائدة، أسعار الصرف وتقلبات الأسعار، إذ من خلال الدخول في هذه العقود، تستطيع المصارف أو المؤسسات الأخرى تغطية مخاطر السوق التي تتعرض لها.

2- شهدت المشتقات هجوما مستمرا عليها باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها، ومما لا غرو فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، والتي تعرضت لها مجموعة من المنشآت، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

3- في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر، يتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب، وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.

وأوصت بضرورة أن تحافظ المصارف والمؤسسات الأخرى على دورها كمحتاطة، وان تبعد عن دور المضارب، وأن تتفهم كذلك المتطلبات الرقابية لنشاط المشتقات، بما في ذلك المتطلبات الحالية التي يجب الوفاء بها، بل كذلك متابعة المستجدات في هذا الخصوص.

- دراسة نور، والكبيسي، (2011)، بعنوان: المشكلات الجوهرية للمشتقات المالية في اطار معيار المحاسبة الدولي رقم (39) وموقعها في المسؤولية عن الازمة المالية العالمية الحالية. هدفت هذه الدراسة إلى عرض وتحليل دور أهم العوامل التي يمكن ان تقف وراء حدوث الازمة المالية الحالية، كذلك عرض وتحليل المشكلات الجوهرية التي ترافق التعامل بالمشتقات المالية والمحاسبة عنها في اطار معيار المحاسبة الدولي (39)، وبيان آثار تلك المشكلات ودورها وانعكاساتها على الازمة المالية العالمية، استندت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وبالاعتماد على الدراسات النظرية المتاحة من كتب ودوريات ومؤشرات وشبكة انترنت من جهة، ومن جهة أخرى فإنها تستعين بالبيانات والمؤشرات الفعلية ونتائج الدراسات الميدانية المتحققة في مجال مشكلات معايير المحاسبة الدولية وغيرها من العوامل التي ترتبط بموضوع الازمة. وخلصت الدراسة الى ان معايير المشتقات المالية وهي اكثر المعايير اثارة للجدل تعتبر المتهم الاول في حدوث الازمة المالية ومن البراهين على ذلك:

1- ان اثر المشتقات في الازمة المالية اكبر واعم من غيرها من الاسباب حيث قدرت قيمتها بحوالي نصف مليون ترليون دولار كانت من أبرز أسباب الأزمة لان هذا المبلغ يعادل حوالي نصف حجم الاثر المالي للازمة على الاقتصاد العالمي الذي يقدر بنحو الف ترليون (ما يعادل كوادريون) دولار.

2- ان الاقتصاديين يتخبطون حول تحديد السبب الرئيسي والذي يعود الى شيوع عمليات كثيرة وكبيرة خارج المؤلف والمتعارف عليه، وهذا ما تتمثل به اصلا عمليات المشتقات المالية من وهمية وريى وبيع الديون، وإذا قيل ان جذور الازمة جاءت بسبب الافراط في منح القروض

فان ما تبعها من تعاملات والمستندة الى الفائدة والربا الفاحش والمتعلق بالمشتقات كان الاكبر والأخطر.

3- ان عمليات المشتقات المالية شجعت وأباحت ممارسات محاسبية خاطئة بل انه رغم كثرة التعديلات على المعيار (39) عموما والمشتقات خصوصا كان اتجاهها يدل على مزيد من الاعتماد على العمليات الوهمية والطرق المعقدة وتراكماتها مما ساهم في تعميق المشاكل القائمة, وابتعدت عن تقديم الخدمة الحقيقية للوفاء باحتياجات الزبائن, والاحتفاظ بهم وكسب رضاهم. نجد اذن ان المشتقات المالية بحد ذاتها تمثل المنبع الرئيس لأكثر المشكلات الجوهرية والتي تمس اصل كل العمليات وأخرى تترتب عليها وتنعكس في المحاسبة عن تلك المشتقات بكل مراحلها من الاعتراف والقياس والتحوط والإفصاح حتى عملية التحليل المالي.

- دراسة (Berkman et al, 2012) بعنوان:

Financial Derivative Instrument Use in Australia

استخدام المشتقات المالية كأدوات مالية في استراليا. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على كيفية استخدام المشتقات المالية كأدوات مالية في استراليا، كذلك معرفة العلاقة بين استخدام المشتقات المالية والخصائص المالية للشركات، وقد استخدمت متغيرات المخاطر الائتمانية والمخاطر التشغيلية أو التنظيمية، وقد أجريت على كل من الشركات الصناعية وشركات التعدين في استراليا، وقد أكدت نتائج الدراسة على ما يلي:

1- أن الرافعة المالية وحجم المنشأة يمثلان المتغيرات التفسيرية الأساسية لاستخدام المشتقات، وأنه كلما زادت الأسهم المملوكة من جانب المديرين دل ذلك على تنويع أقل وبالتالي احتمال أكبر بشأن الحاجة إلى التغطية.

2- أن نشاط التغطية يمكن أن يقلل من التباين في قيمة المنشأة، وبالتالي احتمال أن تواجه المنشأة العسر المالي، ونظراً لأن العسر المالي يترتب عليه تكاليف لا يمكن تغييرها فإن تقليل التذبذب في قيمة المنشأة يمكن أن يضيف قيمة للمنشأة.

3- أن توزيعات الأرباح التي تطبقها المنشأة تؤثر على قرار التغطية، وأن نسبة التوزيعات العالية تزيد من احتمال قيام المنشأة بعملية التغطية لكي تؤكد قدرتها على مقابلة التوزيعات المالية المتوقعة.

4- أنه في ظل الأسواق الكاملة تكون قيمة المنشأة مستقلة عن سياستها في التغطية، وبالتالي تعتبر التغطية غير مجدية في مثل هذه الأسواق، ونظراً لغياب الشروط الخاصة بالأسواق الكاملة وعمل المنشآت في أسواق واقعية فإن سياسة التغطية سوف يكون لها تأثير على قيمة المنشأة مما يدفع الإدارة إلى القيام بهذا النشاط.

ما تتميز به الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تتضح مميزات الدراسة الحالية مقارنة بالدراسات السابقة، وكما هو مبين بالجدول رقم (2-3) التالي:

الجدول (2-3)

ما يميز الدراسة الحالية مقارنة بالدراسات السابقة

المجال	الدراسات السابقة	الدراسة الحالية
المجتمع المبحوث	شمل شركات تعمل في قطاعات محددة ومنها ما أجري في البنوك وفي بيئات عالمية مختلفة	يشمل جميع شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية
المتغيرات الخاضعة للبحث	تتراوح بين متغيرين اثنين إلى خمسة متغيرات العقود المستقبلية والمبادلات والمعاملات المالية، والتحوط، والمشتقات المالية	شملت أربعة متغيرات مستقلة وهي مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية ومتغيرين تابعين هما الربحية والحصة السوقية
البيئة التي أجريت	شملت بيئات محددة من مناطق مختارة من	أجريت في البيئة الكويتية وخضعت لها

شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	الأردن والسعودية ومنها ما اجري في بيئات عالمية مثل استراليا	فيها الدراسة
اعتمدت قياس مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية	اعتمدت مقاييس مختلفة فمنها تطبيق إستراتيجية استخدام مشتقات الفائدة في التحوط من مخاطر أسعار الفائدة على واقع البيانات المالية من الميزانيات الصادرة عن البنوك عينة الدراسة ويهدف إجراء عملية التحوط الكامل	ماذا تقيس
دراسة ميدانية في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	منها دراسات نظرية اعتمدت على بيانات افتراضية في المجال التطبيقي ودرست دور المشتقات المالية في التحوط من مخاطر أسعار الفائدة من الناحية النظرية	طبيعة الدراسة

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

1-3 منهج الدراسة

2-3 مجتمع الدراسة والعينة

3-3 أداة جمع البيانات

4-3 قياس المتغيرات واختبار الصدق والثبات

5-3 أساليب التحليل الإحصائي للبيانات

6-3 أساليب جمع البيانات والمعلومات

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

يتناول الباحث في هذا الفصل وصفا للمنهجية التي استخدمها في إجراء هذه الدراسة، إذ يتضمن وصفا لمنهج الدراسة ومجتمع الدراسة وكذلك بيان للعينة، وكذلك أداة جمع البيانات ومدى ثباتها وصدقها، كما يتضمن الطرق المتبعة في جمع البيانات والأساليب الإحصائية لتحليل البيانات.

3-1 منهج الدراسة

تعتبر هذه الدراسة من الدراسات الميدانية والتي اتبع فيها الباحث الأسلوب الوصفي التحليلي، بهدف التعرف على مخاطر استخدام المشتقات المالية الآجلة على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة تطبيقية في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ تم دراسة وتحليل البيانات ومقارنة متغيرات الدراسة من خلال تحويل المتغيرات غير الكمية إلى متغيرات كمية قابلة للقياس، وذلك بهدف التعامل معها في اختبار الفرضيات وبيان نتائج وتوصيات الدراسة.

3-2 مجتمع الدراسة والعينة

يتكون مجتمع الدراسة من شركات الوساطة التي تستثمر الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والتي تستثمر في المشتقات المالية البالغ عددها (14) شركة.

