



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
الشعبة : علوم تسيير
التخصص : مالية مؤسسة
من إعداد الطالب : رواج مولود

بعنوان:

المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي
دراسة حالة سوق الكويت المالي 2012/2006

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2013/06/26.

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور(.....)/الدرجة العلمية جامعة قاصدي مرباح ورقلة (رئيسا.

الدكتور(.....)/الدرجة العلمية جامعة قاصدي مرباح ورقلة (مشرفا.

الدكتور(.....)/الدرجة العلمية جامعة قاصدي مرباح ورقلة (مناقشا.

الجامعية السنة 2012/2013

الإهداء

إلى الذين سهرا على تربيتي وتعليمي والدي العزيزين إلى روح
أختي الطاهرة إلى إخوتي الأحباء وإلى رفقاء الدرب والحياة
أصدقائي الأوفياء إلى زملاء الدراسة وفقهم الله
إلى كل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة

أهدي هذه

المذكرة

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله الذي من علي بالنجاح والتوفيق في الدراسة، كما
نتقدم بجزيل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف الدكتور غريب بولرباح
لقبوله الإشراف على مذكري وعلى كل الجهود والإرشادات التي
قدمها لنا، و لوالدي الكريمين على دعمهم ومساندتهم لي كما أتوجه
بالشكر إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل .

فهرس المحتويات

الصفحة	
III	1 شكر وتقدير
IV	2 ملخص.....
VI	3 فهرس المحتويات
XIII	4 قائمة الجداول.....
أ	5 مقدمة عامة.....
ب	6 طرح الإشكالية
ب	7 الفرضيات
ب	8 مبررات الموضوع.....
ت	9 الأهمية والأهداف.....
ث	10 حدود البحث.....
ث	11 منهجية البحث وهيكله.....
ج	12 صعوبات البحث.....

الفصل الأول: المشتقات المالية وكفاءة السوق المالي.

المبحث الأول : المشتقات وكفاءة سوق رأبي المال.

المطلب الأول : سوق رأس المال

- 3..... مفهوم سوق رأس المال.....
- 4..... 1-2 أقسام سوق رأس المال.....
- 5..... 1-3 دور سوق رأس المال.....

قائمة الجداول:

الصفحة

- الجدول -1- يبين حركة نمو الشركات المدرجة في السوق.....15
- الجدول -2- يبين حركة أسعار الإغلاق النصف سنوية16-17
- الجدول -3- يبين إختبار الطبيعة للشركات عينة الدراسة.....17-18
- الجدول -4- يبين نتائج إختبار الأحداق المتشابهة.....19-20

الملخص:

هدفت الدراسة إلى تحليل الأسعار التاريخية للشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية من أجل التنبؤ بسلوك الأسعار.

يهدف كل متعامل في السوق المالي إلى إيجاد طريقة من خلالها يتمكن من معرفة سلوك الأسعار المستقبلي وهذا بغية إتخاذ القرار المالي ، فقمنا بدراسة الكفاءة ومستوياتها والتعريف بعقود المشتقات في الفصل الأول من الدراسة، وفي الفصل الثاني قمنا بدراسة الأسعار للشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية من خلال إختبارات إحصائية لإيجاد نموذج يحاكي سلوك تلك الأسهم بغية تحديد إستخدام عقود المشتقات المالية سواء للتحوط أو المضاربة ومن خلال الدراسة تبين لنا أنه ليس بالإمكان إستخدام الأسعار التاريخية للتنبؤ بمستقبل حركة الأسعار وذلك مرده كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية ،

الكلمات المفتاحية :

المشتقات المالية، كفاءة السوق، التحكيم، هامش الضمان، التنبؤ، سلوك الأسعار، عقود الخيار، العقود المستقبلية.

Abstract :

This study aims for analysing the historical rates of companies wich are entred in stock exchange of kuwaite , for predecting the rates attitude.

Evrey deler ains for finding out. Way wich through it he can know the futuristic rate attitude for taking the financial decision., westudied the efficiency and its levelsand the definition of drivative contracts in chapter one, in chapter two,we studied the rates of entred companies in stock exchange of kuwait via studied tests to create amodel which simulates the attitude of these shares, so as to determine the use of derivative contracts whetter for spectaculation,

Through this study we conclude that it's predicting the course of rates , that's due to the efficiency of stock exchange of kuwait.

Mots Clé :

The Drévatives , EfficiencyMarcket, Arbitrage, Initial Margin , rate attitude, Futures Contracts, Option Contract .

المقدمة العامة :

لقد كان الإستثمار في الأوراق المالية يعتمد في الأساس على المعلومات والمعطيات التي يقدمها السوق المالي، من معلومات تاريخية لأسعار الأصول المالية التي يتم التداول بها أو المؤشرات التي تقدمها الهيئة المشرفة عنه، لكن مع إزدياد التطور المتسارع في العديد من المجالات والتي أثرت على أداء الأسواق ومن بينها الإتصالات والعولمة وحركة تنقل السلع ورؤوس الأموال صارت تلك المعلومات لا تكتسب أهمية كبرى، نتيجة لذلك أصبح المستثمر يبحث عن المعلومة في كل مكان ويدرس مدى أثرها على أداء تلك الأسواق، أو على الأصول التي قام بالإستثمار فيها محلية كانت أو أجنبية.

المشتقات المالية هي إحدى الأدوات التي يتم التعامل بها في غالبية الأسواق المالية وهي أداة حديثة كان الهدف الأساس منها هو تغطية المخاطر والرفع من كفاءة السوق المالي وهي تعتمد في الأساس على مدى قدرة المستثمر على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأصول المتداولة أو حركة مؤشر السوق.

تمهيد :

تعتبر الأسواق المالية المرآة العاكسة لإقتصاديات الدول ومؤشرا من مؤشرات النمو ومستويات الإنفتاح والإنغلاق، كما أنها تمثل مصدرا هاما لأصحاب الشركات والمشاريع الإستثمارية لما تحتويه من رؤوس أموال وفرص إستثمارية، كما تعد مكسبا بالنسبة لأصحاب الفوائض لما تعطيه من عوائد مالية من خلال عمليات بيع وشراء (التداول) أو الإستثمار وتوزيعات الأرباح.

إن عمليات الإستثمار التي تتم في السوق المالي بالنسبة لأصحاب الفوائض يقوم بها أشخاص مختصون في المجال المالي وفق عمولات يتقاضونها لقاء الخدمات التي يقدمونها، يعتمدون في عمليات تحليلهم على العديد من الأساليب والطرق من أجل زيادة عوائد أصحاب المال والحفاظ عليها، وهذا كله يتم تحت رقابة لجان مختصة وبضمانات وقوانين متعارف عليها مقابل عمولات مفروضة من الهيئة المسؤولة عن السوق.

إن من بين الأساسيات التي يعتمد المستثمرون في السوق المالي عليها وهي عنصر جاذب لرؤوس الأموال، هي مدى الكفاءة التي يتمتع بها السوق وكذا حجم الأصول المتداولة وأنواعها والعقود المالية ومؤشرات التداول.

المبحث الأول: المشتقات وكفاءة سوق رأس المال.

- لقد تعددت المفاهيم المتعلقة بالسوق المالي بالرغم من نشأته الحديثة في المجتمع الإقتصادي وهذا ناتج من الدور الكبير الذي لعبه في الإقتصاد المحلي والعالمي ومكانته المؤثرة في الحياة اليومية حتى صار من بين مؤشرات الإستقرار السياسي للدول ومؤشرا رئيسيا في تنميتها ومكانتها الإقتصادية.

المطلب الأول : سوق رأس المال

1-1 مفهوم سوق رأس المال.

