

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات لنيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبة

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : كريمة شرقي

بعنوان :

قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي

"دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي

خلال الفترة من (2013/01/01) إلى (2014/04/20)"

نوقشت و أحيزت علنا بتاريخ : 2014/06/09

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور/ لعروسي

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور/ غريب بولرباح

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الدكتور/ بن مالك حسان

السنة الجامعية : 2014/2013

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات لنيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : كريمة شرقي

بعنوان :

قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي

"دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي

خلال الفترة من (2013/01/01) إلى (2014/04/20)"

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ : 2014/06/09

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / لعروسي

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور / غريب بولرباح

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الدكتور / بن مالك حسان

السنة الجامعية : 2014/2013

إلى من قال فيهما سبحانه وتعالى (واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني
صغيرا) .

إلى اللذين تحملا مشقة الحياة من أجل أن يوفروا لي سبل العلم، و أحاطاني بكل الحب الذي يفيض من
قلبيهما رحمتا وحنانا...

أرفع هذا الإهداء إلى روح والدي العزيز عسى الله أن يتغمده برحمته ويدخله فسيح جنانه

أمي الحنوننة أطل الله في عمرها

إلى الذين وفروا لي كل أسباب التوفيق و النجاح

أخوتي و أخواتي الأعزاء

إلى الذين أجلوا أفكارى وبددوا حجب الظلمة في نفسي

معلمي وأساتذتي في كل الأطوار

إلى جميع زملاء الدراسة ورفقاء الدرب فكانوا سندا لي بدعائهم وتوصياتهم وأخص بالذكر خالتي

ملك، دانون عبد المالك وإلى من نسيهم قلبي ولم ينسهم قلبي أهدي هذا العمل المتواضع لجميع
طلاب العلم .

كرامة

الشكر

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني ووفقني على إنجاز هذا العمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرفه حريبه بولرباح الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته

ونصائحه القيمة حول الموضوع، وأرائه السديدة التي كانت عوناً لنا في إتمام هذا البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من التوجيهات

والتصويبات.

كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل.

وأخص بالذكر أستاذ علم الاجتماع ياسين محجر.

"عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"

كرامة

قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي "دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي خلال الفترة من

(2013/01/01) إلى (2014/04/20)"

الملخص :

تهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى التعرف على مستوى كفاءة السوق المالي، وإبراز أهمية أدوات المشتقات المالية في تفعيل وتطوير الكفاءة باعتباره مصدرا مهما من مصادر تمويل الاقتصاد . حيث يعد تعدد وتنوع أدوات المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق ركنية أساسية لكفاءته وتطويره . تم تكوين عينة الدراسة من سوق الكويت المالي خلال الفترة الممتدة من (2013/1/1-2014/4/20) . ولمعالجة إشكالية الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على التحليل الإحصائي، يتمثل في اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار الأحداث المتشابهة، معامل ارتباط Pearson . وفقا لمعطيات اليومية لأسعار إغلاق مؤشر الأسهم وأسعار إغلاق عقود الخيارات لحساب مدى تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي .

وقد أثبتت الدراسة أن سوق الكويت المالي ذو مستوى ضعيف من الكفاءة ورغم أن المشتقات المالية لا تؤثر على كفاءة السوق المالي إلا أن عوائد عقود الخيارات أعلى عائد من مؤشر سوق .

الكلمات المفتاحية : كفاءة سوق مالي، المشتقات المالية، سوق الكويت المالي، عقود الخيارات، معامل الارتباط

Abstract:

This study aims mainly to identify the stock market efficiency level, and to highlight the importance of the financial derivatives in the activation and development of the market efficiency due to its importance in financing the economy. The study sample was configured from the Kuwait Stock Exchange during the period from (1/1/2013-20/4/2014). To deal with the problematic of the study and testing the hypotheses we used the normal distribution test, similar events test and Pearson correlation coefficient, on the daily closing prices of the stock index and the closing prices of the options contracts to measure the financial derivatives impact on market efficiency.

The study showed that the Kuwait Stock Exchange is at a low level of efficiency. While the financial derivatives have no impact on the stock market efficiency, the returns of the options contracts are higher than the market index return.

Keywords: stock market efficiency, financial derivatives, Kuwait Stock Exchange, options contracts, correlation coefficient

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء.
IV	الشكر.
V	ملخص.
VI	قائمة المحتويات.
VII	قائمة الجداول.
VII	قائمة الأشكال البيانية.
VIII	قائمة الملاحق.
أ	المقدمة.
01	الفصل الأول : الإطار النظري للمشتقات المالية وكفاءة السوق المالي.
03	المبحث الأول : الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة.
12	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع.
18	الفصل الثاني : دراسة حالة بورصة الكويت.
20	المبحث الأول : الطريقة والأدوات.
21	المبحث الثاني : تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.
38	الخاتمة.
42	قائمة المصادر والمراجع.
46	الملاحق.
57	الفهرس.

قائمة الجداول والأشكال البيانية

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار إغلاق أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي	(1 - 2)
22	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار إغلاق أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي	(2 - 2)
30	قيم العوائد المحققة لمؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات	(3 - 2)
31	معامل ارتباط Pearson لعوائد مؤشر سوق الكويت المالي وعوائد أسعار عقود الخيارات	(4 - 2)
32	اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية	(5 - 2)

قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	العلاقة التي تربط بين عوائد مؤشر سوق الكويت المالي بعوائد أسعار عقود الخيارات .	(1-2)
33	التوزيع الطبيعي لسوق الكويت للأوراق المالية	(2-2)

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الشكل
48	أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق الكويت المالي	ملحق رقم (01)
51	أسعار الإقفال اليومية لعقود الخيارات سوق الكويت المالي	ملحق رقم (02)
55	معدل العائد المحقق لعقود الخيارات ومؤشر سوق الكويت المالي	ملحق رقم (03)

المقدمة العامة

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في توفير مصادر التمويل الاقتصادية المنشودة، حيث يعد تعدد وتنوع المنتجات المالية المتداولة ركيزة أساسية لكفاءته وتطوره، كما تتعرض تلك الأسواق المالية للمخاطر والأزمات المستجدة والمتزايدة، التي نجمت عن التحرر المالي والاقتصادي، خاصة تحرر أسعار الصرف ومعدلات الفائدة، والتقلبات في أسعار الأصول المالية، لذا تم ابتكار تقنيات مالية عدة منها المشتقات المالية بهدف تمكين المتعاملين الاقتصاديين من التغطية ضد المخاطر المختلفة، التي يتعرضون لها خلال ممارستها للأنشطة المالية، وتوفير السيولة لإبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ مستقبلية بأسعار محددة، وذلك بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل، كما وجدت المشتقات المالية بشتى عقودها لعدة أغراض منها: إدارة المخاطر والتحوط ضدها، المراجعة بين الأسواق والمضاربة .

لذا فإن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، ولذلك فإن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بسيولة. وعليه لا يكون السوق كفؤاً إلا إذا كان يؤدي دوره على أتم وجه، أي يسمح بتمويل المؤسسات من خلال إصدار الأوراق المالية في الأسواق الأولية، ويضمن إعادة تخصيص الموارد من خلال شراء وبيع الأوراق المالية، واستعمال أدوات المشتقات المالية في الأسواق الثانوية .

الإشكالية الرئيسية :

ومن خلال ما سبق يمكن صياغة إشكالية بحثنا في السؤال الرئيسي التالي :

ما مدى تأثير تطور المشتقات المالية على كفاءة سوق الكويت المالي ؟

وينبثق عن هذا السؤال الأسئلة الفرعية التالية :

- هل يوجد ارتباط بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق للفترة الزمنية السابقة ؟
- ما الفرق بين عائد الشركات التي تتعامل بالمشتقات المالية وعائد مؤشر سوق الكويت المالي ؟
- هل يوجد ارتباط بين المشتقات المالية ومؤشر سوق الكويت المالي ؟
- هل يعتبر سوق الكويت المالي كفؤاً ؟

فرضيات البحث :

تتمثل الفرضية الرئيسية في :

لا تُؤثر المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي

أما الفرضيات الجزئية تتمثل في :

- إن أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية ؛
- الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات أقل عائداً من الشركات التي لا تتعامل بها ؛

- لا يوجد ارتباط بين عقود الخيارات ومؤشر سوق الكويت المالي ؛
- يعتبر سوق الكويت المالي كفوًا عند المستوى الضعيف .

مبررات اختيار الموضوع :

- الغموض واللبس الذي يكتنف الأدوات المالية المشتقة، خاصة الجدل الدائر حولها ؛
- الميل الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بكفاءة السوق المالي. وفي مجال كيفية التعامل بالمشتقات المالية ؛
- ارتباط الموضوع بمجال تخصص البحث وهو مالية المؤسسة ؛
- قلة الأعمال الأكاديمية والمراجع حول المشتقات المالية في حدود المكاتب الجامعية .

أهداف الدراسة :

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية للمشتقات المالية، وكذا التعرف على أهم استخداماتها ومدى مساهمتها في زيادة كفاءة السوق المالي؛
- تحليل واقع المشتقات المالية في سوق الكويت المالي ودورها في كفاءة السوق المالي ؛
- كما يهدف البحث إلى محاولة نشر الوعي لدى الجمهور العربي في مجال التداول في أسواق المشتقات المالية، من خلال محاولة توضيح الغموض الذي تبناه هذه المنتجات الحديثة .

أهمية الدراسة :

- تنبع أهمية الموضوع من أهمية العملية الاستثمارية في حد ذاتها، إذ تعتبر المشتقات المالية من أهم المنتجات المالية الحديثة التي شهدها عالم الاستثمار والأسواق المالية ؛
- إبراز أهمية المشتقات المالية في تفعيل وتطوير كفاءة سوق الأوراق المالية باعتباره مصدرا مهما من مصادر تمويل الاقتصاد ؛
- كيفية التحكم في المخاطر المالية وتجنب الأزمات من خلال تغطية هذه المخاطر اعتمادا على المشتقات المالية
- من خلال تسليط الضوء على سوق الكويت المالي بشكل خاص، باعتباره عينة من الأسواق المالية العربية، والتي تتعامل بعقود المشتقات .

حدود الدراسة :

اقتصر البحث في جانبه النظري على دراسة المشتقات المالية، والإلمام بالمفاهيم والمعطيات الخاصة بهذه المنتجات الحديثة إضافة إلى دراسة كفاءة الأسواق المالية باعتبارها الوسط الذي يتم من خلاله تداول هذه المشتقات . أما الدراسة التطبيقية فأجريت حول سوق الأوراق المالية، باعتباره عينة من الأسواق العربية النشطة والتي تتعامل بعقود المشتقات المالية، وفق المعطيات اليومية للفترة 2013-1-1 إلى 2014-4-20، وذلك بغية مساهمة أحر المعطيات والإحصائيات ومن ثم الحصول على نتائج حديثة ذات قيمة إضافية .

منهج البحث والأدوات المستخدمة :

قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة، والتمكن منه نحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهجا وصفيا، لأنه يمكننا من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق المالي، والمشتقات المالية، والدراسات السابقة. هذا بالنسبة للفصل الأول . كما تم اعتماد على المنهج التطبيقي في الفصل الثاني، لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث، والذي يتضمن إسقاط ميداني على الأسواق المالية مستخدمين في ذلك مزيجا من أدوات القياس والإحصاء، للتعرف على درجة تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي ومن ثم التنبؤ بمسارها مستقبلا.

صعوبات البحث :

- صعوبة الحصول على المعلومات التاريخية من موقع البورصة، لاسيما تلك المتعلقة بأسعار عقود المشتقات المالية ؛
- صعوبة إيجاد السوق المالي الذي يتوفر فيه شروط تطبيق هذه الدراسة .

هيكل البحث :

سعيًا منا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على الإشكالية ؛ قمنا بتقسيم البحث كما يلي :

الفصل الأول : والذي يحمل عنوان " الإطار النظري للمشتقات المالية وكفاءة السوق المالي " تم تقسيمه إلى مبحثين : المبحث الأول بعنوان الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة - والذي تناول مفاهيم حول كفاءة السوق المالي ؛ تعريفه وأنواعه والمتطلبات والصيغ المختلفة للكفاءة . وتم التطرق لمفهوم كل من المشتقات المالية ؛ خصائصها وأنواعها، وأهميتها، وفي الأخير تم التطرق إلى دور المشتقات المالية في تفعيل كفاءة السوق المالي؛ من دعم كفاءة سوق الأوراق المالية، وزيادة حجم الاستثمار، وزيادة سيولة الأوراق المالية. أما المبحث الثاني والذي كان تحت عنوان الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع - تم التطرق فيه للدراسات السابقة لنفس موضوع بحثنا.

أما الفصل الثاني عنوناه بـ"دراسة حالة بورصة الكويت" تم تخصيصه لدراسة الحالة فقسمناه إلى مبحثين المبحث الأول تم فيه تحديد مجتمع وعينة الدراسة؛ طريقة الجمع، وتلخيص المعطيات، والأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة لمعالجة المعطيات. أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض النتائج المتوصل إليها، واختبار الفرضيات، ومناقشة النتائج. وفي الأخير ومن خلال الخاتمة تم استعراض ما توصلنا إليه من نتائج، وتوصيات وأفاق الدراسة .

الفصل الأول :

الإطار النظري للمشتقات المالية
وكفاءة السوق المالي

تمهيد :

تعتبر سوق الأوراق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي ومرآة للاقتصاد الوطني، ولا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذه الأسواق، لذلك إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي بورصة للأوراق المالية، يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية (المنتجات المالية) والمعلومات، ودخول عدد كبير من المتعاملين . ويظهر مفهوم الهندسة المالية التي تعني التطوير والتزويد بآليات وأدوات مالية مبتكرة، وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية . تم إيجاد منتجات مالية حديثة تعمل على تزويد سوق الأوراق المالية قصد تفعيل وظيفة هذه الأسواق من زيادة كفاءته .

وبناء على ما سبق، فانه من الضروري التطرق في هذا الفصل إلى الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المشتقات المالية وعلاقتها بالسوق المالي. وكذلك الإلمام بكل من المفاهيم حول المشتقات المالية، وكفاءة السوق المالي، كما تم التطرق إلى دور المشتقات المالية في تفعيل كفاءة السوق المالي . فكان تقسيم الفصل الأول كالآتي :

المبحث الأول : الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة-

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع-

المبحث الأول : الأدبيات النظرية – الإطار المفاهيمي للدراسة –

أضحى وجود أسواق الأوراق المالية ضروريا وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه الأسواق بالكفاءة. وجاء هذا المبحث ليبيّن مفهوم هذه الكفاءة وأنواعها، ومتطلبات تحقيقها، وكذا مختلف مستوياتها .

المطلب الأول : كفاءة السوق المالي

نتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على كفاءة السوق المالي وأنواعه، هذا بالنسبة للفرع الأول أما بالنسبة للفرع الثاني فسنتناول متطلبات والصيغ المختلفة للكفاءة، ولكن قبل التطرق إلى هذا لا بد لنا أن نعرّج على سوق الأوراق المالية قبل التعرف على كفاءة السوق المالي .

تعريف سوق الأوراق المالية : هي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وهذه الأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم فيه عدد من التجار، وله موقع جغرافي واحد معين يعرف بـ "البورصة " أما في الأسواق غير المنظمة يباشر التجار أنشطتهم في مقراتهم ويتصلون بعضهم ببعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ؛ ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما في الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات من دول أجنبية¹ . كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنه : مكان اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة ومعلن عنها مسبقا وذلك عن طريق سماسة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها لكل نوع² .

1 زياد رمضان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، مصر، 2007، ص : 191 .

2 هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009 ، ص : 58 .

الفرع الأول : تعريف كفاءة السوق المالي وأنواعه

أولاً: تعريف كفاءة السوق المالي

يقصد بالكفاءة عموماً : القدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة، وعلى هذا يكون السوق المالي كفؤاً إذا كان يؤدي دوره على أتم وجه أي : يسمح بتمويل المؤسسات (من إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي)، ويضمن إعادة تخصيص الموارد (من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في الأسواق الثانوية)¹ .

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبطاً ومتداخلاً مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقاً، والهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد، فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل أفضل بطريقة ممكنة، من حيث التكلفة والوقت والربحية ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية، حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة² .

يعرف السوق الكفء على أنه : السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها الحقيقية وتترك عشوائياً دون إمكانية السيطرة عليها³ .

