

جامعة الكويت 8 مايو 1945

1945

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية  
تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

# قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة السوق المالي

دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-

2015

إعداد

الدكتورة عديلة مريم

سارة معافاة

نرجس رزق الله

السنة الجامعية: 2015-2016

شكر و عرفان:

"اللهم لك الحمد حتى ترضى، ولك الحمد إذا

رضيت، ولك الحمد بعد الرضى."

الحمد لله عز وجل الذي أنعمنا بنعمة العلم ووفقنا إلى  
بلوغ هذه الدرجة.

ثم جزيل الشكر والعرفان بالتوجيهات القيمة التي  
أمدتنا بها الأستاذة المشرفة: الدكتورة عديلة مريم  
لإنجاز هذه المذكرة.

وجزى الله خيرا كل من ساعدنا من قريب أو بعيد  
على إنجاز هذا العمل.

وفق الله الجميع لما فيه الخير والصلاح.

## فهرس المحتويات

### فهرس المحتويات:

الصفحة	العنوان
I	شكر و عرفان
V-II	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
أ-ح	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية
03	المطلب الأول: تعريف السوق المالي ومختلف وظائفه
03	أولاً: تعريف السوق المالي
04	ثانياً: وظائف السوق المالي
06	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
06	أولاً: الأسواق النقدية
06	ثانياً: أسواق رأس المال
10	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
15	المبحث الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية
15	المطلب الأول: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية
16	المطلب الثاني: استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية وأنواعها
16	أولاً: استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية
18	ثانياً: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثالث: أساليب بناء وتكوين مؤشرات سوق الأوراق المالية
24	المبحث الثالث: أساسيات حول كفاءة الأسواق المالية
24	المطلب الأول: دور المعلومات في الأسواق المالية
24	أولاً: مفهوم المعلومات وخصائصها
26	ثانياً: تعريف نظام المعلومات ومصادر المعلومة
27	ثالثاً: أثر عدم تماثل المعلومات على السوق المالي
29	المطلب الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي وشروطها
29	أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي
30	ثانياً: شروط تحقيق كفاءة السوق المالي
31	المطلب الثالث: خصائص السوق المالي الكفاء، أنواع الكفاءة ومتطلباتها
31	أولاً: خصائص السوق المالي الكفاء
32	ثانياً: أنواع كفاءة السوق المالي
35	ثالثاً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
36	المبحث الرابع: طبيعة الأسواق المالية الكفاءة
36	المطلب الأول: مؤشرات كفاءة السوق المالي

## فهرس المحتويات

38	المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية
47	المطلب الثالث: علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق المالي
47	أولاً: التحليل الأساسي وعلاقته بكفاءة السوق المالي
48	ثانياً: التحليل الفني وعلاقته بكفاءة السوق المالي
50	خلاصة
<b>الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات</b>	
52	تمهيد
53	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لعقود الخيارات
53	المطلب الأول: نشأة عقود الخيارات ومفهومها
53	أولاً: نشأة عقود الخيارات
54	ثانياً: مفهوم عقود الخيارات
55	المطلب الثاني: أنواع سوق الخيارات وتنظيمها
55	أولاً: أنواع سوق الخيارات المالية
56	ثانياً: تنظيم سوق الخيارات المالية
58	المطلب الثالث: خصائص عقود الخيارات والعوامل المؤثرة فيها
58	أولاً: خصائص عقود الخيارات
60	ثانياً: العوامل المؤثرة في تسعير عقود الخيارات
62	المبحث الثاني: آليات التعامل في عقود الخيارات
62	المطلب الأول: أنواع الخيارات المالية
65	المطلب الثاني: إستراتيجيات التعامل في عقود الخيارات
70	المطلب الثالث: الآثار الايجابية والسلبية لعقود الخيارات المالية
70	أولاً: الآثار الايجابية لعقود الخيارات المالية
71	ثانياً: الآثار السلبية لعقود الخيارات المالية
73	المبحث الثالث: نماذج تسعير الخيارات المالية
73	المطلب الأول: مفهوم تسعير الخيارات المالية
76	المطلب الثاني: نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع ونموذج بلاك وشولز
76	أولاً: نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع
77	ثانياً: نموذج بلاك وشولز
80	المطلب الثالث: نموذج ثنائي الحدين
87	المبحث الرابع: أثر عقود الخيارات على كفاءة السوق المالي
87	المطلب الأول: تحسين سيولة السوق المالي
87	المطلب الثاني: زيادة حجم الاستثمار وإدارة المخاطر
87	أولاً: زيادة حجم الاستثمار
88	ثانياً: إدارة المخاطر
89	المطلب الثالث: دعم كفاءة السوق المالي
90	خلاصة
<b>الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية</b>	

## فهرس المحتويات

92	تمهيد
93	المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية
93	المطلب الأول: مبررات اختيار سوق الكويت للأوراق المالية وفترة الدراسة
93	أولاً: مبررات اختيار سوق الكويت للأوراق المالية
94	ثانياً: مبررات اختيار فترة الدراسة
94	المطلب الثاني: منهج الدراسة التطبيقية
95	المطلب الثالث: مصادر بيانات الدراسة التطبيقية
96	المبحث الثاني: مدخل إلى سوق الكويت للأوراق المالية
96	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية
98	المطلب الثاني: نشأة سوق الكويت للخيارات المالية
99	المطلب الثالث: خصائص عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية ولوائح تداولها
99	أولاً: خصائص عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية
100	ثانياً: لوائح تداول الخيارات في السوق الكويتي
102	المبحث الثالث: اختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية
102	المطلب الأول: مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية
106	أولاً: دراسة معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية
107	ثانياً: دراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية
109	ثالثاً: دراسة مؤشر سيولة السوق
111	المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغتيه الضعيفة والمتوسطة
111	أولاً: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغتيه الضعيفة
113	ثانياً: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغتيه المتوسطة
119	المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج
122	المبحث الرابع: قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية
122	المطلب الأول: قياس تأثير عائد عقود الخيارات على عائد سوق الكويت للأوراق المالية
123	المطلب الثاني: قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية باستخدام معدل الرسملة السوقية ومؤشر سيولة السوق

## فهرس المحتويات

123	أولاً: قياس تأثير معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات على معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية
124	ثانياً: قياس تأثير مؤشر سيولة سوق الخيارات على مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية
126	المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج
130	خلاصة
132	الخاتمة العامة
138	قائمة المراجع
147	قائمة الملاحق

## فهرس الجداول

### فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
39	خلق مجموعة من السلاسل الزمنية انطلاقاً من سلسلة واحدة	(1-1)
59	خصائص عقود الخيارات	(1-2)
61	العوامل المؤثرة على عقود الخيارات	(2-2)
64	أنواع الخيارات حسب الربحية	(3-2)
103	تطور الأداء السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)	(1-3)
106	تطور معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006- 2015)	(2-3)
108	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006- 2015)	(3-3)
110	تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006- 2015)	(4-3)
112	تحديد أنماط التغير في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006- 2015)	(5-3)
114	تطور متغيرات الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006- 2015)	(6-3)

## فهرس الأشكال

### فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
9	أنواع الأسواق المالية	(1-1)
34	نموذج عن التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	(2-1)
43	تغير أسعار الأسهم نتيجة عملية الاشتقاق	(3-1)
46	الصيغ الثلاث لكفاءة الأسواق المالية	(4-1)
83	الأسعار الممكنة للسهم وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة حالة خيار الشراء	(1-2)
84	الأسعار الممكنة للسهم وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة حالة خيار البيع	(2-2)
86	نموذج الفترتين لسعر السهم الضمني	(3-2)
105	تطور الأداء السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)	(1-3)
109	الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)	(2-3)

### المقدمة العامة:

يؤدي السوق المالي دوراً مهماً في دعم معدلات النمو الاقتصادي، وتوفير مصادر التمويل المختلفة للمتعاملين فيه، من خلال تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية، إذ يساعد على انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، ويوجه استخدام الموارد المالية المتاحة بكفاءة، على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل اللازمة للاستثمار، وتوظيف الأموال وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها.

وفي ظل التحرر المالي والاقتصادي، وزيادة شدة المنافسة، زاد تعرض الأسواق المالية للمخاطر والأزمات، فأصبح من الضروري ابتكار أدوات مالية جديدة، ولقد كانت عقود الخيارات من أهم إفرزات الهندسة المالية، حيث تمكن المتعاملين الاقتصاديين من التحوط ضد المخاطر المختلفة التي يتعرضون لها خلال ممارستها للأنشطة المالية، خاصة في ظل التقلبات الشديدة لأسعار الفائدة، أسعار العملات، الأسهم والسندات. إضافة إلى المضاربة وتحقيق عوائد، بالاعتماد على إستراتيجيات متنوعة، وتوفير السيولة عن طريق إبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ لاحقة وأسعار محددة، بغرض التقليل من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل، والتي تعتمد بالأساس على مدى قدرة المستثمر على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأصول محل التداول، إلا أن هذه العقود، قد تصبح مصدر خطر في حد ذاتها إذا لم يتم فهم طبيعتها، وسوء استخدامها من قبل المضاربيين.

### إشكالية الدراسة:

أدى نمو وتوسع الأسواق المالية دوراً ملحوظاً في تنامي طبيعة الأدوات المالية المتعامل بها في هذه الأسواق، وهو ما دعى إلى ظهور ما يعرف بالأدوات المشتقة كضرورة حتمية للتعامل مع المخاطر وتغطيتها، وتعتبر عقود الخيارات أهم وسيلة مستحدثة من بين المنتجات المالية تداولاً، إلا أنها تثير جدلاً واسعاً بين المشجعين لاستعمالها بسبب ما توفره من امتيازات للمتعاملين بها، وما ينتج عن تداولها من آثار إيجابية على الأسواق المالية التي تحتضنها، وبين المعارضين لاستخدامها لموانع شرعية من جهة، ولآثارها السلبية على المستثمرين والأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى. وعليه، تم طرح الإشكالية التالية:

**ما مدى تأثير تداول عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟**

وإثراء للموضوع، تم إدراج أسئلة فرعية يتم الإجابة عليها في لبه:

- كيف تتحقق كفاءة السوق المالي، وما هي متطلباتها؟

## المقدمة العامة

- ما هي مختلف صيغ كفاءة السوق المالي؟
  - ما هي أهم الخصائص التي تتميز بها عقود الخيارات؟
  - ما هو الدور الذي تلعبه عقود الخيارات عند مستوى معين من كفاءة السوق المالي؟
  - هل سوق الكويت للأوراق المالية كفاء، وما طبيعة العلاقة التي تربطه بعقود الخيارات؟
- فرضيات الدراسة:**

اعتمادا على الخلفية النظرية، وخدمة للإشكالية المطروحة، تم صياغة الفرضيات التالية:

- في ظل السوق المالي الكفاء، يتغير سعر الورقة المالية تبعا لطبيعة المعلومات المتدفقة للسوق، بحيث تتساوى القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية.
  - تقوم عقود الخيارات بزيادة حجم التداول، تحسين سيولة السوق المالي، ودعم كفاءته.
  - يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية كفاء عند المستوى الضعيف.
  - لا يوجد ارتباط بين عقود الخيارات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.
- أهمية الدراسة:**

تكمن أهمية الدراسة في محاولة تسليط الضوء على عقود الخيارات، باعتبارها من أحدث الأدوات التي أنتجتها الهندسة المالية، وإبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه العقود في دعم كفاءة السوق المالي، توفير السيولة والتقليل من المخاطر، أيضا محاولة إزالة الغموض حول هذه الأدوات المالية، وذلك بسبب عزوف العديد من المستثمرين عن التعامل بها خوفا منها، إضافة إلى ما تثيره من جدل بين مؤيديها ومعارضها.

### أهداف الدراسة:

تعتبر عقود الخيارات من أهم الأدوات المالية المبتكرة التي تعطي للمستثمر فرصة مواجهة المخاطر الموجودة في السوق المالي بطريقة فعالة، إذا أحسن استغلالها في ظل استخدام المعلومة المالية، التي تعتبر المحرك الرئيسي لكل التقلبات التي تحدث على مستوى السوق، لذلك تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- التعرف على طبيعة الأسواق المالية الكفاءة وخصائص السوق المالي الذي يتسم بالكفاءة.
- التطرق لمؤشرات قياس كفاءة السوق المالي وعلاقتها بالمعلومات المالية التي تنعكس على السوق.

- محاولة التعرف على أهم الاستراتيجيات المستخدمة في عقود الخيارات وآليات التعامل فيها.

- الوقوف على أهمية عقود الخيارات في السوق المالي.
- اختبار مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وقياس مدى تأثرها بتداول عقود الخيارات.

### منهج الدراسة:

## المقدمة العامة

سوف يُعتمد في هذه الدراسة على المنهج التاريخي للتعرف على أهم المحطات التي مر بها تطور السوق المالي وفرضية كفاءته، إضافة إلى نشأة عقود الخيارات وتطور نماذج تسعيرها عبر الزمن. وسيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع، ويمكن من توضيح الجوانب النظرية للدراسة، حيث يهتم بتجميع البيانات والمعلومات، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق المالي، عقود الخيارات وتحليل العلاقة التي تربطهما. كما سيتم إتباع المنهج الرياضي الإحصائي في الجانب التطبيقي من الدراسة، باستخدام الطرق الإحصائية القياسية والوسائل الرياضية لاختبار مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، وقياس مدى تأثير تداول عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### أدوات الدراسة وأساليب تحليل البيانات:

- لاختبار فرضيات الدراسة وتحليل العلاقة المشار إليها سابقاً، اعتمدت هذه الدراسة على مجموعة من الأدوات التحليلية كما يلي:
- بعض مؤشرات السوق المالي لقياس كفاءة سوق الكويت للأوراق.
  - اختبار الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة.
  - نموذج الانحدار البسيط لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة.
  - الجداول، الأشكال والمنحنيات البيانية.
  - جدول t ستيودنت، وجدول فيشر.
  - بعض البرمجيات: Microsoft Office Excel 2007 لحساب النسب، Eviews4 لتقدير نموذج الانحدار البسيط.

### الدراسات السابقة:

قام العديد من الباحثين بدراسة وتقييم استخدامات عقود الخيارات في السوق المالي، وأبرزت أهميتها في ظل سوق مالي كفاء، وكانت أهم استنتاجات هذه الدراسات كما يلي:

- دراسة <sup>1</sup>Dr. P.C. Sekar, <sup>2</sup>B. Senthil Arasu (2007): تناولت هذه الدراسة كيفية تحديد 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 استنتج أن سلسلة من مؤشرات الأسهم في سوق الأوراق المالية الهندية 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، والمستثمرين يمكنهم دائما من تحقيق عائد فائض عن طريق انتقاء هذه الأسواق.

- **دراسة محمود سخنون وسميرة محسن (2009):** تناولت هذه الدراسة مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، حيث ذكرت الدراسة أن الاستعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف وتقلبات أسعار الأسهم. إلى أنها لم تنحصر في ذلك بل استخدمت أيضا في المضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون للفهم العام لهذه الأدوات بسبب تعقدها، وهو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان، وتوصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية شهدت هجوما مستمرا باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستثمرين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكنهم تحملها.

- **دراسة Claudiu Tiberiu Albuлесcu, Daniel Goyeau (2010):** تناولت هذه الدراسة العلاقة بين حجم المعاملات للمشتقات المالية وتقلبات أسعار الأصول الكامنة وراءها، حيث أن كلا من عمليات التحوط والمضاربة تستند إلى تقلبات أسعار الأصول، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات اتجاهين بين حجم المشتقات المالية وأسعار الأصول المالية في ظل المعلومات الغير متماثلة بين المتعاملين في السوق المالية، كما قامت الدراسة باختبار العلاقة السببية بين المشتقات المالية (عقود الخيارات) ومؤشر الأوراق المالية لبعض البورصات.

- **دراسة كريمة شوقي (2014):** تناولت هذه الدراسة قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، واتخذت سوق الكويت للأوراق المالية كعينة للدراسة خلال الفترة (2013/01/01-2014/04/20)، وقد أثبتت الدراسة أن سوق الكويت للأوراق المالية ذو مستوى ضعيف من الكفاءة، وتوصلت إلى أن الشركات التي تتداول عقود الخيارات أعلى عائد من الشركات التي لا تتداولها.

- **دراسة لخضر مرغاد (2015):** تناولت هذه الدراسة دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، حيث أثبتت أهمية المشتقات المالية في تحسين سيولة السوق المالي وإدارة مخاطره وزيادة عمق السوق، ودورها في الرفع من كفاءة بورصة باريس، وتم التوصل إلى أن استخدام السوق المالي الفرنسي للأدوات المشتقة له أهمية كبيرة في تطوير نشاطه وزيادة حجم التداول فيه.

### التوثيق العلمي:

لتغطية مختلف جوانب الموضوع وإثراء الدراسة، تم الاعتماد على ما يلي:

- البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للدراسة من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية، الفرنسية والانجليزية، والتي تعرضت إلى جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ومجموعة الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة والملتقيات وعدد من الرسائل العلمية.

## المقدمة العامة

- الجانب التطبيقي تم الاعتماد على مواقع الانترنت، خاصة المواقع الرسمية لسوق الكويت للأوراق المالية وسوق الخيارات الكويتي، صندوق النقد العربي والدولي، لاستخراج أهم المعطيات والبيانات المالية والإحصائيات اللازمة لفترة الدراسة.

**شرح المصطلحات الأساسية:** فيما يلي تعريف لبعض المصطلحات الأساسية الواردة في المذكرة:

- **كفاءة السوق المالي:** تعبر عن درجة انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية، فور وصولها إلى السوق بأقل تكلفة ممكنة، مما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

- **عقود الخيارات:** اتفاق بين طرفين يمنح لحامله الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع الأصل محل التعاقد، بسعر محدد مسبقاً خلال فترة زمنية محددة، مقابل دفع مكافأة غير قابلة للرد ولا تعتبر جزءاً من الصفقة، إذ تمثل سعر عقد الخيار.

- **تسعير الخيارات المالية:** صيغة رياضية تستخدم العوامل المؤثرة في سعر الخيار كمدخلات للحصول على القيمة النظرية العادلة للخيار كمخرجات.

- **معدل الرسملة السوقية:** يعكس مدى اتساع حجم السوق المالي وقدرته على تعبئة المدخرات، ويقاس بقسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة.

- **مؤشر سيولة السوق:** يعكس نشاط السوق المالي وسرعة نموه، ويقاس بقسمة قيمة الأصول المالية المتداولة على القيمة السوقية الإجمالية.

### محتويات الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات المعروضة، قسمت هذه الدراسة إلى ثلاث فصول:

**الفصل الأول:** تم فيه التطرق إلى الإطار المفاهيمي للأسواق المالية من خلال التعريف بالسوق المالي، وظائفه وأنواعه، وأهم الأدوات المالية المتداولة فيه، إضافة إلى مؤشرات السوق المالي، استخداماتها، أنواعها وأساليب بناءها، كما تناول أساسيات حول كفاءة السوق المالي، شروطها وأهم خصائصها، بالإضافة إلى طبيعة الأسواق المالية الكفاءة ومؤشرات قياسها والصيغ المختلفة لها، وتحديد علاقة التحليل الأساسي والفني بكفاءة السوق المالي.

**الفصل الثاني:** تم فيه التطرق إلى الإطار المفاهيمي لعقود الخيارات من نشأة ومفهوم، أنواع سوق الخيارات وكيفية تنظيمها، خصائص عقود الخيارات والعوامل المؤثرة عليها، وتناول أيضاً آليات التعامل في سوق الخيارات بعرض أنواع الخيارات المالية وإستراتيجيات التعامل فيها، والآثار الإيجابية والسلبية لهذا النوع من العقود، بالإضافة إلى دراسة نماذج تسعير الخيارات المالية، وأخيراً توضيح علاقة عقود الخيارات بكفاءة السوق المالي.

**الفصل الثالث:** تم تخصيصه للدراسة التطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تناول الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية، مدخل إلى سوق الكويت للأوراق المالية من

## المقدمة العامة

خلال التطرق إلى نشأته وتطوره، وكذلك نشأة سوق الخيارات الكويتي، وخصائص عقود الخيارات فيه ولوائح تداولها، كما تم فيه اختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، وأخيراً قياس مدى تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة.

### صعوبات الدراسة:

خلال فترة إنجاز هذه الدراسة، صادفتنا مجموعة من الصعوبات، سواء في الجانب النظري أو التطبيقي، فنظراً لحدثة الموضوع والبحث، فإن المراجع التي تطرقت إليه نادرة جداً، تكاد تكون معدومة، باستثناء بعض الدراسات السابقة، التي لم تفصل فيه بدقة. أما في الجانب التطبيقي، صعوبة استخراج المعطيات والإحصائيات الاقتصادية الخاصة بدولة الكويت من المواقع الرسمية، إضافة إلى نقص البيانات المالية الخاصة بعقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية، وعدم توفرها للفترة الممتدة من 2006 إلى 2009 وكذلك لسنة 2015، الأمر الذي دفع بنا إلى تقليص مدة الدراسة في الجانب الخاص بقياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، لتقتصر على الفترة الممتدة من 2009 إلى 2014.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

### تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية لأي مجتمع من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية، وللقيام بالدور المنوط بها، ينبغي أن تتوفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف تلك الأسواق بالكفاءة، الأمر الذي يتطلب الإفصاح الدوري عن البيانات المالية، حتى تتساوى القيمة الحقيقية للورقة المالية مع قيمتها السوقية.

لذلك نجد أن كفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات بالشكل الذي يضمن الشفافية، الدقة والسرعة، وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات في سوق الأوراق المالية. ولتوضيح ذلك سيتم التطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

- \* الإطار المفاهيمي للأسواق المالية.
- \* مؤشرات سوق الأوراق المالية.
- \* أساسيات حول كفاءة الأسواق المالية.
- \* طبيعة الأسواق المالية الكفاءة.

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية:

تشهد الأسواق المالية تطورات كثيرة خاصة على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار فيها، مما شكلت عاملاً لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، فضلاً عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

### المطلب الأول: تعريف السوق المالي ومختلف وظائفه:

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

تتمتع الأسواق المالية في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية وتنمية الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط.

### أولاً: تعريف السوق المالي:

لقد تعددت المفاهيم التي أعطيت للأسواق المالية خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم، بالإضافة إلى اختلاف وجهات النظر من باحث إلى آخر، وإن كان الاختلاف ليس حول جوهر السوق المالي فالأساس واحد، وإنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها، نذكر منها:

تعريف 1: "السوق المالي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأصول المالية، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء الأوراق المالية داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتميئتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي<sup>1</sup>".

تعريف 2: "يتمثل السوق المالي في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال، بما يؤدي إلى زيادة مستوى النشاط الاقتصادي<sup>2</sup>".

تعريف 3: "الآلية التي تلتقي من خلالها ذوي الفوائض المالية المؤقتة مع ذوي الاحتياجات المالية المؤقتة، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، ولكن يجب توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في

السوق بحيث يجعل الائتمان سائداً في أية لحظة زمنية معينة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه<sup>3</sup>".

من خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السوق المالي هو ذلك المكان الذي يلتقي فيه العارضون والطالبون للأصول المالية المختلفة، ويجري هذا التداول ضمن أطر قانونية وتشريعية وتحت رقابة لجنة عمليات الأسواق المالية بشكل يحمي مصالح جميع الأطراف.

### ثانياً: وظائف السوق المالي:

للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو بالمستثمرين أو بالاققتصاد، وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص.17.

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود-مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2006، ص.20. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

<http://www.univ-bouira.dz/fr/images/uamob/fichiers/Theses/Boukesani.pdf>

<sup>3</sup> أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص.16.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

- 1- تعبئة المدخرات: يقوم السوق المالي بهذه الوظيفة وذلك من خلال الأدوات المالية التي يوفرها للمدخرين مثل الأسهم والسندات، بالإضافة إلى إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المدخرات، بالإضافة إلى انخفاض المخاطر، مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة، وبالتالي زيادة نمو الاستثمارات، مما يؤدي إلى ارتفاع نمو الاقتصاد الوطني.
- 2- الاحتفاظ بالثروة: يعمل السوق المالي من خلال الأدوات التي يوفرها على القيام بدور مخزن القيمة أو مخزن الثروة، حيث تنسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للاهلاك، كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها، حيث يشير مفهوم الثروة إلى أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المحقق، ومن ثم زيادة قدرة السوق المالي على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية، مما يؤدي إلى زيادة الثروة في الاقتصاد.
- 3- توفير السيولة: من أهم الوظائف التي يوفرها السوق المالي هي السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر. إن توفير الأدوات المالية لسوق مالي بالسيولة والعائد المرتفع في آن واحد، يؤدي إلى استفادة كل من المستثمر والمدخر من السيولة، مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.
- 4- المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني: تساعد الأسواق المالية عن طريق استقطاب رؤوس الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد أو المنشآت في تمويل مشاريع التنمية الوطنية التي تكون بحاجة لهذه الأموال، وذلك من خلال طرح الأسهم أو السندات للاكتتاب والاستفادة من مدخرات الأفراد بتحويلها إلى استثمارات. وبذلك يتمكن المتعاملون المكتتبون في الأوراق المالية من تحقيق عوائد من وراء هذه العملية هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتم تمويل المشاريع التنموية التي عادة ما تكون في حاجة إلى أموال ضخمة لا يمكن الحصول عليها بسهولة من مصادر أخرى.
- 5- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر: يعمل السوق المالي على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي يوفرها، حيث يمكن السوق المالي من بناء محفظة تضم أوراق مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، كما يمكن أن يكون التنويع على المستوى الدولي مما يتيح فرص أكبر لتخفيض المخاطر. حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية، الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة، ويضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى، وبهذا فإن حركة

<sup>1</sup> العديد من المراجع أهمها:

- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010،

صص 124-126.

- جمال جويدان، إبراهيم الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2002، صص 160.

- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، صص 45.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

الأسعار في السوق تكون بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها وتحسين مركزهم المالي، ومن ثم ينعكس ذلك على تحسين نمو الاستثمارات.

6- تحقيق الاستقرار الاقتصادي: يعد السوق المالي أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم والكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد. حيث تقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالي، وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في السوق المالي، ومن ثم التأثير في زيادة نمو الاستثمارات. كما يعد السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية فهو المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي.

### المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية:

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها، يقسم السوق المالي إلى سوق نقد للأموال قصيرة الأجل، وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل، وهذا الأخير يقسم حسب طبيعة الإصدارات إلى سوق أولية عندما يكون الإصدار لأول مرة، وكل ما يطرأ على هذه الإصدارات من تداول فإن السوق الثانوية تتولى مهمة تسهيلها.