سوق رأس المال هو ذلك المكان الذي ضمنه يتم إصدار وترويج الأصول المالية وفق قوانين ونظم وهيئات تسهر على ذلك، ومن ثم يبدأ المتعاملون بالتداول بتلك الأصول فورية كانت أم أجلة وهذا التداول يتم بصورة إلكترونية بينهم وكل هذه العمليات تتم مقابل عمولات يدفعها المتعاملون في تلك الأسواق على تلك العمليات.

- التعريف 1: "تلك الأسواق التي يلتقي فيها البائعون والمشترون للتداول وعقد الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية وقد يتم ذلك بصورة مباشرة أو عن طريق الوسطاء والسماسة".
- التعريف 2: "كما يرى البعض أن البورصة هي مكان يجتمع فيه البائعون، والمشترون للأوراق المالية، أو الحاصلات الزراعية، أو السلع الصناعية كما يسمى اجتماع المتعاملين في إحدى السلع السابقة في مكان معين أيضا "بورصة"¹

سوق رأس المال هو المكان الذي يسمح فيه بتداول الأوراق والعقود المالية بين العارضين والطلبين، الذين لديهم السيولة والمحتاجين للتمويل وفق شروط محددة ومتفق عليها وقد تكون على أصول مالية أو عينية حسب حاجة كل طرف في ما بينهم ويحتوي وله فروع منضمة لها أماكن محددة وقوانين تنضمها ومجالس إدارة تحكمها وضمانات تقدم للطرفين وكذلك هنالك أسواق غير منضمة لا تتوفر على الضمانات أو بيوت سمسة .

¹ لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية. جامعة منتوري قسنطينة، أطروحة دكتوراه غير منشورة،

2-1 أقسام سوق رأس المال: ينقسم سوق رأس المال إلى عدة أقسام منها:

- مفهوم سوق رأس المال الفوري **Security Markets**: وهو المكان الذي يقوم فيه المشتري بدفع قيمة الورقة كليا أو جزئيا مع إنتقال الملكية له عند التعاقد فوراً.
- السوق الأول **(Primary Market)**: ويطلق عليه بسوق الإصدار الترويج وهو سوق تخلقه مؤسسة متخصصة يطلق عليها بنوك الإستثمار تقوم بعملية إصدار للأصول المالية للمؤسسات التي ترغب في دخول البورصة لأول مرة ولا تقوم هذه البنوك بالإستثمار في الأصول المالية¹.
- السوق الثاني **(Secondary Market)**: وهي المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون حيث يتم فيه تداول تلك الأصول المصدرة من السوق الأول (بنوك الإستثمار) بيعا وشراءً وهذا السوق ينقسم إلى نوعين سوق منضم وأخر غير منضم .
- السوق غير المنضم : هي أماكن غير محددة تتم فيها إجراء المعاملات المالية التي تتولاها بيوت السمسرة ويمكن للمستثمر الإتصال بالسماسرة والتجار من خلال شبكة إتصال قوية.
- تتعامل هذه الأسواق في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصات، ويعتبر كل تاجر فيها صانع سوق، كما يتحدد فيها سعر الورقة بالتفاوض في هاته الأسواق لا توجد هيئات تراقب الأسعار لتحد من خسائرها.
- السوق المنضم (البورصة): هو مكان محدد له قوانين ونظم تسييره كما له هيئات قانونية تسهر على إدارته، يتم في هذا السوق التعامل في الأوراق المالية بشتى أنواعها فق قوانين السوق وهي سوق نمطية (للأصول المالية شروط تداول وكمية معينة متعارف عليها بين المستثمرين) لهذا المكان أوقات عمل محددة وله هيئة تراقب حركة الأسعار الغير عادية .
- تنقسم البورصة إلى بورصات مركزية وبورصات مناطق وبورصات محلية
- 1- يتم التعامل في البورصات المركزية بالحجم الأكبر من الأوراق المالية المسجلة ففي الولايات المتحدة تصل نسبة التعامل فيها إلى 90% من الحجم الإجمالي للأوراق المتداولة، من بين هذه الأسواق **(American Stok Exchange {AMSE})** يتعامل فيها بحوالي 10% من الأوراق المالية، **(New York Stock Exchange)** وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم.
- 2- بورصات المناطق والبورصات المحلية وتضم صغار المستثمرين الذين ليس بإمكانهم الحصول على مقعد في البورصة المركزية، كما أنها تتميز بقلة العمولة المفروضة على عمليات البيع والشراء .

¹ منير إبراهيم هندي : إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية(ط) 2002، ص503.504

- السوق الثالث (The Third Market): يتكون من بيوت السمسرة من أعضاء الأسواق غير المنظمة، وهي أسواق يتم فيها تداول أوراق مالية مؤسساتها لا تمتلك ممثلين في الأسواق المنظمة، وهذه الأسواق غير نمطية يتم التداول في الأوراق بكميات غير محددة.
- السوق الرابع (the Forth Market): يقصد به عمليات البيع التي تقوم بها المؤسسات الكبرى ورجال الأعمال الأغنياء فيما بينهم من خلال وسطاء وهذا بهدف الحد من العمولات التي يدفعونها في الأسواق المنظمة¹.
- الأسواق الأخرى: هي أسواق يخلقها السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم بصيغة مباشرة أو غير مباشرة حيث يقومون بالتنازل من قيمة العمولة التي يتقاضونها.

3-1 دور أسواق رأس المال: تلعب أسواق رأس المال دورا كبيرا في إزدهار الدول ونموها وهذا من خلال دورها الكبير في مجريات الإقتصاد التي نشاهدها يوميا.

- توفير السيولة النقدية: وهذا من خلال جمع الأموال الفائضة من الإقتصاد و استثمارها في شراء الأسهم والسندات والتداول في مختلف الأدوات المالية الموجودة في السوق كما يمثل السوق المالي عامل جذب لأصحاب المال نتيجة للفرص الموجودة .
- زيادة حجم الإستثمارات: إن وجود السوق المالي ساهم في زيادة حجم الإستثمارات المالية في الدول وساهم في تمويل مشاريع عدة زادت من حركة الإقتصاد و من حركة رؤوس الأموال من خلاله فلقد بات همزة وصل وضمن بين المستثمرين وأصحاب المشاريع والمنشآت.
- تحرير حركة التجارة: ساهمت أسواق المال في زيادة حركة التجارة في ما بين الدول وذلك عبر الشركات الكبرى والأموال المستثمرة فيها التي تعود بعائدات للدخل القومي وسهل إنتقال رؤوس المال في ضل العولمة المالية .
- أداة قياس: يعتبر السوق المالي أحد مؤشرات قياس للعديد من الجوانب وهو يعطي نقاط القوة والضعف للدول، مؤشر على مدى الوعي الإستثماري للمواطن ومقياس لحالة البلاد سواء الإقتصادية أو السياسية.
- أداة للتنبؤ: يعتبر السوق المالي مرآة عاكسة للوضع الإقتصادي فهو يظم غالبية المؤسسات الموجودة والتي تمثل العصب الأساسي للدخل القومي وعليه يمكن التنبؤ بالحالة المستقبلية للمؤشرات الإقتصادية للدولة نموا أو عجزا.

¹ منير إبراهيم هندي: إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق ص510

المطلب الثاني: الإطار النظري للكفاءة

إن مصطلح الكفاءة مصطلح واسع الإنتشار ولقد تم إستخدامه في العديد من المجالات علمية و إجتماعية وكذا إقتصادية ولقد تم إستخدامه في قياس كفاءة المؤسسات الإقتصادية من أجل زيادة الإنتاجية وكذا إستخدامه في الأسواق المالية وهذا من أجل الرفع من عوائد المستثمرين وتحسين أداء المستثمرين وكأسلوب يتم من خلاله إعطاء صورة على مستوى ومكانة السوق المالي،

- إعتد المحللون الإقتصاديون على العديد من الأساليب الإحصائية لمعرفة سلوك الأسعار بغية معرفة مستقبل أسعار الأصول المالية وذلك للقيام ببيع أو الإحتفاظ وإما الشراء، بسعر يمكنهم من جني عوائد مالية أو الإحتفاظ برؤوس أموالهم وتجنب الخسائر وكل هذا يعتمد على حجم ونوع المعلومات المتوفرة لدى كل مستثمر وكذا نظرته إلى مستقبل السوق.