ثانياً : أنواع كفاءة السوق المالي

إن لكفاءة سوق المال شقان : نظري تمثله "الكفاءة الكاملة أو التامة" وأخر عملي أقرب إلى الواقع تمثله "الكفاءة الاقتصادية" يتجلى الفرق بينهما في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات* وانعكاسها على السعر، فالكفاءة التامة تشترط على عدم وجود فاصل زمني، في حين أن الكفاءة الاقتصادية "الواقعية" تقر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقتصر. يمكن للسعر من خلاله أن يتعد مؤقتاً عن القيمة الحقيقية، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الشكل تكون السوق أكثر كفاءة كلما زادت قدرتها على تقليص ذلك الفاصل الزمني .

1. الكفاءة الكاملة : في ظل الكفاءة الكاملة يفترض عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين وصولها إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم . أي أن هناك أثر فوري وسريع للمعلومات على أسعار الأوراق المالية في السوق، وإن المعلومات الجديدة الواردة تصبح معلومات متاحة دون وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وأخر عليها حيث يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازني للورقة المالية مما يجعل قيمتها السوقية مساوية لقيمتها العادلة أو القريبة منها جداً⁴ .

1 : clotide wetzer, la finance comportementale : d' une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers, thèse de Master, université paris II panthéon Assas, 2008-2009,p: 10 .

2 J. Teulie et topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris, pp : 74-75 .

3 عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر، سوريا ص : 46 .

* مستخدم المعلومات لهم أربعة حالات ممكنة للحصول عليها : قد تكون المعلومات مجانية، أو يتم الحصول عليها بطريقة مباشرة عن طريق السؤال و البحث، وقد تكون شراء المعلومات من السوق مباشرة، أو من خلال تقييمهم للمعلومات المتاحة .

4 رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص : 107 .

2. الكفاءة الاقتصادية: يقصد بها الفارق الزمني بين وصول المعلومات وانعكاس أثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، كما يعتقد أن يكون الفارق بين السعيرين كبيرا بسبب تكاليف المعاملات وكذا الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل¹.

الفرع الثاني : متطلبات والصيغ المختلفة للكفاءة السوق المالي

أولا : متطلبات كفاءة السوق المالي

1 الكفاءة التخصيضية :

ويقصد بها تخصيص الموارد أي توجيه رأس المال إلى الوحدات الاقتصادية، التي تحمل الفرص الاستثمارية الفضلى وإذا نجحت السوق في تحقيق ذلك تكون ذات كفاءة في مجال التخصيص .

2 الكفاءة التشغيلية :

وتعني إمكانية تحقيق التوازن بين الطلب والعرض، دون تكبد كل منهما على خسائر عالية للتوسط (السمسرة) أو حتى تحقيق مزايا استثنائية لصناع السوق*. وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد ما على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة في السوق، على أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين ضئيلة، مما يشجعهم على بذل جهد أكبر للحصول على المعلومات وتحليلها بغض النظر على الأثر التي تحدثه تلك المعلومة، على السعر الذي تباع به الورقة المالية .

3 الكفاءة التسعيرية :

ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير بكلفة زهيدة ومناسبة لتقييم الأسهم، أي الميزة التي تجعل من أسعار الأسهم السوقية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع، وبالمقابل إن بعض المستثمرين قد يتحملون خسائر، نتيجة عدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات أو عدم استغلالها، ولا ينسب سبب الخسارة إلى نقص كفاءة السوق، كما أنه يستطيع بعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين، وباستخدام وسائلهم الخاصة للحصول على المعلومات واستغلالها على أكمل وجه، بالإضافة أنه لا يمكن لعدد كبير من المشتركين الحصول باستمرار على تلك المعلومات، لأنه بمجرد استثمارها سوف تصبح معروفة لعدد كبير من المشتركين².

<http://iktisadona.com/?p=1121> Consulté le 27/2/2014 à 11:46.

1 عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص : 32 .
* يقوم صناع السوق بوضع تسعيرات السوق الآجل مع أسعار محددة وفترات التداول الآجل. ويمكن للمستثمرين التعامل وفقاً لتلك الأسعار والمدد المتاحة.
2 عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003-2004، ص : 183-184 .

ثانيا : الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

1. فرضية الصيغة الضعيفة : وبموجب هذه الفرضية فإن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس المعلومات التاريخية مثل : حجم الصفقات السابقة أو حركة أسعار الأسهم للأيام أو السنوات السابقة، وتؤكد الصيغة بأن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل تكون مستقلة عن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينهما أي ترابط . وهذا ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية لأسعار، فهذه الفرضية لا تؤمن إطلاقا بالتحليل الفني* 1 .
2. فرضية الصيغة شبه قوية : ويعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة المتوسطة، والتي تقضي بأن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كافة المعلومات التاريخية والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، الظروف الصناعية أو المؤسسة، التقارير وغيرها) وإذا كانت الأسعار الحالية تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر ولو قام بالتحليل الأساسي** لتلك المعلومات أن يحقق أرباح غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء وبدلالة نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات، فإن الشكل المتوسط للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية سابقة أو معلومات جديدة (حالية) 2 .
3. فرضية الصيغة القوية : تشير هذه الفرضية إلى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامية وكذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي المؤسسة وأعضاء مجلس إدارتها، وفي ظل هذه الفرضية يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، غير أن الواقع العملي لا يتوفر على الظروف اللازمة لتحقيق هذه الفرضية، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالمؤسسة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالمؤسسة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية³ .

*التحليل الفني هو : الذي لا يأخذ في الاعتبار البيانات المالية لشركة بل يعتمد خبراء التحليل الفني في التحليل على تحركات السعر وحجم التداول باستخدام عدة أنواع من الرسوم البيانية .

1 غازي عبد الفلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، ص : 150 .

** التحليل الأساسي هو : إيجاد القيمة الحقيقية للسهم بالإستناد إلى التحليل العلمي الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية والعوامل الخاصة بالشركات وصولاً إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم

2 سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2010، ص : 101 .

3 وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحولات لاقتصادية السوق ، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية (مصر) ، ص : 63 .

المطلب الثاني : المشتقات المالية

ليس من السهل التعرف على المشتقات المالية أو كيفية التعامل بها، وهذا لا يرجع لحداثة ابتكارها أو اكتشافها وإنما لسوء استخدامها لذلك سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى المشتقات المالية وخصائصها، أنواعها وأهميتها وللإلمام بالموضوع يجب التعرف على الهندسة المالية كمدخل لدراسة المشتقات المالية .

الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية وخصائصها

الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه قد يبدو حديثا نسبيا من حيث المصطلح والتخصص، يعرف بعض الباحثين الهندسة المالية بأنها التصميم والتطوير والتنفيذ، للأدوات وآليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل . وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة¹ .

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان ؛
 - ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض تكاليف الإجرائية لأعمال قائمة التبادل من خلال الشبكة العالمية ؛
 - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع .
- وعليه فيمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار حلول مالية، فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد . كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلي احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.

وتسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار)، برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة، تتفاعل وتستفيد من أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة علي السندات، أسعار الصرف، أرباح الأسهم، أسعار الأسهم، حجم التبادل... إلخ)، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية، ويساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب، بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي .

أولا : تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية هي : محور أساسي تركز على الهندسة المالية، لدرء المخاطر التي تتعرض لها منشأة الأعمال، أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو مؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده

1حاكم محسن الربيعي، وآخرون، المشتقات المالية، (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية ، لنشر والتوزيع، عمان 2011، ص : 332

وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار . وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض، وتشمل إدارة المخاطر ولتحوط ضد المخاطر*، والمراجعة بين الأسواق** وأخيرا المضاربة***¹ .

كما عرفها Henri: "المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين، في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي من العملات، أو كمية من المواد الأولية. كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات (مثلا 40 CAC). والعقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد، أو عدم تنفيذه ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد² .

فمن خلال التعريفان، يمكن استخلاص مفهوما شاملا للمشتقات المالية فهي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل . العقد قد يتعلق بأصل مالي أو مبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية . وقد يتعلق بمؤشر من المؤشرات . العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد .

ثانيا : خصائص المشتقات المالية

تتميز عقود الخيار بعدة خصائص يمكن ذكرها فيما يلي³ .:

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها . ونظير هذا الحق، فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد، ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار ؛

- ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار، والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسة هذا الحق، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر، عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق، مهما كانت الظروف السائدة في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد ؛

- ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض والذي يتوقف على مدة العقد، نوع الأصل محل العقد، ظروف السوق المالية ؛

- عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد، ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل، وتنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل في حالة الشراء والعكس في حالة البيع ؛

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل بالمشتقات المالية حسب أهدافهم، فمن وراء هذا التعامل منهم من يتخذونها ل* التحوط وهم الذين يستعملونها من خلال الدخول في صفقات لغرض حماية أعمالهم أو موجوداتهم ضد التغير في بعض الموجودات الأساسية . إذ تشتري الأدوات المالية المشتقة كتحوط ولضمان امتلاك قيمة موجبة في التحركات التي تحصل على الموجودات الأساسية

**المراجعة : إن عمله هو استثمار الاختلافات في السعر لأدوات أو موجودات متشابهة ، فالمرجح يشتري بالسعر المنخفض ثم يبيع مباشرة بالسعر المرتفع لنفس السلعة في سوقين مختلفين . والمراجحون يساعدون على التأكد من الكفاءة السريعة لان نشاطهم بالشراء والبيع السريع تزيل تناقضات التسعير

***المضاربة : وهو من يتخذ موقع في الأدوات المالية و الموجودات الأخرى مع اعتبارات الحصول على أرباح من التغيرات الحاصلة على قيمة الموجود . فهم يقبلون بمخاطرة عالية مع توقع لمكافأة عالية .

1 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، الجزء الأول، ص : 21 . (بتصرف)
2 Gérard Marie Henri, les marchés financiers, Armand colin, Paris, p; 64-65 .

3 منير إبراهيم هندي، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص : 31 .

– يمكن عقود الخيار لصاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل، ولا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل

الفرع الثاني: أنواع وأهمية المشتقات المالية

أولا : أنواع المشتقات المالية

1 عقد الخيار:

هو عقد بين طرفين الحامل (المشتري) وال كاتب (محرر)، ويعطي العقد الحق للمشتري في أن يبيع عددا من وحدات أصل حقيقي أو مالي إلى المحرر، ويلتزم الأخير ببيع أو شراء هذه الوحدات بسعر يتم الاتفاق عليه لحظة توقيع العقد، يسمى سعر التنفيذ على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يسمى تاريخ التنفيذ. وبالطبع هناك بالمقابل على المشتري الاختيار بأن يدفع ثمنا لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع بها من جراء هذا الحق، ويسمى بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه. وبالنسبة للبائع فهو ملزم بالتنفيذ في حالة طلب منه ذلك مشتري الحق، على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزما بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك (أي إذا كان التنفيذ لصالحه) أما بالنسبة للفترة الزمنية فتكون ضمن اتفاق الطرفين بتاريخ أو فترة مستقبلية، لذا يدرج عقد الاختيار ضمن العقود المستقبلية. وفي العقود الآجلة نقول أن احد الطرفين يتخذ مركزا طويلا والآخر يتخذ مركزا قصيرا¹.

2 العقود المستقبلية :

العقود المستقبلية هي: اتفاقيات تعاقدية إما لشراء أو لبيع عملة أو سلعة أو أداة مالية، بسعر وتاريخ محدد في المستقبل ولكن على خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض ، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمنا بأن العقد سوف يحترم .

يقوم مشتري وبياع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني، من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، ويكون سعر المزاد أكثر شفافية، بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقا لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة. وتتغير الأسعار عادة وفقا لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات وذلك من خلال أحد السماسرة والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات . ومع ذلك، فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة².

* والمقصود بذلك أن :

يقال أن احد طرفي العقد قد اتخذ مركزا طويلا إذا التزم بالشراء في تاريخ استحقاق العقد.

يقال أن أحد طرفي العقد اتخذ مركزا قصيرا إذا التزم بالبيع في تاريخ استحقاق العقد. ومن أمثلة العقود الآجلة عقود التصدير كالأستيراد ، عقود الافتراض لشراء العقارات ... الخ، أما فيما يتعلق بالأصل موضوع التعاقد فقد تكون مادية أي سلعية كالبن النفط، الذهب، والماشية... الخ، أو مالية كالسندات، الودائع، العملات الأجنبية... الخ

1 منير إبراهيم هندي، عقود الخيارات ، الطبعة الأولى، توزيع منشأة المعادن، جامعة ألا باما الأمريكية، جامعة طنطا 2008 ص : 6

2 طارق عبد حمادة، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، كلية التجارة جامعة عين شمس، الدار الجامعية الجزء الخامس، لنشر وتوزيع، 2001، ص : 110 .

3 العقود الآجلة :

العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها، وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين. وفي تاريخ التسوية، يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً¹. فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود، وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، وتعتبر العقود الآجلة مشتقة بسيطة².

4 عقود المبادلة :

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً. وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات. أو بطريقة تتضمن عقود المبادلة اتفاقاً بين طرفين يتنازل بمقتضاه كل منهما للآخر عن مركزه القانوني لمدة محددة، يعود بانتهاؤها الحال لما كان عليه قبل التعاقد، وبمنح هذا العقد للمتعاملين في أسواق رأس المال الفرصة للحصول على تمويل بتكلفة منخفضة وفقاً لظروفهم التي قد لا تلائم الأسواق الدولية³.

ثانياً : أهمية المشتقات المالية

عقود المشتقات المالية لم يكن ظهورها وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، فهذه المنتجات لها أهمية اقتصادية، تتمثل فيما يلي :

- التغطية ضد المخاطر(التحوط) : كان التقلب الحاد في أسعار السلع والأوراق المالية في الستينات من القرن العشرين حجر الأساس، لبذل جهود مكثفة من قبل المهندسين الماليين بهدف توفير أدوات مالية جديدة، وتفعيل الأدوات المالية التقليدية المتاحة لمواجهة تلك الظاهرة. فعقود المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف دون الحاجة إلى شراء مسبق، ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف السوق بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق ومن بين المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي :

أ. مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية ؛

ب. مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية ؛

ج. مخاطر تقلب أسعار الفائدة ؛

د. مخاطر تقلب أسعار السلع .

1 نفس مرجع سابق ، ص : 112

2 بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد2009، 07/2010، جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر، ص : 339 .

3 هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، ص : 365 .

يتم تحديد هذه النسبة من طرف بيت المقاصة، وهو يتمثل في مبلغ نقدي أو ما يعادله من أوراق مالية على درجة عالية من السيولة مثل أذونات الخزانة، يودعها كل طرف لدى السمسار الذي يتعامل معه والذي لا بد أن يكون من أعضاء السوق، وذلك لاستخدامها في تغطية الخسائر التي قد يتعرض له .

- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية : تتميز عقود المشتقات المالية، بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المبدئي* المنصوص عليها، وهذا يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية¹.
- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع المضارب في عقود المشتقات المالية سواء كالمشتري أو كالمبيوع قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيار المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار .
- تحقيق سمة الكمال للبورصة: يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة . وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات)، من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة، لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة².

المطلب الثالث : دور المشتقات المالية في تفعيل كفاءة السوق المالي

سنحاول في هذا المطلب إبراز علاقة المشتقات المالية بكفاءة السوق المالي من خلال دعم كفاءة السوق المالي، زيادة حجم الاستثمار، زيادة سيولة .

الفرع الأول: دعم كفاءة سوق الأوراق المالية

تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية إذ توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أم المخاطرة . فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات)، من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة³.

الفرع الثاني : زيادة حجم الاستثمار

تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية، وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلاً عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين، الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات، كما يمكن استعمال المشتقات المالية لتخفيض تكاليف التمويل وزيادة عوائد بعض الموجودات أو الأدوات وذلك يجعلها مصدراً مباشراً ومنتظماً للإيرادات كاستعمالها في المراجعة .

1 حاكم محسن الربيعي وآخرون، الطبعة الأولى، المرجع السابق، ص : 340 .

2 منير إبراهيم هندي، الطبعة الأولى، المرجع السابق، ص : 14 .

3 عبد الكريم أحمد قندوز، اضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010 ص : 11 .

الفرع الثالث : زيادة سيولة سوق الأوراق المالية

تعد أسواق المشتقات المالية وسيلة مهمة للحصول على المعلومات، المتعلقة بتوجيهات المستثمرين للأسعار المستقبلية وبالتالي تتمتع المشتقات المالية بسيولة عالية، مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم . إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغاؤها من خلال دخول بمراكز مضادة في السوق نفسها، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز أو إلغاؤها تبعاً لحاجياته ورغباته¹ .