### أولاً: الأسواق النقدية: Money Markets

تعرف أسواق النقد على أنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة، البنوك التجارية والجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية<sup>1</sup>.

وتقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل، أو ما يسمى بمعدلات سوق النقد، وينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل إعادة الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض مابين البنوك ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع<sup>2</sup>.

وتتمتع السوق النقدية بعدة مزايا، إذ تعتبر مصدراً مهماً للتمويل قصير الأجل، بتوفيرها فرصاً جيدة للمستثمرين للادخار والاستثمار في أصول مالية ذات مرونة وسيولة

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995، ص.6.

<sup>2</sup> رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015، ص.20. تاريخ الاطلاع: 2016/03/05، من الموقع:

[http://theses.univ-batna.dz/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download...](http://theses.univ-batna.dz/index.php?option=com_docman&task=doc_download...)

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

مرتفعة، كما تتميز بانخفاض تكاليف الصفقات نظرا لإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها النقدية والائتمانية (مخاطرة الدين).

### ثانياً: أسواق رأس المال: Capital Markets

يعرف سوق رأس المال على أنه ذلك السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل (الأسهم و السندات)، حيث يكون لهذا السوق مكان، كما أن السعر هنا يتحدد على أساس قوى العرض والطلب<sup>1</sup>.

يؤدي هذا السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للشركات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار الشركات المساهمة أو بإصدار سندات دين، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة<sup>2</sup>. وتنقسم أسواق رأس المال كما يلي:

**1- الأسواق الآجلة (الأسواق المستقبلية):** وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن، ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور، والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطرة التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلا، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شراءها خلال ذلك، فيتعاقد على شراءها الآن وبسعر يتفق عليه الآن، ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا سيتم عند التسليم<sup>3</sup>.

**2- الأسواق العاجلة (الأسواق الفورية):** يقصد بها الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها<sup>4</sup>.

كما تعرف على أنها أسواق مستمرة ثابتة في مكان، تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة يجب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية بنظم ثابتة ولوائح محددة، ويتسم سوق الأوراق المالية بحساسيته الشديدة فهو أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية فيه بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى<sup>5</sup>.

وتنقسم الأسواق العاجلة بدورها إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية وهي كالتالي:

<sup>1</sup> Bertrand Jacquillat, Bruno Solinik , Les Marchés Financiers : Gestion Des Portefeuilles Et Des Risques, Dunod , Paris, 3<sup>ème</sup> Edition, 1997, P.34.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص.72.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص.14.

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص.243.

<sup>5</sup> صلاح الدين حسن السبسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003، ص.15.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

أ- **الأسواق الأولية (أسواق الإصدار):** وهي الأسواق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو الأسواق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، حيث يتم بيع الأسهم والسندات في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية<sup>1</sup>.

ب- **الأسواق الثانوية (أسواق التداول):** وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فعندما يشتري أحدهم أسهم شركة من شخص آخر تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، لأن الشخص الآخر كان قد اشترى تلك الأسهم من السوق الأولية عندما أصدرت الشركة أسهمها للمرة الأولى أو من شخص كان قد اشترىها عن طريق السوق الأولية<sup>2</sup>.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة كما يلي:

\* **الأسواق المنظمة:** وهي الأسواق المالية التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... الخ<sup>3</sup>.

\* **الأسواق غير المنظمة:** وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات<sup>4</sup>. وتنقسم الأسواق غير المنظمة بدورها إلى:

- **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظم، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظم، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم<sup>5</sup>.

- **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه

1 عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، 2010، ص.130.

2 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص.22.

3 أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص.7.

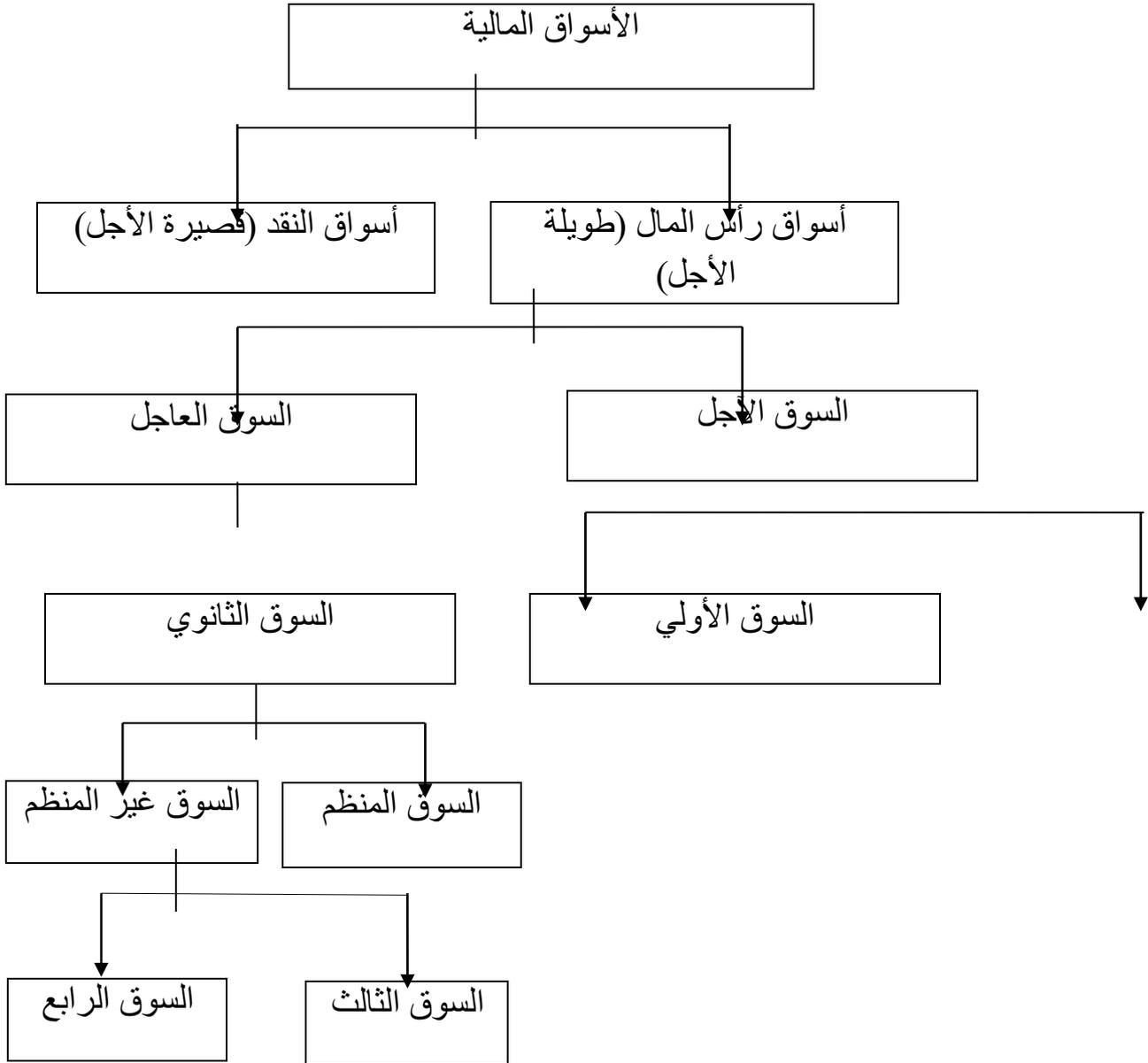
4 المرجع نفسه، ص.11.

5 رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.45.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظم، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم<sup>1</sup>.  
والشكل الموالي يوضح أهم أقسام الأسواق المالية:

### الشكل رقم(1-1): أنواع الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق مالية-بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص.45.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2004، ص.125.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

### المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي:

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في السوق المالي، فهي بمثابة السلعة الرئيسية المتداولة في هذه الأسواق، وتمثل صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول شركة ما، أو الحقين معا. وتنقسم كما يلي:

**1- الأسهم:** يعرف السهم على أنه حصة معينة في ملكية شركة ما، يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة الشركة ويحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم الشركة بتسديد التزاماتها تجاه الآخرين، لذلك يمكن اعتبار السهم على أنه رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كل من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم، مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم<sup>1</sup>.

وللسهم قيم يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>2</sup>:

**أ- القيمة الاسمية:** هي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وهي القيمة التي توزع الأرباح منها كنسبة مئوية، وهذه القيمة عادة ما تكون أقل من القيمة السوقية وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال.

**ب- القيمة الدفترية:** أو ما يعرف بالقيمة المحاسبية، وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للشركة، وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية.

**ج- القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تحدد في سوق الأوراق المالية، وهي عرضة للتقلبات، ارتفاعا أو انخفاضاً تبعاً لعوامل كثيرة، منها مدى سلامة المركز المالي للشركة ونجاح مشروعها، وأهم الظروف التي تؤثر على قيمة السهم في البورصة، مقدار الأرباح الذي تمنحه الشركات، والارتفاع الحاصل في قيمة أصولها، واحتمالات المستقبل بالنسبة لمشاريع الشركة وقانون العرض والطلب وكذا الظروف السياسية والاقتصادية.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم<sup>3</sup>:

**أ- تصنيف الأسهم حسب شكل الإصدار:** تنقسم الأسهم حسب هذا التصنيف إلى:

\* **أسهم اسمية:** هذا النوع من الأسهم يسجل اسم صاحبه عليه، وعند بيعه يسجل اسم المشتري الجديد للسهم، كما يسجل اسم المشتري الجديد في دفاتر الشركة المصدرة للسهم.

\* **أسهم لحاملها:** هو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، وهذا النوع من الأسهم يوشك أن يكون قد اختفى تماماً، ولا يتعامل بها الناس اليوم بل قضت بعض القوانين العربية أن تكون جميع الأسهم اسمية ولا يجوز أن تكون أسهما لحاملها.

<sup>1</sup> محمود المصري، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص.20. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

<http://www.library.iugaza.edu.ps/thesis/93834.pdf>

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص.190-191.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.56-58.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

\* **السهم الإذني أو لأمر:** هو السهم الذي يذكر اسم صاحبه ويكون مقترنا بشرط الإذن أو الأمر.

**ب- تصنيف السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:**

\* **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في مواعيد تحددها الشركة.

\* **الأسهم العينية:** هي أسهم تمثل حصصاً عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية مساهم بها في رأس مال الشركة، كما أن قيمة هذه الأسهم لا بد أن يصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية، ولا يتم تسليم الأسهم العينية لأصحابها إلا بعد التأكد من التسليم الفعلي للأصول التي تقابل قيمة الأسهم.

\* **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً وعينياً.

**ج- تصنيف الأسهم حسب حقوق أصحاب الأسهم:**

\* **الأسهم العادية:** تمثل الأسهم العادية سند ملكية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل تتضمن حقوق وواجبات متساوية، حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة. وتطرح للاكتتاب العام على الجمهور في السوق الأولى.

\* **الأسهم الممتازة:** هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين بالاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو لمواجهة بعض الصعوبات المالية. وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً من أشكال الملكية في الشركة وينتقل أصحابها حصصهم من العوائد، فهي تجمع بين خصائص الملكية والمديونية.

2- **السندات:** نوع من الأدوات المالية حيث تعتبر قرضاً طويل الأجل، ويعطى حامل عقد السند حق استلام مبلغ القرض على أقساط مضافاً إليه الفوائد في تاريخ محدد من العقد. وبالتالي تعد السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وهذه التواريخ متفاوتة، فقد تكون من النوع القصير (5 سنوات أو أقل) أو النوع متوسط الأجل (من 5 إلى 10 سنوات) أو طويل الأجل (قد يمتد إلى 20 سنة أو ربما أكثر)<sup>1</sup>.

وفي غالبية السندات توجد مجموعة من البيانات التي لا بد من أن تكون واضحة في شهادة ملكية السند:

<sup>1</sup> مروان عطوان، الأسواق المالية (البورصات)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 2006، ص.106.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

أ- تاريخ الاستحقاق: حيث يحدد التاريخ الواجب قيام الجهة المصدرة فيه بسداد القيمة الاسمية للسند، وهي التي تحسب عليها الفائدة.

ب- جدول دفع الفوائد: وفي الغالب تقوم الجهة المصدرة بدفع الفوائد لحاملي السندات بصورة سنوية أو نصف سنوية.

للسندات العديد من الأنواع نذكر منها:

أ- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار: تنقسم السندات على هذا الأساس إلى:

\* سندات حكومية: تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية.

\* سندات الشركات: تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار.

ب- تقسيم السندات على أساس الأجل: تنقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

\* سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، ويعتبر هذا النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد، ومن بينها سندات الخزينة، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

\* سندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبع سنوات، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى، ومن أمثلتها السندات العقارية.

ج- تقسيم السندات على أساس الضمان: تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة حيث أن<sup>2</sup>:

\* السندات المضمونة: مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته.

\* السندات الغير مضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، فالضمان الوحيد الذي يتوفر لحامل هذا النوع من السندات هو حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

د- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل: تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى نوعين<sup>3</sup>:

\* سندات قابلة للتحويل: يمكن أن يحولها المستثمر إلى أسهم عادية إذا رغب في ذلك، فهي توفر له التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند، مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص.11.

<sup>2</sup> جلال البناء، الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى، مصر، ط1، 2007، ص.31.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.63.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

\* **سندات غير قابلة للتحويل:** الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل، وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

### 3- المشتقات المالية:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي (الأسهم أو السندات)، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المبادلة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة، حيث تستخدم هذه الأدوات المالية في التحكم الذي يكون مصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، ولمواجهة خطر إصدار الأوراق المالية والتحوط منه. وتتمثل في:

أ- **عقود الخيارات:** عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين يمنح لحامله الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع الأصل محل التعاقد، مقابل دفع مكافأة غير قابلة للرد ولا تعتبر جزء من الصفقة، إذ تمثل سعر عقد الخيار، ويسمى الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في شراء الأصل بخيار الشراء، في حين يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في بيع الأصل محل الخيار بخيار البيع<sup>1</sup>.

ب- **العقود المستقبلية:** هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية، وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه<sup>2</sup>.

ج- **العقود الآجلة:** هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بأن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق، كما ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ الاستلام. ومن الأمثلة على العقود الآجلة عقود الإقراض لشراء العقارات، عقود التصدير والاستيراد، ففي هذه العقود يحدد الطرفين النوعية (تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة في حالة القروض، والجودة أو الرتبة في حالة السلع)، كما يحدد الكمية، طريقة ومكان التسليم، وكيفية تسوية العقد<sup>3</sup>.

د- **عقود المبادلة:** تمثل عقود المبادلة إحدى أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعرف على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 66.

<sup>2</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، ط1، 2002، ص 179.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، ط1، 2005، ص 217.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

تسويتها على فترات دورية، حيث أن هذه التسويات لا تتم يوميا كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، لذلك تعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التسوية<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في السوق المالي، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال، وغالبا ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه، وتوضح أهمية مؤشرات البورصة عند دراسة عمليات التغطية أو التحوط في الأسواق المالية، وقد ازدادت أهميتها خاصة بعدما تحولت إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

### المطلب الأول: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية ونذكر منها ما يلي:

تعريف 1: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو الأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم"<sup>2</sup>.

تعريف 2: "يعتبر مؤشر البورصة أداة إحصائية مستعملة أساسا في التعرف على اتجاه السوق"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص.53. تاريخ الاطلاع: 2016/01/27، من الموقع: [http://www.thesis.univ-biskra.dz/1182/1/Eco\\_m7\\_2014.pdf](http://www.thesis.univ-biskra.dz/1182/1/Eco_m7_2014.pdf)

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.112.

<sup>3</sup> عديلة مريمت، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010، ص.3.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

تعريف 3: "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه"<sup>1</sup>.

تعريف 4: "مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنة مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى"<sup>2</sup>.

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية على أنه تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظم أو غير المنظم أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة، بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

### المطلب الثاني: استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية وأنواعها:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية، فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة وللتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا، استخدامات عديدة تهم المستثمرين من أفراد ومؤسسات وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية، كما أن هذه المؤشرات لها عدة تقسيمات.

### أولاً: استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية:

يلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية. وتعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية، وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية.

ونظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع، يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت، مارس 2004، ص.7. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

[http://www.arab-api.org/images/.../pdfs/90/90\\_develop\\_bridge27.pdf](http://www.arab-api.org/images/.../pdfs/90/90_develop_bridge27.pdf)

<sup>2</sup> Patrick Topscalian , Les Indices Boursiers Sur Actions, Economica, Paris, 1996, P.9.

<sup>3</sup> العديد من المراجع أهمها:

- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.114.

- مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.59.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

- 1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق، بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
- 2- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.
- 3- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naïve Diversification)، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.
- 4- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي)، فإنه قد يتمكن من التنبؤ بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل لمعرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.
- 5- مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية: سوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.
- 6- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات: يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل. كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل

- سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص.49. تاريخ الاطلاع: 2016/01/27، من الموقع:

<http://www.bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABEL3173.pdf>

- P. Gobry, Les Indices Boursiers Et Les Marchés D'indices Boursiers, P.U.F, Paris, 1<sup>ère</sup> Edition, 1990, P.22.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.

7- تسجيل المؤشرات في البورصة: تعتبر ظاهرة تسجيل المؤشرات وتداولها في البورصات من أهم أوجه تطور الفكر المالي الحديث، حيث أصبحت المؤشرات التي كانت من العوامل المستعملة في التعرف على اتجاه السوق، من الأدوات المالية التي تباع وتشتري في البورصات شأنها في ذلك شأن أية ورقة مالية عادية، مع مراعاة أن الفرق في هذا التعامل هو ليس تبادل الأوراق المالية المكونة للمؤشر نفسه وإنما يتم التعامل وتداول شيء غير ملموس ومعنوي يتمثل في توقعات المستثمرين بشأن تطورات أسعار تلك الأوراق.

ثانياً: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية: تقسم مؤشرات سوق الأوراق المالية كما يلي:

1- تقسيم المؤشرات على أساس منهجية بناء المؤشر: يمكن تقسيم المؤشرات وفقاً لمنهجية بناءها، كما يلي<sup>1</sup>:

أ- المؤشر الخاص بعنصر واحد: يقيس هذا المؤشر كما تشير تسميته، الحالة أو التطور لمتغير واحد كالسعر مثلاً أو الكمية. ويحسب هذا المؤشر عموماً كمتوسط حسابي كما يلي:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^n P_i / n$$

n: مجموع الأسهم.

P: سعر السهم.

حيث:

وإذا لوحظ وجود مدى كبير بين أصغر قيمة وأكبر قيمة للسعر، يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي. ويمثل المتوسط الهندسي الجذر النوني لنواتج ضرب الأسعار.

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

ب- المؤشر المركب: يتضمن هذا المؤشر توفيقاً من المتغيرات عادة ما تتمثل في السعر وعدد الأسهم المتداولة، وتمثل القيمة السوقية ناتج سعر السهم المتداول في عدد الأسهم المصدرة:

رياضياً:

$$I_t = \frac{\sum P_{it} * Q_i}{\sum P_{i0} * Q_i} * I_0$$

حيث:  $I_t$ : قيمة المؤشر حالياً.

$P_{it}$ : سعر الإصدار  $i$  في الفترة الحالية.

$Q_i$ : عدد الإصدارات  $i$  المتداولة.

$P_{i0}$ : سعر الإصدار  $i$  في فترة الأساس.

<sup>1</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 18.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

$I_0$ : قيمة المؤشر في قيمة الأساس.

2- تقسيم المؤشرات على أساس وظيفتها: تقسم المؤشرات وفقا لوظيفتها أو هدفها إلى<sup>1</sup>:

أ- مؤشرات عامة: وهي مؤشرات إحصائية تستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.

ب- مؤشرات قطاعية: وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة، قطاع النقل، قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات. مثل مؤشر Dow Jones للصناعة، مؤشر Standard and Poor's 500 للخدمات المالية ومؤشر النفط والغاز... الخ.

ج- مؤشرات الأسواق: إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات متوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر لذلك السوق بقصد معرفة اتجاهها، ونفس الشيء إذا ما كانت تتوفر على سوق ثالث لتداول أسهم الشركات الصغيرة<sup>2</sup>.

3- تقسيم المؤشرات على أساس التداول: أما من حيث إمكانية تداولها تنقسم المؤشرات إلى<sup>3</sup>:

أ- مؤشرات متداولة: وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 30 مؤشر عام 1990، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1982، وكمثال ذلك مؤشر Nikkei 225 ومؤشر Nasdaq.

ب- مؤشرات غير قابلة للتداول: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر Dow Jones، وتهدف إلى إيجاد الأداء الكلي للبورصة في رقم واحد بطريقة موضوعية وحيادية.

4- تقسيم المؤشرات على أساس جهة الإصدار: من حيث الجهة التي تقوم بنشر وتسيير المؤشرات، تنقسم هذه الأخيرة إلى<sup>4</sup>:

أ- مؤشرات رسمية: وهي تلك المؤشرات التي تصدر عن سلطات البورصة أو عن هيئات تابعة لها، ويمكن تداول هذه المؤشرات في البورصات الخاصة بها.

ب- مؤشرات غير رسمية: وتصدر عن المؤسسات المالية ومعاهد الإحصاء والهيئات الإعلامية العالمية، ونادرا ما تتداول هذه المؤشرات في البورصات. من هذه الحالات النادرة نجد مؤشر Fox 25 الفنلندي، وهو مؤشر خاص ومتداول في بورصة FOM، بالإضافة إلى تداول العقود المستقبلية والاختيارات المتعلقة به.

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.58.

<sup>2</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.19.

<sup>3</sup> حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، سوريا، 2011، ص.94. تاريخ الاطلاع: 2016/03/05، من الموقع:

<http://dspace.univ-setif.dz:8888/jspui/handle/123456789/797>

<sup>4</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.20.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

وعليه يمكن القول أن هناك العديد من المؤشرات التي تختلف سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو قابلية التداول أو الجهة المشرفة أو أي معيار آخر. فهناك المؤشرات المرجحة والمؤشرات غير المرجحة، وتلك التي تتداول في الأسواق الفورية والتي تتداول في الأسواق الآجلة، وأخرى تستعمل في قياس أداء الاستثمارات، إلى درجة أن تطورها قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات.

### المطلب الثالث: أساليب بناء وتكوين مؤشرات سوق الأوراق المالية:

مهما تكن الطريقة التي يجرى عليها تكوين المؤشرات، يجب أن يحقق تكوين مؤشر السوق الأهداف التالية<sup>1</sup>:

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي.

- أن يراعي القواعد الإحصائية .

- أن يكون قابلاً للتسعير.

بغض النظر عن الطريقة المنتهجة في إنشاء وإعداد المؤشرات، فإنه وعلى العموم عادة ما يمر المؤشر عند إعداده بالمراحل التالية:

1- **ملائمة العينة:** تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي: الحجم والانتساع والمصدر<sup>2</sup>.

أ- **الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لواقع السوق.

ب- **الانتساع:** يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.

ج- **المصدر:** أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2- **تحديد الأوزان النسبية لأفراد العينة:** تمثل الأوزان النسبية الأهمية النسبية لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر مقارنة بمجموع الأسهم، فهي تعطي وزن وثقل كل سهم أي كل شركة في العينة، وهناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم هي<sup>3</sup>:

أ- **مدخل الوزن على أساس الأسعار:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، وبالتالي تتوقف القيمة النسبية المعطاة لكل سهم داخل العينة على سعره. يعرف مجموع الأسعار الخاصة بالأسهم الداخلة في تكوين المؤشر

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.59.

<sup>2</sup> حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص.95.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص.252-258.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

بالقيمة المطلقة للمؤشر، ويحسب العائد على هذا الأخير بنسبة تغير تلك القيمة من فترة لأخرى. وتستعمل هذه الطريقة في حساب مؤشر Dow Jones Industrial ومؤشر Nikkei .

**ب- مدخل الوزن على أساس التساوي:** وفقا لهذا المدخل يتم إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، أي أن التساوي هنا لا يعني إعطاء نفس القيمة النسبية لكافة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، بل يعني تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم من العينة. فإذا أراد مستثمر ما شراء أسهم شركات مختلفة، عليه أن يشتري عددا من الأسهم من كل شركة بشرط أن يكون المبلغ الذي يستثمر في كل منها متساويا<sup>1</sup>.

**ج- مدخل الوزن على أساس القيمة:** تعتبر هذه الطريقة من طرق الترجيح، حيث يعطى الوزن النسبي لكل فرد من أفراد العينة المكونة للمؤشر على أساس القيمة السوقية للشركات التي تدخل أسهمها في حساب المؤشر، فكلما كانت القيمة السوقية للشركة أكبر كلما أعطيت لها أهمية أكبر في المؤشر مقارنة ببقية الشركات. وعليه تحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لأفراد العينة، ومن أهم الأمثلة على المؤشرات التي تتبع مدخل الوزن على أساس القيمة يأتي مؤشر Standard and Poor's 500 والذي يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 60% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

**3- حساب قيمة المؤشر:** تختلف المؤشرات من حيث طريقة إنشائها، إذ يمكن حسابها على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة لتلك المؤشرات، كما يمكن حسابه على أساس الأرقام القياسية للأسعار، وعليه تختلف القرارات المتخذة على أساسها وفقا للطريقة المتبعة.

بعد اختيار العينة من الأسهم المكونة للمؤشر والأوزان النسبية لكل منها تحدد سنة الأساس وتختار بعد ذلك طريقة الحساب، مع الأخذ بعين الاعتبار أن يكون له معنى اقتصاديا وأن تحترم في حسابه القواعد الإحصائية المعروفة. إن الشيء الملاحظ في العديد من الحالات هو أن المؤشرات تحسب باستعمال المتوسط الحسابي على الرغم من عيوبه لاسيما تأثيره بالقيم المتطرفة، من أمثلة المؤشرات التي تحسب بهذه الطريقة نجد مؤشر

Dow Jones ومؤشر Nikkei 225. ومن النادر ما تحسب المؤشرات على أساس المتوسط الهندسي، كما هو الحال بالنسبة لمؤشر Value Line 1400 الأمريكي<sup>2</sup>.

أما بالنسبة للمؤشرات التي تحسب على أساس الأرقام القياسية للأسعار فتتخذ الرقم القياسي لباش Paasche أساسا لها، وهي طريقة لحساب المؤشرات كمتوسط حسابي على أساس الأسعار مرجح بالكميات، ويأخذ الشكل التالي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.7.

<sup>2</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.8.