1-1 مفهوم الكفاءة:

- تعرّف كفاءة السوق على أنها "تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة داله".
تعتمد كفاءة السوق المالي على التشكيك في الكفاءة، وقد عرف (Fama) الكفاءة المعلوماتية "يكون السوق المالي كفتا من الناحية المعلوماتية إذا عكس سعر الأصل المالي المتداول فيه جميع المعلومات المتعلقة به"¹.
وقد عرفها (Jenson) سنة 1978 على أنها "يكون السوق كفتا إذا فقط إذا عكس سعر الأصول المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتعلقة بها، مما لا يدع للمستثمر عند بيعه أو شرائه لهذه الأصول أي فرصة لتحقيق ربح يفوق تكاليف الصفقة"

- (Fama) (1970): يكون سوق المالي كفتا إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة بشكل فوري".

- تعريف (Bever) 1981 " تكون سوق الأوراق المالية كفتة بالنسبة لنظام معين إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة"²

¹ صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية، مذكرة ماجستير؛ جامعة ورقلة، 2007، 2010، ص 07

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية ص 125

1-2 أشكال الكفاءة :

● **الكفاءة الكاملة والإقتصادية:** تتعلق الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية بالفارق الزمني الموجود بين ظهور المعلومة و إستجابة المتعاملين فالكفاءة الإقتصادية تفترض وجود فاصل زمني بين ظهور المعلومة وتأثيرها على مستويات الأسعار أما الكاملة فتفترض إنعدام الفاصل الزمني، المعلومة تأثر مباشرة منذ لحظة صدورها على الأسعار¹.

- **ولكي تتحقق الكفاءة الإقتصادية يجب توفر الكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية.**

● **الكفاءة المعلوماتية:** " يكون السوق المالي كفئا من الناحية المعلوماتية إذا فقط إذا عكس سعر الأصل في السوق جميع المعلومات المتعلقة به"

أي أن المتعاملين يعتمدون على المعلومات الموجودة في السوق وهذا دلالة على تمتع السوق بنظام معلوماتي قوي.

1-3 صيغ الكفاءة :

للکفاءة ثلاث صيغ يتم على أساسها تحديد مستوى كفاءة السوق المالي، وفق فرضيات يتوجب توفرها فيه:

● **الصيغة القوية (Strong Form):** تعتبر هاته الصيغة نظرية و هي تعتمد على فرضية أن السوق يوفر المعلومات جميعا بشكل متساو سواء كانت المعلومات التاريخية للأصول المتداولة أو معلومات من مصادر أخرى أي إنعدام الإحتكار للمعلومات وكذا عدم إمتلاك أي مستثمر لمعلومة إضافية حول السوق أي المعلومات تكون عامة، مما يعطي المستثمرين نفس النتائج المتوقعة للأصل، وهذا يعطي السعر الحقيقي للأصول بالتقريب مما يجعل ليس بالإمكان تحقيق أرباح غير عادية ويقلل من حجم المضاربة وهذا لزيادة ثقة المستثمر،

● **الصيغة المتوسطة:** وفق هذا المستوى الأسعار الموجودة في السوق تعكس المعلومات المنشورة من طرف الهيئة المالية للسوق ومن الأسعار التاريخية للأوراق المالية المتداولة وفي هذه الحالة هناك إحتمال إمتلاك بعض المسيرين لمعلومات أكثر من غيرهم، ونتيجة لذلك بإمكانهم تحقيق أرباح إضافية أو تجنب خسائر مستقبلية أي هناك فرصة لإحتكار معلومات و الإستفادة الفردية منها .

● **الصيغة الضعيفة:²** تعتمد هذه الصيغة على " عشوائية حركة الأسعار " وفق هاته الصيغة تعكس الأسعار المتداولة الأسعار الماضية أو التاريخية المنشورة من الهيئة المالية أي أنه ليس بإمكان المستثمر تحقيق

¹ مفتاح صالح & أ. معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، جامعة محمد خيضر . بسكرة، مجلة

الباحث العدد 07، 2009-2010.

² هواري سويبي، تقييم المؤسسات ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة جامعة ورقلة. 2007-2008

- أرباح إضافية من خلال المعلومات التاريخية التي توجد في البورصة وهذا يؤدي بالمستثمر إلى البحث عن معلومات أخرى بغية الوصول إلى التنبؤ بالأسعار هذا البحث المتواصل من طرف المستثمرين الناتج من عدم ثقتهم بكفاءة السوق وتشكيكهم يؤدي إلى الرفع من مستوى كفاءة السوق المالي .
- من خلال هذه الفرضيات يعني بأنه لا يمكن بناء نموذج للأسعار وفق المعلومات التاريخية الموجودة أي أنه لا يمكن الإعتماد على المعلومات التاريخية لمعرفة السعر المستقبلي للأوراق المتداولة في السوق.
 - هذا يمنح المستثمرين ذوو الخبرة والقدرة على تحقيق الأرباح غير العادية ويمكن لمن ليس لديهم خبرة أن يقعوا في خسائر كبرى.
 - تعتبر الأسواق المالية العربية أسواقاً كثيفة عند المستوى الضعيف وهذا ناتج من المنظومة الضعيفة للإتصالات و إنعدام توافر المعلومات، كذلك عدم التساوي في الحصول على المعلومة وتكلفتها، كذلك تتميز الأسواق العربية بقلّة حجم عمليات التداول و كذا عدد الشركات والمؤسسات المشاركة في السوق.

المطلب الثالث: مفهوم المشتقات المالية وأدواتها

تعتبر المشتقات المالية أداةً من أدوات الهندسة المالية التي تسعى إلى تصميم وتطوير أدوات مالية مبتكرة أو متداولة في السوق وذلك بغية توفير السيولة ولأغراض المضاربة و التحوط من المخاطر، وبغية تلبية إحتياجات المستثمرين ومن أسباب ظهورها هو ظهور مفهومي الفاعلية والكفاءة.

– **النشأة:** ظهرت المشتقات في البدء داخل الأسواق المالية من خلال عقود المستقبلات سنة 1860 في سوق شيكاغو، وقد كانت هذه السوق رائدةً في ذلك الوقت تم التعامل بها في الأسواق الحاضرة Spot Market أي الأسواق النقدية.

1-1 مفهوم المشتقات المالية

التعريف الأول: "عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، و تلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل. العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية. كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، و يعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد"¹.

¹ سحنون محمود، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، الجزائر. 16-06-2010

التعريف الثاني: "المشتقات المالية أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق مالية أخرى مثال ذلك القروض والمشتقات الجديدة التي تعتمد على مجموعة أخرى من الأدوات المالية، والغرض من بناء تلك المنتجات المالية الجديد هو إشباع حاجات العملاء".

2-1 الغرض من المشتقات المالية : لقد كان الغرض الأول من هندسة هذه العقود في مراحل نشأتها هو التحوط من المخاطر الناجمة عن تغيرات الأسعار وإبرام عقود مضمونة على السلع العينية بالنسبة لأصحاب المؤسسات .