أما عينة الدراسة فتم اختيارها من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة البالغ عددهم حوالي (180) وسيطاً، إذ تم توزيع الاستبانات على المجتمع كاملاً لقلّة عددهم وسهولة الوصول إليهم. إذ تم توزيع هذا العدد وقد استرد الباحث (146) استبانة وبنسبة (81.1%) من إجمالي الاستبانات الموزعة، وبعد أن تم فرز الاستبانات تم استبعاد (4) استبانات لعدم صلاحيتها للتحليل الإحصائي أو لعدم اكتمال تعبئة بعضها من المبحوثين، وبذلك استقرت العينة على (142) مستجيباً، وبنسبة (78.9%) من إجمالي الاستبانات الموزعة، ويوضح الجدول رقم (1-3) مجموع الاستبانات الموزعة والمستردة والصالحة للتحليل الإحصائي والنسب المئوية من إجمالي عدد الاستبانات الموزعة.

الجدول (1-3)

مجموع الاستبانات الموزعة والمستردة والصالحة للتحليل

الاستبانات الصالحة للتحليل		الاستبانات المستردة		الاستبانات الموزعة		الفئة
النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	
78.9%	142	81.1%	146	100%	180	عينة الدراسة من الوسطاء الماليين في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بناءً على نسبة الردود.

3-3 أداة جمع البيانات

قام الباحث بتصميم استبانة وتطويرها وحسب ما تقتضيه متغيراتها، وقد غطت الفرضيات والمحاور التي استندت عليها، وباستخدام عبارات تقييميه لتحديد أهمية إجابات العينة المبحوثة. وتم اعتماد مقياس ليكرت المكون من خمس درجات لتحديد درجة الأهمية النسبية لكل فقرة من فقرات الاستبانة، (موافق بشدة 5 علامات، موافق 4 علامات، موافق الى حد ما 3 علامات، غير موافق علامتان، غير موافق بشدة علامة واحدة). والملحق رقم (1) يبين نموذج استبانة الدراسة كما تم توزيعه على المستجيبين.

3-4 قياس المتغيرات واختبار الصدق والثبات

قام الباحث باستخدام استبانة خطية مكونة من جزأين رئيسيين هما:
الجزء الأول: وخصص للتعرف على العوامل الديموغرافية للمستجيبين من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مثل (الجنس، العمر، سنوات الخبرة، والمؤهل التعليمي، والشهادات المهنية). إذ اشتملت الدراسة على المتغيرات التصنيفية الآتية:

أ- **العمر:** وله خمس مستويات هي: 30 سنة فأقل، 31-35 سنة ، 36-40 سنة،

41 - 45 سنة ، 45 سنة فأكثر.

ب- **سنوات الخبرة:** وله أربع مستويات هي: 5 سنوات فأقل، 6-10 سنوات، 11-15

سنة، 15 سنة فأكثر.

ج- **المؤهل العلمي:** وله أربع مستويات هي: (دبلوم، بكالوريوس، ماجستير، دكتوراه).

د- الشهادات المهنية: وله خمس تصنيفات (CIA ، CPA ، CFA ، CISA) ،
لايحمل شهادة).

الجزء الثاني: وخصص للعبارات التي تغطي متغيرات الدراسة، والتي تتمثل في معرفة أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية الآجلة على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد تم صياغة عدد من الفقرات تم إدراجها ضمن المحاور التي تغطي فرضيات الدراسة وقد بلغ عدد فقرات الاستبانة (48) فقرة، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: المحور الأول: وتضمن (34) فقرة تتعلق بالمتغيرات المستقلة وهي مخاطر استخدام المشتقات المالية، وكما يلي:

أ- المجال الأول: وتضمن (10) فقرات تتعلق بمخاطر السوق.

ب- المجال الثاني: وتضمن (7) فقرات تتعلق بالمخاطر الائتمانية.

ج- المجال الثالث: وتضمن (8) فقرات تتعلق بالمخاطر التشغيلية أو التنظيمية.

د- المجال الرابع: وتضمن (9) فقرات تتعلق بالمخاطر القانونية.

ثانياً: المحور الثاني: وتضمن (14) فقرة تتعلق بقياس المتغيرات التابع أداء الشركات بمؤشراته، وهي كما يلي:

أ- المؤشر الأول: وتضمن (8) فقرات تتعلق بالربحية.

ب- المؤشر الثاني: وتضمن (6) فقرات تتعلق بالحصة السوقية.

كما قام الباحث بإخضاع الاستبانة لعدة اختبارات هي:

1- اختبار الصدق الظاهري: للتعرف على الأسئلة المرتبطة ببعضها للتأكد من مدى اتساق إجابتها حتى تعكس أهداف الدراسة وتساؤلاتها، إذ تم عرضها على ذوي الخبرة والاختصاص

وهيئة محكمين من أساتذة المحاسبة والإحصاء للحكم على مدى صلاحيتها كأداة لجمع البيانات، وتم إجراء التعديلات المقترحة من المحكمين والأساتذة المختصين قبل توزيعها على عينة الدراسة. والملحق (2) يبين أسماء محكمي الاستبانة.

2- اختبار ثبات الأداة: للتأكد من مدى صلاحية الاستبانة كأداة لجمع البيانات اللازمة للدراسة الحالية تم اختبار مدى الاعتمادية على أداة جمع البيانات باستخدام معامل كرونباخ. وقد بلغت درجة اعتمادية هذه الاستبانة حسب اختبار كرونباخ ألفا (92.6 %) وهي نسبة ممتازة وذات اعتمادية عالية لنتائج الدراسة الحالية، إذ إن النسبة المقبولة لتعميم نتائج مثل هذه الدراسات هي 60%. ويوضح الجدول رقم (2-3) معاملات الثبات لجميع متغيرات الدراسة (Sekaran, 2000).

الجدول (2-3)

قيمة معامل الثبات لمتغيرات الدراسة

معامل الثبات كرونباخ ألفا	اسم المتغير	تسلسل الفقرات
72.5 %	مخاطر السوق	10-1
83.9 %	المخاطر الائتمانية	17-11
73.8 %	المخاطر التشغيلية أو التنظيمية	25-18
87.2 %	المخاطر القانونية	34-26
91.1 %	الربحية	42-35
90.9 %	الحصة السوقية	48-43
92.6 %	المعدل العام للثبات	48-1

وتم اعتماد مقياس ليكرت المكون من خمس درجات لتحديد درجة الأهمية النسبية لكل

فقرة من فقرات الاستبانة، كما حدد الباحث ثلاثة مستويات هي (منخفض، متوسط، مرتفع) عند

التعليق على المتوسط الحسابي للمتغيرات الواردة في نموذج الدراسة وذلك بناء على المعادلة الآتية:

طول الفئة = (الحد الأعلى للبيد - الحد الأدنى للبيد) / عدد المستويات

$1.33 = 3/4 = 3/(1-5)$. وبذلك تكون المستويات كالتالي:

منخفض من (1) - أقل من (2.33).

متوسط من (2.34) - (3.67).

مرتفع من (3.68) إلى (5).

3-5 أساليب التحليل الإحصائي للبيانات

تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- 1- التكرارات والنسب المئوية: وذلك لوصف خصائص عينة الدراسة.
- 2- الوسط الحسابي والانحراف المعياري: وذلك لتحديد أهمية العبارات الواردة في الاستبانة، وكذلك لبيان مدى تشتت الإجابات عن وسطها الحسابي.
- 3- تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression): وذلك من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة مجتمعة في المتغير التابع.
- 4- تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) وذلك من أجل اختبار تأثير كل متغير مستقل في المتغير التابع.
- 5- اختبار ألفا كرونباخ: (Cronpach's Alpha) وذلك لاختبار مدى الاعتمادية على أداة جمع البيانات المستخدمة في قياس المتغيرات التي اشتملت عليها الدراسة.

3-6 أساليب جمع البيانات والمعلومات

تم الاعتماد في هذه الدراسة على نوعين من مصادر المعلومات هما المصادر الأولية والمصادر الثانوية وكما يلي:

أولاً: البيانات الأولية: وهي البيانات التي تم الحصول عليها من خلال إعداد استبانة خاصة لموضوع هذه الدراسة، غطت التساؤلات والفرضيات والمحاوير التي استندت عليها الدراسة الحالية.

ثانياً: البيانات الثانوية: وهي تلك البيانات التي تم الحصول عليها من خلال الرجوع إلى المكتبات المختلفة ومطالعة الدراسات السابقة، وذلك لوضع الإطار النظري لهذه الدراسة، وتشمل ما يلي:

(أ) كتب المحاسبة والمواد العلمية والأبحاث المحاسبية، وخاصة تلك التي تبحث في موضوع المشتقات المالية وأدواتها والأداء.

(ب) رسائل الماجستير وأطروحات الدكتوراه التي تبحث في موضوع المشتقات المالية والمخاطر المتعلقة باستخدامها والأداء.

(ج) الدوريات المتخصصة التي كتبت حول موضوع مخاطر المشتقات المالية والأداء.

(د) التقارير والنشرات الصادرة عن الشركات الاستثمارية محل الدراسة، وكذلك تلك الصادرة عن سوق الكويت للأوراق المالية.

(هـ) المعلومات المتوفرة على الإنترنت.