<sup>3</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007، ص.76. تاريخ الاطلاع: 2016/02/15، من الموقع:

[http://theses.univ-batna.dz/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download&gid=2858&Itemid=4](http://theses.univ-batna.dz/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=2858&Itemid=4)

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

$$\text{Paasche's Index} = \frac{\sum P_n Q_n}{\sum P_0 Q_n}$$

حيث:  $P_0$  هو السعر في سنة الأساس،  $q_n$  هي الكميات في السنة  $n$  (الحالية)،  $p_n$  هو السعر في السنة  $n$ .

نلاحظ أن المؤشرات الموزونة على أساس القيمة تتماشى مع مؤشر Paasche، غير أن تلك المؤشرات تضرب بعدد ثابت هو قيمتها في سنة الأساس، وعليه تحسب معظم المؤشرات بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{ثابت} \cdot \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية لسنة الأساس معدلة}}$$

ويمكن كتابتها رياضياً كما يلي<sup>1</sup>:

$$I_t = S \frac{\sum_{j=1}^n C_t^j Q_t^j}{CBA_t}$$

حيث:  $I_t$  هي قيمة المؤشر في اللحظة  $t$ .

$S$  هي قيمة جزافية تمثل قيمة المؤشر في سنة الأساس.

$C_t^j$  هو سعر السهم  $z$  في اللحظة  $t$ .

$Q_t^j$  هو عدد الأسهم العادية للشركة  $z$  في اللحظة  $t$ .

$CBA_t$  هي القيمة السوقية المعدلة في اللحظة  $t$ ،  $n$  عدد أفراد العينة.

إذن يمكن القول أن المؤشر هو عبارة عن تغير رسملة العينة في الوقت الحاضر مقارنة برسملتها في سنة الأساس معدلة بمختلف التغيرات التي طرأت على الشركات التي تدخل أسهمها في تكوين المؤشر.

تعد هذه المرحلة آخر المراحل الثلاث من إعداد المؤشر، وبانتهائها يكون قد تم اختصار أسعار عينة من الأسهم، يسعى القائمون على اختيارها وحسابها، تمثل دائماً مختلف القطاعات المؤثرة في الاقتصاد الوطني، إلى رقم واحد يعتمد عليه كثيراً في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وفي الحكم على تطور البورصة والاقتصاد الوطني ككل. لذلك يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلاد.

<sup>1</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.9.

### المبحث الثالث: أساسيات حول كفاءة الأسواق المالية:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتحدد سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات، اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

### المطلب الأول: دور المعلومات في الأسواق المالية:

ترتكز القرارات الاستثمارية لدى المتعاملين في السوق المالي على التنبؤات المستقبلية بشأن أحوال السوق وأوضاع الأوراق المالية، وهذه التنبؤات تعتمد بشكل أساسي على المعلومات سواء التاريخية أو الحالية التي ترد إلى المتعاملين، لذلك تعتبر المعلومة بمثابة المادة الأولية في الأسواق المالية، والمحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية، وتمثل الجوهر لنظرية كفاءة الأسواق المالية.

### أولاً: مفهوم المعلومات وخصائصها:

قبل ذكر خصائص المعلومات، لابد من التطرق إلى مفهومها ومدى أهميتها في السوق المالي.

### 1- مفهوم وأهمية المعلومات في السوق المالي:

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

تعرف المعلومات المتعلقة بعمليات السوق المالي بأنها: "عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد (المستثمرين)، الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية"<sup>1</sup>.

كما تعرف أيضا بأنها: "بيانات محددة عن الأوراق المالية محل التداول في السوق المالي وعن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق، شرط أن تكون هذه البيانات ذات أثر فعال في اتخاذ القرار الاستثماري بشأن التعامل مع هذه الأوراق وبأسعار محددة"<sup>2</sup>.

وعليه، يمكن القول أن المعلومات في السوق المالي تتعلق بالأوراق المالية أو الشركة المصدرة لها (القرارات الإدارية، الأرباح المحققة، الإستراتيجيات المحققة... الخ) وبأحوال السوق (سعر الفائدة، السيولة، التضخم، سعر الصرف... الخ) التي تتداول فيها، وهذه المعلومات تؤثر في سعر الأوراق المالية، وبالتالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

إن توفر المعلومات المتعلقة بظروف السوق المالي كما ونوعا والمتاحة لعموم المستثمرين، تجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية وتوجههم نحو اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

ويمكن القول إن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها.

أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وحجم التعامل، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة<sup>3</sup>.

كلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار كليا<sup>4</sup>.

**2- خصائص المعلومات:** حتى تكون المعلومة ذات جودة وتؤدي دورها الكامل، لا بد من تحديد وتعريف الخصائص، التي تجعلها مفيدة في اتخاذ القرارات، وفيما يلي بيان هذه الخصائص مقسمة إلى قسمين<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص.132.

<sup>2</sup> نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص.149.

<sup>3</sup> لطفي أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص.190.

<sup>4</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.41.

<sup>5</sup> العديد من المراجع أهمها:

-محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص.138.

-طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الإعداد والعرض والتحليل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص.48.

-رضوان حلوه حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2003، ص.196.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

أ- **خصائص أساسية:** هناك خاصيتان أساسيتان يجب توفرهما في المعلومات هما:

\* **الملائمة:** ويقصد بها وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المستمدة والأغراض التي تعد من أجلها، الأمر الذي يساعد المستفيدين الخارجيين المهتمين بالقوائم المالية في اتخاذ القرارات والتنبيه بالأحداث المتوقعة في المستقبل أو تصحيح التنبؤات السابقة. ولضمان ذلك ينبغي أن تكون المعلومات متاحة في الشكل الملائم والوقت المناسب.

\* **أمانة المعلومات وإمكانية الثقة بها والاعتماد عليها:** أي أن تكون المعلومات على درجة عالية من الأمانة، حيث تتسم بما يلي:

-تصوير المضمون الذي تهدف إلى تقديمه تصويراً دقيقاً.

-قابلية المعلومات للمراجعة والتحقق.

ب- **خصائص ثانوية:** ونجملها فيما يلي:

\* **حيادية المعلومات.**

\* **قابلية المعلومات للمقارنة.**

\* **التوقيت الملائم.**

\* **قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب.**

\* **الاتساق.**

**ثانياً: تعريف نظام المعلومات ومصادر المعلومة:**

1- **تعريف نظام المعلومات:** يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه: "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج"<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريفه على أنه: "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"<sup>2</sup>.

ومنه فإن نظام المعلومات عبارة عن تجميع للأفراد، الأدوات والمعدات، تشغيل البيانات ووسائل الإدخال والإخراج ومعدات الاتصال، وذلك للإمداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة باحتياجها في الوقت المناسب، وتشغيل ومراقبة أعمال الشركة، ولذلك يمكن إعطاء مفهوم أدق لنظام المعلومات بأنه مجموع العناصر (موارد بشرية، مادية،... الخ) التي تسمح بالمعالجة، التخزين وإيصال المعلومات.

2- **مصادر المعلومات:** يمكن حصر مصادر المعلومات التي تتطلبها تعاملات السوق المالية في<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.100.

<sup>2</sup> R.Reic, *Système D'information Et Management Des Organisations*, Edition Vuribert, Paris, 1995, P.10.

<sup>3</sup> نصر علي أحمد طاحون، مرجع سبق ذكره، ص.151-156.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

أ- **مصادر رسمية:** تصدر الهيئات الرسمية للسوق المالي كهيئة سوق المال معلومات تكون أقرب للحقيقة، وتقوم هذه الهيئات بإصدار تقارير (يومية، أسبوعية، شهرية، ربع سنوية، سنوية) عن أوضاع السوق من تعاملات وأسعار الأوراق المقيدة بها.

ب- **معلومات مصدرها شركات الإصدار وشركات التداول:** تقوم الشركات التي تطرح أوراقا مالية للاكتتاب عن طريق شركات الترويج وتغطية الاكتتاب بحملات دعائية كبيرة، تتعلق بنشاط الشركة وموقفها المالي والإداري، والأوراق المالية المصدرة وتوزيعات الأرباح وخطط الشركة المستقبلية وغيرها.

ج- **معلومات مصدرها جهات إعلامية:** يقصد بالجهات الإعلامية وسائل الإعلام التي تقوم بنشر بيانات عن الشركة أو عن الأوراق المالية المتداولة وعن ظروف السوق المالي، سواء كانت مرئية أو سمعية أو الصحافة المكتوبة كالقنوات الإذاعية والفضائية، الصحف والمجلات، ومن أمثلة ذلك صحيفة نيويورك تيمز New York Times وصحيفة وول ستريت Wall Street Journal وصحيفة يوميات المستثمر الأمريكية Investor's Daily، أما عن القنوات الفضائية فنجد CNBC العربية والاقتصادية وغيرها.

د- **معلومات مصدرها جهات فنية:** الجهات الفنية هي المؤسسات المالية المتخصصة في جمع وتحليل المعلومات المتعلقة بالوساطة المالية كبيوت الخبرة وبيوت السمسرة، شركات التقييم وشركات المعلومات، تقوم هذه المؤسسات بتقديم المعلومات للمستثمرين مقابل عمولة، وتضم عدة خبراء من محاسبين ومحللين وقانونيين، رجال بنوك، خبراء الأوراق المالية... الخ.

هـ- **مؤشرات السوق المالي كمصدر للمعلومات:** يمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق، يمكن من التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، وبذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن السوق المالي ومعيار لأدائه، ويعطي أسعارا تقريبية تمكن المستثمر من اختيار الوقت الملائم للتداول بيعا وشراء.

يمكن لمؤشر السوق أن يعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين، إضافة إلى أنه يسهل معرفة الخلل الذي يحدث في أسعار السوق، وبذلك يساعد هذا الأخير على إعادة تنظيم نفسه وعملياته.

### ثالثا: أثر عدم تماثل المعلومات على السوق المالي:

من المؤكد أن نظام المعلومات غير الكفاء يمكن أن يجعل السوق المالي غير كفاء بالتبعية، ولاشك أن العديد من الآثار الاقتصادية والاجتماعية السلبية ستبرز حينئذ كنتيجة لذلك، حيث يعزف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تعقيد مسعى الشركات الراغبة في الحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو من خلال هذه الأسواق بتكلفة مناسبة. لذلك فإن أفضل السبل لتفادي مثل هذه الآثار هي ضرورة اعتماد هيئة السوق المالي لمبدأ الإفصاح الإلزامي لإجبار الشركات على نشر المعلومات

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

التي تنتشر عنها، انطلاقاً من أن إدارة الشركة لن تفصح بالكامل عن كل المعلومات الخاصة بنشاطها إذا تركت لها الحرية التامة في الإفصاح عن المعلومات<sup>1</sup>.

وتكشف أهمية نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة، وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى<sup>2</sup>، فحيازة كبار الملاك في الشركة لمعلومات بيانات لا يمتلكها الآخرون، يمكن أن يؤدي إلى آثار وخيمة على الأطراف المشاركة في السوق. فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما.

والأمر الأكيد هو أن اللاتساق في المعلومات، يمكن أن ينعكس في شكل عدم تجانس التوقعات، وأيضاً في شكل اتساع مدى السعر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة الصفقات وتناقص السيولة، وبالتالي تراجع عدد المتعاملين في السوق كمحصلة لسعي الأطراف النافذة في السوق إلى تحقيق عوائد مميزة على حساب المستثمرين الآخرين.

وعليه فإن عدم توفر المعلومات أو توزيعها بشكل غير عادل على المستثمرين، يمكن أن يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية، تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم<sup>3</sup>، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة. ومع ذلك، لا يعني التحليل السابق بأن كل المتعاملين في السوق، ومنهم فئة المحللين، يمارسون نشاطهم بطرق غير قانونية، ذلك لأن معظم العوائد المتميزة التي يحققونها إنما هي نتائج الخبرة والدراسة والتحليل الاستثماري الدقيق<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي وشروطها:

<sup>1</sup> لطفى أمين السيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص.193.

<sup>2</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص.114.

<sup>3</sup> Charles Amo Yartey, *The Stock Market And The Financing Of Corporate Growth In Africa : The Case Of Ghana*, IMF Working Paper, WP /06/201, September 2006, P.5. Date De Visite: 03/03/2016, in: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06201.pdf>

<sup>4</sup> عديلة مريمت، مرجع سبق ذكره، ص.47.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

ظهر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية نتيجة للتطورات التي عرفتتها الأسواق المالية، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

### أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي:

تعددت التعاريف المقدمة لكفاءة السوق المالي، نذكر منها ما يلي:

تعريف 1: "السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية، التي يتولد عنها عائد كافي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه"<sup>1</sup>.

تعريف 2: "كفاءة السوق المالي هو السوق الذي يعكس فيه سعر السهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية، ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ومبالغة فيها"<sup>2</sup>.

وعليه كفاءة سوق الأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة، تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، ويكون السوق كفاء إذا كانت الأسعار تعكس المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق، وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

-وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004، ص.38.

<sup>2</sup> رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص.91.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.

-الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

### ثانياً: شروط تحقيق كفاءة السوق المالي:

حتى تتحقق الكفاءة في السوق المالي لابد من توفر الشروط التالية<sup>1</sup>:

1- توفير الآلية المناسبة والفعالة للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها والمحافظة على استقرار أسعار صرف عملة التداول القانونية.

2- تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والشركات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.

3- توفير قنوات ملائمة للوساطة المالية مما يشجع على الادخار والاستثمار الإنتاجي.

4- توفير نظام تأميني ملائم يكفل تحقيق مفهوم توزيع المخاطر العادل.

5- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

ويحقق هذا الشرط للسوق المالي ما يعرف بخاصتي العمق والاتساع، إذ بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين تتوفر للسوق شروط المنافسة، كما تتوفر له أيضاً ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

6- أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وتوفر خاصية السيولة في السوق المالي، تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة، كما أن توفر هذه الخاصية يوفر للسوق المالي ميزة هامة تعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه التي تخفض احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

7- أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة، توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.

8- أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر لهذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذو خبرة ثانياً، يعاونوهم في أداء مهامهم، ومجموعات استشارية

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص.131.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين بما يزيد من فعالية السوق المالي.

### المطلب الثالث: خصائص السوق المالي الكفاء، أنواع الكفاءة ومتطلباتها:

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة، مما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، حيث تتوقف كفاءة السوق المالي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها.

### أولاً: خصائص السوق المالي الكفاء:

وفقا لمفهوم كفاءة السوق المالي يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء<sup>1</sup>:

- 1- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة، مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- 2- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة، مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- 3- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- 4- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- 5- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

### ثانياً: أنواع كفاءة السوق المالي:

تتأثر كفاءة السوق المالي بسرعة وصول المعلومات إلى المستثمرين، وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010، ص.182. تاريخ الاطلاع: 2016/03/03، من الموقع:

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

**1- الكفاءة الكاملة للسوق:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة، بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف<sup>1</sup>.

### أ- شروط الكفاءة الكاملة:

تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق إذا تحققت الشروط التالية<sup>2</sup>:

\* وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، وهو ما يعرف بالكفاءة المعلوماتية وبذلك تكون توقعات المستثمرين متشابهة لأنها مبنية على نفس المعلومات الواردة بنفس التوقيت.

\* حرية الدخول والخروج للمستثمرين أو الشركات المسعرة في هذا السوق دون قيود.

\* لا توجد أي قيود على المتعامل، بمعنى عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب وعدم وجود قيود على الكميات المباعة أو المشتراة.

\* إن العدد الكبير من المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية يجعل منهم متلقي أسعار ( Price Taker)، وبالتالي ينعلم تأثير قراراتهم الاستثمارية على حركة الأسعار.

\* يتصف المستثمر في الأسواق المالية بالرشد والعقلانية، يهدف لتعظيم الربح ويخاف من الخسارة.

### ب- معوقات الكفاءة الكاملة للسوق:

يتفق المختصون على أن اجتماع الشروط السالفة الذكر كاملة في سوق واحد يكاد يكون مستحيل وذلك للأسباب التالية<sup>3</sup>:

\* حصول المستثمرين على المعلومات وتحليلها من طرف المكاتب المختصة لا يكون دون تكلفة، فتجميع المعلومات وتحليلها ثم نشرها يعتبر خدمة يقدمها المكتب الاستثماري وهي ليست دون مقابل.

\* ينفرد بعض المستثمرون بميزة تمكنهم من تحقيق سبق في الحصول على المعلومة، وذلك بسبب قربهم من المديرين وكبار العاملين بالشركات المسعرة في البورصة.

\* في الواقع أن التعاملات في أكبر الأسواق المالية العالمية محصورة في يد مجموعة صغيرة من المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار وأن صفقاتها ضخمة إلى الحد الذي تتأثر به أسعار الأسهم في البورصة، وبذلك فشرط تعدد المستثمرين وعدم قدرتهم على التأثير في الأسعار ليس واقعياً.

\* توجد تكاليف وعمولات وضرائب على التعاملات داخل السوق المالي، وعليه فالكفاءة التامة لا يمكن أن تتحقق.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سبق ذكره، ص. 183.

<sup>2</sup> سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص. 35.

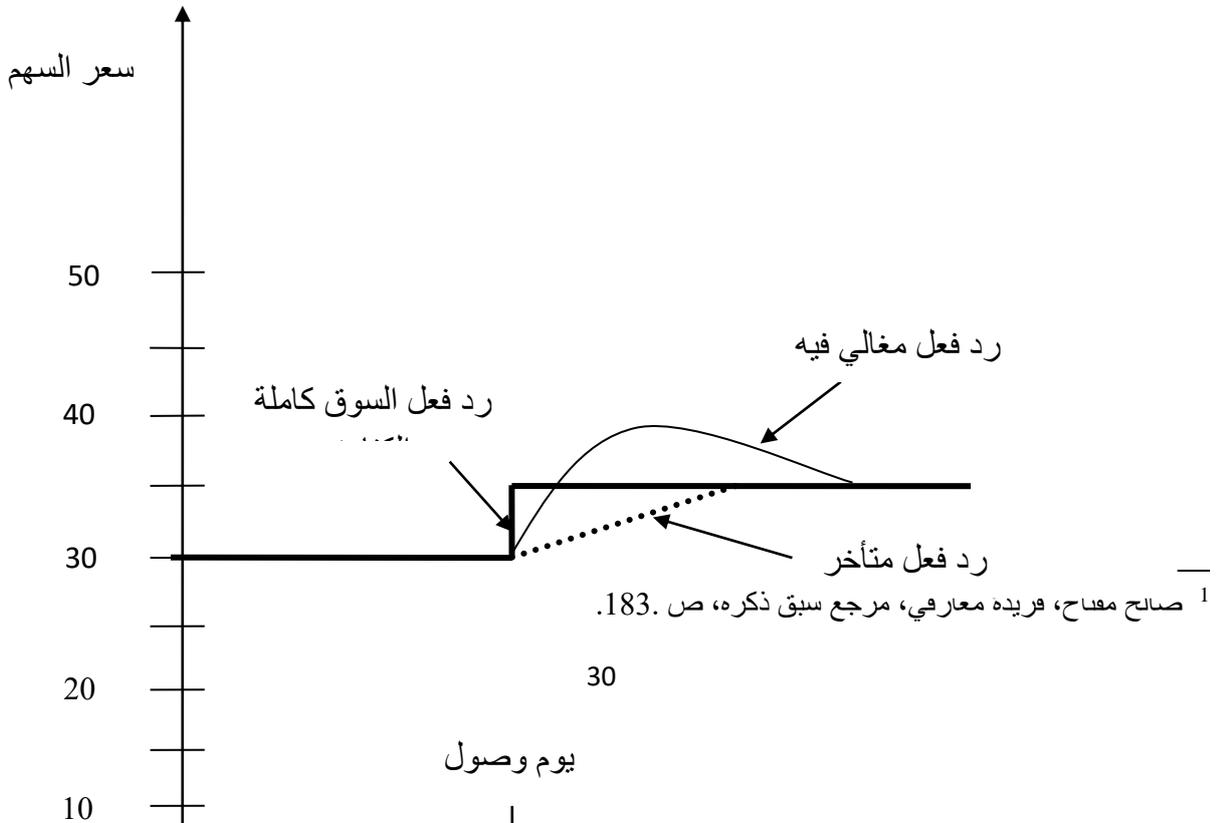
<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص. 36.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

2- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق، يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم<sup>1</sup>.

والشكل رقم (1-2) يوضح وضع السعر في ظل فرضية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في حالة ورود المعلومات السارة. ويشير هذا الشكل إلى وجود ثلاث أوضاع محتملة لتعديل سعر سهم الشركة إزاء المعلومات الواردة. وبافتراض أنه في الأيام التي سبقت وصول المعلومات إلى السوق كانت القيمة السوقية للسهم كما يبدو من الشكل 30 دولار، وفي الوقت ذاته وصلت معلومات سارة بشأن الشركة، وقد قدرت في ظلها القيمة الحقيقية للسهم بنحو 35 دولار. وفي ظل هذه المعطيات، من المفترض أن يرتفع سعر السهم في ظل فرضية الكفاءة السوقية الكاملة فوراً ودون فاصل زمني من نحو 30 دولار إلى 35 دولار، عاكسا بذلك محتوى المعلومات ودرجة المخاطر السائدة في السوق على النحو الذي يوضحه الخط العمودي في الشكل أدناه.

الشكل رقم (1-2): نموذج عن التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره،

أما في ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية (وهو الافتراض الواقعي)، فإنه يتوقع ان يمضي بعض الوقت (سنة أيام كما يبدو من الشكل أعلاه)، حتى يتم تحليل المعلومات والوصول إلى نتيجة بخصوص القيمة المتوقعة التي ينبغي أن يتداول بها السهم، وهذا ما يعني بالنتيجة وجود فاصل زمني بين وقت وصول المعلومات وبين ارتفاع سعر السهم إلى مستوى يتساوى عنده مع قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه الخط المتقطع في الشكل أعلاه. أما الخط المنحني، فيشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الواردة التي حصلوا عليها من بيت السمسرة مبالغ فيها، ويتوقع مع وصول المعلومات من بيوت السمسرة والتي تتضمن إشارة إلى أن القيمة السوقية للسهم مبالغ فيها، أن تبدأ أوامر البيع في التدفق مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم ليصل إلى قيمته الحقيقية كما يبدو ذلك واضحا من الشكل أعلاه. ويعبر الخط المنحني عن وضع انعدام الكفاءة السوقية.

### ثالثا: متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

ينفق الباحثون في مجال الاستثمار على أن تحقيق فرضية الكفاءة الاقتصادية يتطلب توافر سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل كما يلي<sup>1</sup>:

**1- كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية:** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتوفرة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات وبنفس مستوى الأرباح. إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفاءة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

<sup>1</sup> سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقد-مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص.86. تاريخ الاطلاع: 2016/02/27، من الموقع:

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

**2- كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية:** ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيه. وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

### المبحث الرابع: طبيعة الأسواق المالية الكفاءة:

إن السوق المالي الكفاء هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة، يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

### المطلب الأول: مؤشرات كفاءة السوق المالي:

من أهم مؤشرات كفاءة السوق المالي ما يلي<sup>1</sup>:

#### 1- حجم السوق: يقاس حجم السوق من خلال المؤشرات التالية:

أ- **معدل رأس المال السوقي:** يقاس من خلال قيمة الأسهم المسجلة على الناتج المحلي الإجمالي، وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق، لأنه يعمل على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر. وتشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى احتلال جنوب إفريقيا المرتبة الأولى وفقاً لهذا المؤشر، في حين تحتل نيجيريا المرتبة الأخيرة.

ب- **عدد الشركات المسجلة:** تقاس بعدد الشركات المسجلة في السوق، وتحتل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى على مستوى العالم بنحو 8450 شركة، وتليها الهند بنحو 5843 شركة، وتحتل زمبابوي المرتبة الأخيرة بنحو 57 شركة.

2- **سيولة السوق:** يقصد بها القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، ويمكن أن تقاس بالمؤشرات الآتية:

أ- **قيمة التداول/الناتج المحلي الإجمالي:** تقاس بقسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي، وتحتل اليابان مركزاً متقدماً على مستوى العالم.

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص ص. 39-42.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

ب- **الصفقات:** تقاس بقيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رأس المال السوقي، وتحتل ألمانيا المرتبة الأولى في العالم. والجدير بالملاحظة أن قيمة التداول تركز على مقارنة التداول بحجم الاقتصاد، في حين أن الصفقات تعكس التداول إلى حجم البورصة.

3- **درجة التقلبات:** يشير هذا المؤشر إلى مدى التذبذبات في الأسعار، ويقاس من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام. وبصفة عامة كلما انخفضت التقلبات كانت البورصة أكثر تطوراً.

4- **درجة التمركز:** تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي، للوقوف على مدى سيطرة الشركات، وتنخفض درجة التمركز في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، في حين ترتفع في كولومبيا والأرجنتين.

5- **كفاءة تسعير الأصول:** من خلال المقارنة بين العائد الفعلي والعائد على الاستثمار، وفقاً لنموذج تسعير الأصول يمكن الحكم على مدى كفاءة تسعير الأصول في السوق، ويعني ذلك أنه إذا كان العائد على الاستثمار على ورقة مالية وفقاً لنموذج تسعير الأصول في حدود 16% وأن العائد الفعلي 18%، فإن الورقة المالية تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية. وتعتبر الأردن، باكستان، الولايات المتحدة الأمريكية واليابان من الدول ذات الكفاءة العالية في تسعير الأصول، في حين تنخفض في الأرجنتين، البرازيل وتركيا.

6- **الهيكل المؤسسي التنظيمي:** يعتبر وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي جيد من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات. وتوضح المؤشرات التي تنشر في تقرير مؤسسة التمويل الدولية إلى المؤشرات التالية:

أ- **نشر معلومات عن الشركات المسجلة:** تقيم الدول بقيمة 1 في حالة نشر المعلومات، و0 في حالة عدم النشر. وتأخذ المكسيك، ماليزيا وكوريا قيمة 1 في حين تقيم تركيا بقيمة 0.67 وزيمبابوي 0.13.

ب- **المعايير المحاسبية:** تقيم الدول من 0 إلى 2 وفقاً لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر، وتحصل ماليزيا وكوريا وشيلي على قيمة 2، بينما تحصل الأرجنتين وباكستان على قيمة 1، وتقيم تايوان بقيمة 0.25.

ج- **قوانين حماية المستثمر:** تقيم الدول بقيم من 0 إلى 2 وفقاً لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر، وتحصل ماليزيا وكوريا والمكسيك على قيمة 2، في حين تحصل نيجيريا والأرجنتين على 1، وتحصل تركيا على 0.25.

د- **العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رأس المال:** في حالة وجود عوائق على تدفقات رأس المال، تقيم الدولة بقيمة 0، وتقيم بقيمة 1 في حالة بعض العوائق، وتحصل على قيمة 2 في حالة الحرية.

### المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية:

تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم ينبغي تحديد مستوى كفاءة السوق، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، فقد يكون السوق كفاء أو غير كفاء، فمفهوم الكفاءة نسبي وليس مطلق، حيث نجد في هذا الصدد ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق تتمثل في فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة متوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.

#### 1- فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة: The Weak Form Efficient Market Hypothesis

بموجب 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 للأسعار، فهذه الفرضية لا تؤمن إطلاقا بالتحليل الفني<sup>1</sup>.

لقد اعتمدت الدراسات الميدانية على العديد من المداخل وذلك لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة، أهمها اختبار سلاسل الارتباط، اختبار الأنماط وقواعد التصفية، وفيما يلي عرض مختصر لهذه النماذج:

#### أ- اختبار سلاسل الارتباط: Serial Correlation Test

يعني الارتباط مدى استجابة متغير معين لمتغير آخر، وذلك بتغير هذا الأخير على فترات متتالية، يقاس الارتباط بما يعرف ب: معامل الارتباط الذاتي (Auto Correlation). يتعلق الأمر هنا بمدى ارتباط أو استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض خلال فترات متتالية<sup>2</sup>.

إن معامل الارتباط الذاتي هو من الاختبارات الإحصائية الأكثر بساطة التي تسمح بتوضيح احتمال الاستقلالية بين عوائد الأصل في الفترة  $p$  والعائد لنفس الأصل عند الفترات السابقة، هذه الاختبارات تكون محققة مع سلسلة واحدة لعوائد أصل واحد، حيث الفترات تكون موضحة في الزمن بالطريقة التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> لحسين جديدين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2012، ص.239. تاريخ الاطلاع: 2016/02/20، من الموقع:

<http://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/.../E0214.pdf>

<sup>2</sup> محفوظ جبار، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 1997، ص.376.

<sup>3</sup> Philippe Gillet, L'efficience Des Marchés Financiers, Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> Edition, 2006, P P.55-56.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

الجدول رقم (1-1): خلق مجموعة من السلاسل الزمنية انطلاقاً من سلسلة واحدة

Date	Série 0	Série 1	Série 2	Série 3	Série 4		
0	R <sub>0</sub>		-		-	-	-
1	R <sub>1</sub>		R <sub>0</sub>		-	-	-
2	R <sub>2</sub>		R <sub>1</sub>		R <sub>0</sub>	-	-
3	R <sub>3</sub>		R <sub>2</sub>		R <sub>1</sub>	R <sub>0</sub>	-
4	R <sub>4</sub>		R <sub>3</sub>		R <sub>2</sub>	R <sub>1</sub>	R <sub>0</sub>
D	R <sub>D</sub>		R <sub>D-1</sub>		R <sub>D-2</sub>	R <sub>D-3</sub>	R <sub>D-4</sub>
N+4	-		-		-	-	R <sub>N</sub>

Source : Philippe Gillet, Op.Cit, P.54.

الجدول رقم (1-1) يظهر جيداً كيف يمكن خلق العديد من السلاسل التاريخية انطلاقاً من سلسلة واحدة، وحساب معامل الارتباط بين هذه السلاسل الجديدة. السلاسل الأكثر بساطة تقوم بعد حساب التباين المشترك ومعامل الارتباط بين السلسلة S<sub>0</sub> والسلسلة التالية لها، بالقول بأن معامل الارتباط الذاتي بالترتيب N هو معامل الارتباط الملاحظ بين السلسلة S<sub>0</sub> والسلسلة S<sub>N</sub>.  
معامل الارتباط الذاتي:

$$\rho_{n} = \frac{COV(R_0, R_n)}{\sigma(R_0) \cdot \sigma(R_n)} \quad ; -1 < \rho_n < 1$$

حيث أن:

pn : معامل الارتباط الذاتي.

R<sub>n</sub>, R<sub>0</sub> : معدل العائد على الترتيب عند الزمن 0 والزمن n.

COV(R<sub>0</sub>, R<sub>n</sub>) : التباين المشترك بين العائد في الزمن 0 والعائد في الزمن n.

σ(R<sub>0</sub>), σ(R<sub>n</sub>) : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الترتيب عند الزمن 0 والزمن n.

\* إذا كانت السلسلة ليست مرتبطة فإن الفرضية H/P=0 محققة.

\* اختبارات معامل الارتباط تستخدم بصورة خاصة لأجل التحقق من الفرضية الضعيفة لنظرية كفاءة السوق المالي.

ويعد الاقتصادي Fama من الباحثين الذين اختبروا سلسلة الارتباط لوصف التغيرات السعرية لثلاثين سهماً مكونة لمؤشر Dow Jones، وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المنتالية من يوم إلى عشرة أيام. وقد توصل Fama إلى نتيجة مذهلة مفادها أن نسبة ضئيلة جداً من الأسهم تغير سعرها بالارتباط مع التغيرات السابقة، وتعد هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار، والتي تقضي بمبدأ استقلالية الحوادث عبر الزمن<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work*, Journal Of Finance, Vol.25, May 1970, P.391. Date De Visite : 08/03/2016. in :

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

ب- اختبار الأنماط الطارئة: يرى أنصار هذا المدخل أن التغيرات السعرية للأوراق المالية قد تسلك حركة عشوائية وذلك معظم الوقت، إلا أنها قد تأخذ نمطا معيناً من حين لآخر، ويمكن التحقق من مدى إمكانية حدوث ذلك باستخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة، وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات<sup>1</sup>. وتظهر العينة التالية من الأسعار أربعة تغيرات سعرية يومية على التوالي: موجب، صفر، سالب، موجب.  $\Delta p^+, \Delta p^+, 0, \Delta p^-, \Delta p^+, \Delta p^+$ .

حيث يشير الرمز  $2\Delta p^+$  إلى حركة سعرية بالارتفاع ليومين متتاليين، بينما يشير الرمز  $\Delta p^-$  إلى حركة سعرية بالانخفاض ليوم واحد فقط، في حين يعني الرمز 0 انعدام التغير في الأسعار.

ويتضح المغزى من وضع هذه الإشارات ومتابعة التغيرات التي تحدث في سعر الورقة المالية هو الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية للورقة المالية المتداولة<sup>2</sup>. وإذا تبين من نتائج تحليل هذا الاختبار أن هناك تغيرات سعرية تحدث بتكرار أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة من الأرقام العشوائية، فإن ذلك يمكن أن يعد دليلاً على أن هناك نمطا من الحركة غير العشوائية<sup>3</sup>.

ج- قواعد التصفية: لقد اعتبر العديد من الفنيون بأن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المتعددة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية<sup>4</sup>. ومعنى قواعد التصفية بأنها تصلح في المضاربات، حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون كما يلي:

- \* المجموعة الأولى: والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة مؤشراً يعتمد عليه في قرارات الشراء، وأن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع.
- \* المجموعة الثانية: فهي مجموعة الدورات الموسمية والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار.
- \* المجموعة الثالثة والرابعة: هي المتوسط الحسابي للأسعار، وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

2- فرضية الصيغة متوسطة القوة للكفاءة: The Semi-Strong Form Efficient Market

<http://down.cenet.org.cn/upfile/36/20058187426139.pdf>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.505.

<sup>2</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.54.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.506.

<sup>4</sup> خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص.95. تاريخ الاطلاع: 2016/03/08، من الموقع:

<http://dSPACE.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/1368/1/Daoui-Khaira.pdf>

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

عند هذا المستوى من الكفاءة، فإن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار فحسب، بل تعكس إلى جانب ذلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين سواء كانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، أو كانت خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج<sup>1</sup>.

وفي ظل هذا الافتراض، يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق<sup>2</sup>، وبالتالي فلن يوجد مستثمر-حتى ولو استعان بالتحليل الأساسي- بمقدوره تحقيق عوائد متميزة تفوق تلك التي يحققها مستثمر آخر يتبع إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي لا تتطلب القيام بأي نوع من أنواع التحليل، وذلك نظرا لسرعة تعديل السعر إزاء المعلومات الجديدة خلال فترة زمنية عادة ما تكون قصيرة<sup>3</sup>.

ولقد تم اختبار هذه الصيغة بوسائل وطرق غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة، وسيتم توضيح هذا كما يلي:

أ- الإعلان عن الأرباح والتوزيعات: لقد قام كل من Ball & Brawn بدراسة تحليلية لمدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية ل 261 شركة أمريكية سنة 1969، لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث كانت نتائج الدراسة هو أن آليات السوق قد توقعت التغيير في النتائج قبل أن تنشر إلى عامة الجمهور، ذلك لأن الشركات التي لم تحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور والعكس صحيح<sup>4</sup>.

كذلك قام كل من Bidwel & Col و Smirlock & Yawitz سنة 1980 بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، مما يؤدي إلى عدم إتاحة الفرصة لأي مستثمر بتحقيق أرباح متميزة على حساب الآخرين، وهو ما يعد تأييدا لفرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 3، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004، ص.85. تاريخ الاطلاع: 2016/03/08، من الموقع:

<http://dspace.univ-setif.dz:8888/jspui/handle/123456789/591>

<sup>2</sup> Elory Dimson And Massoud Mussavian, A Brief History Of Market Efficiency, European Financial Management Review, London Business Schools, England, Vol. 4, N 1, March 1998, P.4. Date De Visite : 09/03/2016. in :

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.6...pdf>

<sup>3</sup> إبراهيم السيد الدسوقي، التوزيع الأمثل لمحفظلة أسهم عادية في دولة نامية، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد 3، العدد 1، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، الرياض، 1990، ص.46. تاريخ الاطلاع: 2016/03/09، من الموقع:

[http://spc.kau.edu.sa/Show\\_Res.aspx?Site\\_ID=320&LNG=AR...](http://spc.kau.edu.sa/Show_Res.aspx?Site_ID=320&LNG=AR...)

<sup>4</sup> خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص.97.

<sup>5</sup> المرجع نفسه، ص.98.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

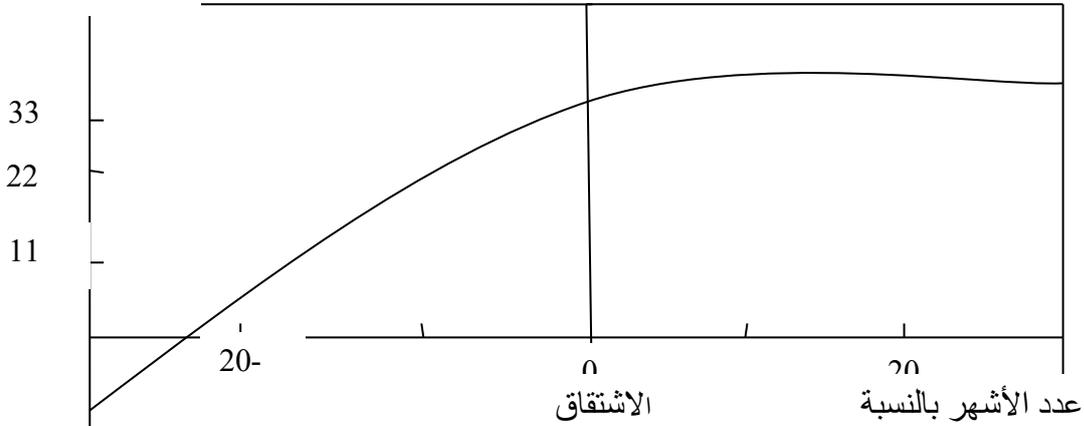
ب- **عمليات اشتقاق الأسهم:** يقصد بعملية اشتقاق السهم القيام بتجزئته وتقسيمه، وتتم هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة نسبيا، وذلك لأن ارتفاع قيمتها يمثل عائقا لتداولها من قبل صغار المستثمرين، وبالتالي فإن عملية اشتقاق الأسهم تؤدي إلى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية وبالتالي رفع درجة السيولة الخاصة بها.

أول من استعمل هذا النموذج هو الرباعي (Roll, Jensen, Fisher, Fama)، أو كما يرمز لهم (FFJR)، حيث ركزوا أساسا على سلوك الأسعار المرافقة لعمليات الاشتقاق. يتحقق اشتقاق الأسهم بتقسيم السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، كأن يقسم السهم الذي قيمته 2000 يورو إلى 10 أسهم جديدة بقيمة 200 يورو للسهم الواحد. إذ كلما كانت قيمة السهم منخفضة نسبيا كلما سهل التعامل به، حيث أن الارتفاع الكبير في سعر السهم قد يعيق التعامل به من طرف بعض صغار المستثمرين<sup>1</sup>.

من حيث أثر الاشتقاق على كفاءة السوق المالي فقد أكدت الدراسة المشار إليها سابقا، والتي استعملت نموذج البورصة وشملت 940 اشتقاقا على مدى 60 شهرا من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959، ارتفاع أسعار الأسهم المعنية بالاشتقاق خلال الثلاثين شهرا التي سبقت عملية الاشتقاق وسبقتها نسبيا بعدها. سجلت هذه الملاحظة بعد استبعاد أثر التحركات العامة للسوق وكذا أثر ارتفاع عدد الأسهم في السوق بسبب الاشتقاق.

### الشكل رقم (3-1): تغير أسعار الأسهم نتيجة عملية الاشتقاق

التغير في سعر



المصدر: محفوظ جبار، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، مرجع سبق

ذكره، ص.385.

يلاحظ من الشكل أعلاه الارتفاع الذي سجله سعر السهم خلال 30 شهرا التي سبقت الاشتقاق، إلى درجة أن نسبة الارتفاع تجاوزت 33% في الشهر الأخير قبل الاشتقاق. كما يلاحظ بصفة عامة، أن هذه الأسعار تثبت نسبيا بعد إتمام عملية التجزئة.

<sup>1</sup> Philippe Gillet, Op.Cit, P.96.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

كما بينت الدراسة السابقة أن الاشتقاق يفسر من قبل المستثمرين على أنه علامة تحسن في التدفقات النقدية للشركة وارتفاع في الفوائد الموزعة، وبالتالي ثقة المديرين بأنفسهم.

من أجل التأكد من هذه الفرضية قسمت الأسهم المكونة للعينة المدروسة إلى قسمين، يتكون القسم الأول من أسهم الشركات التي وزعت أرباحا أكبر من متوسط الأرباح الموزعة بالنسبة للسوق المالي، وذلك بعد عملية الاشتقاق، ويتكون القسم الثاني من أسهم الشركات التي وزعت أرباحا أقل من متوسط أرباح السوق المالي.

لقد وجد أن القسم الأول حقق أرباحا موجبة عالية نسبيا، وهذا ما يفسر أن الاشتقاق ينبئ بارتفاع الأرباح الموزعة. أما القسم الثاني فقد لوحظ انخفاض في عوائد أسهمه بعد عملية الاشتقاق، ولمدة حوالي سنة كاملة ثم تبدأ بعد ذلك في الاستقرار<sup>1</sup>.

ما يمكن استنتاجه من مجموعة هذه الدراسات أن اشتقاق الأسهم يظهر جيدا كحدث يحمل معلومة للسوق المالي، حيث أن هذه الأخيرة تتصرف بصورة إيجابية مع إعلانه، وبالتالي يمكن التفكير بأن سرعة تفاعل السوق المالي كافية لأجل اعتبار أن هذا الأخير كفاء<sup>2</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن المعلومات التي يتحصل عليها المستثمر نتيجة عملية الاشتقاق وخاصة التنبؤ بالأرباح، وُجدت معكوسة في أسعار الأوراق المعنية قبل نهاية الشهر الذي يتم فيه الاشتقاق، وعليه فإن المعلومات الخاصة بالاشتقاق لا يمكن أن تستعمل لتحقيق أرباح غير عادية نظرا لكفاءة السوق المالي في ذلك. فحتى وإن قام المستثمر بتحليل تلك المعلومات فلن يستطيع تحقيق أرباح تفوق تلك الأرباح التي يحققها المستثمر الساذج الذي لا يقوم بالتحليل وإنما يشتري وينتظر، مع العلم أن التحليل يكلف جهدا وتكاليف قد لا يكفي الربح الإضافي لتغطيتهما<sup>3</sup>.

**ج- الإصدارات الجديدة:** لقد قام كل Mieller & Reilly بدراسة سنة 1987 بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة، فخلصت الدراسة إلى أن سعر السهم الذي يطرح لأول مرة لدى الجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية، إلا أنه سرعان ما ترتفع القيمة السوقية لتصل إلى قيمته الحقيقية والتي تعكس المعلومات المتاحة، وهذا بعد نفاذ الإصدار بيوم واحد، وذلك حينما تتداول الأسهم بين المستثمرين.

كما أوضحت الدراسة التي قام بها كل من Pearce & Rolly سنة 1985 أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات المتعلقة بالأحوال الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق، الأمر الذي يؤيد الفرضية المتوسطة للكفاءة<sup>4</sup>.

### 3- فرضية الصيغة القوية للكفاءة: The Strong Form Efficiency

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص.385-386.

<sup>2</sup> Philippe Gillet, Op.Cit, PP.96-97.

<sup>3</sup> محفوظ جبار، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، مرجع سبق ذكره، ص.386.

<sup>4</sup> خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص.98.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية المفهوم الواسع لكفاءة السوق، بمعنى أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي لم تنشر بعد، وتتوفر فقط لدى مجموعة من المستثمرين يطلق عليهم مصطلح الداخليين، كأعضاء مجلس الإدارة ومسيرو المحافظ المالية وصناديق الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية، ومن بينهم صناع السوق الذين يستطيعون الحصول على المعلومات قبل نشرها... الخ<sup>1</sup>.

ويفترض الشكل القوي للكفاءة أن الداخليين لا يمكنهم تحقيق عوائد غير عادية على الرغم من معرفتهم بالمعلومات الخاصة، لأن الأسعار تعكس المعلومات العامة والخاصة. لقد اختلفت الدراسات التي أجريت لاختبار فرضية الصيغة القوية للكفاءة حسب الشركات أو الأشخاص الذين يملكون المعلومات الخاصة، واعتمدت هذه الدراسات على قياس العائد الذي يحققه بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة. وأشارت نتائج بعض الدراسات إلى قدرة بعض المستثمرين على تحقيق عوائد عادية كأعضاء مجلس الإدارة أو كبار العاملين، نتيجة للتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي يعملون فيها دراسة (E.G.Seyun 1988)، دراسة (Born 1988)، ودراسة (Rozeff & Zaman 1988). وأكدت دراسة أخرى ل (Arshadi & Eysell 1991)، أن المسؤولين في الشركات التي تقوم بالسيطرة على شركات أخرى قاموا بشراء مكثف لأسهم شركاتهم قبل الإعلان عن عملية السيطرة للاستفادة من ارتفاع السعر بعد عملية الضم<sup>2</sup>. أما بالنسبة للمتخصصين في تحليل الأوراق المالية، فقد أثبتت العديد من الدراسات أهمها تلك المقدمة من طرف كل من: Huberman & Kandel, Copeland & Mayers, Blak، أن الاستثمارات المقدمة من طرفهم سمحت لعملائهم بتحقيق عوائد غير عادية، إلا أنها ليست بمستوى مرتفع. وفي هذا الصدد أثبتت دراسة Grosman & Stiglitz سنة 1980 أن العوائد الغير عادية المحققة تكفي فقط لتغطية تكاليف هذه الاستثمارات المقدمة. كما توصلت دراسة Sticckel سنة 1985 إلى نتيجة تدعم دراسة Grosman & Stiglitz مفادها وجود أثر للمعلومات المحللة على الأسعار، غير أن هذا الأثر لا يتجاوز 1% من مقدار تغير الأسعار خلال 3 أيام من تقديم الاستشارة. أما دراسة March & Dimson سنة 1984، فقد أثبتت أن تجميع التوقعات والتحليلات لمختلف المتخصصين في تحليل الأوراق المالية تحسن من أداء المحافظ المالية بشكل ملحوظ<sup>3</sup>.

بعض الدراسات (Blume & Crockett 1970)، (Jensen 1986)، (Cumby & 1990 Glen)، كشفت عن عدم قدرة بعض المستثمرين على تحقيق عوائد غير عادية بالرغم من

<sup>1</sup> عديلة مريميت، مرجع سبق ذكره، ص.56.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.512.

<sup>3</sup> Jean- Laurent Vivianim , Gestion De Portefeuille , Dunod, Paris, 2<sup>ème</sup> Edition , 2001, PP. 210- 211.

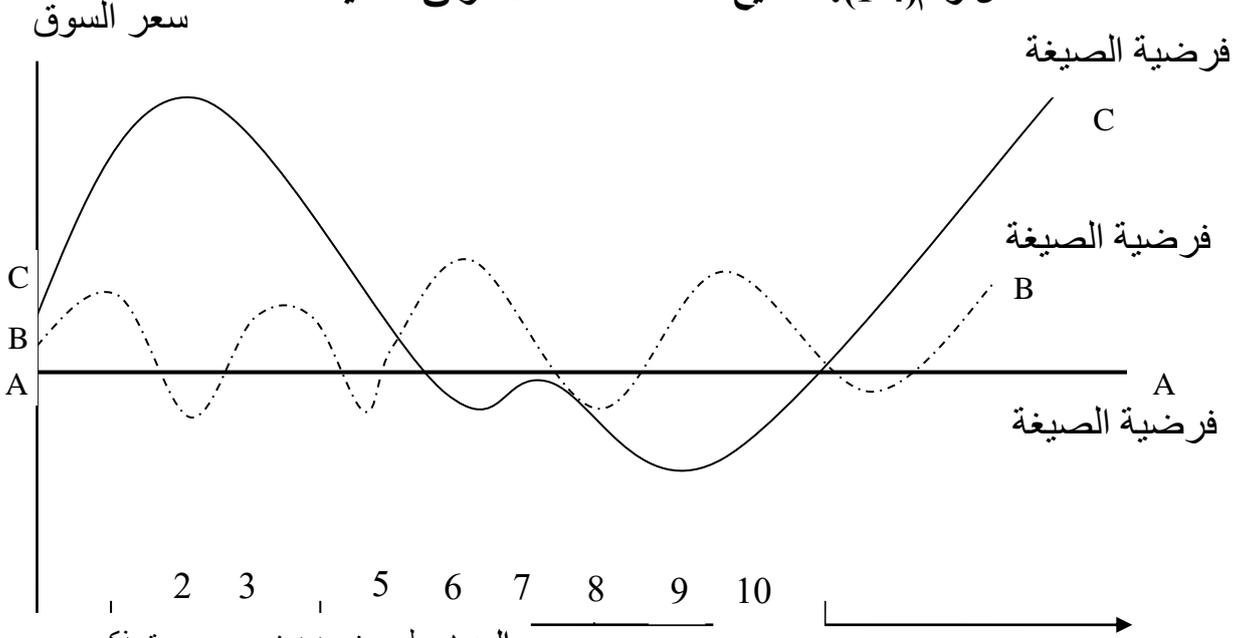
## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

حصولهم على المعلومات الخاصة، كالشركات المتخصصة في الاستثمار مثل صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد<sup>1</sup>.

انطلاقاً مما سبق يتضح أن الشكل القوي للكفاءة هو أعلى درجات كفاءة الأسواق المالية وهو غير محقق في الواقع، ما دامت هناك فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على معلومات قبل غيرها، مما يساعدها في تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين الذين لا تتاح لهم فرصة الحصول على تلك المعلومات. وعليه تكون حركة الأسعار في ظل الصيغة القوية للكفاءة غير عشوائية لتمكن فئة من المستثمرين من التنبؤ بالأسعار في المستقبل القريب<sup>2</sup>.

ما يلاحظ من الصيغ الثلاث للكفاءة أنها تتدرج من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها. فمعلومات الصيغة القوية تضم كلا من الصيغة المتوسطة والضعيفة للكفاءة، والصيغة المتوسطة للكفاءة تتضمن معلومات الصيغة الضعيفة للكفاءة. والشكل الموالي يعكس طبيعة العلاقة الموجودة بين الصيغ الثلاث للكفاءة.

الشكل رقم (1-4): الصيغ الثلاث لكفاءة الأسواق المالية



المصدر: لحسين جديدين، مرجع سبق ذكره،

الفترة الزمنية بل أعلاه إلى أنه في ظل فرضية الصيغ المتوسطة والضعيفة -

تباين حبير وانحراف مؤقت للقيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية أو المتوقعة.

ووفقاً لذلك، فإن المستثمرين سيحققون إما أرباحاً مرتفعة أو خسائر كبيرة وهو ما يعكسه المنحنى (CC) في هذا الشكل، أما في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة يلاحظ أن تذبذب الأسعار كان محدوداً، إذ يحتمل أن يكون انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية طفيفاً أو هامشياً مقارنة بالصيغة الضعيفة، وهو ما يعني أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الانحراف بين القيمتين كما يوضحه المنحنى (BB). في حين تمثل الصيغة

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 511.

<sup>2</sup> عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص. 57.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

القوية لفرضية الكفاءة - كما يعكسها الخط المستقيم الغليظ (AA) في الشكل - الوضع المثالي أو التوازني للسوق. وفي ظل هذه الصيغة تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية عند كل لحظة زمنية، بحيث يكون الانحراف بين القيمتين معدوماً، أي  $E(P)-P=0$ ، وتعني هذه المساواة انعدام التذبذب في أسعار الأسهم من أجل كل لحظة زمنية، وبالتالي اختفاء أثر العوائد الزائدة تبعاً لذلك<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق المالي:

تشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود نموذجين أساسيين للتحليل في سوق الأوراق المالية هما: التحليل الأساسي والتحليل الفني.

### أولاً: التحليل الأساسي وعلاقته بكفاءة السوق المالي:

قبل توضيح علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالي، لابد من تعريف التحليل الأساسي.

**1- مفهوم التحليل الأساسي:** يهدف التحليل الأساسي Fundamental Analysis إلى تقدير القيمة الحقيقية (العادلة) للورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية، قصد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب من خلال دراسة الظروف المحيطة بالشركة والتي تتمثل في: الظروف الاقتصادية العامة، ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وظروف الشركة ذاتها المصدرة للورقة المالية<sup>2</sup>.

ويقول Fama عن هذا التحليل: "إن التحليل الأساسي لديه أفضل النتائج للمستثمر، والمتعلقة باحتفاظه أو تخليه عن الأسهم التي اشتراها، كذلك يمكن لهذا التحليل معرفة المواقع التي يوجد فيها اختلاف بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للورقة المالية، كما له قدرة خاصة على التنبؤ بالأحداث المهمة وتقييم أثرها على قيمة الأوراق المالية"<sup>3</sup>.

هناك مرحلتان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، يعتمد عليهما التحليل الأساسي هما<sup>4</sup>:

أ- **المدخل الأول:** يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.

ب- **المدخل الثاني:** يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.

<sup>1</sup> مريميت عديلة، مرجع سبق ذكره، ص ص. 58-59.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 157.

<sup>3</sup> عديلة مريميت، مرجع سبق ذكره، ص. 60.