- إستخدامها كأداة لإدارة المخاطر من خلال التقليل من حجم المخاطر أو تبديله¹.
- تساهم المشتقات في توفير التغطية للتعاملات المالية من خلال إبرام عقود بيع أو شراء لأصول مالية.
- تستخدم المشتقات كأداة محاكاة لواقع السوق المستقبلي من طرف المتعاملين و أصحاب المؤسسات فهي تؤثر على العملية الإنتاجية للمؤسسات.
- تستخدم المشتقات المالية لقياس مدى كفاءة السوق وهذا من خلال إنعكاس الأسعار لتلك العقود على الواقع لحظة التنفيذ.
- تستخدم المشتقات كأداة مضاربة من طرف أعضاء السوق وبالأخص في الأسواق غير المنضمة.

3-1 أدوات المشتقات المالية:

- **العقود المستقبلية :** هي عقد يتم إبرامه بين طرفين (بائع ومشتري) في السوق المنضمة على أصل حقيقي أو مالي على تاريخ لاحق لتسليم الأصل المتعاقد عليه من طرف الإثنين وفق هامش ضمان يدفعه الطرفين للسمسار الذي يتعاملان معه يطلق عليه Initial Margin، والغرض منه إثبات الجدية بين المتعاقدين ويستخدم للتسويات اليومية وهو بنسبة ضئيلة وللعقد المستقبلي حدود تقلبات سعرية².
- **العقود الأجلة (Forword Contract):** هي عقود يتم التعامل بها في السواق المالية غير النظامية على عكس العقود المستقبلية لا توجب على المتعاملين بها أي هامش ضمان أو حجم الصفقة، وكونها تتم في

¹ طارق عبد العال حماد. المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001

² ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، (ط1) 2004.

السوق الغير منضمة فهي لا تخضع للرقابة و الأسعار يحددها التفاوض بين المشتري والبائع للعقد تتصف بالإلزامية مثلها مثل العقود المستقبلية.

- عقود الخيار (Option Contract): هي عقد يرم نين طرفين يعطي لأحدهما الحق وليس الإلتزام بالشراء أو البيع لأصل مالي أو سعر عملة أجنبية أو خط إئتمان في تاريخ لاحق وفق سعر متفق عليه ويتم التعامل بهذه الخيارات في السواقين النظامية وغير النظامية¹.

- عقود المبادلات (swaps): وتعرف على أنها إلتزام بين طرفي العقد على مبادلة أصل مالي أو عيني يمتلكه محرر العقد مع أصل آخر يمتلكه بائع العقد وقد يبرم هذا العقد على مبادلة في معدل فائدة أو عملة أجنبية وفق تاريخ محدد (تاريخ التنفيذ)².

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

نطرح في هذا المبحث بعض الدراسات السابقة التي لها علاقات ذات صلة بالموضوع سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية؛

1 حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟

1.د. وائل إبراهيم الراشد - قسم المحاسبة - كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت

هدفت الدراسة إلى دراسة ما إذا كانت حركة الأسعار عشوائية أو نتيجة تنبؤات وكفاءة سوق.

خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- على أن الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية تتحرك بعشوائية.
- تعتبر سوق الكويت سوقا كفتا عند الصيغة الضعيفة.

2 كفاءة أسواق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم

دراسة حالة مجموعة من الأسواق العربية

لطرش سميرة، أطروحة دكتوراه - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري، قسنطينة

2010 - 2009

تهدف الدراسة إلى: معرفة هل هناك أثر لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم.

¹ فريد النجار؛ المشتقات والهندسة المالية، مرجع سابق ص20

² جلال إبراهيم العبد، محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002 ص358

وقد خلصت إلى النتائج التالية: إلى أنه هناك أسواق عربية تتمتع بكفاءة ضعيفة ومن بينها سوق الكويت للأوراق المالية وأن كل الأسواق العربية لا تتمتع بالكفاءة عند الصيغة المتوسطة

تناولت الباحثة سوق الكويت من الفترة 2001-2008.

3 قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر

دراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

د. شقيري نوري موسى. د. وليد أحمد صافي

يهدف البحث إلى : دراسة إمكانية تحقيق عائد أعلى من عائد السوق في حالة إتباع إستراتيجي الإستثمار في أسهم الشركات الصغيرة .

وقد توصل الباحثان إلى النتائج التالية: إلى أن عوائد الشركات كبيرة الحجم أكبر من عوائد الشركات صغيرة الحجم وأن المخاطر التي تتعرض لها الشركات صغيرة الحجم في معظمها مخاطر غير نظامية.

4 دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية "كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد"

د. أحمد بوراس أستاذ محاضر أ. السعيد بريكة أستاذ مساعد

أعطت الدراسة نظرة حول واقع الأسواق العربية ومدى قدرتها على جذب رؤوس الأموال

وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أن هناك أسواق عربية كبيرة نسبيًا لكن بها سيولة قليلة مثل سوق البحرين وهناك أسواق صغيرة الحجم لكن بها سيولة عالية مثل سوق مسقط وهناك أسواق كبيرة الحجم وعالية السيولة مثل سوق الكويت للأوراق المالية.
- وأنه لو تعلق الأمر بالسيولة تكون الأسواق المتطورة تليها الناشئة بإستثناء سوق الكويت فأسواق البرازيل والمكسيك تكون أكثر تذبذبًا من سوقي اليابان وبريطانيا.

5 إختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف

د. مروان جمعة درويش مدير منطقة القدس التعليمية جامعة القدس المفتوحة القدس / فلسطين.

تناولت هذه الدراسة إختبار لكفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف مابين

سنتي (2006/2008)

وقد خلصت الدراسة إلى أن:

سوق فلسطين للأوراق المالية ليس كفتما عند المستوى الضعيف نتيجة ضعف السيولة والتداول.

• تعليق عام الدراسات السابقة:

- أوجه التشابه :

- إن معظم الدراسات السابقة هدفت إلى دراسة مستويات كفاءة الأسواق العربية وإعطاء إقتراحات من اجل تحسين مستوى كفاءتها.
- اعتمدت جل الدراسات السالفة على أسلوب دراسة الحالة للأسواق وإعتماد الأساليب الإحصائية لمعرفة مستوى الكفاءة عند المستوى الضعيف .
- أيدت معظم الدراسات السابقة أن مستوى كفاءة الأسواق المالية العربية بصفة عامة ضعيف ولا تتميز بسيولة عالية ولا حركة تداول نشطة وبالأخص في الفترة الأخيرة نتيجة الأوضاع التي تمر بها المنطقة سياسية كانت أو إقتصادية .

- أوجه الاختلاف:

- من خلال استعراض الدراسات السابقة لاحظنا أن هناك أسواق عربية تشهد حركية وتمتع بمستوى كفاءة ضعيف وهناك من لا تتمتع بالكفاءة.
- انتهجت الدراسات السابقة إما بتبنيها حالة دراسية مفردة لسوق أو مقارنة بين عدة أسواق خلال فترات مختلفة و إتمدت على بيانات من مصادر متعددة .

- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

حسب علمنا أن هذه الدراسة والتي نحاول من خلالها معرفة ما إذا كان سوق الكويت كفتما وهذا للسيولة المتوفرة وعدد الشركات المدرجة به على غرار الأسواق العربية الأخرى ولتعامله بالمشتقات المالية على غرار العديد من الأسواق العربية والتي لا تزال لا تتعامل بهذه العقود من معرفة أثر تلك العقود على أداء السوق .

خلاصة الفصل:

إن الهدف الأساسي من إنشاء الأسواق المالية هو جذب الأموال المدخرة للإستثمار وكذا تسريع حركة النمو الإقتصادي وزيادة حجم الإستثمارات من خلال تلك الأموال، كما أدى السوق المالي دورا هاما في تعزيز التجارة سواء الداخلية أو الخارجية من خلال حركة السلع والأموال بين الدول فمع التطور المتسارع في الإتصالات بات السوق المالي همزة وصل بين دول العالم ومؤشرا على مدى قوتها وإستقرارها.