الفصل الرابع

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

1-4 خصائص عينة الدراسة

2-4 نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

3-3 نتائج اختبار فرضيات الدراسة

الفصل الرابع

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

المقدمة

بعد أن انتهت عملية جمع المعلومات اللازمة للدراسة الحالية من خلال أدواتها، تم إدخال تلك البيانات والمعلومات إلى جهاز الحاسوب لأغراض المعالجة والتحليل. وقد تم معالجتها باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS). وتحليلها باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة، وكما يلي:

- 1- تم التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة بإيجاد المتوسطات الحسابية، والانحرافات المعيارية للمتغيرات قيد الدراسة، كذلك تم إيجاد التكرارات والنسب المئوية.
 - 2- تم اعتماد اختبار الانحدار المتعدد Multiple Regression لاختبار فرضيات الدراسة، إذ تم حساب قيم F التي تقيس مستوى معنوية العلاقة بين مجموعة المتغيرات المستقلة مجتمعة والمتمثلة بمخاطر استخدام المشتقات المالية والمتغير التابع التي تضمنها نموذج الانحدار المتعدد المستخدم في هذه الدراسة والمتمثل في أداء الشركات وتشير قاعدة القرار للاختبار على "رفض الفرضية العدمية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_a إذا كانت قيم (F) المحسوبة أكبر من قيمتهما الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (Sig.) 5%، ومستوى ثقة 95%".
- (Sekaran, 2000).

3- تم استخدام اختبار الانحدار البسيط (Simple Regression) لاختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عن الفرضية الرئيسية، وذلك بحساب قيم T التي تقيس إمكانية وجود تأثير لكل متغير مستقل من متغيرات مخاطر استخدام المشتقات المالية على المتغير التابع وهو أداء الشركات، وتشير قاعدة القرار للاختبار على "رفض الفرضية العدمية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_a إذا كانت قيم (T) المحسوبة أكبر من قيمتهما الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (Sig.) 5%، ومستوى ثقة 95%" (Sekaran, 2000).

4- تم احتساب معامل التحديد المتعدد (R^2) Coefficient of Multiple Determination والذي يمثل ويفسر نسبة التباين في متغير الدراسة التابع، والذي يمكن تفسيره من قبل مجموعة المتغيرات المستقلة، ويقاس قوة الأثر في نموذج الانحدار.

5- تم استخدام اختبار كرونباخ ألفا وذلك لمعرفة مدى الاعتمادية على أداة جمع البيانات المستخدمة في قياس المتغيرات التي اشتملت عليها الدراسة.

4-1 خصائص عينة الدراسة

لقد تم اختيار مجموعة من العوامل الديموغرافية للمستجيبين من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مثل (العمر، سنوات الخبرة، والمؤهل التعليمي، والشهادات المهنية). وذلك من أجل بيان بعض الحقائق المتعلقة بهذه الفئة من المجتمع، وتبين الجداول التالية النتائج التي تم التوصل إليها فيما يتعلق بخصائص أفراد العينة.

الجدول (1-4)
توزيع عينة الدراسة حسب العمر

النسبة %	التكرار	الفئات
9.9%	14	30 سنة فأقل
41.5%	59	35-31 سنة
24.6%	35	40-36 سنة
9.9%	14	45 - 41 سنة
14.1%	20	45 سنة فأكثر
100%	142	المجموع

يلاحظ من خلال مطالعة البيانات الواردة في الجدول السابق إن أعمار النسبة الأعلى من عينة الدراسة من الوسطاء الماليين في شركات الوساطة، يتركزون في الفئة التكرارية (31-35 سنة) وشكلوا ما نسبته 41.5% من إجمالي عينة الدراسة، ثم الفئة التكرارية (36-40 سنة)، وشكلوا ما نسبته 24.6% من إجمالي حجم العينة، ثم الفئة التكرارية (45 سنة فأكثر) وشكلوا ما نسبته 14.1% من إجمالي العينة، ثم الفئتين (41 - 45 سنة) و (30 سنة فأقل) وشكلت كل فئة ما نسبته 9.9% من إجمالي العينة. ويفسر الباحث هذه النتائج إن الإنسان في هذه المرحلة المتقدمة من العمر يتميز بالاتزان والهدوء، وبالتالي فإن القرارات الصادرة عنه سوف تعبر عن قدرته على فهم الأمور الاستثمارية ووضعها في مكانها الصحيح، كما يشير التوزيع المتقارب لأعمار مجتمع الدراسة أن هذه المهنة يتوفر فيها عنصر الاستمرارية في الإقبال عليها من مختلف الفئات العمرية.

ثانياً: سنوات الخبرة

الجدول (4-2)

توزيع عينة الدراسة حسب سنوات الخبرة

النسبة %	التكرار	الفئات
23.9%	34	5 سنوات فأقل
14.8%	21	6-10 سنوات
45.8%	65	11-15 سنة
15.5%	22	15 سنة فأكثر
100%	142	المجموع

يلاحظ من خلال مطالعة البيانات الواردة في الجدول السابق إن اغلب عينة الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، تتراوح سنوات خبرتهم (11-15 سنة)، حيث بلغ عددهم 65 مستجيباً وبنسبة 45.8% من إجمالي العينة، وشكل المستجيبون الذين يملكون خبرة 5 سنوات فأقل نسبة 23.9% من إجمالي العينة، وشكل الذين يملكون خبرة 15 سنة فأكثر ما نسبته 15.5% من إجمالي العينة، وأخيراً جاء الذين يملكون خبرة (6-10 سنوات) ما نسبته 14.8% من إجمالي حجم العينة. وهذا مؤشر على أن خبرة هؤلاء الوسطاء جيدة، حيث تمنحهم ميزة إيجابية إضافية تمكنهم من التعامل مع الأمور الاستثمارية بطريقة مهنية كبيرة.

ثالثاً: المؤهل التعليمي

الجدول (3-4)

توزيع عينة الدراسة حسب المؤهل التعليمي

النسبة %	التكرار	الفئات
30.3%	43	دبلوم
66.2%	94	بكالوريوس
3.5%	5	ماجستير
-	-	دكتوراه
100%	142	المجموع

يلاحظ من خلال مطالعة البيانات الواردة في الجدول السابق إن اغلب عينة الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية هم من حملة الدرجة الجامعية الأولى (البكالوريوس)، حيث بلغت النسبة 66.2% من حجم العينة، ثم جاء حملة شهادة الدبلوم 30.3% من حجم العينة، ثم جاء حملة شهادة الماجستير 3.5% من حجم العينة، وخلت العينة من حملة شهادة الدكتوراه. ويمكن القول أن ارتفاع مستوى التحصيل العلمي للوسطاء الماليين ضرورياً، سيما وان العمل السوق المالي يستدعي الحصول على درجة علمية مناسبة واكتساب معارف تؤهل هؤلاء للتعامل مع مختلف القضايا والحالات المحاسبية التي تواجههم أثناء العمل.

رابعاً: الشهادات المهنية

الجدول (4-4)

توزيع عينة الدراسة حسب الشهادات المهنية

النسبة %	التكرار	الفئات
7.7%	11	CISA
4.2%	6	CFA
2.8%	4	CPA
11.3%	16	CIA
73.9%	105	لا يحمل شهادة
100%	142	المجموع

يلاحظ من خلال مطالعة البيانات الواردة في الجدول السابق أن اغلب عينة الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية لا يحملون شهادات مهنية في التدقيق، حيث بلغ عدد المستجيبين الذين لا يحملون أي تأهيل مهني 105 مستجيباً وبنسبة 73.9% من حجم العينة. في حين بلغ عدد الذين يحملون شهادة CIA حوالي 16 مستجيباً وبنسبة 11.3% من حجم العينة، فيما بلغ الذين يحملون شهادة CISA 11 مستجيباً وبنسبة 7.7% من حجم العينة، فيما شكل المستجيبون الذين يحملون شهادة CFA ما نسبته 4.2% من حجم العينة، وشكل المستجيبون الذين يحملون شهادة CPA ما نسبته 2.8% من حجم العينة. وهذا مؤشر على أن عينة الدراسة تحتاج الى تأهيل مهني لأن ذلك يمنحهم ميزة إضافية في القدرة على العمل كوسطاء في السوق المالي.

4-2 نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

حاولت هذه الدراسة الإجابة عن الأسئلة التي تم طرحها في الفصل الأول من هذه الدراسة والتي مثلت مشكلتها والفرضيات التي بنيت عليها، وقد تم استخراج جميع المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للأسئلة الخاصة بمتغيراتها، والجداول التالية تبين استجابات عينة الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على الفقرات الخاصة بكل مجال من مجالات الدراسة. والتي كانت على النحو التالي:

أولاً: النتائج المتعلقة بالمتغيرات المستقلة: مخاطر استخدام المشتقات المالية

جدول (4-5)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر استخدام المشتقات المالية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
1	مخاطر السوق	3.7725	.46252	1	مرتفعة
2	المخاطر الائتمانية	3.6620	.50857	2	متوسطة
3	المخاطر التشغيلية أو التنظيمية	3.4921	.64742	4	متوسطة
4	المخاطر القانونية	3.5141	.75679	3	متوسطة
	<u>المجموع الإجمالي للدرجة الكلية</u>	3.6108	.43023		<u>متوسطة</u>

يشير الجدول (4-5) إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر استخدام المشتقات المالية قد تراوحت بين المستوى المرتفع والمستوى المتوسط وتراوحت متوسطاتها الحسابية ما بين 3.7725 - 3.4921 وجاءت مخاطر السوق بالمستوى المرتفع وبمتوسط حسابي بلغ 3.7725 وانحراف معياري 46252. ثم جاءت المخاطر الائتمانية بالمستوى المتوسط وبمتوسط حسابي بلغ 3.6620 وانحراف معياري 50857، ثم جاءت المخاطر القانونية بالمستوى المتوسط وبمتوسط حسابي بلغ 3.5141 وانحراف معياري 75679، وأخيرا جاءت المخاطر التشغيلية أو التنظيمية بالمستوى المتوسط أيضا وبمتوسط حسابي بلغ 3.4921 وانحراف معياري 64742.