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية _ الدراسة السابقة للموضوع

وللإحاطة بالموضوع يجب الإطلاع على الدراسات السابقة

المطلب الأول : الدراسات العربية

- حمدي شحادة محمود زعرب " تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة

فلسطين للأوراق المالية من 2006-2009" مذكرة ماجستير غزة فلسطين سنة 2011 .

تهدف هذه الدراسة لمعرفة تحليل سلوك الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية وبالتالي الحكم على كفاءة بورصة فلسطين. ولمعالجة الموضوع استخدم الباحث؛ اختبار الأحداث المتشابهة، معامل ارتباط Pearson، اختبار التوزيع الطبيعي اختبار أريما . فتوصلت الدراسة أن. أن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤاً وإن أسعار إغلاق الأسهم غير مستقلة و لا تتصف بالتوزيع الطبيعي ويمكن للمستثمر أن يتنبأ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية .

اهتمت هذه الدراسة بكيفية تحليل أسعار أسهم بورصة فلسطين للأوراق المالية لمعرفة مدى كفاءة هذا السوق لكن لم يتطرق لنوع آخر من أوراق مالية ألا وهي المشتقات المالية وبالتالي سوف يتم التطرق لها من خلال بحثنا .

- نورين بومدين "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية دراسة حالة

ماليزيا من 2005-2011" أطروحة دكتوراه جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف سنة 2012 .

هدف هذه الدراسة هو إبراز أهمية منتجات الهندسة المالية، في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية باعتباره مصدراً مهماً في تمويل الاقتصاد، حيث يعد تعدد وتنوع المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ركيزة أساسية لكفاءته وتطويره ولمعالجة الموضوع، استخدم الباحث العقود المتداولة في بورصة ماليزيا للمشتقات المالية، حجم تداول المشتقات المالية وبالاعتماد على الرسوم البيانية . توصلت الدراسة إلى أن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه الأسواق لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين، وذلك من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف الوفاء لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية .

اعتمد الباحث على عقود المشتقات المالية ولمعالجة اكتفى بالرسوم البيانية، على خلاف دراستنا حيث اعتمدنا على مؤشر السوق لأسعار إغلاق وعقود الخيارات، ولمصادقية الدراسة تمت المعالجة بالأساليب الإحصائية والأشكال البيانية .

1 حاكم محسن الربيعي وآخرون، الطبعة الأولى، المرجع السابق، ص : 337 .

- خالد محمد نصار "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة من 2000_2005" مذكرة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة لسنة 2006 .

تهدف هذه الدراسة لتعرف على وجهة نظر المستثمرين، بخصوص الآثار المترتبة واقتصر التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية، على الأسهم العادية ومدى تقبلهم لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتطبيق منتجات الهندسة المالية أو المشتقات المالية تحقيقاً لميزة التنوع الاستثماري. أما الأساليب المستخدمة هي: التكرار، والنسب المئوية، والمتوسط الحسابي، ومعامل ارتباط Pearson، واختبار معامل الفاكرونباخ. ولقد توصلت الدراسة إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية حقق نمو كبير خلال الفترة الممتدة من 2000_2005 وهذا ظهر في مؤشرات رسملة البورصة، وقيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران .

اهتم الباحث من خلال دراسته بمدى تقبل المستثمرين بقبول المشتقات المالية، لكن تغاضى أثارها على كفاءة السوق المالي، كما اعتمد على مؤشرات رسملة البورصة بخلاف دراستنا حيث اعتمدنا على مؤشر السوق الكويت لأسعار الإقفال وعقود الخيارات، ومدى تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي .

- منية قزير بعنوان "المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة الكويت" مذكرة ماستر جامعة قاصدي مباح سنة 2011 .

تهدف هذه الدراسة لمعرفة مدى مساهمة عقود المشتقات المالية، في تغطية مخاطر سوق الكويت المالي حيث شملت هذه الدراسة ثلاثين (30) شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة من 2006_2010 ولمعالجة الموضوع استخدمت الباحثة : حساب الانحراف المعياري، وحساب معامل بيتا، وحساب عائد السوق، ومتوسط عائد السوق، ولقد أوضحت الدراسة أن دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة التي تستند إلى دراسة علمية دقيقة، تؤدي إلى تدنيّة مخاطر السوق المالي وتحقيق عوائد مرتفعة من خلال تشكيل الحافظة المالية من عقود الخيارات .

ركزت الباحثة في دراستها على أهمية المشتقات المالية في تغطية المخاطر فقط، لكن لم تتطرق إلى أثرها على كفاءة السوق المالي، هذا ما سوف يتم التطرق له من خلال بحثنا .

- بلعزوز بن علي "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية" الدراسة عبارة عن ورقة بحثية العدد (7) سنة 2010 جامعة شلف .

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور المشتقات المالية في التحوط ضد المخاطر ونقلها، حيث شملت هذه الدراسة الأسواق المنظمة وغير المنظمة من خلال القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات المالية، حيث استخدم الباحث الأشكال البيانية وتوصلت الدراسة أن الوحدات المنتج كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار تقوم بنقلها عن طريق أدوات المشتقات المالية، إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيع السمسرة الكبيرة .

اهتم الباحث بالجانب الإيجابي للمشتقات المالية، كونها أداة لنقل المخاطر لكن لم يوضح كيف أثرت على كفاءة السوق المالي، لذلك سوف نتناول في بحثنا كيف تأثر المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي ككل .

- سرارمة مريم "دورة المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية" مذكرة ماجستير جامعة قسنطينة 2012 .

تهدف هذه الدراسة لتوضيح كيف سببت المشتقات المالية والتوريق في إحداث الأزمة المالية العالمية، وبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة، إلا أن المشتقات المالية وتقنية التوريق، قد لعبا دورا واضحا وكبيرا في إحداثها وتعميقها، فبالنسبة للمشتقات المالية فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة، نتيجة لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها لتحوط والترجيح، بالإضافة إلى كثرة صفقاتها في الأسواق غير المنظمة مقارنة بسوق منظم، ولمعالجة الموضوع استخدمت الباحثة مجموعة من الأشكال البيانية، فتوصلت الدراسة أن سوء استخدام هذه المنتجات وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقيدها وخطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة، فبدل من جعلها أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر .

اهتمت الباحثة بالجانب السلبي للمشتقات المالية كونها أداة للمضاربة، لكن هذا لا يعني أنها السبب في إحداث الأزمة وإنما سوء استخدامها لأنه إذا تم استخدامها لأغراض التحوط والترجيح كانت ستحافظ على استقرار الأسواق المالية وزيادة من كفاءة السوق المالي وهذا ما سوف يتم التطرق له من خلال بحثنا

- رواج مولود "المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي دراسة حالة سوق الكويت 2006 - 2012" مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرياح ورقلة 2013 .

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الأسعار التاريخية للشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، من خلال التنبؤ بسلوك الأسعار من خلال اختبارات إحصائية تتمثل في: اختبار الأحداث المتشابهة، اختبار التوزيع الطبيعي اختبار معامل الارتباط Pearson بين الشركات . فتوصلت النتائج أن بالإمكان استخدام الأسعار التاريخية للتنبؤ بمستقبل حركة الأسعار.

ما تطرق له الباحث أمرا مفروغا منه، لأنه لم يوضح كيف تأثر الأسعار التاريخية لعقود المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي كما اعتمد على مؤشر سوق الكويت المالي فقط، وبالتالي سوف يتم التطرق في بحثنا حول تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، واعتمدنا على مؤشر السوق لأسعار إغلاق وعقود المشتقات المالية لنفس السوق .

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

- **Dr. P.C. Sekar1, B. Senthil Arasu2." Indian Stock Market Efficiency Before and After the Introduction of Derivatives." Journal of Contemporary Research in Management, Volume-1, No.1, 2 Jan - June 2007**

تهدف هذه الدراسة لمعرفة أساس كفاءة السوق الافتراضي باستعمال أسعار الأسهم العشوائية، وعلاقة سلوك توحيد الأسعار ونموذج السير العشوائي في سوق الأوراق المالية الهندية، ولمعالجة الموضوع استعمل الباحث اختبار الترابط التلقائي واختبار نسبة التباين واختبار كفاءة التشغيل، وقد قدمت الدراسة أدلة ضد النموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية الهندية ومن خلال الاختبارات نستنتج سلسلة من مؤشرات الأسهم في سوق الأوراق المالية الهندية، فهي عبارة عن سلاسل عشوائية من تحليل الترابط التلقائي واختبار الفرق يشير إلى أن سلوك توحيد الأسعار لا يؤكد مطابقة نموذج السير العشوائي في سوق الأوراق المالية الهندية، ولهذا يوجد أوراق أو العملة متدنية في السوق ومنقوصة للقيمة المالية، والمستثمرين يمكنهم دائما من تحقيق عائد فائضة عن طريق انتقاء هذه الأسواق .

لاختبار كفاءة السوق المالي اكتفى الباحث بأسعار الأسهم الشركات فقط، لكن من خلال بحثنا سوف يتم التطرق إلى استعمال عقود المشتقات المالية وعلاقتها بكفاءة السوق المالي .

- **. Ngugi Nahashon Njoroge et al. "Fact or influencing development of financial derivatives markets". Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies Vol. 2(5) pp. 258-267, May, 2013.**

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أدوات المشتقات المالية وكيفية استخدامها لجميع الموظفين في المنظمة حيث ينبغي أن تكون متصلة بكل الموظفين في المنظمة . نستنتج أن استخدام أدوات المشتقات المالية من قبل الشركات المدرجة في كينيا تتأثر أساسا بالإطار القانوني والتنظيمي وبيئة السوق والكفاءة التشغيلية . ودور الوسطاء في الأسواق المالية، من ردود أفعال معينة في هذا المجال، إنه من الواضح أن هناك حاجة من قبل الحكومة من خلال هيئة سوق المال لمزامنة التنسيق الضريبي، وعمليات تحويل شركة ملكية شخصية إلى شركة مساهمة وتوريق الأصول الثابتة وملائمة المعايير المحاسبية .

اهتمت الدراسة بالجانب الإيجابي للمشتقات المالية من حيث كيفية استخدامها لكن ما يعيب هذه الدراسة أنها لم تتطرق إلى مدى تأثير هذه المشتقات على كفاءة السوق المالي .

المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

من خلال الإطلاع على الدراسات السابقة، اكتشفنا أنه رغم نفس الموضوع إلا أن كل باحث له صورة مختلفة حول موضوعه، فهناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف في عدة جوانب بين هذه الدراسات ودراستنا . أهمها في مايلي :

من حيث الهدف يوجد أوجه الشبه وأوجه اختلاف، بالنسبة لأوجه الاختلاف نجد بعض الدراسات وجهت سهم الاتهام للمشتقات المالية، كونها سبب في زيادة المخاطر وإحداث الأزمة المالية العالمية . أما بالنسبة لأوجه الشبه، نجد بعض الدراسات

تبرز أهمية المشتقات المالية في تفعيل وتطوير وتغطية المخاطر في السوق المالي . لذلك جاءت دراستنا لتبرز أهمية المشتقات المالية في تحسين من كفاءة السوق المالي وهذا ما تفتقره هذه الدراسات .

- أما بالنسبة لعينة الدراسة فوجدنا اختلاف بين الدراسات، من حيث عدد المشاهدات أو المدة الزمنية كما تمت معالجتها كل من أسعار أسهم الشركات أو مؤشرات الأسهم أو عقود الخيار كلا على حدا . لكن دراستنا تختلف من حيث المدة الزمنية أطول وللمعالجة استعمال مؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات معا
 - بالنسبة لطريقة المعالجة فهناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف بين الدراسات السابقة . اختلفت المعالجة حسب الهدف من الدراسة مثل استعمال اختبار التحليل الإحصائي في تشكيل الحافظة المالية، واستعمال الرسوم البيانية، أما دراستنا تمتاز باستعمال اختبار التحليل الإحصائي لمعرفة درجة تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي على غرار الدراسات الأخرى التي اعتمدت على الرسوم البيانية لإثبات ذلك .
- تعددت الدراسات واختلفت حول الموضوع، من جهة يرى المشتقات المالية أنها أداة سببت في الأزمة المالية العالمية، وأن سوء استخدامها يؤدي إلى زيادة المخاطر، ومن جهة أخرى يرى المشتقات المالية أنها أداة ساعدت في تفعيل وتطوير من السوق المالي وهذا ما نريده من دراستنا، أن نؤكد من أهمية المشتقات المالية، من زيادة كفاءة السوق المالي من خلال اختبار التحليل الإحصائي والذي تغاضت عنه بعض الدراسات الأخرى .

خلاصة الفصل :

لقد تم التطرق في هذا الفصل إلى الأدبيات النظرية. وهذا من خلال مجموعة من المفاهيم المتمثلة في كفاءة السوق المالي والمشتقات المالية، ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي، ومن خلال هذا المبحث نستطيع القول أن عقود المشتقات المالية حققت نجاح في السوق المالي، وذلك راجع لعدة أسباب ترتبط بقدرة تلك العقود على المساهمة في التحكم في المخاطر، وتحسين كفاءة السوق المالي .

أما المبحث الثاني والذي كان بعنوان الدراسات السابقة، والتي لها علاقة بموضوع دراستنا، تم فيه استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات، والمتمثلة في الهدف من الدراسة عينتها، طريقة المعالجة، وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل إليها، حيث اختلفت الدراسات حول الموضوع، فمنها من يؤيد المشتقات المالية كونها تزيد من فعالية كفاءة السوق المالي، ومنها من يراها سبب من أسباب الأزمة المالية العالمية وأن استخدامها لتحوط ما هو إلا درء المخاطر أو نقلها للجهة التي ترغب في تحملها، فلقد أثبتت الدراسة سوء استخدام المشتقات المالية من طرف معامليها وأن تداول هذه العقود كان محدودا. وبالتالي لا نستطيع الحكم على أنها كانت سبب في إحداث الأزمة أو زيادة من شدة المخاطر .

بغية إثبات جدوى هذا المبحث سوف يناقش الفصل الثاني . كيف يمكن للمشتقات المالية أن تؤثر على كفاءة السوق المالي من خلال استخدام الأساليب الإحصائية .

الفصل الثاني :

دراسة حالة بورصة الكويت

تمهيد :

تم التطرق في الفصل الأول إلى المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق المالي، والمشتقات المالية وعلاقتها في تفعيل كفاءة السوق المالي، وكذا الدراسات السابقة للموضوع .

كما أننا سنحاول في هذا الفصل اختبار مدى تطابق الجانب النظري للاستثمار في المشتقات المالية مع الواقع العملي والمقارنة بين نتائج الدراسات السابقة ونتائج دراستنا. وذلك من خلال تطبيقنا لقياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي .

ولالإلمام أكثر بدراسة حالة بورصة الكويت ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة، وطريقة جمع وتلخيص المعطيات والتعريف بمتغيرات الدراسة، وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية، لمعالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض، وتحليل، وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة .

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين :

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة

المبحث الثاني : تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة

قبل معرفة كيفية قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، يجب أن نوضح بعض جوانب الدراسة والمتمثلة في مجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها وكيفية قياسها وكذا الأدوات الإحصائية المستعملة، وكل هذا سيتم التطرق إليه من خلال المطلبين التاليين .

المطلب الأول : طريقة الحصول على المعلومات

يحتوي هذا المطلب على فرعين ، فالفرع الأول يتناول مجتمع وعينة الدراسة، أما الثاني فنتطرق فيه لطريقة جمع وتلخيص المعطيات.

الفرع الأول : اختيار مجتمع وعينة الدراسة

يتألف مجتمع دراستنا من سوق مالي لدولة عربية، حيث روعي في اختبارنا لعينة الدراسة من حيث شروط تطبيقها، من توفر المعلومات حولها حيث يجب أن يكون السوق المالي يتم فيه تداول عقود المشتقات المالية، ويكون ذو مستوى معين من درجة الكفاءة .

كون أن سوق الكويت للأوراق المالية، شهدت في السنوات الأخيرة خطوات هامة في مجال تطوير بنيتها التشريعية والتكنولوجية، وتعزيز مكانتها على مختلف الأصعدة المحلية والدولية، كما أولت السوق تطوير البحث العلمي ونشر المعلومات والإحصائيات والمؤشرات المالية، أهمية خاصة لما لها من تأثير على رفع مستوى الوعي والتعليم المرتبط بسوق رأس المال . وقد شهدت سوق الكويت المالي تطورات على مستوى إدخال أدوات استثمارية جديدة مثل عقود الخيارات الذي تم تطبيقه في 28 مارس 2005 .