يعتبر مستوى كفاءة السوق المالي هو المحفز الأكبر للمستثمرين فرأس المال يعرف عنه أنه جبان وهذا يعطي المستثمرين الثقة أو عدمها في المعلومات المتوفرة للجميع و القيمة الحقيقية للأصول المالية المعروضة في السوق مما يمكن المستثمرين من معرفة وجهة السوق وحركة الأسعار ويقلل من حجم المضاربة بالنسبة للمستثمرين.

أدى إستخدام عقود المشتقات في أسواق رأس المال إلى إعطاء المتعاملين في تلك الأسواق المزيد من الخصائص من بينها التنويع في محافظهم المالية ومصدر تحوط من المخاطر التي تواجههم مستقبلا كما أعطت المتعاملين مجالا للمضاربة بالأسعار من خلال قدرة وخبرة كل واحد منهم على التنبؤ ورأيه في الوجة (الإحتمال) المستقبلية لحركة الأسعار للأوراق المالية المتداولة ، تلك العقود تعتبر مؤشرا على مدى كفاءة المعلومات المتوفرة في السوق وأثرها المستقبلي ؛ في السوق الكفاء تعتبر أسعار عقود المشتقات بمثابة واقع مستقبلي سواء. لمستقبل الأسعار أو لكمية التداول كما تمكن من معرفة الفروقات السعرية للورقة المالية المتنبأ بمستقبلها وهذا من خلال أسعار البيع وأسعار الشراء للعقود المالية .

الفصل الثاني : دراسة كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية:

يعتبر سوق الكويت من بين أكبر الأسواق المالية العربية حجماً وتطوراً وهو من بين الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مالية ضخمة وحجم تداول كبير كما يتمتع بشبكة معلومات قوية وعدد شركات مدرجة لا بأس به لكن هذا لا يعيب أن سوق الكويت قد مر بمراحل صعبة أثرت سلباً عنه نذكر منها الغزو العراقي للكويت سنة 1990 الذي أدى إلى توقفه لمدة لأزيد من سنتين، الإهيار الحاد في الأسعار سنة 1997 وأخيراً الأزمة المالية الحالية التي لا تزال آثارها إلى اليوم .

المبحث الأول : سوق الكويت للأوراق المالية

1-1 النشأة :

- يعود تاريخ سوق الكويت إلى تأسيس البنك الوطني الكويتي أول شركة كويتية مساهمة وذلك خلال سنة 1952 موبعدها شركة السينما الكويتية ومع إكتشاف النفط وزيادة الفوائض في الأموال زاد عدد الشركات، وفي سنة 1960 صدر القانون التجاري رقم (15) الذي ينظم إصدار الأوراق المالية و الإكتتاب فيها في سنة 1962 صدر قانون ينضم التداول بالأوراق المالية للشركات المنجزة بالخارج تلاه قانون سنة 1970 الذي بموجبه تأسست اللجنة الإستشارية والتي تنضم وتسن قوانين السوق المالي.
- سنة 1972 تم إنشاء سوق الكويت للأوراق المالية وهي شعبة مستقلة للأوراق المالية حيث كان يتم التداول سابقاً بين البائعين والمشتريين عن طريق التفاوض،
 - سنة 1977 تم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية، إستمر التداول فيها حتى سنة 1983 أين صدر المرسوم الأميري والذي وضع القواعد اللازمة وحدد الأحكام التي تنضم قيد وقبول الأوراق المالية بدأ التعامل بالنظام الإلكتروني في 25 نوفمبر 1995 والنظام العربي الآلي في يناير 1996م
 - 25 ديسمبر 1996 تم إبرام إتفاقية للإدراج المتبادل مع سلطنة عمان والبحرين وهي خطوة لإنشاء سوق خليجية موحدة.
 - بدأ التعامل بالمشتقات المالية في سوق الكويت بدءاً من أكتوبر 1998 إنشاء سوق البيوع الأجلة وفي أغسطس 2003 أنشأ سوق البيوع المستقبلية تلاه التعامل بالخيارات في مارس 2005.
 - بدأ التعامل الإلكتروني لسوق الكويت للأوراق المالي بشهر نوفمبر 2003.
 - في اواخر 2009 وقع السوق عقد شراكة مع "ناسداك أو أم إكس" وهذا لتنفيذ نضام تداول آلي جديد "X-Stream" ونظام رقابة "Smarts" وتم تنفيذ نضام الرقابة في مايو 2010 أسفر عن تطبيق هذا النظام

- 1 إلغاء سوق الكسور ووحدات كمية التبادل.
 - 2 تحديد سعر الإقفال عن طريق مزاد للإقفال، وليس عن طريق آخر سعر تداول.
 - 3 جعل الأولوية في المزادات للسعر ثم الوقت (خلافاً للسابق حيث كانت الأولوية للوقت ثم السعر).
 - 4 اعتماد مؤشر كويت 15 ("KSX15") ،
- عدد الشركات المدرجة: بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية حتى 2012/12/31م 210 شركات بقيمة سوقية قدرت ب54,685,775.129 درهم كويتي .

1-2 أنواع الأسواق وأوقات العمل:

السوق النقدي: يبدأ التداول في هذا السوق من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً يومياً وخلالها يتم بيع وشراء الأسهم نقداً على أن يقوم المستثمر بالتسليم أو الدفع في ثاني يوم على الساعة 11 كأقصى حد .

- 1 **السوق الأجل:** يتم التعامل فيه بالعقود الآجلة وفقاً للفترات التالية للعقود: شهر - 3 شهور - 6 شهور - 9 شهور - سنة يدفع العميل 20% من قيمة الصفقة مقدماً، وبنسبة فائدة حدها الأقصى 7% وتكون فترة التداول من الساعة 12:15 وحتى 1:15 ظهراً.
- 2 **البيوع المستقبلية:** يتم التداول فيها بتوقيت السوق النقدي وبتترات العقود الآجلة.
- 3 **التراسل الإلكتروني:** و يتم عن طريق شركات الوساطة، وتتم عمليات البيع والشراء من خلال بعض الشركات الاستثمارية.

حركة نمو الشركات المدرجة (2006-2012):

السنة	الشركات المدرجة	الشركات المتداولة	المؤشر	نسبة التغير
2006	181	179	10067.0	
2007	206	194	12588.0	25.04%
2008	201	194	7782.0	38.18% -
2009	206	194	7005.3	10% -
2010	215	210	6955	0.7% -
2011	217	190	5814.2	16.4% -
2012	214	211	5,934.28	2.06% -

المبحث الثاني: الدراسة التطبيقية: نتطرق في الدراسة التطبيقية إلى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؛ العينة

المدروسة هي أسهم الشركات المكونة للمؤشر حتى فترة 2012-05-31

تمت الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية بواسطة برنامج (Minitab16) وتم تجميع الأسعار النصف

سنوية لمجتمع الدراسة من سنة 2006-2011.