وتشير النتيجة العامة إلى وجود مستوى متوسط من التأثير لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث بلغ المتوسط الحسابي العام 3.6108 ، في حين بلغ الانحراف المعياري العام 43023. ، وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Haight & Kelly, 2005) التي خلصت إلى أنه على إدارات البنوك اعتبار المشتقات المالية كأدوات للتحوط عندما تحاول تخفيف أثر تغير أسعار الفائدة على صافي الفوائد، وذلك بسبب فاعلية وسرعة وكفاءة هذه الأدوات في خفض مخاطر أسعار الفائدة في قائمة المركز المالي. ومن أجل التعرف على أبرز المخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية بشكل مفصل وكل على حده فقد كانت النتائج على النحو الآتي:

1- النتائج المتعلقة بمخاطر السوق

جدول (4- 6)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر السوق

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
1	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى مخاطر تتجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط.	4.0423	.75205	1	مرتفع
2	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى مخاطر تتجم عن تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد.	3.9155	.89516	3	مرتفع
3	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى نقص السيولة وتدهور أسعار بعض الأصول.	3.5000	1.0964	10	متوسط
4	يسهم استخدام المشتقات المالية بالسلوك السعري الناجم عن تغير الظروف الاقتصادية الراجعة لحدوث تغيرات غير مواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة.	3.8028	.75549	5	مرتفع
5	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة.	3.9300	.9576	2	مرتفع
6	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية.	3.6127	.72296	9	متوسط
7	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة التقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي ترتكز عليه الأداة المشتقة.	3.7887	.74216	6	مرتفع
8	يسهم استخدام المشتقات المالية بمخاطرة الأساس التي تتعلق بالتأثير المختلف لقوى السوق على أداء أو قيمة أدواتين أو أكثر مستخدمتين بصورة مدمجة.	3.6972	.77175	7	مرتفع
9	يسهم استخدام المشتقات المالية بمخاطرة السيولة التي ترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز .	3.8169	.71081	4	مرتفع
10	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى عدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال تدهور أسعار بعض الأصول.	3.6197	1.0963	8	متوسط
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.7725	.46252		مرتفع

يُظهر الجدول رقم (4-6) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير مخاطر السوق والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (4.0423) و (3.5000). وقد جاءت فقرة " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى مخاطر تنجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط" في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (4.0423) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.75205). وجاءت الفقرة التي تنص على أنه " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى نقص السيولة وتدهور أسعار بعض الأصول " بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.5000) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.0964).

وتشير النتيجة العامة إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمخاطر السوق قد جاءت بمستوى مرتفع، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ المتوسط الحسابي 3.7725 وبانحراف معياري 0.46252. وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة، خليفة، (2009) التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر السوق ومجموع الأصول، ونسبة التداول وقرار تبني استخدام المشتقات المالية. ويرى الباحث أن استخدام المشتقات المالية قد ينتج عن مخاطر السوق الناجمة عن تحرك الأسعار وعن التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات بسبب تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، أو نقص السيولة الذي يؤدي الى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمواجهة هذا التدهور.

2- النتائج المتعلقة بالمخاطر التشغيلية أو التنظيمية

جدول (4- 7)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
11	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها.	4.1761	.85302	1	مرتفع
12	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر الائتمانية التي تحدث في حال التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية.	3.6901	.85206	3	مرتفع
13	يسهم استخدام المشتقات المالية بزيادة مخاطرة الخسارة الناجمة عن إجراء الحصر الكمي باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة.	3.6268	.74003	4	متوسط
14	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى قيام المتعاملين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يومياً من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة.	3.7113	.73976	2	مرتفع
15	يساعد استخدام المشتقات المالية في تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية.	3.4225	.90172	7	متوسط
16	يساعد استخدام المشتقات المالية على عدم قيام المقرض بالوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد.	3.4437	1.1142	6	متوسط
17	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة خسائر المقرض التي تشمل تكاليف الفرصة الضائعة والمصاريف والتكاليف المتعلقة بمتابعة القروض المتعثرة	3.5634	1.0616	5	متوسط
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.6620	.50857		مرتفع

يُظهر الجدول رقم (4-7) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير

المخاطر التشغيلية أو التنظيمية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما

بين (4.1761) و (3.4225). وقد جاءت فقرة " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (4.1761) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.85302). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " استخدام المشتقات المالية يساعد في تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية" بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.4225) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.90172).

وتشير النتيجة العامة إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لل فقرات المتعلقة بالمخاطر التشغيلية أو التنظيمية قد جاءت بمستوى متوسط، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ المتوسط الحسابي 3.6620 وانحراف معياري ..50857

ويرى الباحث أن استخدام المشتقات المالية قد يؤدي الى زيادة الخسائر الاقتصادية وينجم عنها مخاطر تشغيلية تتمثل في عدم السداد في تاريخ الاستحقاق، وكذلك السداد الى الطرف الخطأ حيث يتكبد المستخدم النهائي الخسائر إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها.

3- النتائج المتعلقة بالمخاطر الائتمانية

جدول (4 - 8)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر الائتمانية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
18	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض في صافي الدخل.	3.4930	1.0296	4	متوسطة
19	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات.	3.5352	1.1087	3	متوسطة
20	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة.	3.2113	1.0094	8	متوسطة
21	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر الناجمة عن عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية.	3.3732	1.2582	7	متوسطة
22	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى الإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية.	3.3944	1.1420	6	متوسطة
23	خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.	3.8592	.98637	1	مرتفع
24	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة مخاطر الخطأ البشري، الغش والتزوير، قصور النظم.	3.4648	1.2471	5	متوسطة
25	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض قيمة الشركة.	3.6056	.94500	2	متوسطة
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.4921	.64742		متوسطة

يُظهر الجدول رقم (4-8) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير المخاطر الائتمانية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.8592) و(3.2113). وقد جاءت فقرة " خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.8592) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.98637). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة " بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.2113) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.0094).

وتشير النتيجة العامة إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر الائتمانية قد جاءت بمستوى متوسط، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ المتوسط الحسابي 3.4921 وانحراف معياري 0.64742.. ويرى الباحث أن استخدام المشتقات المالية قد ينجم عنه مخاطر الائتمان التي تنشأ عن عدم الالتزام بالعقد، حيث يلجأ المتعاملون الى توفير عدد من الادوات الرقابية لتوفير التقدير المسبق للمخاطر وتقدير الجدارة الائتمانية للطرف الاخر وتوفر الضمانات.

4- النتائج المتعلقة بالمخاطر القانونية

جدول (4- 9)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر القانونية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
26	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة مخاطر عدم التوافق أو التطابق مع القوانين والتشريعات الصادرة عن البنوك المركزية.	3.5986	1.0454	3	متوسط
27	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها.	3.4507	1.0076	7	متوسط
28	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات.	3.4718	1.1216	6	متوسط
29	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.	3.6549	.97519	2	متوسط
30	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب.	3.2324	1.1023	9	متوسط
31	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن وجود قوانين تحظر على الشركات الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.	3.4930	1.1407	5	متوسط
32	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة التغيرات التي تحدث في البيئة القانونية التي ترجع إلى كون العقود ليست ملزمة قانوناً.	3.4014	1.0984	8	متوسط
33	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد.	3.7535	1.1247	1	مرتفع
34	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن كون العقود ليست لها قوة التنفيذ.	3.5704	1.0612	4	متوسط
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.5141	.75679		متوسط

يُظهر الجدول رقم (4-9) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير

المخاطر القانونية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين

(3.7535) و (3.2324). وقد جاءت فقرة " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.7535) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.1247). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب" بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.2324) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.1023).

وتشير النتيجة العامة إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لل فقرات المتعلقة بالمخاطر القانونية قد جاءت بمستوى متوسط، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ المتوسط الحسابي 3.5141 و بانحراف معياري 75679.. وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة علي، (2010) التي خلصت إلى انه إذا كانت أية معاملة مالية تتطوي على مخاطرة، فإن السعي إلى التحوط ضد المخاطر أو إدارتها يعتبر مطلباً ملحاً، لهذا فإنه منذ أن ظهرت المشتقات لا تزال تثير الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية، فبحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان الذي لا يعترف به القانون العام.

ويرى الباحث أن استخدام المشتقات المالية قد ينجم عنه مخاطر قانونية تنشأ نتيجة عدم قانونية المشتقات، أو عدم وجود قوة قانونية للعقود أو عدم القدرة على تنفيذ العقد وهي تتضمن

مخاطر التوثيق غير الدقيق لبعض المعاملات، وعدم صلاحيات الطرف الاخر في التعاقد، وضعف القدرة على التنفيذ القضائي.