فتم اتخاذ أسعار إغلاق مؤشر السوق وعقود الخيار المدرجة في سوق الكويت المالي كعينة لدراستنا . لمدة 2013/1/1-2014/4/20

الفرع الثاني : طريقة جمع، وتلخيص المعطيات**1. طريقة جمع المعطيات :**

تتمثل المعطيات اللازمة للدراسة في أسعار الإغلاق مؤشر السوق ، وعقود الخيار المدرجة في سوق الكويت المالي والمعلومات الخاصة بأسعار الإغلاق وعقود الخيار، التي تم الحصول عليها عن طريق المواقع الإلكترونية التالية :

بالنسبة لأسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني التالي :

<http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx>

بالنسبة لأسعار إغلاق عقود الخيارات تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني التالي :

<http://www.kuwaitse.com/A/Market/OptionQuotes.aspx>

المطلب الثاني : المعالجة والأساليب الإحصائية

من أجل الإجابة عن إشكاليات الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية عند التحليل باستخدام برامج Microsoft Office Excel 2007 ، SPSS حيث تم تجميع أسعار إقفال لعقود الخيارات وأسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق الكويت من 2013/1/1-2014/4/20، وكانت المعالجة والأساليب الإحصائية كالتالي :

الفرع الأول : اختبار الأحداث المتشابهة (run test) حيث يفحص هذا الاختبار درجة الاستقلالية في أسعار الإغلاق، إذ يفحص مدى تتابع التغيرات المتشابهة (موجبة، سالبة، صفر) في أسعار الإغلاق . ويمكن تعريف (run) بأنه التغير المتتابع لأسعار الإغلاق بنفس الاتجاه، وتم اختبار استقلالية حركة الأسعار، وبالتالي الحكم على كفاءة السوق المالي، ومدى إمكانية المستثمر أن يتوقع أسعار الأسهم المستقبلية .

الفرع الثاني : اختبار التوزيع الطبيعي (1- Sample K -S) لأسعار إغلاق أسهم مؤشر السوق الكويتي، باستخدام اختبار التوزيع الطبيعي وبالتالي الحكم هل السوق كفؤ أم لا .

الفرع الثالث : استخدام اختبار معامل ارتباط Pearson لمعرفة هل يوجد ارتباط بين المشتقات المالية وكفاءة السوق المالي في سوق الكويت المالي أم لا، وبالتالي الحكم على مدى هذا الارتباط ومدى قوته .

الفرع الرابع : قياس عائد الأصل المالي ويتم قياس عائد الأصل المالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعرين ثم يقسم الناتج على السعر في بداية الفترة ، وبالتالي الحكم على من أكثر وأدنى عائدا بالنسبة لمؤشر السوق وعقود الخيارات وذلك حسب المعادلة التالية :

معادلة معدل العائد

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث :

R_i : معدل المردودية للأصل i خلال الفترة t ؛

P_t : سعر الأصل في نهاية الفترة t ؛

P_{t-1} : سعر الأصل في نهاية الفترة $t - 1$.

المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

سوف نتناول في هذا المبحث كيفية تطبيق الأساليب الإحصائية على متغيرات الدراسة والهدف من هذا التطبيق التقرب أكثر من الواقع واختبار ما تم الوصول إليه في الجانب النظري وفرضيات الدراسة. والمقارنة بين النتائج المتوصل لها ونتائج الدراسات السابقة بمعنى إيضاح ما يلي :

- الارتباط بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة ؛

- مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية ؛
- الفرق بين عائد الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات والتي لا تتعامل بها ؛
- الارتباط بين عقود الخيارات ومؤشر سوق الكويت المالي .

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة التطبيقية

سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب، نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها، وتلخيصها، ومعالجتها في ما سبق .

الفرع الأول : عرض نتائج اختبار الأحداث المتشابهة

حيث يفحص هذا الاختبار استقلالية حركة الأسعار وبالتالي الحكم على كفاءة السوق المالي في أسعار الإغلاق لمؤشر سوق الكويت المالي .

الجدول رقم (2-1) : نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار إغلاق أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي اليومية : (الدرهم الإماراتي) خلال الفترة 2013/1/1-2014/4/20

Statistics

VAR00001

N	Valid	324
	Missing	0
Percentiles	25	7184.7425
	50	7694.9200
	75	7897.2000

المصدر : مخرجات برنامج spss بالاعتماد على الملحق رقم (01)

الجدول رقم (2-2) : نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار إغلاق أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي اليومية (الدينار الكويتي) خلال الفترة 2013/1/1-2014/4/20 .

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	5934.28	1	0.3	0.3	0.3
	5994.02	1	0.3	0.3	0.6
	6004.41	1	0.3	0.3	0.9
	6014.16	1	0.3	0.3	1.2
	6021.96	1	0.3	0.3	1.5
	6043.01	1	0.3	0.3	1.9
	6065.95	1	0.3	0.3	2.2
	6067.83	1	0.3	0.3	2.5
	6106.91	1	0.3	0.3	2.8
	6109.34	1	0.3	0.3	3.1
	6116.6	1	0.3	0.3	3.4
6128.11	1	0.3	0.3	3.7	

6139.3	1	0.3	0.3	4
6158.14	1	0.3	0.3	4.3
6172.72	1	0.3	0.3	4.6
6191.21	1	0.3	0.3	4.9
6202.65	2	0.6	0.6	5.6
6205.97	1	0.3	0.3	5.9
6222.72	1	0.3	0.3	6.2
6240.76	1	0.3	0.3	6.5
6245.11	1	0.3	0.3	6.8
6247.68	1	0.3	0.3	7.1
6274.91	1	0.3	0.3	7.4
6288.72	1	0.3	0.3	7.7
6291.62	1	0.3	0.3	8
6292.97	1	0.3	0.3	8.3
6309.86	1	0.3	0.3	8.6
6320.97	1	0.3	0.3	9
6338.05	1	0.3	0.3	9.3
6357.06	1	0.3	0.3	9.6
6384.32	1	0.3	0.3	9.9
6386.8	1	0.3	0.3	10.2
6397.64	1	0.3	0.3	10.5
6404.82	1	0.3	0.3	10.8
6405.73	1	0.3	0.3	11.1
6406.67	1	0.3	0.3	11.4
6409.04	4	1.2	1.2	12.7
6443.26	1	0.3	0.3	13
6463.47	1	0.3	0.3	13.3
6474.08	1	0.3	0.3	13.6
6487.13	1	0.3	0.3	13.9
6538.47	1	0.3	0.3	14.2
6557.24	1	0.3	0.3	14.5
6574.78	1	0.3	0.3	14.8
6628.16	1	0.3	0.3	15.1
6665.49	1	0.3	0.3	15.4
6689.69	1	0.3	0.3	15.7
6714.78	1	0.3	0.3	16
6720.36	1	0.3	0.3	16.4
6721.52	1	0.3	0.3	16.7
6732.96	1	0.3	0.3	17
6735.78	1	0.3	0.3	17.3
6736.42	1	0.3	0.3	17.6
6744.38	1	0.3	0.3	17.9
6759.58	1	0.3	0.3	18.2
6776.41	1	0.3	0.3	18.5
6777.34	1	0.3	0.3	18.8

6787.56	1	0.3	0.3	19.1
6814.36	1	0.3	0.3	19.4
6815.75	1	0.3	0.3	19.8
6817.38	1	0.3	0.3	20.1
6820.49	1	0.3	0.3	20.4
6826.4	1	0.3	0.3	20.7
6831.2	1	0.3	0.3	21
6851.17	1	0.3	0.3	21.3
6878.87	1	0.3	0.3	21.6
6943.53	1	0.3	0.3	21.9
6947.77	1	0.3	0.3	22.2
6952.35	1	0.3	0.3	22.5
6963.65	1	0.3	0.3	22.8
6977.73	1	0.3	0.3	23.1
7043.84	1	0.3	0.3	23.5
7078.18	1	0.3	0.3	23.8
7086.08	1	0.3	0.3	24.1
7119.62	1	0.3	0.3	24.4
7140.8	1	0.3	0.3	24.7
7173.67	1	0.3	0.3	25
7217.96	1	0.3	0.3	25.3
7227.33	1	0.3	0.3	25.6
7233.43	1	0.3	0.3	25.9
7237.77	1	0.3	0.3	26.2
7267.82	1	0.3	0.3	26.5
7287.67	1	0.3	0.3	26.9
7362.95	1	0.3	0.3	27.2
7409.38	1	0.3	0.3	27.5
7428.27	1	0.3	0.3	27.8
7430.54	1	0.3	0.3	28.1
7434.08	1	0.3	0.3	28.4
7435.88	1	0.3	0.3	28.7
7445.75	1	0.3	0.3	29
7450.82	1	0.3	0.3	29.3
7454.5	1	0.3	0.3	29.6
7457.87	1	0.3	0.3	29.9
7464.67	1	0.3	0.3	30.2
7476.72	1	0.3	0.3	30.6
7491.86	1	0.3	0.3	30.9
7493.65	1	0.3	0.3	31.2
7495	1	0.3	0.3	31.5
7503.61	1	0.3	0.3	31.8
7507.43	1	0.3	0.3	32.1
7513.84	1	0.3	0.3	32.4
7515.54	1	0.3	0.3	32.7

7515.68	1	0.3	0.3	33
7520.16	1	0.3	0.3	33.3
7531.78	1	0.3	0.3	33.6
7535.89	1	0.3	0.3	34
7541.58	1	0.3	0.3	34.3
7542.49	1	0.3	0.3	34.6
7544.8	1	0.3	0.3	34.9
7548.34	1	0.3	0.3	35.2
7549.52	1	0.3	0.3	35.5
7551.13	1	0.3	0.3	35.8
7554.09	1	0.3	0.3	36.1
7557.29	1	0.3	0.3	36.4
7558.43	1	0.3	0.3	36.7
7560.22	1	0.3	0.3	37
7562.83	1	0.3	0.3	37.3
7570.52	1	0.3	0.3	37.7
7571.61	1	0.3	0.3	38
7572.47	1	0.3	0.3	38.3
7572.81	1	0.3	0.3	38.6
7573.84	1	0.3	0.3	38.9
7575.55	1	0.3	0.3	39.2
7581.41	1	0.3	0.3	39.5
7583.22	1	0.3	0.3	39.8
7584	1	0.3	0.3	40.1
7584.76	1	0.3	0.3	40.4
7586.45	1	0.3	0.3	40.7
7587.21	1	0.3	0.3	41
7592.04	1	0.3	0.3	41.4
7593.84	1	0.3	0.3	41.7
7595.8	1	0.3	0.3	42
7599.95	1	0.3	0.3	42.3
7605.04	1	0.3	0.3	42.6
7607.71	1	0.3	0.3	42.9
7609.17	1	0.3	0.3	43.2
7623.06	1	0.3	0.3	43.5
7623.09	1	0.3	0.3	43.8
7624.64	1	0.3	0.3	44.1
7626.17	1	0.3	0.3	44.4
7626.23	1	0.3	0.3	44.8
7628.59	1	0.3	0.3	45.1
7632.57	1	0.3	0.3	45.4
7635.22	1	0.3	0.3	45.7
7638.42	1	0.3	0.3	46
7640.55	1	0.3	0.3	46.3
7640.7	1	0.3	0.3	46.6

7641.31	1	0.3	0.3	46.9
7644.12	1	0.3	0.3	47.2
7655.07	1	0.3	0.3	47.5
7656.16	1	0.3	0.3	47.8
7657.57	1	0.3	0.3	48.1
7658.94	1	0.3	0.3	48.5
7664.59	1	0.3	0.3	48.8
7665.14	2	0.6	0.6	49.4
7668.82	1	0.3	0.3	49.7
7692.75	1	0.3	0.3	50
7697.09	1	0.3	0.3	50.3
7699.06	1	0.3	0.3	50.6
7703.53	1	0.3	0.3	50.9
7704.34	1	0.3	0.3	51.2
7707.66	1	0.3	0.3	51.5
7715.35	1	0.3	0.3	51.9
7716.34	1	0.3	0.3	52.2
7717.49	1	0.3	0.3	52.5
7718.34	1	0.3	0.3	52.8
7720.99	1	0.3	0.3	53.1
7724.1	1	0.3	0.3	53.4
7724.97	1	0.3	0.3	53.7
7725.78	1	0.3	0.3	54
7728.07	1	0.3	0.3	54.3
7729.85	1	0.3	0.3	54.6
7737.17	1	0.3	0.3	54.9
7737.49	1	0.3	0.3	55.2
7738.26	1	0.3	0.3	55.6
7741.62	1	0.3	0.3	55.9
7749.44	1	0.3	0.3	56.2
7749.49	1	0.3	0.3	56.5
7750.76	1	0.3	0.3	56.8
7755.8	1	0.3	0.3	57.1
7756.1	1	0.3	0.3	57.4
7756.11	1	0.3	0.3	57.7
7759.65	1	0.3	0.3	58
7764.86	1	0.3	0.3	58.3
7766.35	1	0.3	0.3	58.6
7766.83	1	0.3	0.3	59
7766.98	1	0.3	0.3	59.3
7767.83	1	0.3	0.3	59.6
7769.46	1	0.3	0.3	59.9
7772.66	1	0.3	0.3	60.2
7772.85	1	0.3	0.3	60.5
7774.05	1	0.3	0.3	60.8

7778.56	1	0.3	0.3	61.1
7781.07	1	0.3	0.3	61.4
7783.32	1	0.3	0.3	61.7
7784.67	1	0.3	0.3	62
7785.48	1	0.3	0.3	62.3
7786.72	1	0.3	0.3	62.7
7788.69	1	0.3	0.3	63
7793.69	1	0.3	0.3	63.3
7797.26	1	0.3	0.3	63.6
7798.11	1	0.3	0.3	63.9
7802.98	1	0.3	0.3	64.2
7808.38	1	0.3	0.3	64.5
7808.7	1	0.3	0.3	64.8
7809.86	1	0.3	0.3	65.1
7810.11	1	0.3	0.3	65.4
7810.55	1	0.3	0.3	65.7
7813.05	1	0.3	0.3	66
7819.85	1	0.3	0.3	66.4
7827.57	1	0.3	0.3	66.7
7832	1	0.3	0.3	67
7832.39	1	0.3	0.3	67.3
7837.13	1	0.3	0.3	67.6
7838.2	1	0.3	0.3	67.9
7841.4	1	0.3	0.3	68.2
7841.69	1	0.3	0.3	68.5
7842.62	1	0.3	0.3	68.8
7845.88	1	0.3	0.3	69.1
7846.87	1	0.3	0.3	69.4
7848.27	1	0.3	0.3	69.8
7857.04	1	0.3	0.3	70.1
7861.02	1	0.3	0.3	70.4
7862.89	1	0.3	0.3	70.7
7863	1	0.3	0.3	71
7868.93	1	0.3	0.3	71.3
7870.32	1	0.3	0.3	71.6
7871.59	1	0.3	0.3	71.9
7873.05	1	0.3	0.3	72.2
7875.02	1	0.3	0.3	72.5
7875.11	1	0.3	0.3	72.8
7876.51	1	0.3	0.3	73.1
7876.89	1	0.3	0.3	73.5
7879.75	1	0.3	0.3	73.8
7882.27	1	0.3	0.3	74.1
7882.32	1	0.3	0.3	74.4
7883.15	1	0.3	0.3	74.7

7895.85	1	0.3	0.3	75
7897.65	1	0.3	0.3	75.3
7899.77	1	0.3	0.3	75.6
7901.14	1	0.3	0.3	75.9
7902.18	1	0.3	0.3	76.2
7902.65	1	0.3	0.3	76.5
7902.67	1	0.3	0.3	76.9
7903.74	1	0.3	0.3	77.2
7905.71	1	0.3	0.3	77.5
7906.46	1	0.3	0.3	77.8
7912.85	1	0.3	0.3	78.1
7913.09	1	0.3	0.3	78.4
7916.36	1	0.3	0.3	78.7
7918.74	1	0.3	0.3	79
7920.79	1	0.3	0.3	79.3
7922.14	1	0.3	0.3	79.6
7924.79	1	0.3	0.3	79.9
7926.29	1	0.3	0.3	80.2
7927.92	1	0.3	0.3	80.6
7928.75	1	0.3	0.3	80.9
7931.09	1	0.3	0.3	81.2
7932.73	1	0.3	0.3	81.5
7933.84	1	0.3	0.3	81.8
7938.8	1	0.3	0.3	82.1
7939.51	1	0.3	0.3	82.4
7942.69	1	0.3	0.3	82.7
7943.34	1	0.3	0.3	83
7944.49	1	0.3	0.3	83.3
7946.39	1	0.3	0.3	83.6
7954.46	1	0.3	0.3	84
7954.97	1	0.3	0.3	84.3
7955.12	1	0.3	0.3	84.6
7962.5	1	0.3	0.3	84.9
7972.36	1	0.3	0.3	85.2
7980.4	1	0.3	0.3	85.5
7986.32	1	0.3	0.3	85.8
7988.36	1	0.3	0.3	86.1
7989.55	1	0.3	0.3	86.4
8000.27	1	0.3	0.3	86.7
8017.48	1	0.3	0.3	87
8021.28	1	0.3	0.3	87.3
8027.98	1	0.3	0.3	87.7
8029.31	1	0.3	0.3	88
8032.77	1	0.3	0.3	88.3
8036.18	1	0.3	0.3	88.6

8046.64	1	0.3	0.3	88.9
8049.57	1	0.3	0.3	89.2
8056.59	1	0.3	0.3	89.5
8058.74	1	0.3	0.3	89.8
8059.86	1	0.3	0.3	90.1
8064.22	1	0.3	0.3	90.4
8064.84	1	0.3	0.3	90.7
8066.24	1	0.3	0.3	91
8067.5	1	0.3	0.3	91.4
8067.55	1	0.3	0.3	91.7
8070.17	1	0.3	0.3	92
8074.34	1	0.3	0.3	92.3
8074.98	1	0.3	0.3	92.6
8075.58	1	0.3	0.3	92.9
8080.18	1	0.3	0.3	93.2
8080.55	1	0.3	0.3	93.5
8086.81	1	0.3	0.3	93.8
8087.82	1	0.3	0.3	94.1
8092.04	1	0.3	0.3	94.4
8093.82	1	0.3	0.3	94.8
8095.35	1	0.3	0.3	95.1
8101.62	1	0.3	0.3	95.4
8104.19	1	0.3	0.3	95.7
8111.4	1	0.3	0.3	96
8122.61	1	0.3	0.3	96.3
8125.98	1	0.3	0.3	96.6
8132.3	1	0.3	0.3	96.9
8134.66	1	0.3	0.3	97.2
8154.19	1	0.3	0.3	97.5
8201.89	1	0.3	0.3	97.8
8222.02	1	0.3	0.3	98.1
8242.31	1	0.3	0.3	98.5
8300.51	1	0.3	0.3	98.8
8321.99	1	0.3	0.3	99.1
8393.35	1	0.3	0.3	99.4
8407.34	1	0.3	0.3	99.7
8430.73	1	0.3	0.3	100
Total	324	100	100	

المصدر : مخرجات برنامج spss بالاعتماد على الملحق رقم (01)

من خلال المعطيات التي تمت معالجتها تم التوصل إلى نتائج دراسة مدى ارتباط بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة .

من أجل اختبار ترابط بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة سيتم في ما يلي حساب مجموع مؤشر سوق الكويت المالي، والتي تقل عن 25% ما يعادلها 7184.7425 الدينار الكويتي والتي تعني أن تتابع التغيرات

سالب والذي عبر عنه بالنسبة المؤوية 21.01 % ما يقابلها 501713.72 الدينار الكويتي ثم حساب مجموع مؤشر سوق الكويت المالي والتي تقدر بـ 50% ما يعادلها 7694.9200 الدينار الكويتي والتي تعني أن تتابع التغيرات معدوم والذي عبر عنه بالنسبة المؤوية 51.3873% ما يقابلها 1226550.33 الدينار الكويتي ثم حساب 75 % ما يعادلها 7897.2000 الدينار الكويتي فما فوق والتي تعني أن تتابع التغيرات موجب والذي عبر عنه بالنسبة المؤوية 27.5930605 % ما يقابلها 658612.21 الدينار الكويتي، ومن خلال ما تم التوصل إليه نكون قد اختبرنا الفرضية الأولى .

الفرع الثاني : عرض نتائج حساب العائد المحقق لمؤشر سوق الكويت المالي وأسعار عقود الخيارات

بالاعتماد على معطيات مؤشر سوق الكويت المالي المتضمن أسعار إغلاق وعقود الخيارات المتضمنة أسعار الإقفال. تم التوصل إلى حساب العائد المحقق في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-3) : قيم العوائد المحققة لمؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات .

أعلى عائد عقود الخيارات	أدنى عائد عقود الخيارات	أعلى عائد مؤشر السوق	أدنى عائد مؤشر السوق
5.47	0	0.039	-0.0012
3.80	0	0.029	0.00018
3.029	0	0.026	0.008

المصدر : مخرجات برنامج Excel 2007 والاعتماد على الملحق رقم (03)

بعد أن تمت معالجة المعطيات تم التوصل إلى نتائج دراسة معدلات العائد المحققة كلا من مؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات .

يتبين من خلال الجدول (2-3) أن العوائد المحققة خلال مدة الدراسة عرفت تذبذب كبير بالنسبة لعوائد أسهم عقود الخيارات أما عوائد مؤشر سوق الكويت المالي عرفت تذبذب طفيف، وبالمقارنة نجد أن عوائد عقود الخيارات حققت أعلى عائد قدر بـ (5.47) الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر بـ (-0.90) الدينار الكويتي أما بالنسبة لعوائد مؤشر سوق الكويت المالي نجد أنه حقق أعلى عائد قدر بـ (0.0293) الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر بـ (-0.29) درهم الكويتي، من خلال المقارنة نجد عقود الخيارات حققت أعلى عائد وأدنى عائد مقارنة ما تم تحقيقه من عوائد مؤشر سوق الكويت المالي . ومن خلال ما تم التوصل إليه نكون قد اختبرنا الفرضية الثانية

الفرع الثالث : عرض نتائج اختبار معامل ارتباط Pearson لعوائد مؤشر سوق الكويت المالي بعوائد أسعار عقود

الخيارات

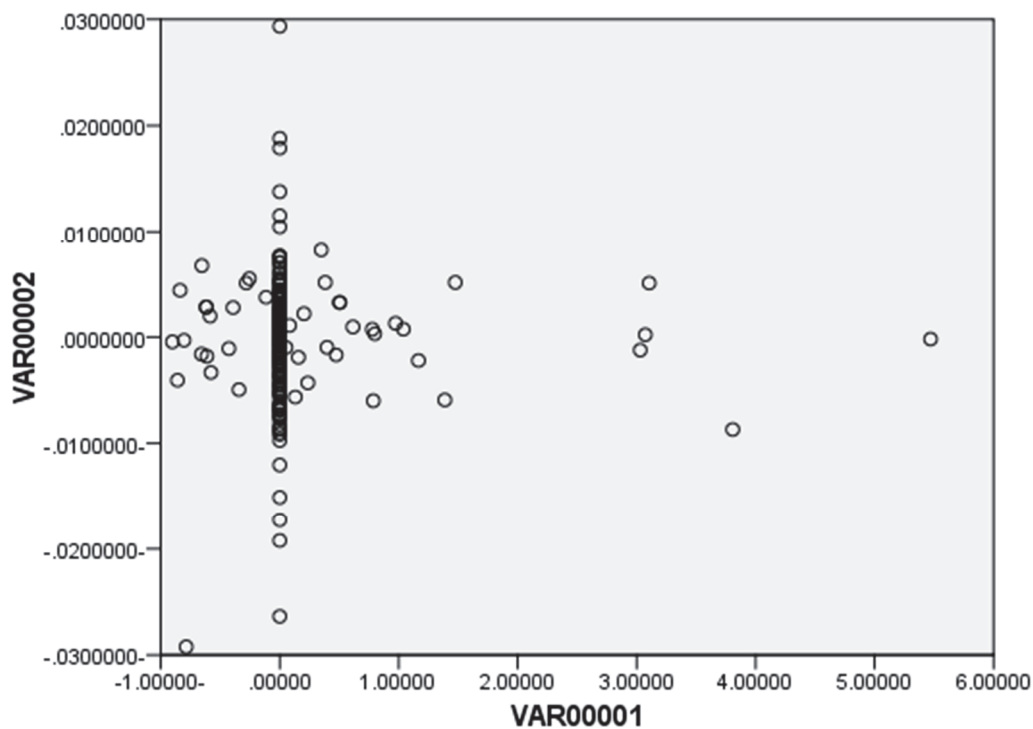
يتم استخدام هذا الاختبار لمعرفة وجود قيمة الارتباط بين مؤشر سوق الكويت وعقود الخيارات، وذلك من خلال الاعتماد على العوائد المحققة .

جدول رقم (2-4) : نتائج اختبار معامل ارتباط Pearson لعوائد مؤشر سوق الكويت المالي بعوائد أسعار عقود الخيارات .

		VAR00001	VAR00002
VAR00001	Pearson Correlation	1	.001
	Sig. (2-tailed)		.986
	N	185	185
VAR00002	Pearson Correlation	.001	1
	Sig. (2-tailed)	.986	
	N	185	185

المصدر : مخرجات برنامج spss وبالاغتماد على معدلات العائد

الشكل رقم : (2-1) العلاقة التي تربط بين عوائد مؤشر سوق الكويت المالي وعوائد أسعار عقود الخيارات .



المصدر : مخرجات برنامج spss وبالاغتماد على معدلات العائد

بعد أن تمت معالجة المعطيات تم التوصل إلى نتائج اختبار مدي ارتباط عوائد مؤشر سوق الكويت المالي بعوائد عقود الخيارات .

من خلال نتائج الاختبارات السابقة تبين أن قيمة الدلالة (0.986) لمؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات أكبر قيمة مقارنة بالدلالة الإحصائية (0.05) وبالتالي عدم وجود علاقة ارتباط . وبهذا نكون قد توصلنا إلى اختبار الفرضية الثالثة .

الفرع الرابع : عرض نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الكويت المالي

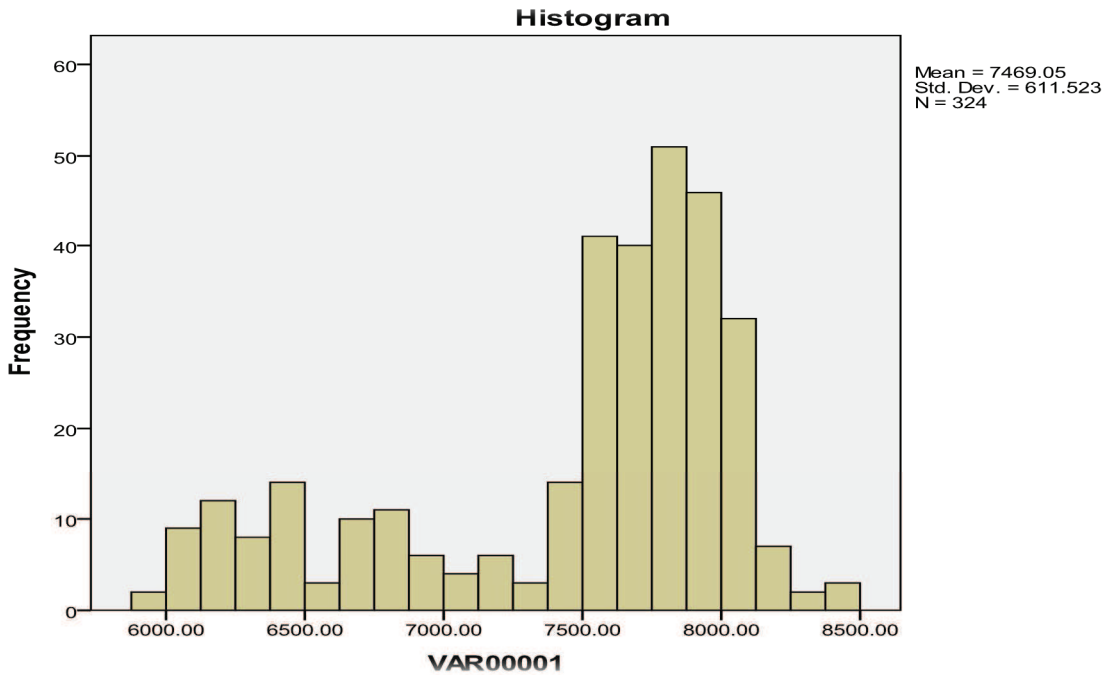
يعتمد على هذا الاختبار لمعرفة تتبع أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي التوزيع الطبيعي والحكم على كفاءة السوق

جدول رقم : (2-5) : نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الكويت المالي

Descriptives			Statistic	Std. Error
VAR00	Mean		7469.0468	33.97351
001	95% Confidence Interval for	Lower Bound	7402.2095	
	Mean	Upper Bound	7535.8841	
	5% Trimmed Mean		7504.5834	
	Median		7694.9200	
	Variance		373960.646	
	Std. Deviation		611.52322	
	Minimum		5934.28	
	Maximum		8430.73	
	Range		2496.45	
	Interquartile Range		712.46	
	Skewness		-1.044-	.135
	Kurtosis		-.112-	.270

المصدر : مخرجات برنامج spss والاعتماد على الملحق رقم : (01)

الشكل رقم : (2-2) التوزيع الطبيعي لسوق الكويت المالي



المصدر : مخرجات برنامج spss والاعتماد على الملحق رقم : (01)

من خلال المعالجة تم التوصل إلى نتائج اختبار مدى تتابع الأسعار التوزيع الطبيعي بما أن الوسيط الذي يمثل قيمة مؤشر سوق الكويت المالي أقرب لقاعدة المستطيل، فإن التوزيع يكون ملتويا إلى اليمين أي موجب الالتواء وأن قيمة كثيرة من البيانات كانت منخفضة .

المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية

بعد أن توصلنا إلى مجموعة من النتائج. سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تحليلها وتفسيرها، وانطلاقاً من مخرجات التحليل والتفسير سيتم اختبار صحة فرضيات الدراسة .

الفرع الأول : تحليل وتفسير نتائج دراسة ارتباط بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة
 نلاحظ من خلال معطيات الجدولين، رقمي (1-2) و(2-2) أن النسب المؤوية لأسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتحرك بصورة مستقلة عن بعضها البعض وإن قيمة الوسيط والتي تعد معدومة لأسعار مؤشر السوق المالي هو 7694.9200 الدينار الكويتي ما يعادل نسبة 51.3873% حيث أن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط تعد سالبة وتمثل 7184.7425 الدينار الكويتي وما يعادل نسبة 21.01% أما الحالات الأكبر من الوسيط تعد موجبة وتمثل 7897.2000 الدينار الكويتي ما يعادل نسبة 27.5930605% حيث تمثل هذه النسبة قوة تتبع استقلالية حركة الأسعار .

التفسير :

إن أسعار أسهم مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية حيث أن قيمة الوسيط تفوق القيمة السالبة بالإضافة إلى القيمة الموجبة وهذا يعني أن الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي تتحرك بصفة عشوائية ولا تتأثر ببعضها بعض. وبالتالي يعطي ذلك القدر على الحكم بكفاءة سوق الكويت الأوراق المالية عند مستوى معين من الكفاءة .

من خلال ما سبق نستنتج بأنه :

- لا يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار إغلاق الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي
 - التغير الحاصل في أسعار إغلاق شركة مدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي لا تتأثر ولا تتأثر بتغير أسعار إغلاق شركة أخرى في نفس مؤشر سوق الكويت المالي
- وهذه ما يثبت صحة الفرضية الأولى والتي تنص على :

الفرضية الأولى : حركة أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية

الفرع الثاني : تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بدراسة معدلات العائد المحققة كلا من مؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات .

نلاحظ من خلال معطيات الجدول رقم (1-3) أن عوائد الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات يتضح لنا التغير الحاصل في عقود الخيارات واضح من خلال الفروق حيث نجد معدل عائد شركات حققت أعلى عائد قدر بـ 5.47 الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر بـ 0.90- على خلاف عوائد مؤشر الكويت الذي عرف تذبذب طفيف حيث قدر بـ 0.023 الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر بـ 0.29- الدينار الكويتي ففي ما إذا حققت عقود الخيارات أعلى عائد يحقق مؤشر سوق الكويت المالي أدنى عائد مثلاً : عوائد عقود الخيارات على التوالي (5.47، 3.80، 3.029) الدينار الكويتي تقابلها عوائد مؤشر سوق الكويت المالي على التوالي (0.0018، 0.008، 0.008) درهم الكويتي أما في حالة عوائد مؤشر سوق الكويت المالي أعلى عائد نجد عقود الخيارات حققت أدنى عائد مثلاً : عوائد مؤشر سوق الكويت المالي على التوالي (0.039، 0.029، 0.026) الدينار الكويتي تقابلها عوائد عقود الخيارات على التوالي (0، 0، 0) الدينار الكويتي

التفسير :

تعتبر عقود الخيارات أعلى عائد مقارنة بعائد مؤشر سوق الكويت المالي، في هذه الحالة نقول أنه يوجد ارتباط موجب ضعيف بين العوائد، لأن العوائد المحقق تتحرك عكس الاتجاه، كما أن الشركات التي تتداول عقود الخيارات لا تتداول أسهم العادية والعكس بالنسبة لشركات التي تتداول الأسهم العادية لا تتداول عقود الخيارات .