الإختبارات :

1- إختبار الطبيعة (Normality Test)

2- إختبار الأحداث المتشابهة (Run Test)

3- إختبار الارتباط (Correlation)

جدول الأسعار التاريخية (الإغلاق) النصف سنوية 2006-2011

المخازن العمومية	البنك التجاري الكويتي	بنك برقان	بنك الخليج	بيت التمويل الكويتي	الاتصالات المتنقلة	بنك الكويت الوطني	السداسي
1.880	1.200	0.620	1.360	2.040	2.86	2.000	1
1.68	1.1	0.72	1.72	2.18	3.32	2.180	2
1.62	1.36	1.06	1.78	2.68	4.66	2.180	1
0.57	0.93	0.34	0.3	1.1	1.02	1.12	2
0.275	1.48	0.99	1.4	2.86	1.6	1.82	1
1.2	1.48	0.99	1.4	2.86	1.6	1.82	2
1.06	1.02	0.43	0.385	1.2	1.18	1.28	1
1.06	1.02	0.43	0.385	1.2	1.18	1.28	2
0.315	0.93	0.315	0.405	0.98	1.12	1.16	1
0.315	0.93	0.315	0.405	0.98	1.12	1.16	2
0.33	0.88	0.51	0.54	1	1.04	1.16	1
0.375	0.79	0.475	0.51	0.9	0.9	1.12	2

السداسي	المباني	مشاريع الكويت الاستثمارية	مجموعة الصناعات الوطنية	بنك الكويت والشرق الاوسط	الوطنية العقارية	الاستثمارات الوطنية	المزايا القابضة	عقارات الكويت
1	0.570	0.410	0.890	0.670	0.62	0.820	0.550	0.216
2	0.79	0.495	1.28	0.65	0.56	0.83	0.68	0.164
1	1.1	0.86	1.38	0.88	0.65	0.89	0.58	0.188
2	0.7	0.485	0.305	0.51	0.198	0.365	0.12	0.068
1	1.78	1.08	0	0.62	0.65	0.74	0.93	0.18
2	1.78	1.08	1.36	0.62	0.65	0.74	0.93	0.18
1	0.74	0.53	0.45	0.5	0.325	0.365	0.212	0.098
2	0.74	0.53	0.45	0.5	0.325	0.365	0.212	0.098
1	0.59	0.325	0.246	0.51	0.124	0.3	0.087	0.058
2	0.59	0.325	0.246	0.51	0.124	0.3	0.087	0.058
1	0.87	0.365	0.228	0.78	0.084	0.23	0.075	0.05
2	0.86	0.305	0.26	0.79	0.128	0.172	0.062	0.048

1-1 إختبار الطبيعية:

الفرضية الأولى : تتبع الأسعار التوزيع الطبيعي.

الفرضية الثانية : لا تتبع الأسعار التوزيع الطبيعي.

النتيجة	P.VALUE	A.D	ST.DV	MEAN	الشركة
توزيع طبيعي	0.006	1.047	0.4375	1.523	بنك الكويت الوطني
توزيع غير طبيعي	0.005 أقل من	1.392	1.183	1.8	الاتصالات المتنقلة
توزيع طبيعي	0.007	1.012	0.7983	1.665	بيت التمويل الكويتي
توزيع غير طبيعي	0.005 أقل من	1.148	0.5891	0.8825	بنك الخليج
توزيع طبيعي	0.054	0.687	0.2767	0.5996	بنك برقان

البنك التجاري الكويتي	1.093	0.2355	0.570	0.110	توزيع طبيعي
المخازن العمومية	0.89	0.6039	0.691	0.052	توزيع طبيعي
المباني	0.9258	0.4251	1.285	0.005	توزيع طبيعي
مشاريع الكويت الاستثمارية	0.5658	0.2825	1.000	0.008	توزيع طبيعي
مجموعة الصناعات الوطنية	0.5913	0.4980	0.977	0.009	توزيع طبيعي
بنك الكويت والشرق الاوسط	0.6283	0.1313	0.629	0.076	توزيع طبيعي
الوطنية العقارية	0.3698	0.2391	0.844	0.021	توزيع طبيعي
الإستثمارات الوطنية	0.5098	0.2684	0.872	0.017	توزيع طبيعي
المزايا القابضة	0.3771	0.3376	0.3376	0.3376	توزيع طبيعي
عقارات الكويت	0.1172	0.06348	0.749	0.037	توزيع طبيعي

الجدول رقم -1-

- من خلال الجدول نلاحظ أن أغلب الشركات المدرجة تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن غالبية الشركات المدرجة كان تحرك أسعار أسهمها أكبر من مستوى المعنوية 0.005 حيث كانت شركة المزايا القابضة الأكبر معنوية

تلاها البنك التجاري أما شركتي بنك الخليج والاتصالات المتنقلة حيث كانت قيمة المعنوية أقل من 0.005 وهذا يجعلنا نقبل الفرضية الأولى ؛ أسهم الشركات في سوق الكويت تتبع التوزيع الطبيعي.

2-1 إختبار عشوائية حركة الأسعار : يتم إستخدام نموذج RUN TEST من أجل دراسة هل عشوائية حركة الأسعار من خلال مستوى المعنوية لمفردات الدراسة.

الفرضية الأولى : حركة الأسعار في سوق الكويت تتحرك بصفة عشوائية.

الفرضية الثانية : لا تتحرك الأسعار في سوق الكويت بصفة عشوائية.

الشركة	Median	عدد الدورات	P.VALUE	النتيجة
بنك الكويت الوطني	1,52333	4	0,077	مستقلة
الاتصالات المتنقلة	1,8	2	0,003	غير مستقلة
بيت التمويل الكويتي	1,665	4	0,077	مستقلة
بنك الخليج	0,8825	4	0,077	مستقلة
بنك برقان	0,599583	4	0,077	مستقلة
البنك التجاري الكويتي	1,09333	4	0,077	مستقلة
المخازن العمومية	0,89	4	0,069	مستقلة
المباني	0,925833	5	0,676	مستقلة
مشاريع الكويت الاستثمارية	0,565833	5	0,676	مستقلة
مجموعة الصناعات الوطنية	0,59125	4	0,107	مستقلة
بنك الكويت والشرق الأوسط	0,628333	3	0,017	مستقلة
الوطنية العقارية	0,369833	4	0,077	مستقلة
الاستثمارات الوطنية	0,50975	4	0,077	مستقلة
المزايا القابضة	0,377083	4	0,077	مستقلة
عقارات الكويت	0,117167	4	0,077	مستقلة

جدول إختبارات-2- RUN TEST

- بين الجدول أن حركة أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2012 مستقلة عن بعضها البعض وهذا يعني أن الأسعار في السوق تتحرك بصفة عشوائية خلال تلك

الفترة اكبر الشركات عشوائية هما شركتي المباني ومشاريع الكويت ونلاحظ أن شركة الإتصالات المتنقلة التي كانت أسعارها أقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يظهر أن شركة الإتصالات المتنقلة تتأثر أسهمها بالأسعار التاريخية المعروضة؛ أما باقي الشركات الممثلة لمؤشر سوق الكويت لا تتأثر بالأسعار التاريخية وهذا يجعلنا نقبل الفرضية الأولى؛ أسعار الأسهم لشركات المؤشر تتحرك بصفة عشوائية يعطي ذلك القدرة على الحكم بكفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

1-3 إختبار الترابط بين شركات المؤشر: وإختبار وجود ترابط بين شركات المؤشر من عدمه نستخدم معامل

الإرتباط بيرسون لقياس الإرتباط (Correlation) يبين الجدول -3- نتائج إختبار الترابط بين الشركات.