ثانيا: النتائج المتعلقة بالمتغير التابع: أداء الشركات

جدول (4 - 10)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير التابع: أداء الشركات

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
1	الربحية	3.5792	.79413	2	متوسط
2	الحصة السوقية	3.6103	.71511	1	متوسط
	<u>المجموع الإجمالي للدرجة الكلية</u>	3.5957	.73315		<u>مرتفعة</u>

يشير الجدول (4-10) إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لأداء الشركات قد جاءت جميعها بالمستوى المتوسط وبلغت متوسطاتها الحسابية بالنسبة لمؤشر متوسط الحصة السوقية بالمستوى المتوسط وبمتوسط حسابي بلغ 3.6103 وانحراف معياري 71511. وكان مؤشر الربحية بالمستوى المتوسط وبمتوسط حسابي بلغ 3.5792 وانحراف معياري 79413.. ومن أجل التعرف على ابرز مؤشرات أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية بشكل مفصل وكل على حده فقد كانت النتائج على النحو الآتي:

1- النتائج المتعلقة بالربحية

جدول (4 - 11)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للربحية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
35	ساهمت المشتقات المالية في تحسين ربحية الشركة.	3.4155	1.0399	7	متوسط
36	ساهمت المشتقات المالية في تخفيض تكلفة منتجات الشركة.	3.3803	.81417	8	متوسط
37	تعمل المشتقات المالية على زيادة قدرة الشركة في استخدام مواردها المتاحة.	3.6761	.92674	3	متوسط
38	تسهم المشتقات المالية في زيادة عدد الأسواق المستهدفة.	3.5211	1.1217	5	متوسط
39	تسهم المشتقات المالية في تطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية.	3.7535	1.0188	2	مرتفع
40	تسهم المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ توزيع جديدة	3.4366	.98546	6	متوسط
41	تؤدي المشتقات المالية إلى زيادة أرباح الشركة بشكل أفضل من المنافسين	3.6761	1.1207	3	متوسط
42	عزز استخدام المشتقات المالية من قدرة الشركة في استغلال الفرص المتاحة في السوق	3.7746	1.0272	1	مرتفع
	<u>المجموع الإجمالي للدرجة الكلية</u>	3.5792	.79413		متوسط

يُظهر الجدول رقم (4-11) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص مؤشر الربحية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.7746) و(3.3803). وقد جاءت فقرة " عزز استخدام المشتقات المالية من قدرة الشركة في استغلال الفرص المتاحة في السوق " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.7746) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.0272). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " ساهمت المشتقات المالية في تخفيض تكلفة منتجات الشركة " بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.3803) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.81417). وتشير النتيجة العامة إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمؤشر الربحية قد جاءت بمستوى متوسط، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ المتوسط الحسابي 3.5792 وانحراف معياري 0.79413..

2- النتائج المتعلقة بالحصة السوقية

جدول (4- 12)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للحصة السوقية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
43	ساهمت المشتقات المالية في زيادة الأسواق المستهدفة لمنتجات الشركة.	3.7817	.92342	1	مرتفع
44	ساهمت المشتقات المالية بتطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية.	3.6408	.79307	3	متوسط
45	ساهمت المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ التوزيع الحالية للمنتجات.	3.4225	.79291	6	متوسط
46	ساهمت المشتقات المالية بإيجاد مستخدمين جدد لمنتجات الشركة.	3.6056	.81613	4	متوسط
47	ساهمت المشتقات المالية في زيادة أعداد الزبائن الشركة.	3.6831	.94057	2	مرتفع
48	ساهمت المشتقات المالية في استقطاب زبائن جدد لمنتجات الشركة.	3.5282	.89675	5	متوسط
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.6103	.71511		متوسط

يُظهر الجدول رقم (4-12) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص مؤشر

الحصة السوقية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.7817)

و (3.2324). وقد جاءت فقرة " ساهمت المشتقات المالية في زيادة الأسواق المستهدفة

لمنتجات الشركة " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.7817) وهو أعلى من المتوسط

الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (.92342). وجاءت الفقرة التي تنص على أن "ساهمت

المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ التوزيع الحالية للمنتجات " بالمرتبة الأخيرة

بمتوسط حسابي بلغ (3.4225) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.79291).

وتشير النتيجة العامة إلى أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمؤشر الحصة السوقية قد جاءت بمستوى متوسط، وذلك من وجهة نظر الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ المتوسط الحسابي 3.6103 وانحراف معياري 0.71511. وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (قاسم، 2000) التي أظهرت استخدام المشتقات المالية في المؤسسات المالية والمصرفية الأردنية، لها من آثار إيجابية على المحافظ الاستثمارية متمثلة في زيادة القيمة السوقية.

ويرى الباحث أن المشتقات المالية تسهم في تحسين أداء الشركات وفي زيادة العائد المالي على حقوق المساهمين في الشركة وفي زيادة كفاءة قرارات الاستثمار والسياسات التشغيلية المرتبطة بها، كما أنها تسهم في تحسين قدرة الإدارة على استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة في مختلف ميادين العمل.

3-3 نتائج اختبار فرضيات الدراسة

اختبار الفرضية الرئيسية الأولى

وتتص هذه الفرضية على أنه:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \geq 0.05$) لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

ولاختبار هذه الفرضية فقد قام الباحث باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) لمعرفة أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركات، حيث تبين النتائج التي يتضمنها الجدول (4-13) ما يلي:

الجدول رقم (4-13)

تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) لأثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركات

Sig مستوى الدلالة	df درجات الحرية	B معامل الانحدار	F	R ² معامل التحديد	R الارتباط	البيان
.000	1	.956	64.30	.315	.561	أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركات
	140					
	141					

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) وقيمة F الجدولية 3.84.

يوضح الجدول رقم (4-13) أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط R (.561) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، أما معامل التحديد R² فقد بلغ (.315). أي أن ما قيمته (64.30) من أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية ناتج عن متغيرات مخاطر استخدام المشتقات المالية، كما بلغت قيمة درجة التأثير B (.956). مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة التي تنص على " وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك من وجهة نظر عينة الدراسة".

أما فيما يتعلق باختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عن هذه الفرضية، فإن الجداول التالية

تبين النتائج التي تم التوصل إليها:

1- اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

وتنص هذه الفرضية على أنه:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$ للمخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

ولاختبار هذه الفرضية قام الباحث باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple

Regression) لمعرفة هذا أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات، حيث

تبين النتائج التي يتضمنها الجدول رقم (4-14) هذه النتائج:

جدول رقم (4-14)

نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الأولى

البيان	R الارتباط	R ² معامل التحديد	T	B	Sig مستوى الدلالة
أثر المخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات	.477	.227	6.413	.755	0.000

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$ وقيمة T الجدولية 1.671.

يوضح الجدول رقم (4-14) أثر المخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات

المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مستوى

الدلالة (Sig.) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.477) عند مستوى الدلالة (0.05)

$(\alpha \leq)$ ، أما معامل التحديد R² فقد بلغ (.227). مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة

التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية المخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة".

2- اختبار الفرضية الفرعية الثانية:

وتنص هذه الفرضية على أنه:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$ للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

ولاختبار هذه الفرضية قام الباحث باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) لمعرفة هذا أثر المخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تبين النتائج التي يتضمنها الجدول رقم (4-15) هذه النتائج:

جدول رقم (4-15)

نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثانية

البيان	R	R ²	T	B	Sig
	الارتباط	معامل التحديد			مستوى الدلالة
أثر المخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات	.564	.319	8.090	.814	0.000

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$ وقيمة T الجدولية 1.671.

يوضح الجدول رقم (4-15) أثر المخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مستوى الدلالة (Sig.) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.564) عند مستوى الدلالة $(\alpha \leq 0.05)$ ، أما معامل التحديد R² فقد بلغ (.319). مما يعني رفض الفرضية العدمية

وقبول البديلة التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية من وجهة نظر العينة".

3- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:

وتنص هذه الفرضية على أنه:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($0.05 \geq \alpha$) للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

ولاختبار هذه الفرضية قام الباحث باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression)

لمعرفة هذا أثر المخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تبين النتائج التي يتضمنها الجدول رقم (4-16) هذه النتائج:

جدول رقم (4-16)

نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الثالثة

البيان	R	R ²	T	B	Sig مستوى الدلالة
أثر المخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات	.349	.122	4.403	.395	0.000

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) وقيمة T الجدولية 1.671.

يوضح الجدول رقم (4-16) أثر المخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مستوى الدلالة (Sig.) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.349) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، أما معامل التحديد R² فقد بلغ (.122). مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة".

4- اختبار الفرضية الفرعية الرابعة:

وتنص هذه الفرضية على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$ للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية. ولاختبار هذه الفرضية قام الباحث باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) لمعرفة هذا أثر المخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تبين النتائج التي يتضمنها الجدول رقم (4-17) هذه النتائج:

جدول رقم (4-17)

نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضية الفرعية الرابعة

البيان	R الارتباط	R ² معامل التحديد	T	B	Sig مستوى الدلالة
أثر المخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات	.308	.095	3.829	.298	0.000

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$ وقيمة T الجدولية 1.671.