من خلال ما سبق نستنتج بأن :

رغم قلة متعاملين عقود الخيارات إلا أن معدل عائدها يفوق معدل عائد مؤشر سوق الكويت المالي، ولها تأثير نسبي على مؤشر سوق الكويت المالي .

وهذا ما ينفي الفرضية الثانية ونقبل الفرضية البديلة والتي تنص على :

الفرضية الثانية : الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات أعلى عائداً من الشركات التي لا تتعامل بها

الفرع الثالث : تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بدراسة مدى ارتباط مؤشر سوق الكويت المالي بعقود الخيارات

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها اعتماداً على جدول رقم (1-4) والشكل رقم (2-1) تبين أنه بلغ معامل ارتباط (0.001) وهي تقترب من صفر جداً مما يعني عدم وجود ارتباط وأن قيمة الدلالة (0.986) أكبر من (0.05) كما يبين الشكل البياني أن حركة اتجاه الأسعار مبعثرة في أرجائه المختلفة ما يدل على عدم وجود ارتباط بين عوائد مؤشر سوق الكويت المالي وعوائد عقود الخيارات

تفسير :

عدم وجود ارتباط بين عوائد مؤشر سوق الكويت المالي وعوائد عقود الخيارات، هذا يعني أن أسعارها لا تؤثر ولا تتأثر ببعضها البعض بارتفاع أو انخفاض وبالتالي هي مستقلة وتحرك أسعارها بصفة عشوائية .

من خلال ما سبق نستنتج بأن :

رغم أن عوائد عقود الخيارات أعلى من عوائد مؤشر سوق الكويت المالي إلا أنه لا يؤثر على مؤشر سوق الكويت المالي سواء بارتفاع أو انخفاض وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة والتي تنص على :

الفرضية الثالثة : عدم وجود ارتباط بين عوائد عقود الخيارات وعوائد مؤشر سوق الكويت المالي

الفرع الرابع : تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بدراسة نتائج اختبار مدى تتابع الأسعار التوزيع الطبيعي

من خلال الجدول رقم (1-5) تبين أن قيمة الحقيقية (-1.044) أصغر من القيمة المجدول (0.135) وبما أن القيمة المتغير تتركز باتجاه القيم الصغيرة أكثر من تركزها باتجاه القيم الكبيرة فإن توزيع هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ويسمى موجب الالتواء وتكون قيمة الالتواء موجبة والذي يوضحه الشكل رقم : (2-2) .
بما أن قيمة التفلطح (0.270) كبيرة فإن للتوزيع قمة منخفضة (0.112 -) ويسمى التوزيع كبير التفلطح .

تفسير :

بما أن النتائج المتوصل إليها أثبتت أن التوزيع طبيعي، وهذا يدل على أن غالبية الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي كان تحرك أسعار أسهمها أكبر من مستوى المعنوية (0.005)

من خلال ما سبق نستنتج :

إن مؤشر سوق الكويت المالي تتبع التوزيع الطبيعي وفي الاتجاه التصاعدي وبالتالي يكون السوق المالي ذو مستوى ضعيف من الكفاءة

وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة والتي تنص على :

الفرضية الرابعة : يعتبر سوق الكويت المالي كفوفاً عند مستوى الضعيف

بعد أن تم اختبار فرضيات الدراسة توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الرئيسية والتي تنص على

الفرضية الرئيسية: لا تُؤثر المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي

المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة

بعد أن تم تحليل وتفسير واختبار فرضيات الدراسة تم الوصول إلى مجموعة من النتائج، وسنقوم الآن بمناقشتها ومقارنتها بما توصلت له الدراسات السابقة.

الفرع الأول: حركة أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية: وهذه النتيجة تتفق وتؤيد ما توصلت له نتيجة دراسة (روايح مولود، 2013) التي توصلت إلى أن حركة أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية ولا تؤثر ببعضها البعض سواء بالزيادة أو نقصان بالإضافة إلى دراسة (Dr. P.C. Sekar1, B. Senthil Arasu2) التي أثبتت أن سلسلة من مؤشرات الأسهم في سوق الأوراق المالية الهندية هي عبارة عن سلسلة عشوائية وبالتالي أسعار أسهمها مستقلة عن بعضها البعض، لكن هذا عكس ما توصلت له دراسة (حمدي شحدة محمود زغرب، 2011) الذي أثبتت أن حركة أسعار أسهم بورصة فلسطين تتحرك بصورة غير مستقلة وبالتالي تؤثر ببعضها البعض

الفرع الثاني: الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات أعلى عائداً من الشركات التي لا تتعامل بها: وهذه النتيجة تتفق وتؤيد نتيجة دراسة (منية قزير، 2011) أثبتت الدراسة أن دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة التي تستند إلى دراسة علمية دقيقة تؤدي إلى تدني مخاطر السوق المالي وتحقيق عوائد مرتفعة من خلال أسعار أسهم عقود الخيارات.

الفرع الثالث: عدم وجود ارتباط بين عوائد عقود الخيارات وعوائد مؤشر سوق الكويت المالي: وهذه النتيجة كانت متناقضة لدراسة كلا من (حمدي شحدة محمود زغرب، 2011) التي أثبتت وجود ارتباط بين القطاعات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بالإضافة إلى دراسة (خالد محمد نصار، 2006) بينت الدراسة أنه في حالة السماح بإدراج عقود المشتقات المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة توظيف أموالهم وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالي بالإضافة إلى دراسة (مولود رايح، 2013) التي أثبتت أن هناك ارتباط بين القطاعات المدرجة في سوق الكويت المالي لكن هذا لا يعني عدم صحة دراستنا لأن تم في دراستنا إثبات العلاقة بين عوائد عقود الخيارات بعوائد مؤشر سوق الكويت المالي وهذا ما تفتقره الدراسات الأخرى.

الفرع الرابع: يعتبر سوق الكويت المالي كفؤاً عند المستوى الضعيف: وهذه النتيجة تتفق وتؤيد ما توصلت إليه كلا من دراسة (روايح مولود، 2013) حيث أثبتت نتائج الدراسة أن سوق الكويت المالي ذو مستوى ضعيف من الكفاءة كذلك دراسة (Dr. P.C. Sekar1, B. Senthil Arasu2.Study) حيث أثبتت نتائج الدراسة أن سوق الهند المالي يعد مستوى ضعيف من الكفاءة، بالإضافة إلى دراسة (نورين بومدين، 2012) حيث أثبتت دراسة أن سوق ماليزيا للأوراق المالية ذو مستوى معين من الكفاءة أما دراسة (حمدي شحدة محمود زغرب، 2011) فكانت متناقضة حيث أثبتت نتائج الدراسة أن سوق فلسطين للأوراق المالية غير كفؤاً.

من خلال مناقشتنا لنتائج دراستنا مع نتائج الدراسات السابقة تبين أن كل الدراسات السابقة تتفق على:

- إن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه الأسواق لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين، وذلك من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف الوفاء لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

- دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة التي تستند إلى دراسة علمية دقيقة، تؤدي إلى تدنيّة مخاطر السوق المالي وتحقيق عوائد مرتفعة من خلال تشكيل الحافظة المالية من عقود الخيار .
- أن الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار تقوم بنقلها عن طريق أدوات المشتقات المالية، إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيع السمسرة الكبيرة .
- أن سوء استخدام منتجات المشتقات المالية وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقيدها وخطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة، فبدل من جعلها أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر .

خلاصة الفصل :

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من دراستنا، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل له في الجانب النظري واختبار مدى تجسيده في الواقع العملي، فكان الهدف منه التعرف على السوق المالي الذي تمت دراسته حيث كانت خطتنا كالتالي الاعتماد على الطريقة والأدوات المستخدمة ثم تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية وذلك لاختبار صحة فرضيات الدراسة التي تم وضعها .

ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل لها في هذا الفصل كالتالي :

- حركة أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية
- الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات أعلى عائداً من الشركات التي لا تتعامل بها
- عدم وجود ارتباط بين عوائد عقود الخيارات وعوائد مؤشر سوق الكويت المالي
- يعتبر سوق الكويت المالي كفوفاً عند مستوى الضعيف

الذاتمة العامة

تناولت هذه الدراسة موضوع المشتقات المالية وأثره على كفاءة السوق المالي، فحاولنا من خلال بحثنا الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة التي تمحورت حول قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي وهو الموضوع الذي أثار جدلا كبيرا . من خلال الفصلين النظري والتطبيقي نجد مؤيدي ومعارض المشتقات المالية. بالنسبة لمؤيدي المشتقات المالية يعتبرون المشتقات المالية أنها خلقت من أجل حماية البنوك والمالية وتنظيم نشاطاتها والتخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، بالإضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية وتسهيل التعاملات فيها أما بالنسبة لمعارض المشتقات المالية فيعتبرونها أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العلمي بكامله لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها للتحوط أو الترحيح إضافة إلى كثرة صفقاتها في أسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي

اختبار الفرضيات :

بعد أن تمت الدراسة التطبيقية يمكننا اختبار الفرضيات التالية :

بخصوص الفرضية الأولى : إن أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية وإثبات الفرضية تم استخدام اختبار (run test) وبعد التحليل والمناقشة تبين أن مؤشر سوق الكويت المالي تتحرك بصفة عشوائية ولا تتأثر ببعضها بعض .

أما فيما يخص الفرضية الثانية والتي تنص على أن الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات أقل عائدا من الشركات التي لا تتعامل بها وإثبات الفرضية تم استخدام معادلة معدل العائد وبعد التحليل والمناقشة تبين أن الشركات التي تتعامل بعقود الخيارات أعلى عائدا من الشركات التي لا تتعامل بها وبالتالي رفض الفرضية الأولى والقبول بالفرضية البديلة

أما فيما يخص الفرضية الثالثة والتي تنص على عدم وجود ارتباط بين عقود الخيارات ومؤشر سوق الكويت المالي وإثبات الفرضية تم اختبار معامل الارتباط Pearson وبعد التحليل والمناقشة تبينه صحة الفرضية التالية عدم وجود ارتباط بين عوائد عقود الخيارات وعوائد مؤشر سوق الكويت المالي سواء بالإيجاب أو بالسلب

أما الفرضية الرابعة التي تنص على أن سوق الكويت المالي يعتبر كفاءة عند مستوى الضعيف وإثبات الفرضية تم استخدام (1- Sample K -S) وبعد التحليل والمناقشة تبين أن سوق الكويت المالي كفاءة عند مستوى الضعيف

نتائج البحث :

- إن أداء سوق الكويت المالي متفوق على أداء بعض البورصات الناشئة محل مقارنة، في معظم مؤشرات بورصة الأسهم، مثل بورصة فلسطين ؛
- إن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في السوق المالي يعد خطوة مهمة في تطوير المنتجات المالية المناسبة لهم بهدف الوفاء لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ؛
- بما أن عوائد عقود الخيارات أعلى من عوائد مؤشر سوق الكويت المالي، وعقود الخيارات لا تؤثر على كفاءة السوق المالي هذا يعنى بإمكانها أن تؤثر عليها بالإيجاب وتزيد من مستوى كفاءة السوق المالي ؛
- لم تؤثر المشتقات المالية على إحداث أزمة في سوق الكويت المالي وخير دليل على ذلك عوائد عقود الخيارات أعلى من عوائد مؤشر السوق ؛

- بما أن حركة اتجاه أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي مستقلة ولا تؤثر ببعضها البعض هذا مما يدل على توفر المعلومات بين الشركات وما يزيد من مستوى كفاءة السوق المالي ؛
- كلما كانت عقود الخيار قائمة على دراسات علمية دقيقة تعتمد على دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة لاتجاهات الأسعار كلما ساهمت عقود الخيار في تغطية مخاطر السوق بشكل جيد، وبالتالي المساهمة في رفع من كفاءة السوق المالي .
- المشتقات المالية سلاح ذو حدين فمنهم من يستخدمها للمضاربة فتزيد المخاطرة، ومنهم من يستخدمها لتحوط والتزجيج فتزيد من فعالية وتطوير واستقرار السوق المالي .

التوصيات :

- بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من التوصيات التي نأمل بأن تأخذ بعين الاعتبار من قبل المسؤولين وصناع القرار والمتمثلة في :
- تشجيع المستثمرين على تداول المشتقات المالية لما توفره من خصائص وامتيازات التي تفقدها الأوراق المالية الأخرى وخاصة كونها تزيد من فعالية هذه الأسواق ؛
- استغلال الأمثل للمشتقات المالية من خلال استغلالها في مجال التزجيج والتحوط، والابتعاد عن استغلالها في مجال المضاربة ؛
- الاستعانة بخبراء الماليين في ميدان المشتقات المالية قبل اتخاذ القرار الاستثماري في عقود المشتقات المالية ؛
- إجراء دراسات تحليلية لمؤشر السوق المالي من أجل بناء توقعات على أساس علمي دقيق، الأمر الذي يقلل من احتمال فشل تلك التوقعات وبالتالي انعدام أو تقليل المخاطر ؛
- متابعة ومراقبة أداء استخدام المشتقات المالية المختارة لتغطية ضد المخاطر .

آفاق الدراسة :

إن موضوع المشتقات المالية وتأثيرها على كفاءة السوق المالي من المواضيع الحديثة، والتي لا تزال تحتاج إلى دراسات ونتائج من شأنها توضيح وفك الخلاف، في كونها أداة تساعد على زيادة المخاطر وبالتالي توليد الأزمات، أم أداة تساعد على تغطية المخاطر وبالتالي استقرار السوق المالي، لذا هذا الموضوع يعرف بندرة كبيرة في الأبحاث ولا سيما في الجامعة الجزائرية نظرا لعدم التعامل بهذه الأخيرة، وفي ظل الظروف الراهنة فإن الأسواق المالية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر الحديث، ومدى ارتباط هذه المشتقات بالأسواق المالية، فمن خلال ما سبق يمكن طرح مجموعة من المواضيع التي تحتاج إلى دراسة تتمثل في :

- دراسة دور المشتقات المالية في تنشيط الأسواق المالية ؛
- إجراء دراسة تتعلق بإستراتيجية الاستثمار في عقود المشتقات المالية ؛
- تقديم دراسات مقارنة بين الأسواق التي تتداول أدوات المشتقات المالية والأسواق التي لا تتداول هذه الأدوات ؛
- دراسة كفاءة سوق مالي قبل وبعد تداول المشتقات المالية .

- مؤشر سوق الكويت المالي، وعقود الخيارات لا تؤثر على كفاءة السوق المالي بالسلب، هذا يعني بإمكانها أن تؤثر عليها بالإيجاب وتزيد من مستوى كفاءة السوق المالي ؛
- لم تؤثر المشتقات المالية على إحداث أزمة في سوق الكويت المالي وخير دليل على ذلك عوائد عقود الخيارات أعلى من عوائد مؤشر السوق ؛
- بما أن حركة اتجاه أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي مستقلة ولا تؤثر ببعضها البعض هذا مما يدل على توفر المعلومات بين الشركات وما يزيد من مستوى كفاءة السوق المالي ؛
- كلما كانت عقود الخيار قائمة على دراسات علمية دقيقة تعتمد على دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة لإتجاهات الأسعار كلما ساهمت عقود الخيار في تغطية مخاطر السوق بشكل جيد، وبالتالي المساهمة في رفع من كفاءة السوق المالي .
- المشتقات المالية سلاح ذو حدين فمنهم من يستخدمها للمضاربة فتزيد المخاطرة، ومنهم من يستخدمها لتحوط والترحيل فتزيد من فعالية وتطوير واستقرار السوق المالي .

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية

I. الكتب :

1. حاكم محسن الربيعي، وآخرون، المشتقات المالية، (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى دار اليازوري العلمية، لنشر والتوزيع، عمان 2011 .
 2. زياد رمضان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، مصر، 2007 .
 3. سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010 .
 4. طارق عبد العال حمادة، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، كلية التجارة جامعة عين شمس، الدار الجامعية الجزء الخامس لنشر وتوزيع، 2001
 5. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003-2004.
 6. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008 .
 7. عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر سوريا
 8. غازي عبد الفلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن
 9. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، الجزء الأول
 10. منير إبراهيم هندي، عقود الخيارات، طبعة الأولى، توزيع منشأة المعادن، جامعة ألاما الأمريكية، جامعة طنطا 2008
 11. هشام السعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي .
 12. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009 .
 13. وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحولات لاقتصادية السوق، الطبعة الأولى مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية .
- II. البحوث الجامعية :
- أ- أطروحة دكتوراه :

1. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

2. نورين بومدين بعنوان "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية دراسة حالة ماليزيا من 2005-2011" رسالة لنيل دكتوراه جامعة حسبية بن بوعلي بالشلف سنة 2012

ب-مذكرات الماجستير:

1. خالد محمد نصار بعنوان "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة من 2000_ 2005 مذكرة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة لسنة 2006
2. سرارمة مريم بعنوان "دورة المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية " مذكرة ماجستير جامعة قسنطينة 2012

ت-مذكرات الماستر:

1. روابح مولود بعنوان "المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي دراسة حالة سوق الكويت 2006-2012" مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرياح ورقلة 2013
2. منية قزير بعنوان "المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة الكويت" مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرياح سنة 2011 .