<sup>4</sup> محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 1998، ص ص. 37-38.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

2- علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالي: يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن السوق المالي كفاء في شكله الضعيف، وأنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل المعلومات التاريخية ودراساتها. كما يفترض إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي لها، واكتشاف الأوراق ذات الخلل السعري لاتخاذ قرار الشراء من عدمه وتحقيق عوائد غير عادية. فعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من قيمتها السوقية، يكون القرار الرشيد هنا شراء الورقة لأنها مسعرة بأقل مما يجب، ويتوقع ارتفاع قيمتها في السوق مستقبلاً. أما إذا كان السعر السوقي للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، فيجب عدم شراء الورقة أو التخلص منها بالبيع، لأنها مسعرة بأكثر مما يجب ويتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل<sup>1</sup>.

### ثانياً: التحليل الفني وعلاقته بكفاءة السوق المالي:

قبل توضيح علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالي، لابد من تعريف التحليل الفني.

1- مفهوم التحليل الفني: يقوم التحليل الفني برصد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، من أجل توقع نمط تلك الحركة في المستقبل وتحديد توقيت قرار الشراء أو البيع، وفي كل الأحوال لا يمكن للأسعار الاحتفاظ بوضعيتها (نمط أو اتجاه حركة الأسعار) في المدى الطويل، بمعنى أن توقع اتجاه حركة الأسعار يكون في المدى القصير.

تاريخياً، التحليل الفني سبق ظهور التحليل الأساسي واكتسب أهميته من نظرية Dow التي قدمها Charles Dow الصحفي بجريدة Wall Street سنة 1900، والذي ينسب إليه مؤشر Dow Jones لمتوسط الصناعة<sup>2</sup>. وتشير نظرية Dow إلى وجود ثلاث تحركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى هي تحركات يومية تحدث من يوم إلى آخر، والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال أسابيع أو شهر، والثالثة تستغرق عدة سنوات، حيث يستمر التغيير لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير آخر في اتجاه مضاد<sup>3</sup>.

2- علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالي: لا يعترف التحليل الفني بكفاءة السوق المالي، حيث تعد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي مؤشراً يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل، فحركة أسعار الأوراق المالية تكرر نفسها<sup>4</sup>. ويقوم التحليل الفني على الافتراضات التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> العديد من المراجع أهمها :

-إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص.51.

-محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص.36-37.

-عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.63.

<sup>2</sup> Didier Vitrac, *Tout Savoir Sur La Bourse*, Edition Gualano, Paris, 2001, PP.239-240.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.222-223.

<sup>4</sup> محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص.36.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

-تحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.  
-تتحكم في العرض والطلب عوامل رشيدة كالمعلومات الخاصة بالورقة المالية، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها كالجانب النفسي للمستثمرين.  
-يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.  
-تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبيا، بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

يمثل الافتراض الرابع عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالي، حيث أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي تحدث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا يستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبيا. ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل غيرها، بمعنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجيا تبعا لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتا طويلا نسبيا<sup>2</sup>.

يهدف التحليل الأساسي إلى تحديد الورقة المالية التي ينبغي الاستثمار فيها ، أما التحليل الفني فيهدف إلى تحديد التوقيت الملائم للاستثمار، ورغم الاختلاف الموجود بينهما فإن أغلب المتعاملين في السوق المالي يعتمدون على الأسلوبين معا، للوصول إلى نتائج أكثر دقة تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

### خلاصة:

يعتبر السوق المالي أداة مهمة في الاقتصاد الوطني، لما له من دور في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، وبالتالي تحقيق أعلى العوائد خاصة في ظل الكفاءة، حيث أن طبيعة كفاءة الأسواق المالية تدور حول مدى إمكانية السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها، ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية.

لذلك يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة للمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق المالي.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص.130.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص.219-221.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

### تمهيد:

تعمل الهندسة المالية على ابتكار أدوات وعمليات مالية جديدة تهدف إلى حل المشاكل المالية المعاصرة. وتعد عقود الخيارات المالية أحد أهم ابتكارات الهندسة المالية، حيث تمثل أحد التطورات الحديثة نسبياً في الأسواق المستقبلية، أو صورة من صورها، وهي أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها وإنما تستمد قيمتها من الورقة المالية أو الأداة المالية التي يجرى عليها الاختيار بما في ذلك مدى المخاطرة التي تنسم بها هذه الأخيرة. ولتوضيح ذلك سيتم التطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

- \* الإطار المفاهيمي لعقود الخيارات.
- \* آليات التعامل في عقود الخيارات.
- \* نماذج تسعير الخيارات المالية.
- \* دور الخيارات المالية في تفعيل كفاءة الأسواق المالية.

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لعقود الخيارات:

تعد عقود الخيارات المالية من التطورات الحديثة نسبياً في الأسواق المالية، وهي نوع من أنواع العقود المستقبلية، أو إحدى صورها، وهي أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها، يتم ابتكارها حسب حاجة وطلب المستثمرين.

### المطلب الأول: نشأة عقود الخيارات ومفهومها:

تعتبر عقود الخيارات من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيارات بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

### أولاً: نشأة عقود الخيارات:

مرت أسواق الخيارات بتطورات عدة قبل وصولها إلى ما هي عليه في الوقت الحاضر، فقد اكتشف المؤرخون والأثريون خيارات قديمة<sup>1</sup>، تعود جذورها إلى القرن 16، وبالضبط في هولندا عام 1639. حيث كانت تشتهر بتجارة بصيلات شجرة التوليب (التي يستخرج منها ألواح الخشب لصناعة الأثاث)، والتي كانت تتسم بالمخاطرة المرتفعة. فعندما كان يرسل أحد المزارعين شحنة من هذه الأشجار، فإنه كان يبرم في ذات الوقت عقد الخيار مع مزارع آخر بشراء هذا النوع من الأشجار، بنفس الكمية والسعر، فإذا فقدت الشحنة الأصلية أثناء النقل بحراً فإنه يستطيع تعويض خسارته بتنفيذ حقه، أما إذا وصلت الشحنة بسلام فإنه يترك هذا الحق كي تنتهي صلاحيته دون تنفيذه. وهناك تأكيدات على أن استعمال خيارات بيع وشراء الأوراق المالية في بريطانيا يمتد إلى عام 1694 أي قبل ثمانين عام من وجود سوق أسهم لندن<sup>2</sup>.

في عام 1973، أنشئت بورصة شيكاغو للخيارات Chicago Bound Options Exchange، المنظمة للتعامل بالخيارات وظهرت السوق المنظمة التي شملت عدداً محدوداً من التجار والسامسة التابعين لاتحاد تجار خيار البيع والشراء، وبما أن هذه السوق المنظمة لم تكن تسمح بتحقيق درجة مناسبة من الكفاءة والعدالة والانتشار خلال عقود طويلة من التعامل فيها<sup>3</sup>، فقد تم إنشاء قسم خاص للتعامل بخيارات الأسهم في بورصة شيكاغو واقتصر التعامل فيه بداية على خيارات 25 سهماً، كما كان الأمر محصوراً عندها على خيارات الشراء فقط، ومن ثم تطور ليشمل خيارات البيع، وامتد فيما بعد إلى بورصة نيويورك، بورصة أمريكا، بورصة فيلادلفيا وبورصة حوض الباسفيك، ومن ثم إلى البورصات العالمية وخاصة في لندن. كما تطور ليشمل جميع مجالات الاستثمار الرئيسية التي يتم فيها تداول الأصول

<sup>1</sup> حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري، الأردن، 2011، ص.189.

<sup>2</sup> مسعودة بن لخصر، مرجع سبق ذكره، ص.90.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: عقود الخيارات، ج3، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص.55.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

السلعية والمالية الأخرى، وأصبح هناك خيارات الأسهم، المعادن الثمينة، السلع الزراعية، الأوراق المالية الأخرى وعدد من العملات الأجنبية<sup>1</sup>.

وقد حدث هذا التطور بعد إنشاء مؤسسة التسوية حيث أصبحت تؤدي دورا محوريا كضامن وملزم لكل عقد يتداول في سوق الخيار المنظمة<sup>2</sup>.

### ثانيا: مفهوم عقود الخيارات:

تعرف عقود الخيارات كما يلي:

تعريف 1: "عقد الخيار هو عقد بين طرفين، مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة<sup>3</sup>".

تعريف 2: "تعرف الخيارات بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق ولكن ليس الإلزام لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفا. من هذا التعريف يتبين أن الخيار عقد بين طرفين، مشتري الحق وبائع هذا الحق. وللمشتري حق الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، مقابل حصول المشتري على هذا الحق لابد من دفع ثمن لقيمة الميزات التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق وهذا الثمن يسمى علاوة<sup>4</sup>".

تعريف 3: "يعرف البعض الخيار عادة على أنه الحق في الاختيار بين عدة بدائل، وفي أسواق الأسهم فإن عقد الخيار هو الحق في شراء أو بيع سهم معين بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وقيمة عقد الخيار سوف تشتق من الورقة المالية الأصلية والتي يكون الخيار هو الحق في شرائها أو بيعها<sup>5</sup>".

<sup>1</sup> ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص.101. تاريخ الاطلاع: 2016/02/18، من الموقع:

[http://www.thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco\\_m4\\_2015.pdf](http://www.thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco_m4_2015.pdf)

<sup>2</sup> أسعد حميد عبيد العلي، إستراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005، ص.54.

<sup>3</sup> زينب بوقاعة، ريمة برارمة، تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5-6 ماي 2014، ص.101. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

<http://eco.univ-setif.dz/uploads/1.a.pdf>

<sup>4</sup> نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5-6 ماي 2014، ص.100. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

<http://www.kantakji.com/media/175279/3218a.pdf>

<sup>5</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص.40.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

تعريف 4: "يعتبر حق الخيار من المشتقات المالية أي أن قيمته تكون مشتقة من قيمة أصول حقيقية مثل الأسهم

والسندات والعملات الأجنبية والسلع... الخ. وعقود الخيار هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية مع اختلاف هام، وهو أن مشتريها يملك حق الخيار لإتمام العملية أو الرجوع عنها، وبالتالي لا يكون بأي حال من الأحوال ملزماً بإتمامها، ونتيجة لتمتع المشتري بهذا الحق فإن عليه أن يدفع للبائع مقدماً وعند التعاقد علاوة معلنة تسمى *premium* حيث تعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن حق الخيار<sup>1</sup>.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين يمنح لحامله الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع الأصل محل التعاقد، مقابل دفع مكافأة غير قابلة للرد ولا تعتبر جزءاً من الصفقة، إذ تمثل سعر عقد الخيار. والغرض من عقود الخيار هو تداول أصول حقيقية قد تكون مالية مثل الأسهم ليتم تنفيذها في المستقبل بسعر محدد سلفاً. وتجدر الإشارة إلى أن أرباح أحد طرفي العقد هي خسائر الطرف الآخر، وأن أقصى خسارة يتحملها المشتري هي قيمة المكافأة عند انخفاض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ، ويقابلها أقصى أرباح يحققها المحرر والمتمثلة في المكافأة.

### المطلب الثاني: أنواع سوق الخيارات وتنظيمها:

كما هو الحال في السوق الحاضر فإن سوق الخيارات تنقسم إلى سوق منظمة مثل البورصات، وسوق غير منظمة أي سوق التعامل فوق المنضدة.

### أولاً: أنواع سوق الخيارات المالية:

تنقسم سوق الخيارات المالية بدورها إلى قسمين هما:

1- **السوق المنظمة للخيارات:** تم إنشاء أول سوق منظم للتعامل في الخيارات في مدينة شيكاغو في أبريل 1973 والذي أطلق عليه سوق بورصة شيكاغو للخيار، ولقد عملت تلك السوق منذ نشأتها على إدخال تعديلات جوهرية على الأساس الذي يقوم عليه التعامل في السوق المنظمة، بشكل يسهل التعامل بعقود الخيارات، بالإضافة إلى قصر نشاطها على خيارات أسهم الشركات المعروفة. ويجدر الإشارة إلى أن إدارة البورصة قد أدخلت تعديلات شملت مجالين: المجال الأول يتعلق بشروط التعاقد، أما المجال الثاني يتعلق بتحديد المسؤولية عن الصفقات، ولقد استهدفت تلك التعديلات في المقام الأول تحسين سيولة العقود، مما يمكن حاملها من سرعة التصرف فيها بأقل تأثير ممكن على قيمتها السوقية. لذلك عمدت بورصة شيكاغو على تنميط شرطين أساسيين للتغلب على هذا المشكل هما تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ<sup>2</sup>.

2- **السوق غير المنظمة للخيارات:** التعامل فيها بصورة غير رسمية وغير منظمة، في هذا السوق لا توجد قاعدة معينة تنظم المتاجرة بالخيارات، إذ أن الصفقات تنظم بأي حجم بين

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.89.

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص.102.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

الأطراف المتعاقدة مثل المصارف والzebائن أو بين مصرفين، وتتم المتاجرة فيه بأنواع مختلفة من الخيارات مثل العملات، أسعار الفائدة ومؤشرات الأسهم في السوق. وفي هذا السوق يتم التفاوض على الأسعار والشروط الأخرى بين الأطراف المتعاقدة، فيعطي كل طرف أسعاره وشروطه التي يراها مناسبة له. وتتم الاتصالات في هذا السوق من خلال الهاتف أو الاتصالات الإلكترونية، ويحتوي هذا السوق على التجار الذين يرتبون لبيع إصدارات جديدة كضمانات مباشرة لصرف الوحدات الفائضة، وهو ما يعرف بالوضع المباشر بالإضافة إلى احتواء هذا السوق على سماسرة<sup>1</sup>.

### ثانياً: تنظيم سوق الخيارات المالية:

يتم التعامل في سوق الخيارات المالية وفقاً للتنظيم الآتي:

**1- التسجيل في السوق المنظمة للخيارات:** إن الشروط الضمنية لتسجيل السهم في سوق الخيار هي أن تكون الشركة المصدرة للسهم محل الخيار معروفة، وأن يتميز التعامل على السهم الحاضر بقدر ملموس من النشاط بمستوى يعكس درجة عالية من السيولة لسوق السهم، وهو أمر من شأنه أن يحقق قدراً من الاستقرار في قيمته السوقية حتى لا تحدث تغييرات كبيرة في السعر من صفقة إلى أخرى، مثال: أكبر العقود المسجلة في السوق المنظمة في أمريكا هي لبورصة نيويورك<sup>2</sup>.

**2- أعضاء السوق المنظمة للخيارات:** يوجد أربع أنواع من الأعضاء كما في بورصة شيكاغو هم كالتالي: صانع السوق، سمسار الصالة، مسؤول دفتر الأوامر والمتخصص.

**أ- صانع السوق:** يقوم بالبيع والشراء لحسابه الخاص، لكن لا يسمح له بتنفيذ أوامر الجمهور، ويكون له إضافة إلى وظيفته مهمة التعريف بالإصدارات الجديدة لأسهم مصدرة لعقود خيار لأول مرة، بحيث يكون مسؤولاً عن ثلاثة إلى أربعة عقود خيار متداولة بالفعل في السوق، وبذلك يكون هناك أكثر من صانع سوق لكل خيار يقف على استعداد دائم للشراء والبيع، مما يتيح حجماً أكبر من الموارد المالية لمواجهة البيع، ويؤدي ذلك أيضاً إلى رفع مستوى المنافسة بشكل يسهم في تخفيض الهامش الذي يحققه صانع السوق، كما يرفع مستوى سيولة السوق ذاته، فيصبح هناك سرعة التصرف وسهولة اقتناء الخيار دون تأثير كبير على سعره<sup>3</sup>.

**ب- سمسار الصالة:** وظيفة سمسار الصالة هي تنفيذ الأوامر لصالح بيوت السمسرة أو المستثمرين، وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه، بل يقدم الخدمة لمن يطلبها من الجمهور أو لحساب بيوت السمسرة. ويوجد أيضاً تجار الصالة، وهم يتعاملون لحسابهم الخاص فقط كمضاربين حيث يحاولون اغتنام الفرص بإيجاد خيارات تباع بقيمة أكبر مما ينبغي أو تشتري بأقل قيمة مما ينبغي. وقد يكونوا أفراداً أو منشآت تخضع للتوجيه

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.91.

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص.102.

<sup>3</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص.102.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

والإشراف من طرف إدارة السوق المالي، فهي التي تضع الحد الأدنى لرأسمال كل عضو وتتأكد من التزامه بالقواعد والإجراءات التي تنص عليها لوائح السوق المالي<sup>1</sup>.

**ج- مسؤول دفتر الأوامر:** وظيفة مسؤول دفتر الأوامر هي الاحتفاظ بالأوامر الصادرة عن المستثمرين وبيوت السمسرة وذلك من أجل مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء، ومما يذكر أن مسؤولية مقابلة أوامر البيع مع أوامر الشراء تقتضي من كل مسؤول أن يعقد مزادا في مقر عمله للخيارات التي يتعامل بها وهذه المزايدات هي التي تحدد أسعار بيع وشراء الخيار<sup>2</sup>.

**د- المتخصص:** يوجد المتخصص في بعض أسواق الخيارات المنظمة في العالم، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والتجارة، فهو يشبه التاجر في أنه يعمل لحسابه بيعا وشراء بهدف تحقيق الربح<sup>3</sup>.

### المطلب الثالث: خصائص عقود الخيارات والعوامل المؤثرة فيها:

الخيارات المالية عقد بين طرفين هما مشتري حق الخيار وبائع هذا الحق، وكباقي العقود فإن الخيارات المالية لها خصائص تتميز بها، كما أنها تتأثر بمجموعة من العوامل.

**أولاً: خصائص عقود الخيارات:**

تتميز عقود الخيارات بالعديد من الخصائص نذكر منها ما يلي<sup>4</sup>:

1- للعقد طرفان حيث الطرف الأول هو المحرر، ويطلق عليه غالبا البائع ويتخذ مركزا قصيرا، أما الطرف الثاني هو المشتري ويطلق عليه مالك أو حامل الخيار، ويتخذ هذا الأخير مركزا طويلا.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008، ص.639.

<sup>2</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.92.

<sup>3</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر، الأردن، 2012، ص.67.

<sup>4</sup> العديد من المراجع أهمها:

- عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة العالمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص.60-61. تاريخ الاطلاع: 2016/02/19، من الموقع:

[http://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa\\_Abdelkader.pdf?idthese=3071](http://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa_Abdelkader.pdf?idthese=3071)

- ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص.99.

- مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.95.

- محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية: عقود الخيارات، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، أيام 1-2 ديسمبر 2010، ص.3. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

<http://iefpedia.com/.../المضاربات-الوهمية-السوقية-ودورها-ف>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

- 2- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، حيث أن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد، ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار.
- 3- 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 حامل الخيار الحق، مهما كانت الظروف السائدة في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.
- 4- إن ثمن الخيار قابل للزيادة أو النقصان، ويتوقف ذلك على مدة العقد أي تاريخ التنفيذ، نوع الأصل محل العقد، ظروف السوق المالية، القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ، حيث يزداد ثمن الخيار خلال مدة العقد وتصبح قيمته تساوي الصفر في نهاية العقد، ويدفع هذا الثمن عند شراء أو بيع العقد وليس له علاقة بثمن السلعة أو الأصل. لذا يمكن استنتاج ما يلي:
- أ- عقد ممارسة الحق يتم دفع قيمته بالكامل بغض النظر عن ثمن الخيار.
- ب- في حالة عدم ممارسة الحق فإن مشتري الحق يخسر ثمن الخيار فقط أي أنها خسارة محدودة.
- ج- عقد الخيار يحدد بفترة زمنية محددة عادة ثلاثة أشهر.
- د- لا يدفع صاحب عقد الخيار إلا ثمن العقد أي ثمن الخيار، ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها، وبالتالي يمكن لصاحب العقد أن يعقد صفقات أخرى في المستقبل.
- هـ- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
- و- عقد الخيار قابل للتداول بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية، ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فيزداد بارتفاع قيمة الأصل وينخفض بانخفاض قيمة الأصل في حالة الشراء، والعكس في حالة البيع.

### الجدول رقم(1-2): خصائص عقود الخيارات

مشتري أو حامل عقد الخيار	الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار الشراء، أو بيع الأصل إذا كان خيار البيع.
بائع أو محرر عقد الخيار	الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد -شراء أو بيع الأصل موضوع العقد- في حالة طلب المشتري تنفيذ العقد.
سعر الممارسة أو التنفيذ	السعر المحدد سلفاً لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
العلو أو المكافأة	ما يدفعه مشتري حق الخيار للبائع مقابل الشراء، وغالباً ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقاً لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية.
السعر السوقي	سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

تاريخ التنفيذ	التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
تاريخ الانتهاء	آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص.7. تاريخ الاطلاع: 2016/03/19، من الموقع:

<http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/34.pdf>

### ثانياً: العوامل المؤثرة في تسعير عقود الخيارات:

هناك عدة عوامل محددة تتفاعل مع بعضها لتحديد سعر أو علاوة الخيار، وقد تكون هذه العوامل خاصة بالسهم العادي أو خاصة بالخيار أو قد تتعلق بالسوق المالي، وفيما يلي شرح مختصر لهذه العوامل<sup>1</sup>:

أ- **السعر السوقي للأصل محل التعاقد**: يمثل هذا العنصر المحدد الرئيسي لقيمة الخيار بسبب التأثير المباشر والقوي الذي يتركه، فقد يكون ايجابياً عند الارتفاع بالنسبة لخيار الشراء وسلبياً لخيار البيع، كما يكون سلبياً أو إيجابياً عند الانخفاض للنوعين على التوالي، ويعتبر هذا العامل خارجي كونه يتحدد سوقياً.

ب- **سعر التنفيذ أو الممارسة**: سعر التنفيذ هو ذلك السعر الذي تم تحديده عند إبرام العقد والمحدد مسبقاً، فإذا كان منخفض فهو ذو تكلفة أكبر بالنسبة لخيار الشراء، أما بالنسبة لخيار البيع، فكلما كان سعر التنفيذ مرتفع زادت التكلفة، إذن سعر التنفيذ له تأثير سلبي على قيمة الخيار في الحالتين، وهي علاقة عادية كون مشتري خيار الشراء يخشى الارتفاع فهو يهدف إلى التدنية، أما مشتري خيار البيع فهو يخشى الانخفاض فهو يهدف إلى التعظيم.

ج- **تاريخ التنفيذ**: كلما امتد تاريخ تنفيذ الخيارات لمدة أطول ازدادت إمكانية تقلب سعر الأصل محل التعاقد، وبالتالي تزداد احتمالات الربح أو الخسارة لطرفي التعاقد أي تزداد المخاطر، ونتيجة لذلك فإن سعر الخيار (بيع أو شراء) سيزداد لتعويض المخاطرة المرتفعة الناتجة عن طول مدة العقد.

د- **تذبذبات السعر السوقي**: تعتبر التذبذبات في السعر السوقي مؤشراً لقياس درجة المخاطرة، والتي يمكن قياسها بالتباين (الانحراف المعياري) وبطبيعة العلاقة المتواجدة بين المرودية والمخاطرة، فبزيادة تذبذب سعر الأصل محل التعاقد تزداد المرودية.

<sup>1</sup> العديد من المراجع أهمها:

-جليل كاظم مدلولي العارضي، نماذج تسعير الخيارات المتقدمة ودورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار وبناء محفظة التحوط، دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، مجلة آداب الكوفة، العدد 5، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص 6-8. تاريخ الاطلاع: 2016/02/14، من الموقع:

<http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa.../182>

-أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص.330.

-زينب بوقاعة، ريمة برارمة، مرجع سبق ذكره، ص.106-108.

-مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.100.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

هـ- **مدة حياة الخيار:** في ظل النظرية المالية هناك قيمة زمنية للنقود، فكلما زادت مدة الخيار زادت التكلفة، ومنه القيمة الحالية للاستدانة سوف تنخفض، وقيمة خيار الشراء سوف تتزايد، أما بالنسبة لقيمة خيار البيع سوف تنخفض.

و- **معدل الفائدة:** نظرا للعلاقة العكسية بين معدل الفائدة السوقي والقيمة السوقية للسهم، فإن تأثير معدل الفائدة سلبي في حالة الارتفاع على قيمة خيار الشراء، وإيجابي على قيمة خيار البيع، أما فيما يخص التوزيعات فهي كذلك في ظل فرضيات محدودة.

ز- **العرض والطلب:** يعد عقد الخيار سلعة يمكن بيعها وشرائها في السوق، ويكون لقوى العرض والطلب تأثيرا واضحا على سعر هذه السلعة، فكلما ازداد الطلب على عقد الخيار بنوعيه ازداد سعر الخيار، وإذا ما ازداد العرض من هذه العقود، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض سعر الخيار.

وفيما يلي جدول يلخص أهم العوامل المؤثرة على عقود الخيارات:

الجدول رقم(2-2): العوامل المؤثرة على عقود الخيارات

العلاقة مع سعر العقد	العوامل المحددة		الرقم
	خيارات الشراء	خيارات البيع	
عكسية	طرديّة	سعر الأصل	1
طرديّة	عكسية	سعر التنفيذ	2
طرديّة	عكسية	معدل الفائدة	3
طرديّة	طرديّة	الوقت المتبقي حتى وقت التنفيذ	4
طرديّة	طرديّة	درجة تقلب سعر الأصل	5

المصدر: أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره ،

ص.132.

### المبحث الثاني: آليات التعامل في عقود الخيارات:

لا يقتصر عقد الخيار على صورة واحدة، وإنما تتعدد وتختلف صورته بحسب طبيعة العملية أو محلها أو بعض أثارها، وتتعدد هذه الصور تتعدد إستراتيجيات التعامل فيها، والتي بدورها يتولد عنها العديد من الآثار الاقتصادية.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

### المطلب الأول: أنواع الخيارات المالية:

يمكن التمييز بين عدة أنواع للخيارات المالية وفق معايير متعددة:

1- **التقسيم على أساس طبيعة العقد:** تقسم الخيارات المالية وفقا لهذا المعيار إلى نوعين أساسيين هما<sup>1</sup>:

أ- **خيار الشراء Call Option:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو المكافأة أو سعر الخيار، وينفذ المشتري العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد. ويطلق على خيار الشراء الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ بأنه ضمن إمكانية تحقيق الربح، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساويا لسعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ فيطلق عليه خارج إمكانية الربح.

ب- **خيار البيع Put Option:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد. ويحصل في مقابل ذلك على المكافأة من مشتري الحق، وينفذ مشتري الحق العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

ج- **الخيار المزدوج:** هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتريا وإذا انخفضت كان بائعا<sup>2</sup>.