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C8	C9
C2	0,881 0,000								
C3	0,884 0,000	0,650 0,022							
C4	0,978 0,000	0,842 0,001	0,912 0,000						
C5	0,826 0,001	0,652 0,022	0,955 0,000	0,891 0,000					
C6	0,776 0,003	0,525 0,080	0,966 0,000	0,791 0,002	0,900 0,000				
C7	0,776 0,003	0,778 0,003	0,515 0,087	0,660 0,020	0,435 0,158	0,434 0,159			
C8	0,408 0,188	0,097 0,764	0,767 0,004	0,522 0,082	0,811 0,001	0,794 0,002	-0,047 0,885		
C9	0,574 0,051	0,322 0,307	0,877 0,000	0,623 0,030	0,867 0,000	0,927 0,000	0,205 0,522	0,921 0,000	
C10	0,779 0,003	0,776 0,003	0,627 0,029	0,745 0,005	0,603 0,038	0,522 0,082	0,856 0,000	0,206 0,520	0,379 0,224
C11	0,428 0,166	0,557 0,060	0,335 0,287	0,532 0,075	0,552 0,063	0,178 0,579	0,237 0,458	0,239 0,455	0,148 0,645
C12	0,926 0,000	0,708 0,010	0,951 0,000	0,896 0,000	0,867 0,000	0,918 0,000	0,708 0,010	0,595 0,041	0,773 0,003
C13	0,978 0,000	0,832 0,001	0,919 0,000	0,946 0,000	0,824 0,001	0,849 0,000	0,749 0,005	0,455 0,137	0,653 0,021

C14	0,846 0,001	0,527 0,078	0,974 0,000	0,870 0,000	0,895 0,000	0,941 0,000	0,482 0,112	0,779 0,003	0,853 0,000
C15	0,937 0,000	0,738 0,006	0,910 0,000	0,895 0,000	0,812 0,001	0,875 0,000	0,754 0,005	0,487 0,109	0,670 0,017
C11	C10 0,372 0,234	C11	C12	C13	C14				
C12	0,681 0,015	0,255 0,424							
C13	0,744 0,005	0,306 0,334	0,958 0,000						
C14	0,569 0,053	0,206 0,521	0,937 0,000	0,883 0,000					
C15	0,680 0,015	0,276 0,386	0,982 0,000	0,967 0,000	0,893 0,000				

Cell Contents: Pearson correlation
P-Value

الشكل -1- المصدر (برنامج 16 Minitab)

- يبين الشكل أن هناك إرتباط قوي بين شركات المؤشر وهذا الإرتباط طردي أي الشركات المدرجة أسعارها تؤثر على بعضها البعض زيادة أو إنخفاض (أي إرتفاع أو إنخفاض) يؤثر على باقي الشركات.

من خلال نتائج الإختبارات السابقة لا يمكننا وضع نموذج محاكاة تنبئي لأسعار الأسهم بالنسبة للشركات المدرجة في مؤشر السوق .

هذا يثبت نظرية كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف وأنه لا يمكن إستخدام نموذج تنبئي يحاكي حركة الأسعار.

خلاصة وإستنتاجات :

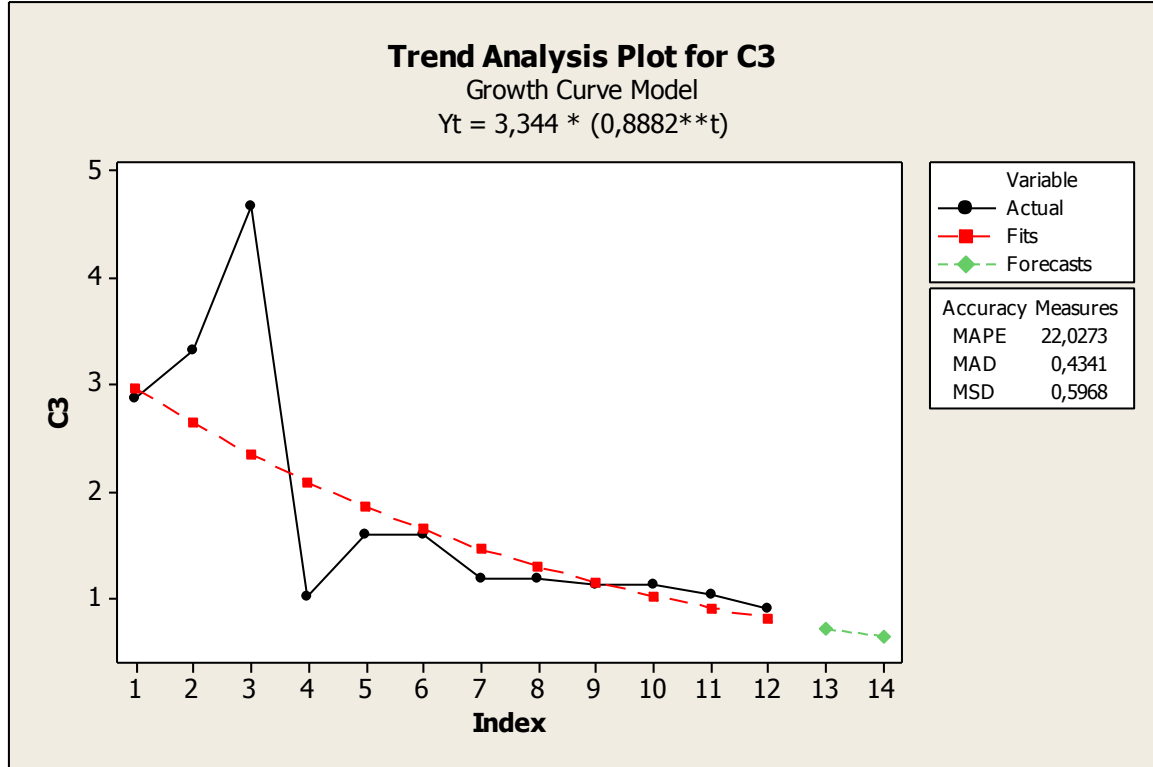
شهدت سوق الكويت للأوراق المالية تطورات عدة وقد مرت خلال تلك المراحل بالعديد من الأزمات أثرت سلبا سواء على حركة التداول أو على المستويات العامة للأسعار وأدت إلى إيقافها أحيانا أخرى وبالرغم من تلك المصاعب فقد تمكنت سوق الكويت للأوراق المالية من أن تعود إلى نشاطها ويزداد عدد الشركات المدرجة وقد هدفت الهيئة المشرفة عنه إلى السهر على تطويره والرفع من كفاءته مقارنة بأسواق المنطقة و تنويع أدوات التعامل فيه،

إن هاته الأعمال سمحت بالرفع من كفاءة سوق الكويت لتكون أسعاره المتداولة تعتمد على المعلومات والمعطيات المتوفرة حسب كل فترة ولا تتأثر بالأسعار التاريخية ، هذا يجعل التعامل فيه يعتمد على خبرته ولا يعطي مجالاً للمضاربة المضرة بين المتعاملين .

أظهرت النتائج أنه ليس بالإمكان وضع نموذج تنبؤي لمستوى الأسعار المستقبلية للسوق وفق الأسعار التاريخية لا يمكن إجراء عقود المشتقات في السوق الكفو وفق الأسعار التاريخية في سوق الكويت وذلك لإنعدام إمكانية التنبؤ المستقبلي ، على المستخدم الإعتماد على معطيات السوق وخبرته في المشتقات المالية.

المطلب الثالث : نموذج المحاكاة من خلال النتائج السابقة والتي أعطت أن شركات الإتصالات الكويتية أقل من المستوى 0.05 في إختبار الأحداث العشوائية وهذا يمكن من التنبؤ بالأسعار المستقبلية للشركة.

المنحنى يبين حركة الأسعار تم توفيق النموذج من خلال أقل قيمة لإحتمالات الخطأ.



أغلق سعر الكويتية للإتصالات المتنقلة على سعر 0.74 فلس للنصف الأول من 2012 قريبا من السعر المتنبأه

Trend Analysis for C3

Data C3
Length 12
NMissing 0

Fitted Trend Equation

$$Y_t = 3,344 * (0,8882^{**t})$$

Accuracy Measures

MAPE 22,0273
MAD 0,4341
MSD 0,5968

Forecasts

Period Forecast
13 0,716359
14 0,636299

الخلاصة: تناولت هذه الدراسة إمكانية استخدام عقود المشتقات كأداة للتنبؤ في سوق الكويت للأوراق المالية اعتماداً على الأسعار التاريخية . ووضع نموذج يحاكي مستقبل الأسعار لشركات المؤشر؛ إعتباراً للوضع الحالي الذي تمر به الدول التي تأثرت أسواقها بالأزمة المالية وبسبب المضاربة بعقود المشتقات .