III. مؤتمرات والمجلات:

1. بن رحم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .
2. عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010 .
3. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07-2009/2010 جامعة قاصدي مرياح ورقلة الجزائر
4. يسري حسين خليفة بعنوان "العوامل المؤثر على قرار تبني استخدام المشتقات المالية " الدراسة عبارة عن مجلة كلية للبحوث العالمية جامعة الإسكندرية العدد رقم (7) جانفي 2009 .

ثانيا : المراجع والمصادر وباللغة الأجنبية

I- الكتب :

- 1- J. Teulie et topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris
- 2- J. TEULIE et P. TOPSACALIAN, « Finance », Éd. Vuibert, Paris, 1997.

II- المذكرات :

- 1- clotide wetzer, la finance comportementale ; d' une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers, thèse de Master, université paris II panthéon Assas, 2008-2009

III- المجالات :

- 1- Dr. P.C. Sekar¹, B. Senthil Arasu².. Indian Stock Market Efficiency Before and After the Introduction of Derivatives. Journal of Contemporary Research in Management, Volume-1, No.1, 2 Jan - June 2007
- 2- Ngugi Nahashon Njoroge et al. "Fact or influencing development of financial derivatives markets". Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies Vol. 2(5) pp. 258-267, May, 2013.
- 3- Gérard Marie Henry, Les marchés financiers, Armand Colin, Paris, 1999

ثالثا : المواقع الإلكترونية

- 1- <http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx> Consulté le 2014/04/10
- 2- <http://www.kuwaitse.com/A/Market/OptionQuotes.aspx> Consulté le 2014/04/ 10
- 3- www.researchgate.net/e0b4952d913d0b7515 Consulté le 2014 /3/1
- 4- <http://www.univ-ecosetif.com/seminars/financialcrisis/34> Consulté le 03/3/2014

قائمة الملاحق

24-02-2013	6,409.04
25-02-2013	6,409.04
26-02-2013	6,409.04
27-02-2013	6,443.26
28-02-2013	6,463.47
03-03-2013	6,474.08
04-03-2013	6,487.13
05-03-2013	6,538.47
06-03-2013	6,557.24
07-03-2013	6,574.78
10-03-2013	6,628.16
11-03-2013	6,665.49
12-03-2013	6,714.78
13-03-2013	6,735.78
14-03-2013	6,732.96
17-03-2013	6,744.38
18-03-2013	6,787.56
19-03-2013	6,820.49
20-03-2013	6,826.40
21-03-2013	6,815.75
24-03-2013	6,831.20
25-03-2013	6,689.69
26-03-2013	6,777.34
27-03-2013	6,776.41
28-03-2013	6,720.36
31-03-2013	6,721.52
01-04-2013	6,736.42
02-04-2013	6,759.58
03-04-2013	6,814.36
04-04-2013	6,817.38
07-04-2013	6,851.17
08-04-2013	6,878.87
09-04-2013	6,943.53
10-04-2013	6,947.77
11-04-2013	6,977.73
14-04-2013	6,963.65
15-04-2013	6,952.35
16-04-2013	7,043.84
17-04-2013	7,086.08
18-04-2013	7,078.18
21-04-2013	7,119.62
22-04-2013	7,140.80
23-04-2013	7,173.67

الملحق رقم (01) : أسعار الإغلاق

اليومية لمؤشر سوق الكويت المالي

التاريخ	الإقفال
01-01-2013	5,934.28
02-01-2013	5,994.02
03-01-2013	6,004.41
06-01-2013	6,014.16
07-01-2013	6,021.96
08-01-2013	6,043.01
09-01-2013	6,065.95
10-01-2013	6,067.83
13-01-2013	6,109.34
14-01-2013	6,106.91
15-01-2013	6,116.60
16-01-2013	6,128.11
17-01-2013	6,139.30
20-01-2013	6,158.14
21-01-2013	6,172.72
22-01-2013	6,191.21
23-01-2013	6,202.65
24-01-2013	6,202.65
27-01-2013	6,205.97
28-01-2013	6,222.72
29-01-2013	6,247.68
30-01-2013	6,240.76
31-01-2013	6,245.11
03-02-2013	6,274.91
04-02-2013	6,309.86
05-02-2013	6,338.05
06-02-2013	6,291.62
07-02-2013	6,288.72
10-02-2013	6,292.97
11-02-2013	6,320.97
12-02-2013	6,357.06
13-02-2013	6,384.32
14-02-2013	6,397.64
17-02-2013	6,406.67
18-02-2013	6,405.73
19-02-2013	6,386.80
20-02-2013	6,404.82
21-02-2013	6,409.04

25-06-2013	7,926.29
26-06-2013	7,899.77
27-06-2013	7,912.85
30-06-2013	7,772.85
01-07-2013	7,882.27
02-07-2013	7,876.89
03-07-2013	7,932.73
04-07-2013	7,962.50
07-07-2013	7,986.32
08-07-2013	7,933.84
09-07-2013	7,924.79
10-07-2013	7,870.32
11-07-2013	7,882.32
14-07-2013	7,883.15
15-07-2013	7,819.85
16-07-2013	7,879.75
17-07-2013	7,922.14
18-07-2013	7,944.49
21-07-2013	7,988.36
22-07-2013	8,036.18
23-07-2013	8,046.64
24-07-2013	8,066.24
25-07-2013	8,095.35
28-07-2013	8,111.40
29-07-2013	8,080.18
30-07-2013	8,064.22
31-07-2013	8,070.17
01-08-2013	8,087.82
04-08-2013	8,032.77
05-08-2013	8,017.48
06-08-2013	8,056.59
07-08-2013	8,064.84
12-08-2013	8,058.74
13-08-2013	8,067.50
14-08-2013	8,093.82
15-08-2013	8,092.04
18-08-2013	8,134.66
19-08-2013	8,132.30
20-08-2013	8,122.61
21-08-2013	8,101.62
22-08-2013	8,104.19
25-08-2013	8,074.34
26-08-2013	8,000.27

24-04-2013	7,227.33
25-04-2013	7,287.67
28-04-2013	7,362.95
29-04-2013	7,428.27
30-04-2013	7,430.54
01-05-2013	7,562.83
02-05-2013	7,593.84
05-05-2013	7,715.35
06-05-2013	7,716.34
07-05-2013	7,774.05
08-05-2013	7,724.97
09-05-2013	7,769.46
12-05-2013	7,827.57
13-05-2013	7,846.87
14-05-2013	7,862.89
15-05-2013	7,813.05
16-05-2013	7,902.18
19-05-2013	8,021.28
20-05-2013	8,125.98
21-05-2013	8,242.31
22-05-2013	8,222.02
23-05-2013	8,154.19
26-05-2013	8,321.99
27-05-2013	8,393.35
28-05-2013	8,430.73
29-05-2013	8,407.34
30-05-2013	8,300.51
02-06-2013	8,049.57
03-06-2013	8,201.89
04-06-2013	8,086.81
05-06-2013	8,027.98
09-06-2013	7,902.67
10-06-2013	7,927.92
11-06-2013	8,029.31
12-06-2013	7,972.36
13-06-2013	7,931.09
16-06-2013	7,955.12
17-06-2013	8,080.55
18-06-2013	8,075.58
19-06-2013	8,074.98
20-06-2013	8,059.86
23-06-2013	8,067.55
24-06-2013	7,942.69

03-11-2013	7,875.11
04-11-2013	7,895.85
06-11-2013	7,918.74
07-11-2013	7,939.51
10-11-2013	7,980.40
11-11-2013	7,928.75
12-11-2013	7,943.34
13-11-2013	7,916.36
14-11-2013	7,903.74
17-11-2013	7,913.09
18-11-2013	7,868.93
20-11-2013	7,876.51
21-11-2013	7,841.40
24-11-2013	7,875.02
25-11-2013	7,837.13
26-11-2013	7,798.11
27-11-2013	7,838.20
28-11-2013	7,785.48
01-12-2013	7,741.62
02-12-2013	7,724.10
03-12-2013	7,718.34
04-12-2013	7,737.17
05-12-2013	7,764.86
08-12-2013	7,772.66
09-12-2013	7,759.65
10-12-2013	7,756.10
11-12-2013	7,750.76
12-12-2013	7,704.34
15-12-2013	7,640.70
16-12-2013	7,656.16
17-12-2013	7,609.17
18-12-2013	7,575.55
19-12-2013	7,605.04
22-12-2013	7,626.17
23-12-2013	7,635.22
24-12-2013	7,638.42
25-12-2013	7,644.12
26-12-2013	7,626.23
29-12-2013	7,586.45
30-12-2013	7,541.58
31-12-2013	7,549.52
05-01-2014	7,551.13
06-01-2014	7,607.71

27-08-2013	7,766.35
28-08-2013	7,707.66
29-08-2013	7,632.57
01-09-2013	7,623.06
02-09-2013	7,595.80
03-09-2013	7,464.67
04-09-2013	7,267.82
05-09-2013	7,217.96
08-09-2013	7,237.77
09-09-2013	7,233.43
10-09-2013	7,445.75
11-09-2013	7,548.34
12-09-2013	7,587.21
15-09-2013	7,729.85
16-09-2013	7,788.69
17-09-2013	7,720.99
18-09-2013	7,809.86
19-09-2013	7,848.27
22-09-2013	7,845.88
23-09-2013	7,901.14
24-09-2013	7,897.65
25-09-2013	7,902.65
26-09-2013	7,783.32
29-09-2013	7,808.70
30-09-2013	7,766.98
01-10-2013	7,725.78
02-10-2013	7,717.49
03-10-2013	7,624.64
06-10-2013	7,655.07
07-10-2013	7,664.59
08-10-2013	7,697.09
09-10-2013	7,703.53
10-10-2013	7,766.83
20-10-2013	7,905.71
21-10-2013	7,873.05
22-10-2013	7,871.59
23-10-2013	7,906.46
24-10-2013	7,954.46
27-10-2013	7,989.55
28-10-2013	7,938.80
29-10-2013	7,954.97
30-10-2013	7,920.79
31-10-2013	7,946.39

12-03-2014	7,503.61
13-03-2014	7,454.50
16-03-2014	7,434.08
17-03-2014	7,409.38
18-03-2014	7,457.87
19-03-2014	7,535.89
20-03-2014	7,557.29
23-03-2014	7,542.49
24-03-2014	7,554.09
25-03-2014	7,581.41
26-03-2014	7,592.04
27-03-2014	7,584.76
30-03-2014	7,584
31-03-2014	7,572.81
01-04-2014	7,558.43
02-04-2014	7,570.52
03-04-2014	7,572.47
06-04-2014	7,583.22
07-04-2014	7,599.95
08-04-2014	7,544.80
09-04-2014	7,571.61
10-04-2014	7,573.84
13-04-2014	7,560.22
14-04-2014	7,495
15-04-2014	7,513.84
16-04-2014	7,515.54
17-04-2014	7,450.82
20-04-2014	7,435.88

المصدر :

<http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx>

الملحق رقم (02) : أسعار الإغلاق

اليومية لعقود الخيارات في سوق الكويت المالي

إسم الشركة	الاستحقاق	سعر الإغلاق
KW0101007563	6/26/2014 12:00:00 AM	1
KW0101007571	9/25/2014 12:00:00 AM	1
KW0101007589	12/25/2014 12:00:00 AM	1
KW0102002589	6/26/2014 12:00:00 AM	0.385
KW0102002571	9/25/2014 12:00:00 AM	0.385

07-01-2014	7,658.94
08-01-2014	7,657.57
09-01-2014	7,668.82
12-01-2014	7,641.31
13-01-2014	7,628.59
14-01-2014	7,623.09
15-01-2014	7,665.14
16-01-2014	7,665.14
19-01-2014	7,699.06
20-01-2014	7,738.26
21-01-2014	7,756.11
22-01-2014	7,749.44
23-01-2014	7,778.56
26-01-2014	7,784.67
27-01-2014	7,781.07
28-01-2014	7,749.49
29-01-2014	7,767.83
30-01-2014	7,755.80
02-02-2014	7,810.11
03-02-2014	7,786.72
04-02-2014	7,810.55
05-02-2014	7,802.98
06-02-2014	7,832
09-02-2014	7,863
10-02-2014	7,841.69
11-02-2014	7,857.04
12-02-2014	7,861.02
13-02-2014	7,842.62
16-02-2014	7,832.39
17-02-2014	7,793.69
18-02-2014	7,808.38
19-02-2014	7,797.26
20-02-2014	7,737.49
23-02-2014	7,728.07
24-02-2014	7,692.75
02-03-2014	7,640.55
03-03-2014	7,493.65
04-03-2014	7,531.78
05-03-2014	7,476.72
06-03-2014	7,507.43
09-03-2014	7,515.68
10-03-2014	7,491.86
11-03-2014	7,520.16

KW0203005457	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005465	9/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005473	12/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005507	12/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005325	12/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0204009680	6/26/2014 12:00:00 AM	0.156
KW0204009714	9/25/2014 12:00:00 AM	0.156
KW0204009748	12/25/2014 12:00:00 AM	0.156
KW0205009085	4/24/2014 12:00:00 AM	0.75
KW0205009150	4/24/2014 12:00:00 AM	0.75
KW0205009127	6/26/2014 12:00:00 AM	0.75
KW0205009135	9/25/2014 12:00:00 AM	0.75
KW0205009143	12/25/2014 12:00:00 AM	0.75
KW0218005310	6/26/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0218005328	9/25/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0218005336	12/25/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0239002635	6/26/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0239002643	9/25/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0239002650	12/25/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0247001694	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0247001884	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0247001728	9/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0247001736	9/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0247001751	12/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0247001769	12/25/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0252001571	6/26/2014 12:00:00 AM	0.085
KW0252001589	9/25/2014 12:00:00 AM	0.085
KW0252001597	12/25/2014 12:00:00 AM	0.085
KW0302004989	6/26/2014 12:00:00 AM	0.55
KW0302005010	9/25/2014 12:00:00 AM	0.55
KW0302005044	12/25/2014 12:00:00 AM	0.55

KW0102002563	12/25/2014 12:00:00 AM	0.385
KW0103003933	6/26/2014 12:00:00 AM	0.76
KW0103003941	9/25/2014 12:00:00 AM	0.76
KW0103003958	12/25/2014 12:00:00 AM	0.76
KW0106007295	6/26/2014 12:00:00 AM	0.315
KW0106007303	9/25/2014 12:00:00 AM	0.315
KW0106007311	12/25/2014 12:00:00 AM	0.315
KW0107007765	6/26/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007773	6/26/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007948	6/26/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007955	9/25/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007799	9/25/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007807	9/25/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007831	12/25/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0107007963	12/25/2014 12:00:00 AM	0.56
KW0108008218	6/26/2014 12:00:00 AM	0.84
KW0108008226	9/25/2014 12:00:00 AM	0.84
KW0108008234	12/25/2014 12:00:00 AM	0.84
KW0201000047	6/26/2014 12:00:00 AM	0.164
KW0201000070	9/25/2014 12:00:00 AM	0.164
KW0201000104	12/25/2014 12:00:00 AM	0.164
KW0202001143	6/26/2014 12:00:00 AM	0.295
KW0202001150	9/25/2014 12:00:00 AM	0.295
KW0202001168	12/25/2014 12:00:00 AM	0.295
KW0203004823	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203004922	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203004971	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005028	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005069	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005309	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063
KW0203005382	6/26/2014 12:00:00 AM	0.063

KW0423007416	12/25/2014 12:00:00 AM	0.14
KW0501009359	4/24/2014 12:00:00 AM	0.25
KW0501009375	6/26/2014 12:00:00 AM	0.25
KW0501009268	6/26/2014 12:00:00 AM	0.25
KW0501009300	6/26/2014 12:00:00 AM	0.25
KW0501009383	9/25/2014 12:00:00 AM	0.25
KW0501009367	12/25/2014 12:00:00 AM	0.25
KW0506005972	6/26/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0506005980	9/25/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0506005998	12/25/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0512004597	6/26/2014 12:00:00 AM	0.31
KW0512004589	9/25/2014 12:00:00 AM	0.31
KW0512004571	12/25/2014 12:00:00 AM	0.31
KW0514006640	4/24/2014 12:00:00 AM	0.74
KW0514006673	6/26/2014 12:00:00 AM	0.74
KW0514006681	9/25/2014 12:00:00 AM	0.74
KW0514006699	12/25/2014 12:00:00 AM	0.74
KW0526001175	4/24/2014 12:00:00 AM	0.255
KW0526001217	4/24/2014 12:00:00 AM	0.255
KW0526001225	6/26/2014 12:00:00 AM	0.255
KW0526001191	6/26/2014 12:00:00 AM	0.255
KW0526001183	9/25/2014 12:00:00 AM	0.255
KW0526001209	12/25/2014 12:00:00 AM	0.255
KW0528002601	6/26/2014 12:00:00 AM	0.19
KW0528002619	9/25/2014 12:00:00 AM	0.19
KW0528002627	12/25/2014 12:00:00 AM	0.19
KW0603008374	6/26/2014 12:00:00 AM	0.78
KW0603008382	9/25/2014 12:00:00 AM	0.78
KW0603008390	12/25/2014 12:00:00 AM	0.78
KW0605009321	6/26/2014 12:00:00 AM	0.69
KW0605009339	9/25/2014 12:00:00 AM	0.69