2- **التقسيم على أساس موعد التنفيذ:** تنقسم الخيارات المالية وفقا لهذا المعيار إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- **الخيار الأمريكي:** هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدما، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه، وتاريخ الانتهاء يمثل تاريخ انتهاء فترة صلاحية الخيار الأمريكي<sup>3</sup>. ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص.43-44.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2001، ص.168.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص.403.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

لحامل الخيار فهو ليس محصورا بتاريخ محدد وإنما خلال فترة محددة. وهذا يعني بأن مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة التنفيذ الحقيقي في أي وقت يشاء خلال عمر الحق (خلال مدة استحقاقه).

ب- **الخيار الأوروبي:** هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول بسعر متفق عليه مقدما، إلا أن التنفيذ يكون محدد وهو تاريخ الاستحقاق فقط<sup>1</sup>. وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ماعدا موعد التنفيذ، حيث يكون حامل حق الخيار محصورا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ. علما أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوروبية يمكن التعامل بها في شيكاغو وهناك خيارات أمريكية يمكن التعامل بها في باريس<sup>2</sup>.

3- **التقسيم على أساس التغطية:** تنقسم عقود الخيارات وفقا لهذا المعيار إلى نوعين هما<sup>3</sup>:

أ- **عقد الخيار المغطى:** هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأصل المالي محل التعاقد.

ب- **عقد الخيار غير المغطى:** هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأصل المالي محل التعاقد.

4- **التقسيم على أساس الربحية:** تصنف الخيارات المالية حسب الربحية في ثلاث مجموعات كالتالي<sup>4</sup>:

- خيار متكافئ: At the money.

- خيار مربح: In the money.

- خيار غير مربح: Out the money.

<sup>1</sup> على حسني خريوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران، الأردن، 2013، ص.164.

<sup>2</sup> نعيمة بارودي، أرسليم موالدي، بين الهندسة وإعادة أي تصميم سيناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5-6 ماي 2014، ص.104. تاريخ الاطلاع: 2016/02/04، من الموقع:

<http://eco.univ-setif.dz/uploads/2.aa.pdf>

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2، 1997، ص.321.

<sup>4</sup> سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، ص.76. تاريخ الاطلاع: 2016/02/20، من الموقع:

<http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/AMOH2151.pdf>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

ويعتمد هذا التصنيف على المقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي يمكن فيه تنفيذ الخيار، في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه بالنسبة للخيار الأمريكي، وفي الموعد المحدد لانتهاء العقد بالنسبة للخيار الأوروبي. ونقول بأنه:

- \* خيار شراء أو بيع متكافئ: إذا كان سعر التنفيذ يساوي سعر السوق للأصل محل التعاقد.
  - \* خيار شراء مربح: إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق للأصل محل التعاقد.
  - \* خيار بيع مربح: إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق للأصل محل التعاقد.
  - \* خيار شراء غير مربح: إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق للأصل محل التعاقد.
  - \* خيار بيع غير مربح: إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق للأصل محل التعاقد.
- ويمكن تلخيص أنواع الخيارات المالية حسب معيار الربحية في الجدول التالي:

### الجدول رقم (3-2): أنواع الخيارات حسب الربحية

خيار البيع	خيار الشراء	
الخيار متكافئ	الخيار متكافئ	سعر التنفيذ = سعر السوق
الخيار غير مربح	الخيار مربح	سعر التنفيذ > سعر السوق
الخيار مربح	الخيار غير مربح	سعر التنفيذ < سعر السوق

المصدر: سميرة محسن، مرجع سبق

ذكره، ص.76.

### المطلب الثاني: إستراتيجيات التعامل في عقود الخيارات:

توجد العديد من الإستراتيجيات الرئيسية للتعامل في عقود الخيارات، والتي تنقسم بدورها إلى إستراتيجيات فرعية مختلفة، نذكر منها ما يلي:

1- الإستراتيجيات البسيطة: وهي تلك الإستراتيجيات التي تتخذ خيار مالي وحيد، ويمكن تقسيمها كالتالي:

أ- شراء خيار الشراء L'achat d'une option d'achat: إن إستراتيجية شراء خيار الشراء قد تكون مربحة للغاية، إذا كان سعر الأصل محل التعاقد يشهد ارتفاعا كبيرا في المستقبل القريب، ومع ذلك فإن خطر فقدان مجمل الاستثمار غير مهمل ولا سيما طبيعة المخاطر العملية النابعة أساسا من الحقيقة التي يجب أن تحدث الزيادة في الأسعار المتوقع انخفاضها في فترة وجيزة من الوقت<sup>1</sup>، فقد يفكر المستثمر الذي يتوقع ارتفاع سعر سهم معين مستقبلا في أن يشتري حق خيار يعطيه الحق في تنفيذ عملية الشراء أو عدم تنفيذها، بسعر متفق

<sup>1</sup> Broquet Cobbaut , Gillet, Van Den Berg ,Gestion De Portefeuille ,Edition De Boeck Université, Bruxelles, 4<sup>ème</sup> Edition, 2004, P.339.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

عليه مسبقاً، وهذا يعني أنه ليس هناك أي التزام على مشتري هذا الحق بتنفيذ الاتفاق، ويعطي المشتري هذا الحق مقابل دفع مبلغ معين إلى محرر الخيار أي علاوة حق الخيار<sup>1</sup>.

**ب- بيع خيار الشراء** *vente d'une option d'achat*: إن عملية بيع حق خيار الشراء هي الوجه الآخر لعملية شراء حق خيار الشراء، فبائع حق خيار الشراء لا يجوز له أن يطلب تنفيذ الشراء للسهم، وما عليه إلا الرضوخ لرغبة مشتري حق الخيار في التنفيذ أو عدمه، حيث يستلم علاوة حق الخيار سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه<sup>2</sup>.

**ج- شراء خيار البيع** *L'achat d'une option de vente*: إن مشتري خيار البيع يتوقع الانخفاض السريع لسعر السهم، في الواقع يتوجب أن لا يقبل بسعر السهم الضمني عن سعر تنفيذ الخيار، والعائد الذي يحصل عليه صاحبه يكون أكثر أهمية من انخفاض سعر السهم الذي يكون بالطبع حساساً، فإن المشتري يفقد بالعكس، مجمل العقد إذا بقي سعر السهم مرتفع أو يساوي سعر التنفيذ<sup>3</sup>.

**د- بيع خيار البيع** *Vente d'une option de vente*: إستراتيجية بيع خيار البيع تسمح بتثبيت سعر الشراء للأصل محل التعاقد، حيث أن بائع خيار البيع ملزم بشراء الأصول محل التعاقد<sup>4</sup>.

### 2- استراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعرية مختلفة:

يتم تحرير الخيار بناءً على الاتجاهات المتوقعة للأسعار في السوق، فهناك عدة استراتيجيات للتعامل في عقود الخيارات تستخدم بناءً على هذه الاتجاهات السعرية للأسهم في السوق، ويمكننا التمييز بين ثلاثة أنواع من هذه الاستراتيجيات كالآتي:

**أ- حالة استقرار الأسعار:** إذا كانت الاتجاهات المتوقعة لأسعار الأسهم في السوق تتسم بدرجة عالية من الاستقرار، يمكن للمستثمر أن يحرر اختيارات بيع على ما يملكه من أسهم، فهذه الإستراتيجية من شأنها أن تحقق له عائداً، يضاف إلى التوزيعات المتولدة عن هذه الأسهم، فبسبب حالة استقرار الأسعار لن يقدم مشتري الخيار على تنفيذه، وبالتالي يكسب المحرر قيمة المكافأة. وغالباً يفضل أن يقوم المستثمر بإقفال مركزه قبل تاريخ التنفيذ للعقود، وذلك بشراء خيار مماثل للخيار الذي حرره بهدف التغطية، وعادة تكون مكافأة شراء الخيار التي دفعها أقل من مكافأة تحرير الخيار التي سبق وحصل عليها ويكون الفرق بين المكافأتين عبارة عن الربح الذي يحققه.

وسبب التباين بين مكافأة الشراء والبيع أن قيمة خيار الشراء تنخفض باقتراب تاريخ التنفيذ بينما تزداد قيمة خيار البيع، لذا يكون هناك تباين بين مكافأة خيار الشراء والتي تكون قريبة من تاريخ التنفيذ، وبين خيار البيع الذي قام المستثمر بتحريره، وبذلك يكون محرر

<sup>1</sup> على حسني خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.165.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.168.

<sup>3</sup> Broquet Cobbaut, Gillet, Van Den Berg, Op.Cit, P.241.

<sup>4</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.122.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

الخيار قد أقفل مركزه، ويمكن للمحرر أن يحرر خيار بيع جديد بتاريخ تنفيذ أبعد ثم إقفال مركزه مرة أخرى في مقابل حصوله على الفرق بين المكافأتين، وذلك إذا ما استثمرت حالة استقرار الأسعار<sup>1</sup>.

**ب- حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط:** في حال اتجهت الأسعار نحو الهبوط يكون من الأفضل للمستثمر تحرير خيار شراء على ما يمتلكه من أسهم، والسبب في ذلك أن انخفاض الأسعار يعني عدم إقدام المشتري على تنفيذ الخيار، وبالتالي قد تعوض قيمة المكافأة التي حصل عليها محرر الخيار من مشتري الخيار الانخفاض الذي طرأ على سعر السهم، وفي حال تتالي انخفاض سعر هذا السهم في السوق وكان المستثمر ما زال يحتفظ بهذا السهم ولا يريد التخلي عنه، فتصبح الإستراتيجية الأنسب في هذه الحالة تحرير خيار شراء جديد على السهم، ليحل محل الخيار الذي انتهت صلاحيته وهكذا<sup>2</sup>.

**ج- حالة اتجاه الأسعار نحو الصعود:** إذا كانت الأسعار في السوق تتصاعد، حينئذ يكون من الأفضل للمستثمر أن يحرر خيار بيع على أسهم يملكها<sup>3</sup>.

**3- الإستراتيجيات المركبة من توليفة من الخيارات:** هناك عدة إستراتيجيات مركبة لعدد من الخيارات، نذكر منها:

**أ- إستراتيجيات الهوامش:** يعرف الهامش عموماً في أسواق الخيارات بأنه الفرق أو المدى بين العلاوة المستلمة من بيع خيار معين والعلوة المدفوعة لشراء خيار آخر، أما إستراتيجية الهامش فتتضمن شراء خيار معين وبيع آخر من نفس الفئة، إما أن يكون خياري شراء، أو خياري بيع، والغرض منها هو تخفيض مخاطرة أحد المراكز الطويلة أو القصيرة بخيارات الأسهم<sup>4</sup>. وتنقسم بدورها إلى ما يلي:

**\* الهوامش العمودية والأفقية:** إن الهامش العمودي ينطوي على شراء خيار بسعر تنفيذ معين وبيع آخر بسعر تنفيذ مختلف، ولكن الخيارين بنفس تاريخ الاستحقاق، ويطلق عليه أيضاً هامش السعر، أما الهامش الأفقي فيتضمن شراء خيارات متماثلة بسعر التنفيذ ولكن بتواريخ استحقاق مختلفة، ويطلق عليه أيضاً هامش الزمن أو هامش التقويم<sup>5</sup>.

**\* الهوامش المتفائلة وغير متفائلة:** تتضمن الهوامش المتفائلة شراء خيار الشراء بسعر تنفيذ معين، وأيضاً بيع خيار آخر من نفس الفئة، ولكن بسعر تنفيذ أعلى، ويمكن أن تطبق على خيارات البيع أيضاً، وسميت متفائلة لأن المستثمر يتوقع ارتفاع أسعار السوق. أما

<sup>1</sup> زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص منازعات ضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006، ص.176. تاريخ الاطلاع: 2016/02/20، من الموقع: <https://theses.ju.edu.jo/Original.../JUA0629318.pdf>

<sup>2</sup> سميرة محسن، مرجع سبق ذكره، ص.119.

<sup>3</sup> زاهرة يونس محمد سودة، مرجع سبق ذكره، ص.177.

<sup>4</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.125.

<sup>5</sup> المرجع نفسه، ص.126.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

الهوامش غير المتفائلة فتتضمن بيع خيار شراء بسعر تنفيذ معين وشراء خيار شراء مشابه بسعر تنفيذ أعلى، وسميت غير متفائلة لأن المستثمر يتوقع انخفاض أسعار السوق<sup>1</sup>.

ب- إستراتيجية الهوامش الدائنة والمدينة: وتفرع إلى ما يلي<sup>2</sup>:

\* إستراتيجية الامتدادات الصعودية: استراتيجيات الامتدادات الأكثر شعبية هي إستراتيجية الامتدادات الصعودية أو الفروقات إلى الأعلى، هذه الإستراتيجية مكونة من شراء خيار شراء بسعر تنفيذ معطى، وبيع خيار شراء بسعر أعلى حيث يكون السعر على نفس الأصل محل التعاقد، والخيارين لهما نفس تاريخ الاستحقاق.

\* إستراتيجية الامتدادات الهبوطية: إن المستثمر الذي يتبنى إستراتيجية الامتدادات الصعودية يأمل زيادة في سعر السهم، وبعكس المستثمر الذي يتبنى إستراتيجية الامتدادات الصعودية، فإن إستراتيجية الامتدادات الهبوطية تسمح بتركيب شراء خيار شراء بسعر تنفيذ أعلى مع بيع خيار شراء آخر بسعر معين، ومع ذلك في حالة توجه الأسعار إلى الانخفاض يكون سعر التنفيذ لخيار الشراء أعلى من سعر تنفيذ الخيار المباع. إن إستراتيجية الامتدادات الهبوطية تتكون من خيارين شراء، تولد تدفق إيجابي لأن سعر الخيار المباع أعلى من سعر خيار الشراء.

\* إستراتيجية الامتدادات على شكل فراشة: ويمكن اختيار هذه الوضعية عندما يتوقع المستثمر أن سعر السهم سوف يكون في المستقبل قريبا من سعر التنفيذ لخيار الشراء الذي تمّ بيعه. فيحقق بذلك أرباحا إذا كانت توقعاته صحيحة. ووضعية الفراشة تقتصر على شراء خيار شراء ذو أعلى سعر تنفيذ وشراء خيار شراء ذو أقل سعر تنفيذ وبيع خيار شراء ذات سعر تنفيذ متوسط لنفس تاريخ الاستحقاق<sup>3</sup>.

\* إستراتيجية الامتدادات القطرية: إن كل من الامتدادات الصعودية والهبوطية، إستراتيجيات تسمح بشراء خيار شراء وبيع خيار شراء آخر، ففي حالة الامتدادات الهبوطية والصعودية، تكون أسعار التنفيذ لخيار الشراء مختلفة لكن لها نفس تاريخ الاستحقاق، أما في حالة الامتدادات الزمنية أو الأفقية فإن خيارات الشراء لها نفس أسعار التنفيذ ولكن تواريخ الاستحقاق مختلفة. أما في حالة الامتدادات القطرية تتضمن خيارات لها تواريخ استحقاق مختلفة، كما أن لها أسعار تنفيذ مختلفة، ويتم اختيار هذه الخيارات في شكل قطر مائل من الصفقات المالية، كما أن الامتدادات القطرية تمكن من اكتساب تشكيلة من الأرباح<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 200-201.

<sup>2</sup> C. Hull John, **Options, Futures And Other Derivatives**, Prentice Hall, Toronto, 5<sup>th</sup> Edition, 2006, PP.189-190. Date De Visite :01/04/2016, in : [http://www.fxfl.com/.../Hull-Options\\_%20Futures%20And...](http://www.fxfl.com/.../Hull-Options_%20Futures%20And...)

<sup>3</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص. 128.

<sup>4</sup>C. Hull John, Op.Cit, P.194.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

ج- إستراتيجيات عقود الخيار المالية المختلفة: عند اختيار هذه الطريقة يشتري المضارب خيارات شراء وخيارات بيع في نفس الوقت، أو يبيع خيارات شراء وخيارات بيع في نفس الوقت وعلى نفس السهم. والمزيج الأكثر شعبية هو الخيار المركب (Straddle)، وهو عبارة عن خليط من خيار شراء وخيار بيع في نفس الوقت وعلى نفس السهم، على أن يكون سعرا تنفيذ خيار الشراء وخيار البيع متساويين. وعادة يشتري هذا النوع المستثمر الذي يتوقع تحرك أسعار الأسهم ولكن لا يعرف في أي اتجاه، وتسمى الإستراتيجية التي اتخذها أدنى خيار مركب (Bottom straddle). ويبيع هذا النوع، المستثمر الذي يتوقع أن يكون سعر الأسهم ثابتا وقريبا من سعر التنفيذ، وتسمى الإستراتيجية التي اتخذها أعلى خيار مركب (Top straddle)<sup>1</sup>.

وإلى جانب الخيار المركب توجد أنواع أخرى ناتجة عن مزج خياري البيع والشراء مثل<sup>2</sup>:

\* **الخيار المجرد (Strips):** وهو عبارة عن خيار شراء مع خيار بيع، حيث يتوقع المستثمر في هذا النوع أن تكون حركة أسعار السهم بالانخفاض، وكضمان يقوم بشراء خيار الشراء.

\* **الخيار المطوق (Straps):** وهو عبارة عن خياري بيع مع خيار شراء، حيث يتوقع المستثمر هنا ارتفاع أسعار الأسهم، وكضمان يقوم بشراء خياري بيع.

ونظرا لأن هذه الأنواع توفر وقاية أكثر للمستثمر من العقود المنفردة فإنها عادة تكون أعلى من الخيارات العادية.

4- **إستراتيجيات تأمين المحفظة:** من بين وسائل الحد من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ما يطلق عليه بتأمين المحفظة، الذي يهدف إلى حماية محفظة الأوراق المالية ضد مخاطر تعرض قيمتها للانخفاض مع ضمان تحقيق حد أدنى من العائد. وهذا ما جعل البعض ينظر إلى تأمين المحفظة على أنه خيار بيع طويل الأجل، بمقتضاه يضمن المستثمر بيع مكونات المحفظة عند سعر معين، بصرف النظر عن مستوى الأسعار السائد في السوق وقت التنفيذ.

وهناك صور مختلفة لتأمين المحفظة، من بينها قيام المستثمر بتوجيه جزء من الموارد المالية المتاحة لشراء خيارات بيع، ثم استخدام ما تبقى من تلك الموارد في استثمار تقليدي. ومن بين الصور أيضا، ما يسمى بالتخصيص الديناميكي للأصول، أي الموازنة المستمرة بين تشكيلة مكونة من أسهم، إضافة إلى استثمار خالي من المخاطر. وإذا ما أحكمت إدارة تلك التشكيلة، يتوقع أن يتولد عنها عائد يعادل العائد الذي كان يمكن أن يتحقق في ظل تأمين المحفظة باستخدام خيار البيع، لذا يطلق على التشكيلة بالخيار الصناعي<sup>3</sup>.

**المطلب الثالث: الآثار الايجابية والسلبية لعقود الخيارات المالية:**

<sup>1</sup> سميرة محسن، مرجع سبق ذكره، ص.127.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.129.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.707.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

لعقود الخيارات المالية المعاصرة من وجهة نظر المتعاملين بها، آثار اقتصادية ايجابية وأخرى سلبية في الأسواق المالية.

**أولاً: الآثار الايجابية لعقود الخيارات المالية:** يترتب على التعامل بعقود الخيارات المالية آثار إيجابية، تعود على المتعاملين بها وعلى الأسواق المالية بشكل عام بالمنفعة، يمكن إيجازها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- تعد عقود الخيارات المالية أداة جيدة للتغطية من مخاطر تغير السعر: حيث يتم نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق الخيارات بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق.

2- إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين: يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار، إلا أن سعيه لتحقيق الربح يحوله طرف في العقد يقدم خدمة اجتماعية، وإن كان لا يقصدها، ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا يرغب فيها الأطراف الأخرى أي الأطراف التي تملك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلاً (الطرف المشتري) لحاجة فعلية له.

3- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه، مما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي الأصل في السوق الحاضر.

4- تغطية مخاطر سعر الصرف: إن خيار الصرف يمثل بالنسبة لحائزه حق في شراء أو بيع وضعية صرف عاجلة أو آجلة بالنسبة لعملة معينة، في تاريخ أو مدة محددة وبسعر صرف متفق عليه ومحدد بدقة في تاريخ التعاقد على هذا الخيار.

الميزة الأساسية لخيارات الصرف هي أنها تمكن الشركة من تجنب خطر الصرف، مع إمكانية الاستفادة من التطور الإيجابي لسعر الصرف في نفس الوقت. ف شراء خيار الصرف يمكن الشركة إما من تأمين سعر صرف أقصى لبيع العملة الأجنبية مقابل المحلية أو سعر صرف أدنى في حالة شراء للعملة محل الخيار مقابل عملة أخرى، مع الحفاظ على إمكانية الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يحدث في سعر الصرف بين العملتين. كما أن خيار الصرف يمكن أن يستخدم من أجل تغطية عمليات مؤكدة خاصة ب: الاستيراد، التصدير، تسديد ديون بالعملة الأجنبية، تحويل عملة، أو عمليات أخرى غير أكيدة الوقوع أو محتملة فقط، كما هو الحال بالنسبة للأرباح الموزعة والمناقصات.

<sup>1</sup> نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، مرجع سبق ذكره، ص 112-114.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

5- المساهمة في إيجاد أسواق دائمة ومستمرة: يرى المتعاملون بالخيارات المالية المعاصرة أن هذه العقود يمكن أن تساهم في إيجاد أسواق دائمة، وذلك لوجود عدد كاف من المتعاملين يكونون على استعداد للبيع والشراء في أي وقت، وكذلك السماح بالبيع على المكشوف، كون البائع يستطيع إبرام صفقة غير موجودة عنده وقت التعاقد، وذلك اعتماداً على قدرته في الحصول عليها فيما بعد بفضل السوق المستمرة.

6- انخفاض نسبة المخاطر في الأسواق المالية: يواجه الاستثمار في أسواق المال مخاطر تجارية، نتيجة تقلبات الأسعار وتأثر مزاج المستثمرين الآخرين بما يحدث في عالم السياسة والاقتصاد، ونظراً لأن قرارات الاستثمار في أسواق المال معتمدة اعتماداً شبه كلي على التوقعات حول المستقبل، لا بد أن يؤدي أي حدث يعتقد أنه سيؤثر على الوضع الاقتصادي إلى التأثير على اتجاهات السوق، وعليه ومن أجل ذلك يحتاج المستثمرون إلى طريقة تشبه صيغة التأمين تقلل من نسبة المخاطر، نتيجة عدم التأكد.

**ثانياً: الآثار السلبية لعقود الخيارات المالية:** يترتب على التعامل بعقود الخيارات المالية آثار سلبية، تعود على المتعاملين بها وعلى الأسواق المالية بشكل عام بالضرر والخطر، يمكن إيجازها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- عقود الخيارات تشجع المضاربات الوهمية: عقود الخيارات ليست لها قيمة اقتصادية حقيقية في ذاتها ولا أي أثر اقتصادي ينعكس على الأسواق المالية إيجابياً، إنما آثارها وهمية كونها تقوم على فروق الأسعار مما يجعل مبادلاتها صفرية انعكست سلماً على الأسواق المالية، وبالتالي فإن ما نسبته 98% من هذه العقود لا يجرى تنفيذها لأنه لا يقابلها أصول مادية، وعليه فإن المضاربة بهذه العقود ليست مضاربة حقيقية يتم فيها تبادل أصول مادية، إنما هي مضاربات وهمية، وبالتالي كانت سبباً من أسباب حدوث الأزمات المالية.

2- عقود الخيارات تساهم في خلق الأزمات: ساهمت عقود الخيارات كإحدى الأدوات المنتمية لعائلة المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية، فهي لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل. وأحد أوضح صور تجارة عقود الخيارات تتعلق بالمضاربة على اتجاه ارتفاع أو انخفاض البورصة، ونوع آخر يتعلق بعود البيع أو الشراء لسلعة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين. ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلعة أو الورقة المالية، ويكتفي فقط بتقديمه وعدا بالبيع أو بالشراء.

3- عقود الخيارات تساهم في اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي: إن التعامل بالخيارات المالية يؤدي إلى إخراج الأموال من النشاط الإنتاجي الحقيقي وتحويلها إلى النشاط المالي الذي يهدر الثروات والمدخرات اللازمة للعملية التنموية في تعاملات وهمية، لا يستفيد منها سوى فئة مخصوصة محدودة على حساب تدمير الاقتصاد.

<sup>1</sup> نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، مرجع سبق ذكره، ص 114-115.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

4- تساهم عقود الخيارات في تفاهم المخاطر: يمكن أن تستخدم الخيارات المالية كأداة للتحوط من المخاطر، كما يمكن أن تستخدم في المجازفة، وحيث أن المخاطر والعوائد التي تتضمنها الخيارات المالية تبتعد عن تلك التي تتضمنها الأصول الحقيقية، فقد برزت فرص للربحية لا صلة لها بالاقتصاد الحقيقي أي أن رؤوس الأموال المخصصة لأسواق الخيارات المالية لا صلة لها بالنشاط الإنتاجي، وهذا يعني أن المجازفات الناشئة عن ذلك مآلها أن تؤثر بشكل أو بآخر في أسعار الأصول الحقيقية، مما يؤدي إلى اختلال فرص الاستثمار الحقيقي لأن المجازفات تتأتى من تركيبة للمخاطر والعوائد مستقلة عن الأصول الحقيقية.

### المبحث الثالث: نماذج تسعير الخيارات المالية:

تعتبر نظرية تسعير الخيارات من أحدث ما جاء به الفكر المالي الحديث، وتكمن أهمية نظرية تسعير الخيارات في الطريقة أو الكيفية التي تقيم بها الخيارات، حيث تعد هذه النظرية أداة هامة في يد المهندسين الماليين لتقييم الخيارات وباقي الأدوات المشتقة الأخرى، والإسهامة الأولى في هذا المجال، ظهرت في بداية السبعينات عبر البحوث والدراسات التي نشرها كل من بلاك وشولز وميرتون.

### المطلب الأول: مفهوم تسعير الخيارات المالية:

إن مشتري خيار الشراء أو البيع يدفع ثمنًا (العلاوة) للبائع لتمكينه من هذا الحق، فكيف يتحدد الثمن العادل الذي يقبل به الطرفان؟ إن مراجعة تعريفنا للخيار تفتح لنا الباب في هذا الشأن، حيث ينص عقد الخيار على أن يكون لطرف الحق في أن يشتري من طرف آخر أو يبيع له أصلًا من الأصول بسعر محدد خلال أجل معين، وذلك مقابل علاوة متفق عليها تدفع عند التعاقد في خيار الشراء أو خيار البيع.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

وهكذا فإن هناك سعرا محددًا للتنفيذ وأجلا محددًا يكون فيه للعقد قيمة أو حياة تنتهي بعدها، وهذان العنصران يشكلان الأساس الذي تقوم عليه عملية التسعير، وبالتالي قيمة العلاوة Premium تكون هي ثمن الخيار في النهاية<sup>1</sup>.  
وعليه يعرف نموذج تسعير الخيارات بأنه: "صيغة رياضية تستخدم العوامل المؤثرة بسعر الخيار كمدخلات للحصول على القيمة النظرية العادلة للخيار كمخرجات، فإذا عمل الخيار كما يجب فإن السعر السوقي للخيار سوف يساوي القيمة النظرية العادلة"<sup>2</sup>.  
ويتضح مما سبق بأن قيمة الخيار دالة متعددة المتغيرات، تتمثل أساسًا في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ (معلوم و محدد في العقد مسبقًا)، لكن القيمة السوقية عبارة عن متغير عشوائي خاضعة لعدة عوامل، مما يستوجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي لاتخاذ القرار، وذلك لإنشاء القيمة وتعظيم دالة المنفعة.