يوضح الجدول رقم (4-17) أثر للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مستوى الدلالة (Sig.) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (0.308) عند مستوى الدلالة $(\alpha \leq 0.05)$ ، أما معامل التحديد R² فقد بلغ (0.095). مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة التي تنص على "وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة".

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

1-5 النتائج

2-5 التوصيات

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

في ضوء التحليل الذي تم في الفصل الرابع لإجابات عينة الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، فإن هذا الفصل يتناول عرضاً لمجمل النتائج التي توصل إليها الباحث، كإجابة عن الأسئلة التي تم طرحها في الفصل الأول من هذه الدراسة التي مثلت مشكلتها والفرضيات التي بنيت عليها، وعلى ضوء هذه النتائج التي تم التوصل إليها في الدراسة الحالية قدم الباحث عدداً من التوصيات، ويمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة وفق ما تم التوصل إليه من خلال إجابات عينة الدراسة المبحوثة في الاستبانة والتحليل بما يلي:

1-5 النتائج

يمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة بالآتي:

1- أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر استخدام المشتقات المالية قد تراوحت بين المستوى المرتفع والمستوى المتوسط، وجاءت مخاطر السوق بالمستوى المرتفع ثم جاءت المخاطر الائتمانية بالمستوى المتوسط ثم جاءت المخاطر القانونية بالمستوى المتوسط وأخيراً جاءت المخاطر التشغيلية أو التنظيمية بالمستوى المتوسط أيضاً.

2- أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمخاطر السوق قد جاءت بمستوى مرتفع، إذ تبين استخدام المشتقات المالية يؤدي إلى مخاطر تنجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط، وينجم عن استخدامها أيضاً مخاطر تغير مستوى الأسعار

نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة. كما يؤدي استخدام المشتقات المالية الى مخاطر تنجم عن تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، فضلا عن أن استخدام المشتقات المالية يسهم بمخاطرة السيولة التي ترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز.

3- أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر التشغيلية أو التنظيمية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي الى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها، كذلك يؤدي استخدام المشتقات المالية الى قيام المتعاملين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة ويؤدي أيضا الى زيادة المخاطر الائتمانية التي تحدث في حال التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية، فضلا عن أن استخدام المشتقات المالية يسهم بزيادة مخاطرة الخسارة الناجمة عن إجراء الحصر الكمي باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة.

4- أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر الائتمانية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي الى خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش، ويؤدي الى زيادة المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض قيمة الشركة، كذلك يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات، فضلا عن أنه تبين أن استخدام هذه المشتقات يؤدي الى زيادة المخاطر التي

تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض في صافي الدخل.

5- أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر القانونية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي الى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد، ويؤدي الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، كذلك يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة مخاطر عدم التوافق أو التطابق مع القوانين والتشريعات الصادرة عن البنوك المركزية، فضلاً عن أنه تبين أن استخدام هذه المشتقات يؤدي الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن كون العقود ليست لها قوة التنفيذ.

6- أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بأداء الشركات قد جاءت جميعها بالمستوى المتوسط، إذ أظهرت مؤشرات أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية ما يلي:

أ- أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمؤشر الربحية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية عزز من قدرة الشركة في استغلال الفرص المتاحة في السوق، وأن هذه المشتقات تسهم في تطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية وتعمل على زيادة قدرة الشركة في استخدام مواردها المتاحة، وبالتالي تؤدي إلى زيادة أرباح الشركة بشكل أفضل من المنافسين وتسهم في زيادة عدد الأسواق المستهدفة.

ب- أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمؤشر الحصة السوقية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية أسهم في زيادة الأسواق المستهدفة لمنتجات الشركة وفي زيادة أعداد زبائنها، وأسهم أيضا بتطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية وإيجاد مستخدمين جدد لمنتجات الشركة.

7- أما فيما يتعلق باختبار الفرضيات فقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك من وجهة نظر عينة الدراسة، وقد أظهرت النتائج ما يلي:

أ- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة.

ب- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية من وجهة نظر العينة.

ج- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة.

د- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة.

5-2 التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة الحالية، يقدم الباحث مجموعة من التوصيات، وهذه التوصيات هي:

1- التحوط عند استخدام المشتقات المالية الى المخاطر الناجمة عن تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية واحتمال تدهور أسعار بعض الأصول.

2- القيام بتقدير الجدارة الائتمانية لأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية عند استخدام المشتقات المالية والتأكد من قدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد.

3- العمل على ايجاد المزيد من التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة والتأكيد على عمليات التسوية والمقاصة وكفاءة نظم المعلومات وضوابط الرقابة الداخلية.

4- العمل على سن التشريعات والقوانين اللازمة لتوثيق عقود المشتقات المالية وتنفيذها وبشكل تجعل الطرف المقابل يتمتع بالصلاحيات الضرورية للتعاقد وفق وضع قانوني لجميع المعاملات الخاصة بهذه المشتقات وجعلها ملزمة قانوناً .

5- قيام المنظمات المهنية للمحاسبة والتدقيق بنشر مفهوم المشتقات المالية بين البنوك والمؤسسات المالية، وحثها على تطوير قدرات وكفاءة العاملين بها للتعامل معها.

6- العمل على إعداد كوادر بشرية مؤهلة في مختلف المؤسسات المالية المختلفة سواء البنوك أو شركات التأمين للتعامل مع المشتقات المالية خاصة وان هناك العديد من الأسواق تسعى جاهدة نحو إدخال المشتقات المالية في أسواقها.

7- قيام المعاهد والجامعات الرسمية والخاصة بالعمل على تطوير مناهج لتدريس المشتقات المالية من خلال المساقات التي يتم تدريسها لتخصص ادارة الاعمال والمحاسبة.

8- ضرورة بذل الجهود اللازمة من قبل المنظمات المهنية من أجل توضيح الصيغة الصحيحة والدقيقة للمشتقات المالية بأسلوب يمكن استخدامه كأداة فعالة في التحوط.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبو غده، عبدالستار، (2009)، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون). ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد في الجزائر خلال الفترة الواقعة ما بين 18 - 19 مايو عام 2009.
- آل سليمان، مبارك سليمان، (2005)، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض.
- آل سليمان، مبارك سليمان، (2010). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض.
- إدريس، ثابت، والمرسي جمال، (2006). "الإدارة الاستراتيجية"، القاهرة: الدار الجامعية للنشر والطباعة.
- إسلام، شعبان محمد، (2010). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا.
- أنور، إبراهيم أحمد ، (2010)، الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع: دعوة لرؤى شرعية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت. Available Online at <http://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/30707/> MPR Paper No. 30707, posted 05. May 2011 /

- الباز، هبة محمود الطنطاوي، (2003)، التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفي وإستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

- بدوي، سيد طه، (2010)، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة.

- بلوط، حسن، (2002)، إدارة الموارد البشرية من منظور إستراتيجي، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان.

- جواد، شوقي ناجي، (2000). إدارة الإستراتيج، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع والطباعة.

- الحسيني، فلاح حسن عداي، (2000)، الإدارة الإستراتيجية مفاهيمها، مداخلها، عملياتها المعاصرة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.

- حماد، طارق عبد العال، (2010). المشتقات المالية المفاهيم: إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

- الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم، (2010). بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية.

- الخلايلة، محمود، (2001)، العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء السوقية: مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد 28 العدد الأول، ص ص 93-109.

- خليفة، يسري حسن، (2009)، العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد 46، ص 2-30.

- حنفي، عبد الغفار، (2008). البورصات: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر.
- الخطيب سمير، (2007)، قياس وإدارة المخاطر في البنوك، منشأة المعارف، جمهورية مصر العربية.
- رضوان، سمير عبد الحميد، (2009). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.
- السالم، مؤيد، وصالح، عادل (2003)، إدارة الموارد البشرية مدخل استراتيجي، الطبعة الاولى، اريد: عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع.
- السلمي، علي، (2005)، السياسات الإدارية في عصر المعلومات، الطبعة الثانية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة: مصر.
- الصميدعي، محمود جاسم (2011). إستراتيجيات التسويق، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع والطباعة.
- الصيرفي، محمد، (2007). إدارة المال وتحليل هيكله، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع.
- الطنطاوي هبة محمود، (2008). التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفي وإستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- العارف، نادية، (2005). التخطيط الاستراتيجي والعولمة، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.