1-الخلاصة:

بالرغم من المدة القصيرة التي ظهرت فيها الأسواق المالية إلا أنها أخذت إهتماماً كبيراً من كل النواحي هذا ناجم عن الدور الذي لعبته تلك الأماكن في المجتمع وأثرها الكبير على مجرياته اليومية ، فهي أحد الركائز التي يعتمد عليها الإقتصاد في الوقت الراهن ؛ كما أنها المؤشر الذي يعطي مستوى حركة النمو و حجم الأموال المتوفرة فيه و أداة تبين مستقبل المكان أو المؤسسات الموجودة فيه، إن هذا الدور أدى إلى السعي للرفع من مستويات كفاءتها بغية توفير مناخ مناسب للمستثمرين فيها سواء بإدراج مؤسساتهم أو بائعين ومشتريين للأصول المطروحة والعقود المسموح التعامل بها، من أجل جذب أكبر قدر ممكن من الأموال إلى الإقتصاد ، هذا السعي أدى بظهور أدوات جديدة تتمثل في المشتقات التي تم تداولها على أساس أصول في السوق المالي ، كان الهدف منها تغطية المخاطر وإعطاء النظرة المستقبلية لأصوله ومن خلال كفاءة السوق يحدد المستثمر الأداة التي يمكنه إستخدامها للتعامل.

نتائج إختبار الفروض:

توصلنا من خلال هذا البحث إنطلاقاً من الفرضيات إلى النتائج التالية :

1-

تحقق الفرض الأول يعتبر سوق الكويت سوقاً كفئاً عند المستوى الضعيف تتبع أسعار أصوله التوزيع الطبيعي بحيث لا تتأثر تلك الأسعار بالفترة التاريخية التي قبلها حيث كانت كل الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية عدا شركتين كانت النتيجة معاكسة ، الوطنية للإتصالات و بنك الخليج ، فبالرغم من الأزمة المالية كان سلوك الأسعار في السوق متغير .

2-

تحقق الفرضية الثانية : حركة الأسعار عشوائية من خلال الإختبار (Run Test) على حركة الأسعار وفق

التقارير النصف سنوية كانت حركة الأسعار عشوائية لا تتبع نمطاً معيناً وفق فترات الدراسة ، لا يمكن للمستثمر إيجاد نمط معين لمعرفة السعر المستقبلي للأسهم المدروسة ، كما أعطى الإختبار أن سوق الكويت كفئاً على المستوى الضعيف وفق فرضيات صيغ الكفاءة.

-3

تبين من خلال النتائج الصادرة أنه لا يمكن للمتعامل أن يتنبأ بمستقبل الأسعار وتحقيق أي عوائد بواسطة الأسعار التاريخية ، لإستخدامها في عقود المشتقات المالية المستخدمة في السوق لأن تلك الأسعار لا تعطي واقع السوق في الفترات المستقبلية ، إن عقود المشتقات تعتمد في أساسها على قوة وخبرة المتعامل وتقديره الجيد حسب المعلومات التي يجمعها في السوق الكفو بإستثناء المعلومات التاريخية.

نتائج الدراسة :

توصلنا من خلال الدراسة إلى النتائج التالية :

- 1- تشهد أسواق المال الكثير من الحركية في كل فترة ويسعى المشرفون عليها إلى توفير كل الإمكانيات اللازمة من أجل جذب رؤوس الأموال وإعطاء أكبر قدر ممكن من الثقة للمستثمرين الذين يبحثون عن أفضل موقع للإستثمار
- 2- يعتبر مفهوم كفاءة السوق المالي مفهوم نسبي يرتبط بفترة معينة يتوجب السعي من خلالها دوما إلى الأفضل ففي السوق الكفو يسعى المستثمر للحصول على معلومات إضافية من أجل معرفة السعر والمضاربة عليه فالمعلومات التاريخية لا تعطي النتائج المرجوة والإعتماد عليها يؤدي لنتائج سلبية (غير عقلانية)
- 3- تعد المشتقات المالية أداة حديثة يجهلها الكثيرون تحتوي العديد من المخاطر بالرغم من كونها أداة تغطية فهي تضاعف الخطر أضعافا في حال إستخدام غير الأمثل لها .
- 4- لا يمكن إستخدام الأسعار التاريخية لإبرام عقود المشتقات في سوق الكويت عند مستوى الكفاءة

الحالي

التوصيات : يمكن الخرج بالتوصيات التالية

- 1- ينبغي على المتعامل في السوق المالي البحث دوما عن المعلومات التي تمكنه من إيجاد أسس صحيحة لمعرفة سلوك الأسعار
- 2- قبل إتخاذ القرار في السوق المالي بذل اكبر قدر ممكن لإيجاد المعلومة الصحيحة التي على أساسها يتخذ مركزه كبائع أو كمشترى.
- 3- يعتبر التقليد و إتباع الإتجاه العام لوجهة السوق الأسلوب المتبع لكن يطلب بناء قراره على أسس علمية.

4- الحركية التي يتمتع بها السوق المالي كل لحظة تجعله معرضا لن يفقد مستواه كفاءة السوق في فترة معينة لا تعني كفاءته الدائمة.

أفاق البحث:

لقد حاولنا في هذه الدراسة إلى تغطية جانب من جوانب المشتقات المالية والكفاءة التي تعتبر الأساس في إختيار المستثمرين لقرارات الإستثمار وعقود المشتقات التي تمثل مستقبل الأسعار، ومن خلال الأزمة المالية التي أثبتت عجز أكثر الأسواق كفاءة من تحقيق تنبؤ مستقبلي للأسعار وما نجم عنه من مشاكل إقتصادية يمكن أن تهدد دولا بالكامل بسبب الأسواق المالية والمشتقات المتعامل بها.

قائمة المراجع:

- 1- جلال إبراهيم العبد، محمد صالح الحناوي. بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002.
- 2- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية. أطروحة دكتوراه غير منشورة، 2009-2010
- 3- شقيري نوري موسى، وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية العدد التاسع عشر 2009.
- 4- تلي سعيدة، التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير جامعة ورقلة، 2009.
- 5- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية (د.ت).
- 6- وائل إبراهيم الراشد، حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟، قسم المحاسبة - كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت (د.ت).
- 7- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية سنة 2009.
- 8- أحمد بوراس أستاذ محاضر أ. السعيد بريكة أستاذ مساعد، دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية "كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد"، (د.ت).
- 9- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية الإسكندرية 2001.
- 10- مروان جمعة درويش، إختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، جامعة القدس المفتوحة القدس/ فلسطين.
- 11- سحنون محمود، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير /جامعة الجزائر 2010/06/16.
- 12- هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في مجلة الباحث، العدد الخامس.
- 13- هواري سويسي، تقييم المؤسسات ودوره في إتخاذ القرارات في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة 2007/2008.

- 14- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2002.
- 15- صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية، مذكرة ماجستير؛ جامعة ورقلة 2007-2010.
- 16- مفتاح صالح & معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، جامعة محمد خيضر بسكرة، مجلة الباحث العدد 07 سنة 2010/2009.
- 17- منير إبراهيم هندي، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، الإسكندرية سنة 2003.
- 18- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، سنة 2003.
- المواقع الإلكترونية:

/

- 1- تاريخ التصفح 2013/03/14 الساعة 9:30 ar.wikipedia.org/wiki
- 2- تاريخ التصفح 2013/04/22 الساعة 10:30 <http://www.kuwaitse.com/A/>
- 3- تاريخ التصفح 2013/05/18 الساعة 10:15 <http://www.kuwaite-history.net/vb/up/uploads/224661377720090703.jpg>