وعليه يمكن توضيح المفاهيم الأساسية لتسعير الخيارات كما يلي:

**1- القيمة الذاتية Intrinsic Value:** يطلق على هذه القيمة أحيانا القيمة الحقيقية أو الجوهرية والفعلية، وتعتبر عن قيمة الخيار في تاريخ الاستحقاق، أو إذا تم تنفيذه حالا (أي لحظة اتخاذ قرار التنفيذ)، وتحسب من خلال اختيار القيمة الأكبر من القيمتين، القيمة الأولى وهي الفرق بين السعر السوقي للأصل موضوع الخيار (p) وسعر تنفيذ الخيار (E)، والقيمة الثانية هي الصفر<sup>3</sup>.

ويتم التعبير عن هذه القيمة رياضيا بالنسبة لخيار الشراء كالآتي<sup>4</sup>:

$$(Ca)Call Intrinsic Value = Max[(P - E), 0]$$

حيث:

Ca: القيمة الذاتية لخيار الشراء.

Max: دالة تعظيم أو اختيار القيمة الأكبر.

E: سعر تنفيذ الخيار.

P: السعر السوقي للأصل محل الخيار عند اتخاذ قرار التنفيذ أو في تاريخ الاستحقاق.

والسبب في وجود دالة التعظيم (Max)، استحالة أن تكون قيمة الخيار سالبة طالما أن حامل الخيار غير ملزم بتنفيذ الخيار إذا كان السعر السوقي لخيار الشراء أدنى من سعر التنفيذ في لحظة اتخاذ قرار التنفيذ أو في تاريخ الاستحقاق، أما إذا كان الفرق بين سعر السهم

<sup>1</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سبق ذكره، ص.85.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، بغداد، 2010، ص.567.

<sup>3</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.110.

<sup>4</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص.133.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

السوقي وسعر التنفيذ مربحا، فإن للخيار قيمة ذاتية تساوي الفرق بين القيمتين، أما بالنسبة إلى خيار البيع فإن الوضع معاكس تماما لما سبق، حيث أن قيمته الذاتية تحسب كالاتي:  
(Pu) Put Intrinsic Value = Max[(E - P), 0]

حيث:

Pu: القيمة الذاتية لخيار البيع.

2- القيمة الزمنية Time Value: تتكون قيمة حق الخيار الكلية من مجموع القيمة الذاتية والقيمة الزمنية كما يلي<sup>1</sup>:

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

وبناء عليه تكون القيمة الزمنية لحق الخيار هي الفرق بين القيمة الذاتية وثمان (قيمة) الخيار.

$$\text{القيمة الزمنية} = \text{قيمة الخيار} - \text{القيمة الذاتية}$$

ولابد من الإشارة إلى أن القيمة الزمنية للخيار تتناقص مع مرور الزمن إلى أن تصبح صفر بتاريخ الاستحقاق.

إن المصدر الأساسي للقيمة الذاتية هو التقلب في سعر الأصل محل العقد، ويتم قياس هذا التقلب بواسطة الانحراف المعياري، فكلما زاد هذا الأخير كلما ارتفع سعر الخيار على اعتبار أن سعر الخيار يحسب كما سبق.

3- أدنى قيمة لخيار الشراء وخيار البيع: إذا وجد حامل الخيار بأن هناك فائدة من تنفيذ الخيار، فإنه سوف يقوم بتنفيذه. أما إذا كان تنفيذ الخيار يؤدي إلى خسائر، فإنه سوف يمتنع عن التنفيذ. ولهذا السبب لا يمكن أن تكون للخيار قيمة سالبة إذ لا يمكن إجبار حامل الخيار على التنفيذ، والصيغة الآتية تمثل أدنى قيمة لخيار الشراء<sup>2</sup>:

$$Ca(S_t, T, E) \geq 0$$

حيث:

S<sub>t</sub>: سعر الأصل محل عقد الخيار.

T: تاريخ استحقاق الخيار.

E: سعر تنفيذ الخيار.

<sup>1</sup> ليلي محمد وليد بدران، المشتقات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، تخصص الأساليب الكمية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص.14. تاريخ الاطلاع: 2016/03/19، من الموقع:

<http://www.tahasoft.com/books/361.doc>

<sup>2</sup> حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.221.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

وكذلك الحال بالنسبة إلى خيار البيع، فإن القيمة الدنيا له لا يمكن أن تكون سالبة. والصيغة الآتية تمثل أدنى قيمة لخيار البيع<sup>1</sup>:

$$Pu(S_t, T, E) \geq 0$$

4- أعلى قيمة لخيار الشراء وخيار البيع: إن أعلى قيمة لخيار الشراء هي عندما يقترب سعر التنفيذ من الصفر، إذ سيكون عندها سعر الخيار مساويا لسعر الأصل محل العقد، ونتيجة لذلك فإن سعر الخيار يكون مرتبطا بسعر الأصل<sup>2</sup>.

**المطلب الثاني: نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع ونموذج بلاك وشولز:**

وضعت المبادئ الأساسية لتقييم عقود الخيارات من طرف بلاك وشولز سنة 1973، لكن قبل ذلك نتطرق لنموذج تكافؤ خيار الشراء والبيع. **أولاً: نموذج تكافؤ خيارات الشراء والبيع:**

يقصد بالتكافؤ الحالة التي تجعل الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع مساويا إلى الفرق بين سعر السهم محل الخيار وسعر التنفيذ المخصوم (العائد الخالي من المخاطر)، على فرض أن التنفيذ بالطريقة الأوروبية وبسعر تنفيذ وتاريخ استحقاق واحد، وعلى وفق الصيغة الجبرية الآتية<sup>3</sup>:

$$Ca - Pu = S_t - Ee^{-r_f t}$$

Ca: سعر خيار الشراء الأوروبي.

Pu: سعر خيار البيع الأوروبي.

S<sub>t</sub>: سعر الأصل محل العقد.

E: سعر تنفيذ الخيار.

e: أساس اللوغاريتم الطبيعي = 2,71828 تقريبا.

r<sub>f</sub>: معدل العائد الخالي من الخطر.

t: الوقت المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق.

يستخدم نموذج تكافؤ خيار الشراء والبيع لغرضين هما<sup>4</sup>:

-تقييم خيار شراء ملائم لخيار بيع ولنفس الفترات.

-إظهار كيف أن مدفوعات تاريخ الانتهاء لأية ورقة من الأوراق المالية الأربعة يمكن

تكرارها من خلال اتخاذ المراكز الملائمة في الأوراق المالية الثلاثة الأخرى.

وتتمثل الأوراق المالية الأربعة فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص.111.

<sup>2</sup> حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.222.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر، الأردن، 2010، ص.361-362.

<sup>4</sup> خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، دار المسيرة للنشر، الأردن، 1999، ص.314.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

- خيار الشراء.

- خيار البيع بفترات متطابقة.

- الورقة المالية الخاصة بالخيارات المحررة للأسهم محل الخيار (الأصول الفورية).

- الورقة المالية بدون مخاطر والتي لها استحقاق مطابق لتاريخ الخيار ودفعة مستحقة مساوية لسعر يوم انتهاء الخيار.

**ثانياً: نموذج بلاك وشولز Black & Scholes:**

في سنة 1973 اقترح كل من بلاك وشولز النموذج الذي أخذ فيما بعد اسميهما، حيث لقي تطبيقاً كبيراً وسط المحللين الماليين وطرح كمرجع لتقييم الخيارات<sup>2</sup>، والذي كان خاصاً بالخيارات الأوروبية التي لا يتم عليها توزيع الأرباح على الرغم من أن الخيارات الأمريكية كانت ولا زالت الخيارات المالية الأكثر تداولاً في الأسواق العالمية، ثم بعد ذلك تم إضافة عنصر توزيع الأرباح في نموذج سمي بلاك-شولز-ميرتون (BSM)<sup>3</sup>.

لا يسعر نموذج بلاك وشولز خيارات البيع، لكن يمكن إيجاد سعر خيار البيع عن طريق نموذج تسعير خيار الشراء ثم استعمال مبدأ تكافؤ خيار الشراء وخيار البيع، بعد ذلك قام بلاك بإضافة تعديلات على النموذج بشكل يجعل من الممكن مطابقتها على الخيارات وعلى المستقبلات، هذا النموذج الذي يطلق عليه غالباً نموذج بلاك (Black Model)، كل هذه النسخ من نماذج التسعير تتشابه بما فيه الكفاية لكي توصف في أغلب الأحيان وبشكل عام بنموذج بلاك وشولز<sup>4</sup>.

### 1- فكرة بناء النموذج:

لقد جاءت فكرة بناء هذا النموذج لتقييم سعر خيار الشراء Call Option، وبالتالي التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة، وكذا تقديم تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لخصم تلك التدفقات، وتكمن الصعوبة في مجال تقييم الخيارات في أن تحديد تكلفة الفرصة البديلة عملية صعبة جداً، كون أن المخاطر التي ينطوي عليها العقد تتغير من لحظة إلى أخرى تبعاً لتغير القيمة السوقية للأصل الضمني، فبالنسبة للأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات)، يمكن حساب مؤشرات الخطر (معامل بيتا والانحراف المعياري للعوائد المتوقعة) في لحظة معينة، هذه المؤشرات التي تكون مرتفعة في حالة عقود الخيارات نتيجة ارتفاع الرفع

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2008، صص 230-231.

<sup>2</sup> Lionel Gabet, Frédéric Abergel, Ioane Muni Toke, **Introduction aux Mathématiques Financières**, Ecole Centrale, Paris, 2010, p.49. Date De Visite : 20/03/2016. in : [http://lamp.ecp.fr/MAS/fiQuant/ioane\\_files/polyMathsFiS3.pdf](http://lamp.ecp.fr/MAS/fiQuant/ioane_files/polyMathsFiS3.pdf)

<sup>3</sup> محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر، الجزائر، 2011، ص.769.

<sup>4</sup> زينب بوقاعة، ريمة برارمة، مرجع سبق ذكره، ص.110.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

المالي. غير أن هذه المؤشرات وحدها لا تكفي لتحديد معدل الخصم ذلك أن حجم المخاطر غير ثابت<sup>1</sup>.

### 2-فرضيات النموذج:

كل النماذج عادة تستند على مجموعة من الافتراضات، ولذلك فإن نموذج بلاك وشولز يعتمد على الافتراضات التالية<sup>2</sup>:

- أ- الخيار محل التقييم من النوع الأوربي وليس الأمريكي.
- ب- لا توجد قيود على البيع على المكشوف ومنتجات هذا البيع هي فورية ومتاحة للجميع.
- ج- يأخذ السهم قيمة مستمرة وموزعة طبيعياً، أي لا توجد قفزات في الأسعار كذلك التي تحدث بعد الإعلان عن عملية استيلاء مثلاً.
- د- العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ثابت.
- هـ- ثبات سعر الفائدة.

و- لا توجد تكلفة للمعاملات، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأسهم أو الخيارات مهما صغر حجمها.

ز-تباين الأسعار معلوم ومتجانس.

ح- السوق المالي يتميز بالكفاءة.

ط- لا توجد توزيعات على السهم المعني خلال فترة الخيار أي حتى تاريخ الاستحقاق.

ي- ثبات تذبذب الأداة الأصلية خلال الفترة.

### 3-معادلة نموذج بلاك وشولز:

يمكن التعبير عن صيغة تسعير خيارات الشراء /البيع لنموذج بلاك وشولز كما يلي<sup>3</sup>:

أ- **خيار الشراء:** من أجل تقييم خيار الشراء الأوربي تكتب صيغة بلاك وشولز بالشكل التالي:

$$Ca = S_t N(d_1) - E e^{-r_f t} N(d_2)$$

حيث:

Ca: سعر خيار الشراء الأوربي.

S<sub>t</sub>: سعر الأصل محل العقد.

E: سعر تنفيذ الخيار.

e: أساس اللوغاريتم الطبيعي = 2,71828 تقريباً.

r<sub>f</sub>: معدل العائد الخالي من الخطر.

t: الوقت المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق.

<sup>1</sup> زينب بوقاعة، ريمة برارمة، مرجع سبق ذكره، ص.111.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.769.

<sup>3</sup> Mathieu Boudreault, **Une Introduction Aux Mathématiques De L'ingénierie Financière**, Document De Référence, Département De Mathématiques, Université Du Québec, Montréal, 2011, P.148. Date De Visite :05/04/2016 . in :

<http://www.docfoc.com/ingenierie-financiere-math>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

$N(d)$  تمثل دالة الكثافة التابعة للتوزيع الطبيعي ولإيجاد  $d_1$  و  $d_2$  يجب حل المعادلات الآتية<sup>1</sup>:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_t}{E}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

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

$\sigma$ : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأسهم أو درجة تقلب سعر الأصل محل العقد. ما يلاحظ على هذه الصيغة أنها تحدد الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد وسعر الممارسة بالترجيح لكليهما باحتمال الحدوث، فبعد تحديد السعر المتوقع يتم استحداثه بدالة أسية ذات معلمتين هما معدل المردودية بدون مخاطرة ومدة حياة الخيار، على عكس الطرق التقليدية التي تعتمد على الاستحداث بمنتالية هندسية.

ففيما يتعلق بمعدل الفائدة يمكن ملاحظته في السوق، أو يتم التوقع به ضمناً انطلاقاً من نموذج تقييم الخيار، أما التقلب يتطلب التوقع، لأنه لا تتم مشاهدته مباشرة في السوق<sup>2</sup>.

**ب- تقييم خيار البيع:** لتسعير خيار البيع Put option حسب نموذج بلاك وشولز في حالة عدم وجود توزيعات الأرباح على الأسهم فإننا نستخدم نموذج تكافؤ خيار الشراء والبيع كما يلي<sup>3</sup>:

$$Ca - Pu = S_t - Ee^{-rft} \dots (1)$$

من العلاقة (1) نجد:

$$Pu = Ca - S_t + Ee^{-rft} \dots (2)$$

ويتم التعويض بمعادلة سعر خيار الشراء (Ca) من نموذج بلاك وشولز في حالة عدم توزيع الأرباح في المعادلة (2) فيصبح لدينا:

$$Pu = S_t N(d_1) - Ee^{-rft} N(d_2) - S_t + Ee^{-rft} \dots (3)$$

نقوم بتبسيط المعادلة (3) فنستنتج المعادلة التالية لسعر خيار البيع (p) كما يلي:

$$Pu = S_t [N(d_1) - 1] + Ee^{-rft} [1 - N(d_2)]$$

علماً بأن قيمة  $N(d_1)$  و  $N(d_2)$  كما هي في خيار الشراء.

<sup>1</sup> André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Piroette, **Finance : Synthèse De Cours Et Exercices corrigés**, Pearson Education, France, 2<sup>ème</sup> Edition, 2009, p.81. Date De Visite :05/04/2016. in : <http://197.14.51.10:81/pmb/GESTION2/FINANCE/Finance.pdf>

<sup>2</sup> عبد الغاني دادن، علي بن الضب، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2012، ص.320. تاريخ الاطلاع: 2016/04/04، من الموقع:

<http://dspace.univ-biskra.dz:8080/jspui/handle/123456789/1294>

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص.321.

### المطلب الثالث: نموذج ثنائي الحدين Binomial Model:

ابتكره William F. Sharpe سنة 1978، وطوره العديد من المهتمين بمجال الاستثمار في الأوراق المالية أمثال Cox, Ross & Rubinstein عام 1979 حتى انه سمي باسمهم (CRR)، وينظر لهذا النموذج بأنه أبسط بكثير من النموذج السابق (B.S.M) من حيث افتراضاته واستخداماته للرياضيات غير المعقدة، إلا انه يتطلب جهدا ووقتا أكبر، وقد سمي هذا النموذج بالثنائي (ذو الحدين) لأنه يفترض أنه خلال الفترة التالية من الوقت يكون للسعر الفوري المعطى قيمة واحدة من قيمتين محتملتين<sup>1</sup>.

يمثل النموذج الثنائي لتسعير الخيارات خطوة سابقة على نموذج التسعير الذي قدمه بلاك وشولز، وإن كان لا يزال الأكثر ملائمة في بعض حالات التسعير. فعلى عكس نموذج بلاك وشولز، والذي يعنى أساسا بتسعير عقود الخيارات الأوروبية فإن النموذج الثنائي يصلح لتسعير كل من الخيارات الأوروبية والأمريكية، هذا فضلا عن إمكانية استخدامه في تسعير العقود الأكثر تعقيدا، التي تتداول في الأسواق غير المنظمة والتي يتم تفصيلها على احتياجات طرفيها<sup>2</sup>.

#### 1- فكرة بناء النموذج:

تقوم فكرة النموذج الثنائي لتسعير الخيارات الذي أدخله Cox, Ross & Rubinstein على إمكانية بناء محفظة تشتمل على عقد خيار شراء وأصل مالي آخر، تدفقاتهما النقدية متماثلة غير أنهما يسيران في اتجاهين متضادين، بمعنى أنه إذا ما حدثت تقلبات سعرية فإن أحد مكونات المحفظة سوف يتولد عنه تدفقات داخلية، يقابلها تدفقات خارجة بنفس القيمة من المكون الآخر، وهذا ما يعني تغطية كاملة لمركز المستثمر. والسؤال الهام الذي يطرحه النموذج هو عن عدد عقود الخيارات اللازمة لتحقيق التغطية بما يجعل عائد المحفظة خالي من المخاطر، بصرف النظر عن اتجاه وحجم التغيرات السعرية في السوق.

وتقوم فكرة النموذج كذلك على أن الفترة حتى تاريخ التنفيذ، يمكن تقسيمها إلى فترات أصغر، قد تكون شهر، أسبوع أو يوم. وعند بداية كل فترة يفترض أن سعر السهم قد يرتفع

<sup>1</sup> Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, **Principes De Gestion Financière**, Pearson Education, France, 8<sup>ème</sup> Edition, 2006, p. 611. Date De Visite :05/04/2016. in : [http://www.ebanque-pdf.com/fr\\_principe-de-gestion-financiere-edition-pearso...](http://www.ebanque-pdf.com/fr_principe-de-gestion-financiere-edition-pearso...)

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: عقود الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص.125.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

أو قد ينخفض إلى مستوى معين، أي أنه كلما زاد عدد التغيرات السعرية، أخذ توزيع النموذج الثنائي شكل التوزيع الطبيعي<sup>1</sup>.

### 2- فرضيات النموذج:

بني النموذج الثنائي لتسعير الخيار على الافتراضات التالية<sup>2</sup>:

أ- هناك سعران فقط في المستقبل للأصل المتعاقد عليه، إما أن تكون زيادة في السعر بمقدار  $u\%$  "up tick"، أو أن يكون هناك انخفاض في السعر بمقدار  $d\%$  "down tick"، علماً أن  $d < u$  سالب.

ب- عدم التأكد، أي لا يعلم يقيناً أي السعرين سيكون في المستقبل.

ج- ثبات معدل الفائدة الخالي من المخاطر طول مدة حياة الخيار.

د- لا توجد ضرائب أو تكاليف تبادل أو متطلبات هامش.

### 3- معادلة النموذج:

ينقسم هذا النموذج في الواقع إلى عدد من النماذج الفرعية التي تتراوح من النموذج البسيط إلى النموذج المعقد، فهناك نموذج لفترة واحد وهناك نموذج لفترتين، وسيتم مناقشة النموذجين فيما يلي:

#### أ- نموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة single period Binomial Model :

يستخدم نموذج ثنائي الحد لفترة الواحدة في تسعير خيارات الشراء وخيارات البيع، والمقصود بالفترة الواحدة أن للخيار عمر زمني محدد ولذا يتم ممارسة الخيار إلا في هذا التاريخ المحدد<sup>3</sup>.

تبنى معدلات النموذج على أن سعر السهم في سوق الأوراق المالية عند إبرام الاتفاق هو  $(S)$ ، ويتوفر له عدد من خيارات الشراء لفترة زمنية معروفة (أسبوع، شهر، عدة أشهر) وبسعر تنفيذ  $(E)$ ، وعند انتهاء المدة المتفق عليها فإن سعر السهم في تاريخ الاستحقاق يمكن أن يأخذ إحدى القيمتين<sup>4</sup>:  $(Su)$  إذا تحرك سعر السهم للأعلى بمعدل  $(u)$  وباحتمال  $(q)$ ، أي أن سعر السهم سيكون:

$$Su = S(1 + u)$$

أما إذا تحرك سعر السهم للأسفل بمعدل  $(d)$  وباحتمال  $(1 - q)$  فإن سعر السهم سيكون:

$$Sd = S(1 + d)$$

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص.126.

<sup>2</sup> Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, Op.Cit, P.612.

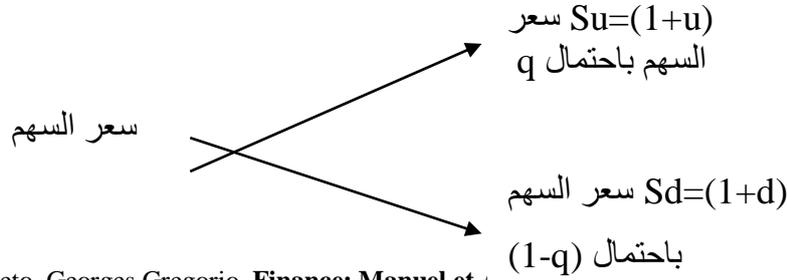
<sup>3</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سبق ذكره، ص.116.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.216.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

ويمكن توضيح الأسعار الممكنة للسهم في تاريخ الاستحقاق، أي بعد مضي فترة واحدة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): الأسعار الممكنة للسهم وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة



Source : Pascal Barneto, Georges Gregorio, **Finance: Manuel et al**, 2007, P.136. Date De Visite :07/04/2016. in :  
<http://197.14.51.10:81/.../FINANCE/DSCG%202%20Finance%20-%20Manuel...> 3<sup>re</sup> Edition,

ويمكن حساب قيمة الخيار عند تاريخ الاستحقاق من خلال المعادلتين التاليتين<sup>1</sup>:

قيمة الخيار عند الارتفاع:

$$C_u = \text{Max}[0, S(1 + u) - E]$$

قيمة الخيار عند الانخفاض:

$$C_d = \text{Max}[0, S(1 + d) - E]$$

\* تسعير خيار الشراء: يمكن تسعير خيار الشراء وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة بالمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$C_a = \frac{q(C_u) + (1 - q)(C_d)}{1 + r_f}$$

حيث:

Ca: سعر خيار الشراء قبل فترة واحدة من الاستحقاق.

q:نسبة احتمال تحرك السعر إلى الأعلى.

1-q:نسبة احتمال تحرك السعر إلى الأسفل.

Cu:قيمة خيار الشراء عند الاستحقاق في حالة ارتفاع سعر السهم إلى الأعلى.

Cd:قيمة خيار الشراء عند الاستحقاق في حالة انخفاض سعر السهم إلى الأسفل.

u:معدل ارتفاع سعر السهم للأعلى.

d:معدل انخفاض سعر السهم للأسفل (قيمة سالبة).

r<sub>f</sub>:معدل العائد الخالي من الخطر.

\* تسعير خيار البيع: لتسعير خيار البيع وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة تكون شجرة سعر السهم نفسها عند خيار الشراء كما يلي:

الشكل رقم (2-2): الأسعار الممكنة للسهم وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترة واحدة

$$S_u = S(1 + u) \text{ سعر}$$

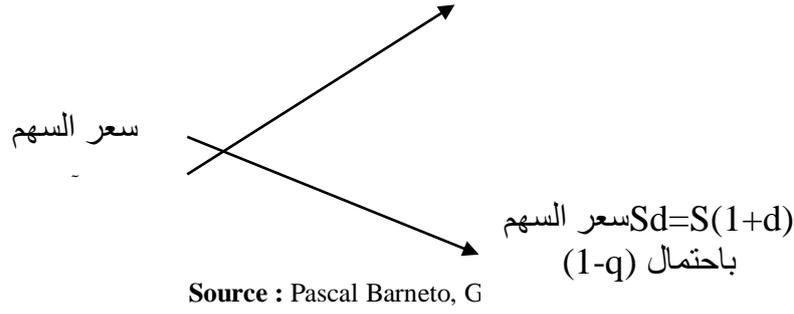
السهم باحتمال q

216.c

<sup>1</sup> مسعودة بن لخد

<sup>2</sup> هاشم فوزي دبا

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات



أما قيمة خيار البيع فهي تختلف عن قيمة خيار الشراء كما يلي<sup>1</sup>:  
قيمة خيار البيع عند الارتفاع:

$$P_u = \text{Max}[0, E - S(1 + u)]$$

قيمة خيار البيع عند الانخفاض:

$$P_d = \text{Max}[0, E - S(1 + d)]$$

ومنه يمكن حساب سعر خيار البيع وفقا لهذا النموذج حسب المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$P_u = \frac{q(P_u) + (1 - q)(P_d)}{1 + r_f}$$

حيث:

$P_u$ : سعر خيار البيع قبل فترة واحدة من الاستحقاق.

$q$ : نسبة احتمال تحرك السعر إلى الأعلى.

$1-q$ : نسبة احتمال تحرك السعر إلى الأسفل.

$P_u$ : قيمة خيار البيع عند الاستحقاق في حالة ارتفاع سعر السهم إلى الأعلى.

$P_d$ : قيمة خيار البيع عند الاستحقاق في حالة انخفاض سعر السهم إلى الأسفل.

$u$ : معدل ارتفاع سعر السهم للأعلى،  $d$ : معدل انخفاض سعر السهم للأسفل (قيمة سالبة).

$r_f$ : معدل العائد الخالي من الخطر.