- عبدالله، متعب، (2008)، تأثير الأزمة المالية العالمية على القضايا العسكرية والأمنية، مجلة كلية الملك خالد العسكرية، السعودية: الرياض، العدد 95، ص ص 21-27.
- عبدالمحسن، توفيق محمد، (2010). تقييم الأداء: مداخل جديدة لعالم جديد، الإسكندرية: دار النهضة العربية.
- عطية، صبري إسحاق، (2004). دراسة تحليلية لقائمة التدفقات النقدية ودورها في تقييم أداء الوحدات الاقتصادية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية تجارة: جامعة عين شمس.
- العقيلي، عمر وصفي، (2005)، إدارة الموارد البشرية: بعد استراتيجي، الطبعة الثانية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- علي، بلعوز، (2010)، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. مجلة الباحث، الجزائر، العدد 7، ص ص 331-344.
- الغرابية، فوزي، وجعفر، داوود، (2008)، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة الأردنية، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 4، العدد 1، ص ص 201-233.
- قاسم، منير أسعد، (2000)، أثر هندسة السوق المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الاستثمارية الكفوة، دراسة تطبيقية في سوق الأوراق المالية في الأردن، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجامعة المستنصرية، العراق.
- قلعوي، غسان، (2008)، رقابة الأداء، الشارقة: دار المسار للدراسات والاستشارات والنشر.
- كراجة، عبد الحميد، (2000). الإدارة والتحليل المالي أسس ومفاهيم وتطبيقات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

- كراسنة، ابراهيم، (2006)، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي"، معهد السياسات الاقتصادية، أبوظبي، الامارات.
- كركور، عدنان، والفارس، سليمان (2000). التقييم الإداري في المشروعات: تقويم المشاريع الجيدة والقائمة، منشورات جامعة دمشق، دمشق، سوريا.
- كريم، عبد الحفيظ محمد، (2004)، اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة العلوم الإنسانية، الجامعة الأردنية، السنة الرابعة: العدد 29: تموز. ص 43-59
- اللهخان طارق، وحبيب أحمد، (2008) إدارة المخاطر: تحليل قضايا الصناعة المالية الإسلامية. البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية.
- مجيد، ضياء، (2005)، البورصات، أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- محسن، سميرة، (2009). المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة.
- محمود، سحنون، (2010)، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، دراسة مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، الجزائر.

- المرسي، جمال الدين محمد، وأبو بكر، مصطفى محمود، ووجيه، طارق رشدي، (2012) التفكير الإستراتيجي: الإدارة الاستراتيجية، منهج تطبيقي، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع.

- مرعي، عبد الحي، ومرعي، عطية، (2010)، المحاسبة الإدارية: أساسيات التخطيط واتخاذ القرارات والرقابة وتقييم الأداء، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة.

- مطر، محمد، (2013). إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

- مطر، محمد (2010)، التحليل المالي والائتماني، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع.

- النشرة السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية، قسم العلاقات العامة، 2012.

- نعمه، نغم حسين، (2002)، أثر استثمار رأس المال الفكري على الأداء المنظمي، رسالة ماجستير، إدارة أعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، بغداد، العراق.

- نور، عبدالناصر، والكبيسي، عبدالستار، (2011)، المشكلات الجوهرية للمشتقات المالية في اطار معيار المحاسبة الدولي رقم (39) وموقعها في المسؤولية عن الازمة المالية العالمية الحالية، بحث منشور في المؤتمر العالمي للدراسات العليا في مجالات العلوم الطبيعية والإنسانية والهندسية (IGCHE 2011)، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.

- هندي، منير إبراهيم ، (2011). الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

- هندی، منیر إبراهیم، (2009)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

- Berkman, H. Bradbury M. E., Hancock P. and Innes C. (2012), "Derivative financial Instrument use in Australia", **Accounting and Finance**, Vo.17, No.1, pp: 109-137.

- Farrell.C, (2010) **Financial Innovation Is Dangerous But Necessary**. Bloomberg business week, 7, may 2010 <http://www.businessweek.com>, Cited on 20/6/2013.

- Haight G.T & Kelly C.J, (2005) "The Role of Derivatives as an Asset/ Liability Management Tool" **Bankers Magazine**, Vol. 178, Issue 3, pp: 22-26.

- Mackenzie S. (2010) , **Mackenzie Investments announces results of special meetings**, <http://www.mackenziefinancial.com>, Cited on 20/6/2013.

- Payne, T. H., Finch, J. H, Fulmer, J, G., (2009), " Banks' use of Derivatives to manage Interest Rate Risk: a Survey" **Bank Accounting & Finance (Euro money Publications PLC)**, Vol.12, Issue 2, PP.58-63.

- Poster, Theodore H. & Streib, Gregory (2005). Elements of Strategic Planning and Management in Municipal Government: Status After Two Decades. **Public Administration Review**, Vol.65, No.1, pp: 45-56. Available at: www.ingentaconnect.com/content, Cited on 20/6/2013.

- Robert E. Litan, (2009), **In Defense of Much, But Not All, Financial Innovation Senior Fellow**, Economic Studies The Brookings Institution <http://www.brookings.edu>. Cited on 20/6/2013.

- Sekaran, U. (2000), **Research Methods For Business**, A Skill-Building Approach. John Wiley and Sons Inc, New York.

- Wheelen 1 .Thomas. and Hunger, 1. David (2004) .**Strategic Management and Business Policy**: Prentice Hall, Upper Saddle River NJ.

- Zwick, T., (2006), The impact of training intensity on establishments productivity. **Labor Economics**, Vol. 11, pp. 715-740.

الملحق رقم (1)
استبانة الدراسة

جامعة الشرق الأوسط
كلية الأعمال / قسم المحاسبة

بسم الله الرحمن الرحيم

أخي المستجيب:
أختي المستجيبة:
تحية احترام وتقدير،،،

إستبانة حول موضوع :
مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق
الكويت للأوراق المالية: (دراسة تطبيقية)

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة من جامعة الشرق الأوسط، ولأهمية رأيكم حول موضوع الدراسة، يرجى التكرم بالإجابة على الأسئلة المرفقة علماً بأنه سيتم التعامل مع هذه البيانات بسرية تامة ولإغراض البحث العلمي فقط.

وشكراً لتعاونكم

الباحث: طلال مزيد العرادة
طالب في برنامج الماجستير في المحاسبة
جامعة الشرق الأوسط
عمان: الأردن

القسم الأول: البيانات الشخصية

1- العمر:

30 سنة فأقل	<input type="checkbox"/>	31-35 سنة	<input type="checkbox"/>
36-40 سنة	<input type="checkbox"/>	41 - 45 سنة	<input type="checkbox"/>
45 سنة فأكثر	<input type="checkbox"/>		

2- سنوات الخبرة:

5 سنوات فأقل	<input type="checkbox"/>	6-10 سنوات	<input type="checkbox"/>
11-15 سنة	<input type="checkbox"/>	15 سنة فأكثر	<input type="checkbox"/>

3- المؤهل التعليمي:

دبلوم	<input type="checkbox"/>	بكالوريوس	<input type="checkbox"/>
ماجستير	<input type="checkbox"/>	دكتوراه	<input type="checkbox"/>

4- الشهادات المهنية:

<input type="checkbox"/>	CPA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	CFA	<input type="checkbox"/>	CISA
<input type="checkbox"/>						CIA
أخرى اذكرها						

القسم الثاني: معلومات حول متغيرات الدراسة.

العبارات الواردة في هذه القائمة تمثل مخاطر استخدام المشتقات المالية، الرجاء قراءتها وبيان مدى موافقتكم عن كل منها على المقياس المحاذي، وذلك بوضع إشارة (√) أمام كل عبارة وفي الفراغ المناسب بحيث تعكس إجاباتكم أثر هذه المخاطر على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

المتغيرات المستقلة: مخاطر استخدام المشتقات المالية

التسلسل	العبارة	موافق جداً	موافق	موافق الى حد ما	غير موافق	غير موافق جداً
مخاطر السوق						
1	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى مخاطر تتجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط.					
2	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى مخاطر تتجم عن تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد.					
3	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى نقص السيولة وتدهور أسعار بعض الأصول.					
4	يسهم استخدام المشتقات المالية بالسلوك السعري الناجم عن تغير الظروف الاقتصادية الراجعة لحدوث تغيرات غير مواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة.					
5	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة.					
6	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية.					
7	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة التقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي تركز عليه الأداة المشتقة.					
8	يسهم استخدام المشتقات المالية بمخاطرة الأساس التي تتعلق بالتأثير					

					المختلف لقوى السوق على أداء أو قيمة أداتين أو أكثر مستخدمتين بصورة مدمجة.
				9	يسهم استخدام المشتقات المالية بمخاطرة السيولة التي ترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز.
				10	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى عدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال تدهور أسعار بعض الأصول.
المخاطر الائتمانية					
				11	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها.
				12	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر الائتمانية التي تحدث في حال التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية.
				13	يسهم استخدام المشتقات المالية بزيادة مخاطرة الخسارة الناجمة عن إجراء الحصر الكمي باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة.
				14	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى قيام المتعاملين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يومياً من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة.
				15	يساعد استخدام المشتقات المالية في تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية.
				16	يساعد استخدام المشتقات المالية على عدم قيام المقترض بالوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد.
				17	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة خسائر المقرض التي تشمل تكاليف الفرصة الضائعة والمصاريف والتكاليف المتعلقة بمتابعة القروض المتعثرة
المخاطر التشغيلية أو التنظيمية					
				18	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض في صافي الدخل.

				19	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات.
				20	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة.
				21	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر الناجمة عن عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية.
				22	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى الإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية.
				23	خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.
				24	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة مخاطر الخطأ البشري، الغش والتزوير، قصور النظم.
				25	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض قيمة الشركة.
المخاطر القانونية					
				26	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة مخاطر عدم التوافق أو التطابق مع القوانين والتشريعات الصادرة عن البنوك المركزية.
				27	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها.
				28	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات.
				29	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.