KW0401007362	6/26/2014 12:00:00 AM	0.089
KW0401007370	9/25/2014 12:00:00 AM	0.089
KW0401007388	12/25/2014 12:00:00 AM	0.089
KW0402006892	6/26/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0402006900	6/26/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0402006926	9/25/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0402006934	9/25/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0402006959	12/25/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0402006967	12/25/2014 12:00:00 AM	0.11
KW0403008236	4/24/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0403008046	6/26/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0403008079	9/25/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0403008103	12/25/2014 12:00:00 AM	0.152
KW0410008534	6/26/2014 12:00:00 AM	0.052
KW0410008542	9/25/2014 12:00:00 AM	0.052
KW0410008559	12/25/2014 12:00:00 AM	0.052
KW0412006445	6/26/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0412006452	6/26/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0412006478	9/25/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0412006502	12/25/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0414007920	6/26/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0414007938	9/25/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0414007946	12/25/2014 12:00:00 AM	0.084
KW0418006530	6/26/2014 12:00:00 AM	0.095
KW0418006548	9/25/2014 12:00:00 AM	0.095
KW0418006555	12/25/2014 12:00:00 AM	0.095
KW0420005553	6/26/2014 12:00:00 AM	0.095
KW0420005546	9/25/2014 12:00:00 AM	0.095
KW0420005561	12/25/2014 12:00:00 AM	0.095
KW0423007390	6/26/2014 12:00:00 AM	0.14
KW0423007408	9/25/2014 12:00:00 AM	0.14

KW0654000536	9/25/2014 12:00:00 AM	0.455
KW0654000569	12/25/2014 12:00:00 AM	0.455
KW0658000771	6/26/2014 12:00:00 AM	0.192
KW0658000565	9/25/2014 12:00:00 AM	0.192
KW0658000573	12/25/2014 12:00:00 AM	0.192
KW0702008358	6/26/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0702008374	6/26/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0702008630	6/26/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0702008689	9/25/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0702008697	12/25/2014 12:00:00 AM	0.073
KW0804000055	6/26/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0804000089	9/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0804000113	12/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0805005335	6/26/2014 12:00:00 AM	0.118
KW0805005384	6/26/2014 12:00:00 AM	0.118
KW0805005376	9/25/2014 12:00:00 AM	0.118
KW0805005368	12/25/2014 12:00:00 AM	0.118
KW0808003840	4/24/2014 12:00:00 AM	0.142
KW0808003774	6/26/2014 12:00:00 AM	0.142
KW0808003766	9/25/2014 12:00:00 AM	0.142
KW0808003758	12/25/2014 12:00:00 AM	0.142
KW0813004270	6/26/2014 12:00:00 AM	0.055
KW0813004304	9/25/2014 12:00:00 AM	0.055
KW0813004338	12/25/2014 12:00:00 AM	0.055
KW0818000802	6/26/2014 12:00:00 AM	0.224
KW0818000810	9/25/2014 12:00:00 AM	0.224
KW0818000828	12/25/2014 12:00:00 AM	0.224

المصدر :

<http://www.kuwaitse.com/A/Market/OptionsQuotes.aspx>

KW0605009347	12/25/2014 12:00:00 AM	0.69
KW0610007401	4/24/2014 12:00:00 AM	0.097
KW0610007229	6/26/2014 12:00:00 AM	0.097
KW0610007237	6/26/2014 12:00:00 AM	0.097
KW0610007393	6/26/2014 12:00:00 AM	0.097
KW0610007252	9/25/2014 12:00:00 AM	0.097
KW0610007286	12/25/2014 12:00:00 AM	0.097
KW0614008280	6/26/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008298	6/26/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008306	6/26/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008314	9/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008322	9/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008330	9/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008355	12/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0614008363	12/25/2014 12:00:00 AM	0.102
KW0624005565	6/26/2014 12:00:00 AM	0.067
KW0624005599	9/25/2014 12:00:00 AM	0.067
KW0624005607	9/25/2014 12:00:00 AM	0.067
KW0624005623	12/25/2014 12:00:00 AM	0.067
KW0642002891	4/24/2014 12:00:00 AM	0.27
KW0642002750	6/26/2014 12:00:00 AM	0.27
KW0642002784	9/25/2014 12:00:00 AM	0.27
KW0642002818	12/25/2014 12:00:00 AM	0.27
KW0644000984	6/26/2014 12:00:00 AM	0.194
KW0644000992	9/25/2014 12:00:00 AM	0.194
KW0644001008	12/25/2014 12:00:00 AM	0.194
KW0645003961	6/26/2014 12:00:00 AM	0.21
KW0645004037	9/25/2014 12:00:00 AM	0.21
KW0645004027	12/25/2014 12:00:00 AM	0.21
KW0654000502	6/26/2014 12:00:00 AM	0.455

قائمة الملاحق

الملحق رقم (03) : معدل العائد المحقق

لمؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات

-0.00357599	02-09-2013	0	26-06-2014
-0.01726349	03-09-2013	0	26-06-2014
-0.02637089	04-09-2013	0	26-06-2014
-0.00686038	05-09-2013	0	26-06-2014
0.00274454	08-09-2013	0	25-09-2014
-0.00059963	09-09-2013	0	25-12-2014
0.0293526	10-09-2013	0	25-12-2014
0.01377833	11-09-2013	0	25-12-2014
0.00514948	12-09-2013	1.476190 48	26-06-2014
0.01880006	15-09-2013	0	25-09-2014
0.00761205	16-09-2013	0	25-12-2014
-0.00869209	17-09-2013	3.807692 31	24-04-2015
0.01151018	18-09-2013	0	24-04-2015
0.00491814	19-09-2013	0	26-06-2014
-0.00030453	22-09-2013	0	25-09-2014
0.00704319	23-09-2013	0	25-12-2014
-0.00044171	24-09-2013	- 0.902666 67	26-06-2014
0.0006331	25-09-2013	0	25-09-2014
-0.0151	26-09-2013	0	25-12-2014
0.00326082	29-09-2013	0.506849 32	26-06-2014
-0.00534276	30-09-2013	0	25-09-2014
-0.00530451	01-10-2013	0	25-12-2014
-0.00107303	02-10-2013	- 0.427272 73	26-06-2014
-0.01203111	03-10-2013	0	26-06-2014
0.00399101	06-10-2013	0	25-09-2014
0.00124362	07-10-2013	0	25-09-2014
0.00424028	08-10-2013	0	25-12-2014
0.00083668	09-10-2013	0	25-12-2014
0.00821701	10-10-2013	0.349206 35	26-06-2014
0.01788117	20-10-2013	0	25-09-2014
-0.00413119	21-10-2013	0	25-12-2014
-0.00018544	22-10-2013	5.470588 24	26-06-2014
0.00442986	23-10-2013	0	25-09-2014
0.00607099	24-10-2013	0	25-12-2014
0.00441136	27-10-2013	- 0.838181 82	26-06-2014
-0.00635205	28-10-2013	0	25-09-2014
0.00203683	29-10-2013	0	25-12-2014

معدل عائد المحقق لمؤشر سوق	التاريخ	معدل العائد المحقق لعقود الخيارات	تاريخ الاستحقاق
	15-07-2013		26-06-2014
0.00765999	16-07-2013	0	25-09-2014
0.00537961	17-07-2013	0	25-12-2014
0.00282121	18-07-2013	-0.615	26-06-2014
0.00552207	21-07-2013	0	25-09-2014
0.00598621	22-07-2013	0	25-12-2014
0.00130161	23-07-2013	0.974025 97	26-06-2014
0.0024358	24-07-2013	0	25-09-2014
0.00360887	25-07-2013	0	25-12-2014
0.00198262	28-07-2013	- 0.585526 32	26-06-2014
-0.0038489	29-07-2013	0	25-09-2014
-0.0019752	30-07-2013	0	25-12-2014
0.00073783	31-07-2013	0.777777 78	26-06-2014
0.00218707	01-08-2013	0	26-06-2014
-0.00680653	04-08-2013	0	26-06-2014
-0.00190345	05-08-2013	0	25-09-2014
0.00487809	06-08-2013	0	26-09-2014
0.00102401	07-08-2013	0	27-09-2014
-0.00075637	12-08-2013	0	25-12-2014
0.00108702	13-08-2013	0	25-12-2014
0.00326247	14-08-2013	0.5	26-06-2014
-0.00021992	15-08-2013	0	25-09-2014
0.0052669	18-08-2013	0	25-12-2014
-0.00029012	19-08-2013	- 0.804761 91	26-06-2014
-0.00119155	20-08-2013	0	25-09-2014
-0.00258415	21-08-2013	0	25-12-2014
0.00031722	22-08-2013	0.798780 49	26-06-2014
-0.00368328	25-08-2013	0	25-09-2014
-0.00917351	26-08-2013	0	25-12-2014
-0.02923901	27-08-2013	- 0.786440 68	26-06-2014
-0.00755696	28-08-2013	0	26-06-2014
-0.00974226	29-08-2013	0	26-06-2014
-0.00124598	01-09-2013	0	26-06-2014

قائمة الملاحق

0.00074623	25-12-2013	1.039473 68	26-06-2014
-0.00234036	26-12-2013	0	25-09-2014
-0.00521621	29-12-2013	0	25-12-2014
-0.00591449	30-12-2013	1.387096 77	24-04-2014
0.00105283	31-12-2013	0	26-06-2014
0.00021326	05-01-2014	0	25-09-2014
0.00749292	06-01-2014	0	25-12-2014
0.00673396	07-01-2014	- 0.655405 41	24-04-2014
-0.00017888	08-01-2014	0	24-04-2014
0.00146913	09-01-2014	0	26-06-2014
-0.00358725	12-01-2014	0	26-06-2014
-0.00166464	13-01-2014	0	25-12-2014
-0.00072097	14-01-2014	0	25-12-2014
0.00551614	15-01-2014	- 0.254901 96	26-06-2014
0	16-01-2014	0	25-09-2014
0.00442523	19-01-2014	0	25-12-2014
0.00509153	20-01-2014	3.105263 16	26-06-2014
0.00230672	21-01-2014	0	25-09-2014
-0.00085997	22-01-2014	0	25-12-2014
0.00375769	23-01-2014	- 0.115384 62	26-06-2014
0.00078549	26-01-2014	0	25-09-2014
-0.00046245	27-01-2014	0	25-12-2014
-0.00405857	28-01-2014	- 0.859420 29	24-04-2014
0.00236661	29-01-2014	0	26-06-2014
-0.0015487	30-01-2014	0	26-06-2014
0.0070025	02-02-2014	0	26-06-2014
-0.00299484	03-02-2014	0	25-09-2014
0.00306034	04-02-2014	0	25-12-2014
-0.0009692	05-02-2014	0.051546 39	26-06-2014
0.00371909	06-02-2014	0	26-06-2014
0.00395812	09-02-2014	0	26-06-2014
-0.00271016	10-02-2014	0	25-09-2014
0.00195749	11-02-2014	0	25-09-2014
0.00050655	12-02-2014	0	25-09-2014
-0.00234066	13-02-2014	0	25-12-2014
-0.00130441	16-02-2014	0	25-12-2014

-0.00429669	30-10-2013	0.235955 06	26-06-2014
0.003232	31-10-2013	0	26-06-2014
-0.00897011	03-11-2013	0	25-09-2014
0.00263361	04-11-2013	0	25-09-2014
0.00289899	06-11-2013	0	25-09-2014
0.00262289	07-11-2013	0	25-12-2014
0.00515019	10-11-2013	0.381818 18	24-04-2014
-0.00647211	11-11-2013	0	26-06-2014
0.00184014	12-11-2013	0	25-09-2014
-0.00339656	13-11-2013	0	25-12-2014
-0.00159417	14-11-2013	- 0.657894 74	26-06-2014
0.00118298	17-11-2013	0	25-09-2014
-0.00558063	18-11-2013	0	25-12-2014
0.00096328	20-11-2013	0.615384 62	26-06-2014
-0.00445756	21-11-2013	0	26-06-2014
0.0042875	24-11-2013	0	25-09-2014
-0.00481142	25-11-2013	0	25-12-2014
-0.00497886	26-11-2013	0	26-06-2014
0.00514099	27-11-2013	0	25-09-2014
-0.00672603	28-11-2013	0	25-12-2014
-0.00563356	01-12-2013	0.130952 38	26-06-2014
-0.00226309	02-12-2013	0	25-09-2014
-0.00074572	03-12-2013	0	25-12-2014
0.00243964	04-12-2013	0	26-06-2014
0.00357883	05-12-2013	0	25-09-2014
0.00100453	08-12-2013	0	25-12-2014
-0.00167382	09-12-2013	0.473684 21	26-06-2014
-0.0004575	10-12-2013	0	25-09-2014
-0.00068849	11-12-2013	0	25-12-2014
-0.00598909	12-12-2013	0.785714 29	24-04-2014
-0.00826028	15-12-2013	0	26-06-2014
0.00202338	16-12-2013	0	26-06-2014
-0.00613754	17-12-2013	0	26-06-2014
-0.00441835	18-12-2013	0	25-09-2014
0.00389279	19-12-2013	0	25-12-2014
0.00277842	22-12-2013	-0.392	26-06-2014
0.0011867	23-12-2013	0	25-09-2014
0.00041911	24-12-2013	0	25-12-2014

قائمة الملاحق

-0.0017983	13-04-2014	- 0.612676 06	26-06-2014
-0.00862673	14-04-2014	0	25-09-2014
0.00251368	15-04-2014	0	25-12-2014
0.00022625	16-04-2014	3.072727 27	26-06-2014
-0.00861149	17-04-2014	0	25-09-2014
-0.00200515	20-04-2014	0	25-12-2014

المصدر : المصدر : من إعداد الطالبة

باستخدام برنامج Excel 2007 والاعتماد على

الملحق رقم : (01) و(02)

-0.00494102	17-02-2014	- 0.343137 26	26-06-2014
0.00188486	18-02-2014	0	25-09-2014
-0.00142411	19-02-2014	0	25-09-2014
-0.00766551	20-02-2014	0	25-12-2014
-0.00121745	23-02-2014	3.029850 75	24-04-2014
-0.00457035	24-02-2014	0	26-06-2014
-0.00678561	02-03-2014	0	25-09-2014
-0.01922637	03-03-2014	0	25-12-2014
0.00508831	04-03-2014	- 0.281481 48	26-06-2014
-0.00731036	05-03-2014	0	25-09-2014
0.00410742	06-03-2014	0	25-12-2014
0.00109891	09-03-2014	0.082474 23	26-06-2014
-0.00316937	10-03-2014	0	25-09-2014
0.00377743	11-03-2014	0	25-12-2014
-0.00220075	12-03-2014	1.166666 67	26-06-2014
-0.00654485	13-03-2014	0	25-09-2014
-0.00273929	16-03-2014	0	25-12-2014
-0.00332254	17-03-2014	- 0.578021 98	26-06-2014
0.00654441	18-03-2014	0	25-09-2014
0.01046143	19-03-2014	0	25-12-2014
0.00283974	20-03-2014	- 0.619791 67	26-06-2014
-0.00195837	23-03-2014	0	26-06-2014
0.00153795	24-03-2014	0	26-06-2014
0.00361658	25-03-2014	0	25-09-2014
0.00140211	26-03-2014	0	25-12-2014
-0.0009589	27-03-2014	0.397260 27	26-06-2014
-0.0001002	30-03-2014	0	25-09-2014
-0.00147548	31-03-2014	0	25-12-2014
-0.0018989	01-04-2014	0.156862 75	26-06-2014
0.00159954	02-04-2014	0	26-06-2014
0.00025758	03-04-2014	0	25-09-2014
0.00141962	06-04-2014	0	25-12-2014
0.00220619	07-04-2014	0.203389 83	24-04-2014
-0.00725663	08-04-2014	0	26-06-2014
0.00355344	09-04-2014	0	25-09-2014
0.00029452	10-04-2014	0	25-12-2014