					30	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب.
					31	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن وجود قوانين تحظر على الشركات الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.
					32	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة التغيرات التي تحدث في البيئة القانونية التي ترجع إلى كون العقود ليست ملزمة قانوناً.
					33	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد.
					34	يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن كون العقود ليست لها قوة التنفيذ.

المتغير التابع: أداء الشركات

التسلسل	العبارة	موافق جداً	موافق	موافق الى حد ما	غير موافق	غير وافق جداً
الربحية						
35	ساهمت المشتقات المالية في تحسين ربحية الشركة.					
36	ساهمت المشتقات المالية في تخفيض تكلفة منتجات الشركة.					
37	تعمل المشتقات المالية على زيادة قدرة الشركة في استخدام مواردها المتاحة.					
38	تسهم المشتقات المالية في زيادة عدد الأسواق المستهدفة.					
39	تسهم المشتقات المالية في تطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية.					
40	تسهم المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ توزيع جديدة					
41	تؤدي المشتقات المالية إلى زيادة أرباح الشركة بشكل أفضل من المنافسين					
42	عزز استخدام المشتقات المالية من قدرة الشركة في استغلال الفرص المتاحة في السوق					

الحصة السوقية					
				ساهمت المشتقات المالية في زيادة الأسواق المستهدفة لمنتجات الشركة.	43
				ساهمت المشتقات المالية بتطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية.	44
				ساهمت المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ التوزيع الحالية للمنتجات.	45
				ساهمت المشتقات المالية بإيجاد مستخدمين جدد لمنتجات الشركة.	46
				ساهمت المشتقات المالية في زيادة أعداد الزبائن الشركة.	47
				ساهمت المشتقات المالية في استقطاب زبائن جدد لمنتجات الشركة.	48

انتهت الإستبانة

شاكرًا لكم حسن تعاونكم

الملحق رقم (2)

أسماء الأساتذة محكمي استبانة الدراسة

التسلسل	الاسم	الجامعة
1	الأستاذ الدكتور يسري أمين	جامعة عمان العربية
2	الدكتور أحمد أبو السكر	جامعة العلوم الإسلامية
3	الدكتور عثمان النبالي	جامعة الاسراء
4	الدكتور احمد عادل	جامعة الزيتونة
5	الدكتور فارس القاضي	جامعة عجلون الوطنية

الملحق رقم (3)

نتائج التحليل الإحصائي كما تم الحصول عليها من الحاسوب

Reliability

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.926	48

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.725	10

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.639	7

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.733	8

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.872	9

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.911	8

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.909	6

Frequency Table**sex**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	124	87.3	87.3	87.3
2	18	12.7	12.7	100.0
Total	142	100.0	100.0	

age

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	14	9.9	9.9	9.9
2	59	41.5	41.5	51.4
3	35	24.6	24.6	76.1
4	14	9.9	9.9	85.9
5	20	14.1	14.1	100.0
Total	142	100.0	100.0	

exp

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	34	23.9	23.9	23.9
2	21	14.8	14.8	38.7
3	65	45.8	45.8	84.5
4	22	15.5	15.5	100.0
Total	142	100.0	100.0	

qui

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	11	7.7	7.7	7.7
2	6	4.2	4.2	12.0
3	4	2.8	2.8	14.8
4	16	11.3	11.3	26.1
5	105	73.9	73.9	100.0
Total	142	100.0	100.0	

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
to1to10	142	3.00	5.00	3.7725	.46252
to11to17	142	2.86	5.00	3.6620	.50857
to18to25	142	2.25	4.63	3.4921	.64742
to26to34	142	1.33	4.78	3.5141	.75679
ind1to35	142	2.93	4.58	3.6108	.43023
Valid N (listwise)	142				

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
q1	142	3.00	5.00	4.0423	.75205
q2	142	2.00	5.00	3.9155	.89516
q3	142	1.00	5.00	3.5000	1.09642
q4	142	3.00	5.00	3.8028	.75549
q5	142	1.0	5.0	3.930	.9576
q6	142	2.00	5.00	3.6127	.72296
q7	142	2.00	5.00	3.7887	.74216
q8	142	2.00	5.00	3.6972	.77175
q9	142	2.00	5.00	3.8169	.71081
q10	142	1.00	5.00	3.6197	1.09630
to1to10	142	3.00	5.00	3.7725	.46252
Valid N (listwise)	142				

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
q11	142	2.00	5.00	4.1761	.85302
q12	142	2.00	5.00	3.6901	.85206
q13	142	2.00	5.00	3.6268	.74003
q14	142	2.00	5.00	3.7113	.73976
q15	142	1.00	5.00	3.4225	.90172
q16	142	1.00	5.00	3.4437	1.11422
q17	142	1.00	5.00	3.5634	1.06168
to11to17	142	2.86	5.00	3.6620	.50857
Valid N (listwise)	142				

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
q18	142	1.00	5.00	3.4930	1.02968
q19	142	1.00	5.00	3.5352	1.10871
q20	142	1.00	5.00	3.2113	1.00940
q21	142	1.00	5.00	3.3732	1.25822
q22	142	1.00	5.00	3.3944	1.14209
q23	142	1.00	5.00	3.8592	.98637
q24	142	1.00	5.00	3.4648	1.24719
q25	142	1.00	5.00	3.6056	.94500
to18to25	142	2.25	4.63	3.4921	.64742
Valid N (listwise)	142				

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
q26	142	2.00	5.00	3.5986	1.04549
q27	142	1.00	5.00	3.4507	1.00761
q28	142	1.00	5.00	3.4718	1.12164
q29	142	1.00	5.00	3.6549	.97519
q30	142	1.00	5.00	3.2324	1.10232
q31	142	1.00	5.00	3.4930	1.14078
q32	142	1.00	5.00	3.4014	1.09842
q33	142	2.00	5.00	3.7535	1.12475
q34	142	1.00	5.00	3.5704	1.06123
to26to34	142	1.33	4.78	3.5141	.75679
Valid N (listwise)	142				

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
q35	142	1.00	5.00	3.4155	1.03993
q36	142	2.00	5.00	3.3803	.81417
q37	142	2.00	5.00	3.6761	.92674
q38	142	1.00	5.00	3.5211	1.12179
q39	142	2.00	5.00	3.7535	1.01888
q40	142	2.00	5.00	3.4366	.98546
q41	142	2.00	5.00	3.6761	1.12072
q42	142	2.00	5.00	3.7746	1.02725
Valid N (listwise)	142				

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
q43	142	2.00	5.00	3.7817	.92342
q44	142	2.00	5.00	3.6408	.79307
q45	142	2.00	5.00	3.4225	.79291
q46	142	2.00	5.00	3.6056	.81613
q47	142	2.00	5.00	3.6831	.94057
q48	142	2.00	5.00	3.5282	.89675
Valid N (listwise)	142				

Regression**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.561 ^a	.315	.310	.60906

a. Predictors: (Constant), ind1to35

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23.855	1	23.855	64.307	.000 ^a
	Residual	51.934	140	.371		
	Total	75.789	141			

a. Predictors: (Constant), ind1to35

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23.855	1	23.855	64.307	.000 ^a
	Residual	51.934	140	.371		
	Total	75.789	141			

a. Predictors: (Constant), ind1to35

b. Dependent Variable: dep36to48

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.144	.434		.331	.741
	ind1to35	.956	.119	.561	8.019	.000

a. Dependent Variable: dep36to48

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.477 ^a	.227	.222	.64686

a. Predictors: (Constant), to1to10

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	17.209	1	17.209	41.128	.000 ^a
	Residual	58.580	140	.418		
	Total	75.789	141			

a. Predictors: (Constant), to1to10

b. Dependent Variable: dep36to48

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.746	.448		1.667	.098
	to1to10	.755	.118	.477	6.413	.000

a. Dependent Variable: dep36to48

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.564 ^a	.319	.314	.60737

a. Predictors: (Constant), to1to17

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	24.144	1	24.144	65.451	.000 ^a
	Residual	51.645	140	.369		
	Total	75.789	141			

a. Predictors: (Constant), to1to17

b. Dependent Variable: dep36to48

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.616	.372		1.657	.100
	to11to17	.814	.101	.564	8.090	.000

a. Dependent Variable: dep36to48

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.349 ^a	.122	.115	.68957

a. Predictors: (Constant), to18to25

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.219	1	9.219	19.387	.000 ^a
	Residual	66.571	140	.476		
	Total	75.789	141			

a. Predictors: (Constant), to18to25

b. Dependent Variable: dep36to48

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.217	.319		6.959	.000
	to18to25	.395	.090	.349	4.403	.000

a. Dependent Variable: dep36to48

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.308 ^a	.095	.088	.70003

a. Predictors: (Constant), to26to34

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.184	1	7.184	14.660	.000 ^a
	Residual	68.606	140	.490		
	Total	75.789	141			

a. Predictors: (Constant), to26to34

b. Dependent Variable: dep36to48

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	2.548	.280		9.100	.000
	to26to34	.298	.078	.308	3.829	.000

a. Dependent Variable: dep36to48