### ب- نموذج ثنائي الحدين لفترةين Two-Period Binomial Model:

في النموذج السابق، تم افتراض أن سعر السهم سوف يتحرك لمرة واحدة خلال فترة الدراسة نحو الأعلى بنسبة  $u$  أو نحو الأسفل بنسبة  $d$ ، وتعتبر الحالة السابقة تمثيل بسيط لنموذج ثنائي الحد، كون حركة أسعار الأسهم تتميز بالحركة المستمرة خلال فترة استحقاقه. إن عدد النتائج الممكن حدوثها سوف تزداد، وهذا يعني أن مخرجات المدة الأولى سوف تكون مدخلات المدة الثانية، أي عند تاريخ استحقاق الخيار إذا ارتفع سعر السهم في المدة إلى  $(SU)$ ، ثم ارتفع ثانية في الفترة الثانية تصبح قيمة السهم<sup>3</sup>:

$$Su^2 = S(1 + u)^2$$

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.217.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.218.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.371.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

أو سوف تنخفض بعد ارتفاعه الأول في الفترة الأولى فسوف يعبر عن هذه الحالة كما يلي:

$$Sud = S(1 + u)(1 + d)$$

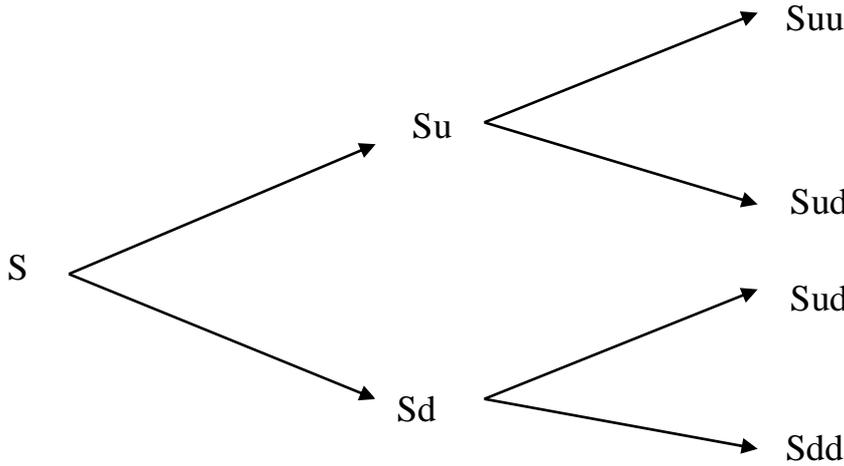
أما لو كان سعر السهم في نهاية الفترة الأولى قد انخفض فإنه خلال الفترة الثانية إما ينخفض أو يرتفع حسب المعادلتين التاليتين بالترتيب<sup>1</sup>:

$$Sd^2 = S(1 + d)^2$$

$$Sud = S(1 + u)(1 + d)$$

ويمكن توضيح الأسعار الممكنة للسهم وفقا لنموذج ثنائي الحدين لفترةين من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-3): نموذج الفترتين لسعر السهم الضمني



Source : Pascal Bar neto, Georges Gregorio, Op.Cit, P .137.

أما قيم الخيار المختلفة المقابلة لمختلف تحركات سعر السهم الضمني فإنها تكون كما يلي:

$$Cu^2 = \text{Max } S(1 + u)^2 - E$$

$$Cud = \text{Max } S(1 + u)(1 + d) - E$$

$$Cd^2 = \text{Max } S(1 + d)^2 - E$$

إن أسعار الخيار الممكن حدوثها في نهاية الفترة الأولى هي ارتفاع سعر الخيار إلى Cu أو انخفاضه إلى Cd، وفي كلتا الحالتين هناك نتيجتان محتملتان في الفترة الثانية، وبذلك

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص.372.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

يمكن استعمال النموذج الثنائي للفترة الواحدة لتسعير الخيار في حالة الارتفاع وفي حالة الانخفاض كما يلي<sup>1</sup>:

$$Cu = \frac{[qCu^2 + (1 - q)Cud]}{1 + r}$$

$$Cd = \frac{[qCud + (1 - q)Cd^2]}{1 + r}$$

وعليه فإن سعر الخيار هو دالة للمتغيرات (Cu, Cd, q, r)، وتحسب قيمة q بالمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$q = \frac{r - d}{u - d}$$

### المبحث الرابع: أثر عقود الخيارات على كفاءة السوق المالي:

ما زالت عقود الخيارات المالية تثير جدلا واسعا بين المشجعين لاستعمالها بسبب ما توفره من امتيازات للمتعاملين بها، وما ينتج عن تداولها من آثار ايجابية على الأسواق المالية التي تحتضنها وتدعم كفاءتها، وبين المعارضين لاستخدامها لموانع شرعية من جهة، ولآثارها السلبية على المستثمرين والأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى.

### المطلب الأول: تحسين سيولة السوق المالي:

تعتبر عقود الخيارات من الأدوات المالية الفعالة التي يمكن لها تحسين درجة سيولة السوق المالي، وذلك لأن عقود الخيارات وسيلة مهمة للحصول على المعلومات المتعلقة بتوجهات المستثمرين للأسعار المستقبلية، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق المالي وتواجد صناع السوق فيه، حيث أن هذه الأداة المالية المستحدثة تسهل تسوية الأوراق المالية المتداولة إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ استحقاق محدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، وهذا يتوقف على تقييمات المستثمر وتوقعاته، وبذلك يتمتع المستثمر بتعامله بهذه الأداة المشتقة بفرص متعددة لتكوين مراكز مالية أو إلغائها تبعا لحاجياته ورغباته، مما يؤدي إلى زيادة حجم التداول وتنشيط وتحسين من سيولة السوق ككل<sup>3</sup>.

كما يمكن القول بأن التعامل في سوق الخيارات يتميز بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسها فيه، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلولي العارضي، مرجع سبق ذكره، ص. 204.

<sup>2</sup> Pascal Barneto, Georges Gregorio, Op.Cit, P. 139.

<sup>3</sup> حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 337.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

السوق المالي، حيث يصبح السوق المالي أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل، ومنه فالتعامل بعقود الخيارات المالية يساهم في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه.

### المطلب الثاني: زيادة حجم الاستثمار وإدارة المخاطر:

لعقود الخيارات دور في تحسين كفاءة السوق المالي، وذلك من خلال زيادة حجم الاستثمار وإدارة المخاطر.

### أولاً: زيادة حجم الاستثمار:

تعتمد أسس الاستثمار الحديث على الأخذ بعين الاعتبار بعدي العوائد والمخاطر، ويسعى الكثير من المستثمرين إلى البحث عن تلك الاستثمارات التي تحقق أعلى معدلات العائد مقابل التقليل من المخاطر، إلا أنه من النادر أن يتعرفوا على تلك الفرص الاستثمارية، فاستخدام عقود الخيارات كإستراتيجية للاستثمار يحمل المستثمرين درجات عالية من المخاطر، بينما يقع القسط الأكبر منها على عاتق مصدر الخيار، حيث أن مشتري الخيار يحدد سلفاً مقدار الخسارة الذي يكون على استعداد لتحملها، والتي تتمثل في قيمة العلاوة التي يدفعها لمصدر الخيار. وبما أن مشتري الخيار له الحق في البيع أو الشراء في أي وقت خلال فترة الاستحقاق، لذا فإنه في حالة حدوث تقلبات سعرية حادة عكس التوقعات، فإن مصدري الخيار يتعرضون لخسائر كبيرة، يعوضون جزء منها بالعلاوة غير المعادة التي يحصلون عليها من مشتري الخيار، فعلى سبيل المثال ينظر الكثير من المستثمرين إلى خيار الشراء كوسيلة بديلة عن الاستثمار بالأسهم دون تخصيص مبلغ رأسمالي كبير ودون تحمل مخاطرة كبيرة.

فنظراً لمرونة عقود الخيارات المالية وسيولتها الجيدة، فهي أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، حيث تمكن الخيارات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنويع المحافظ الاستثمارية للشركات، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلاً عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين. كما يمكن استعمال الخيارات المالية لتخفيض تكاليف التمويل وزيادة عوائد بعض الموجودات أو الأدوات، وذلك يجعلها مصدراً مباشراً ومنتظماً للإيرادات كاستعمالها في المراجعة وتفعيل الاستثمار<sup>1</sup>.

### ثانياً: إدارة المخاطر:

إن الغرض الأساسي من وراء التعامل بعقود الخيارات هو إدارة المخاطر، ولا سيما التحوط ضد المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى راغبة في ذلك. وبمفهوم آخر،

<sup>1</sup> سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص.194. تاريخ الاطلاع: 2016/05/01، من الموقع:

## الفصل الثاني: الإطار النظري لعقود الخيارات

عبارة عن تجزئة المخاطر المتضمنة في الأدوات المالية التقليدية، مثل مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية، بحيث يمكن إدارة كل منها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى، كما تقوم عقود الخيارات بتحديد حدود عليا وحدود دنيا للتقلبات السعرية وتقلبات أسعار الفائدة. ولقد تبلور هذا المفهوم بعد أن أصبح متاحاً أمام المدراء الماليين عموماً ومدراء المحافظ الاستثمارية على وجه التحديد، حيث يوجد العديد من الطرق لتخفيض المخاطر، سواء كانت مخاطر متعلقة بأسعار الأسهم، أو بمعدلات أسعار الفائدة، أو معدلات الصرف الأجنبي. فمثلاً إن لم يكن المستثمر قادراً على تحمل أي نوع من أنواع المخاطر السابقة، فيمكنه نقلها إلى الأطراف التي تكون مستعدة لتحملها ولكن يكون ذلك مقابل ثمن محدد (العلوة)<sup>1</sup>.

ومنه، فإن الغاية من عقود الخيارات هو الحصول على أكبر قدر ممكن من الربح، بأسرع وقت مقابل تقليل المخاطر، وهو ما يؤثر على كفاءة السوق المالي، إما إيجاباً أو سلباً، وذلك حسب استخدامات المستثمر ورغباته.

### المطلب الثالث: دعم كفاءة السوق المالي:

يعكس سوق الخيارات المالية في السوق المالي الحاضر، ما سيكون عليه أسعار الأصول المالية في المستقبل، مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأسعار الكامنة إلى مستوى الأسعار المتصورة عند انتهاء عقد الخيار، وبالتالي فهي تساعد في اكتشاف الأسعار المتوقعة في السوق الحاضر، لذلك تعتبر عقود الخيار أداة مهمة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

كما أن انخفاض تكلفة المعاملات وسهولة التعامل في سوق الخيارات، ساهم في إمكانية القيام بعملية المراجعة بين السوق الحاضر وسوق الخيارات، مما يؤدي إلى إلغاء الفروق السعرية بينهما.

وأخيراً، يمكن القول بأن التعامل بعقود الخيارات من شأنه أن يحسن من سيولة السوق المالي، ويقلل في تكاليف المعاملات المرتبطة بها، إذ توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم سواء من حيث العائد أم المخاطرة، لذلك أصبح من الممكن تكوين توليفات من عقود الخيارات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر، يمكن أن تحقق للمستثمر مستويات معتبرة من العائد والمخاطرة، لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في السوق الحاضر، وهو ما يدعم كفاءة السوق المالي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سبق ذكره، ص.94.

<sup>2</sup> سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص.195.

### خلاصة:

تعتبر عقود الخيارات من أهم أدوات المشتقات المالية تداولاً في السوق المالي، لما لها من أهمية في تنويع الفرص الاستثمارية للمتعامل في السوق، كما تعتبر مصدر تحوط من المخاطر المستقبلية المتوقع حدوثها، ويتوقف ذلك على فهمها وحسن استخدامها من قبل المستثمر، بالإضافة إلى توفيرها للسيولة اللازمة التي تدفع لتحقيق استجابة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية محل التداول وتدعم من كفاءة السوق المالي. وعليه يمكن القول بأن عقود الخيارات عبارة عن أدوات مالية مستحدثة لتغطية الخطر المستقبلي للأوراق المالية المتداولة في ظل سوق كفاء يتصف بالمرونة والسرعة في انعكاس المعلومات على الأسعار.

### تمهيد:

تأكيدا للعديد من النظريات والتقنيات الواردة في الجانب النظري من هذه المذكرة، وتماشيا مع موضوع الدراسة، خصص هذا الفصل لدراسة مدى تأثير تداول عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية. حيث سيتم في المرحلة الأولى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2015)، وفي المرحلة الثانية قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت المالي خلال الفترة (2009-2014). وعليه تناول هذا الفصل النقاط التالية:

- \* الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية.
- \* مدخل إلى سوق الكويت للأوراق المالية.
- \* اختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.
- \* قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية:

نظرا لأهمية المنهجية المتبعة في أي دراسة ولنوعية المعلومات المتوفرة، خاصة وأنها تنعكس مباشرة على نتائج البحث والدراسة، فإنه سوف يتم التعرض فيما يلي للإجراءات المنهجية المتبعة في الدراسة التطبيقية.

### المطلب الأول: مبررات اختيار سوق الكويت للأوراق المالية وفترة الدراسة:

في هذا المطلب سيتم عرض باختصار أهم الدوافع التي أدت لاختيار سوق الكويت للأوراق المالية، وكذا فترة الدراسة للقيام بالدراسة التطبيقية.

### أولاً: مبررات اختيار سوق الكويت للأوراق المالية:

- وقع الاختيار على سوق الكويت للأوراق المالية للقيام بالدراسة الإحصائية والتطبيقية، لعدة اعتبارات نذكر منها:
- كون سوق الكويت للأوراق المالية من بين أكبر الأسواق المالية العربية حجماً وتطوراً، وهو من بين الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مالية ضخمة، حجم تداول كبير وعدد شركات مدرجة لا بأس به.
  - توفر كافة المعلومات الإحصائية، المعطيات الرقمية والعديدية الخاصة بسوق الكويت للأوراق المالية.
  - كون أن سوق الكويت للأوراق المالية، شهد في السنوات الأخيرة خطوات هامة في مجال تطوير بنيته التشريعية والتكنولوجية، وتعزيز مكانته على مختلف الأصعدة المحلية والدولية، كما أولى السوق أهمية خاصة لتطوير البحث العلمي ونشر المعلومات، الإحصائيات والمؤشرات المالية، لما لها من تأثير على رفع مستوى الوعي والتعليم المرتبط بسوق رأس المال.
  - كون أن سوق الكويت للأوراق المالية قد شهد تطورات على مستوى إدخال أدوات استثمارية جديدة مثل عقود الخيارات الذي تم تطبيقه في 28 مارس 2005.
  - اتسام سوق الكويت للأوراق المالية، حسب بعض الدراسات، بمستوى معين من درجة الكفاءة المعلوماتية.

### ثانياً: مبررات اختيار فترة الدراسة:

- لقد تم اختيار الفترة (2006-2015) من أجل قياس كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية واختبار الصيغ المختلفة للكفاءة، لأنها الفترة الأقرب لتاريخ بداية الدراسة، وكذلك لتوفر البيانات التاريخية والمعطيات الرقمية اللازمة عن سوق الكويت للأوراق المالية. ولقد تم اتخاذ الفترة (2009-2014) لقياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة السوق المالي لعدم توفر المعطيات اللازمة عن عقود الخيارات خلال الفترة (2006-2008) وكذلك لسنة 2015.

### المطلب الثاني: منهج الدراسة التطبيقية:

- تستدعي الإجابة عن إشكالية الدراسة الرجوع إلى معلومات وبيانات مستقاة من واقع السوق المالي المعني، ومحاولة تحليلها وإسقاط الجوانب النظرية عليها، لذلك سيتم اعتماد ثلاث مناهج كفيلة بجمع المعلومات وترتيبها وتحليلها، هم:
- \* **المنهج التاريخي:** يهتم هذا المنهج بدراسة الظواهر، الأحداث والمواقف التي مضى عليها زمن، أو يقوم بدراسة ظاهرة معينة من خلال الرجوع إلى نشأتها والتطورات التي مرت بها، والعوامل التي أثرت عليها إلى أن صارت على الشكل الحالي<sup>1</sup>. وسيتم الاعتماد على هذا

<sup>1</sup> مهدي زويلف، تحسين الطراونة، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، ط1، 1998، ص.197.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

المنهج في التعرف على نشأة السوق المالي الكويتي وتطوره، وكذلك نشأة سوق الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية.

\* **المنهج الوصفي التحليلي:** يهتم هذا المنهج بجمع وتلخيص الحقائق الحاضرة المرتبطة بعينة الدراسة، ثم تحليلها، ومحاولة تفسير مختلف مظاهرها ودوافعها. وسيتم الاعتماد على هذا المنهج في وصف وتحليل كافة المعلومات والبيانات المتاحة عن سوق الكويت للأوراق المالية وسوق الخيارات الكويتي.

\* **المنهج الرياضي والإحصائي:** تم الاعتماد على هذا المنهج من أجل الإجابة عن إشكاليات الدراسة واختبار فرضياتها، إذ استخدمت مجموعة من الأساليب الإحصائية عند التحليل بالاستعانة ببرامج

Microsoft Office Excel 2007، E-Views4، وكانت المعالجة والأساليب الإحصائية كالتالي:

- قياس مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية والتمثلة في: معدل الرسملة السوقية، مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، مؤشر السيولة، بغرض الحكم على السوق المالي الكويتي بالكفاءة أو عدم الكفاءة.
- اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة: باستخدام اختبار الأنماط الطارئة

Run Test، حيث يفحص هذا الاختبار درجة الاستقلالية في أسعار الأوراق المالية، بتحديد مدى تتابع التغيرات المتشابهة فيها (موجبة، سالبة، صفر)، وبالتالي الحكم على مدى إمكانية المستثمر من توقع أسعار الأسهم المستقبلية.

- اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة: من خلال بناء نماذج انحدار بسيطة بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية وبعض العوامل الاقتصادية الخارجية، ثم تحليل وتفسير العلاقة بين مؤشر السوق وكل عامل اقتصادي على حدى.
- قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية: من خلال بناء نموذج انحدار بسيط بين متغيرات الدراسة، وبالتالي الحكم على مدى تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### المطلب الثالث: مصادر بيانات الدراسة التطبيقية:

اعتمدت الدراسة التطبيقية على التقارير السنوية، النشرات الفصلية المنشورة عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية وسوق الخيارات، وكذلك الإحصاءات الاقتصادية السنوية المتعلقة ببعض العوامل الاقتصادية الخارجية. ولقد تم تجميع البيانات من مصادر متعددة تمثلت في:

- الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية.
- الموقع الرسمي للمركز المالي الكويتي.
- التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية.
- التقارير الاقتصادية السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.
- الإحصاءات الاقتصادية لصندوق النقد الدولي.

### المبحث الثاني: مدخل إلى سوق الكويت للأوراق المالية:

يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أهم الأسواق العربية، ويقوم على مجموعة من القواعد والقوانين لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية فيه، وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته لهيئة أسواق المال بموجب قانون دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري 2010، كانت القيمة الرأسمالية للسوق ولا تزال تعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما يزيد عن 200 شركة تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار.

**المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية:**

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952 كأول شركة مساهمة كويتية. وفي العقود التالية، أصدرت حكومة الكويت عددًا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، والتي بلغت ذروتها في شهر أوت سنة 1983 مع صدور المرسوم الأميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي أسند إليه مهام وضع الضوابط وتنظيم أنشطة التداول، وقد استمر السوق في القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، التي أنشئت بموجب القانون الجديد، حيث دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري 2010. ولقد شهد سوق الكويت للأوراق المالية تطورات هامة تمثلت فيما يلي<sup>1</sup>:

- في نوفمبر 1995، طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني.

<sup>1</sup> سوق الكويت للأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، تاريخ الاطلاع: 2016/04/30، من الموقع: <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

- في أكتوبر 1998، تم إدخال السوق الآجل.

- في أوت 2003، تم إدخال سوق البيوع المستقبلية.

- في نوفمبر 2003، بدأ التداول الإلكتروني.

- في مارس 2005، تم تطبيق سوق الخيارات.

كانت القيمة الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية ولا تزال تُعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما يقارب 200 شركة تُقدّر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار، والتي تمثل نسبة تعادل 100% من الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي يجعل سوق الكويت للأوراق المالية أكثر عمقا مقارنة مع أسواق أخرى. في أواخر عام 2009، وقّع سوق الكويت للأوراق المالية عقد شراكة مع مجموعة "ناسداك" أو "أم اكس"، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد X-stream، ونظام الرقابة الآلي SMARTS. كما تم إنجاز العديد من الدراسات في إطار هذه الشراكة، بغرض دعم سوق الكويت للأوراق المالية سعيا لتحقيق أقصى تطبيق ممكن للمعايير الدولية وأفضل أداء في مجال تداول الأوراق المالية. ومن نتائج هذه الدراسات<sup>1</sup>:

- تحديد سعر الإقفال عن طريق مزاد للإقفال، وليس عن طريق آخر سعر تداول.

- جعل الأولوية في المزادات للسعر ثم الوقت (خلافا للسابق حيث كانت الأولوية للوقت ثم السعر).

- إعادة تصنيف الشركات المدرجة في القطاعات وفقا لمعايير شركة التصنيف العالمية ICB\*، التي تعد إحدى منتجات FTSE\*\* الدولية المحدودة، والتي منحت السوق الترخيص باستخدامه.

- اعتماد مؤشر كويت 15 (KSX15)، والذي يتصف بقابليته للتداول لإتاحة فرصة تقديم مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات الجديدة.

كما تأسست شركة بورصة الكويت في أبريل 2014، بناءً على قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 الصادر بتاريخ 2013/11/20 وتنفيذا للقانون رقم (2010/7)، لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية بغرض تفعيل دور القطاع الخاص في خلق سوق تنافسية على الصعيد الإقليمي، ومواكبة المعايير المتبعة في الأسواق. ولتحقيق هذه الأهداف، قامت شركة بورصة الكويت بوضع خطة إستراتيجية لتنمية السوق المالي الكويتي، من خلال توسيع قاعدة المستثمرين، وزيادة عمق واتساع المنتجات، ودعم البنية التحتية للبورصة وبيئة الأعمال لتتوافق مع المعايير العالمية. وفي 25 أبريل 2016، أصبحت شركة بورصة الكويت المشغل الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية.

<sup>1</sup> سوق الكويت للأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، تاريخ الاطلاع: 2016/04/30، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx>

\*Industry Classification Benchmark .

\*\*Financial Times Stok Exchange.

### المطلب الثاني: نشأة سوق الكويت للخيارات المالية:

منح المركز المالي الكويتي الموافقة على تقديم خدمة الخيارات وبالضبط خيارات الشراء من قبل سوق الكويت للأوراق المالية في 28 مارس 2005، ليكون بذلك أول سوق عربي يتداول فيه هذا النوع من العقود.

تصدر عقود الخيارات أو ما يعرف ببيع العربون في الكويت، على شكل الخيارات الأمريكية، أي التي يمكن تنفيذها قبل تاريخ استحقاقها، على مدد 3 أشهر، 6 أشهر، 9 أشهر وسنة. حددت كميات البيع والشراء بحيث أن لا تقل عن 1000 سهم للعقد ولا تزيد عن 100000 سهم، على أن تكون العقود الأخرى من مضاعفات الألف سهم. يتم تداول عقود الخيارات في السوق الثانوية الكويتية داخل قاعة التداول بعد إغلاق السوق المالية من الساعة 12 و 55 دقيقة إلى الساعة 13 و 15 دقيقة. بعد ذلك، قررت إدارة السوق إنشاء لجنة لمتابعة وتطوير سوق الخيارات في الكويت<sup>1</sup>.

وفي أول يوم من التداول، أي في 28 مارس 2005، تم تداول 75 عقدا بقيمة إجمالية وصلت إلى 150 ألف دينار كويتي، تمت على أسهم 13 شركة منتقاة من مختلف القطاعات. قام المركز المالي المكلف بإدارة سوق الخيارات انتقاء الأسهم التي تتم عليها العقود وفقا لعدة معايير أهمها<sup>2</sup>:

- القيمة السوقية المرتفعة.
- السيولة العالية.
- التذبذب المعتدل.

يتمثل صناع السوق في سوق الخيارات الكويتي في صندوق فرصة الاستثماري الذي تديره شركة المركز المالي الكويتي. انطلق هذا الصندوق برأس مال قدره 65 مليون دينار كويتي، تساهم فيه الهيئة العامة للاستثمار بنسبة 35 % من رأسماله، إلى جانب مساهمات بعض الشركات، وهو أول صندوق مرخص له إصدار وتداول الخيارات في السوق المالي الكويتي.

<sup>1</sup> محفوظ جبار، عديلة مريم، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010، ص.29.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.30.

**المطلب الثالث: خصائص عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية ولوائح تداولها:**

تتميز عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية بخصائص، كما يتم تداولها وفقا للوائح خاصة بها.

**أولاً: خصائص عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية:**

تتميز عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية بمجموعة من الخصائص، تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- السهم المصدر عليه الخيار: هناك قائمة من 57 سهماً مدرجاً في سوق الكويت للأوراق المالية.

- رمز الخيارات: لكل خيار رمز ISIN\* خاص به، على سبيل المثال: KW010100025.

- حجم عقد الخيارات: بحد أدنى 10000 سهم ومضاعفات الألف فيما بعد، بحد أقصى 100000 سهم، يمكن أن يتم تعديل حجم العقد عند حدوث تفسخ للأسهم أو توزيع أسهم منحة أو حدوث أية قرارات أخرى من قبل الشركة.

- النوع: خيارات الشراء هي النوع الوحيد المتداول في سوق الكويت للأوراق المالية. وسيتم طرح خيارات البيع في المستقبل القريب.

- سعر التنفيذ: يتم عرض سعر واحد عن نطاق النقد وسعرين خارج نطاق النقد مبدئياً، وسيتم تعديل سعر التنفيذ نتيجة لقرارات تتخذ من قبل الشركة.

- دورة الاستحقاق: لدى عقود خيارات فرصة مدة استحقاق تبلغ شهر واحد كحد أدنى و12 شهر كحد أقصى، وبشهور تنفيذ ثابتة وهي مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر. ويتم إصدار عقود الخيارات ذات مدة زمنية تبلغ شهر واحد شهرياً، فيما يتم إصدار العقود ذات 3 أشهر (مارس) وعقود 6 أشهر (جوان) وعقود 9 أشهر (سبتمبر) وعقود 12 شهر (ديسمبر)، مرة واحدة في أول يوم للتداول من كل عام.

- تاريخ الاستحقاق: يوم الخميس الأخير من كل شهر، يمكن تغييره إذا ما صادف الموعد عطلة رسمية.

- نوع الخيار: أمريكي (يمكن تنفيذه خلال مدة سريان العقد وحتى تاريخ الاستحقاق).

- التسوية: تسوية عينية بتسليم الأسهم محل العقد وتسوية نقدية عند سعر العرض والذي تكون قيمته أعلى أو تساوي القيمة الأساسية لقيمة عقد الخيار.

- دورة التسوية يتم تحديدها من قبل الشركة الكويتية للمقاصة.

**ثانياً: لوائح تداول الخيارات في السوق الكويتي:**

<sup>1</sup> المركز المالي الكويتي، خصائص عقد خيارات فرصة، تاريخ الاطلاع: 2016/05/01، من الموقع:

<http://www.markaz.com/Options-Market/Options-Literature/Forsa-Option-Contract-Specifications.aspx>

\* International Securities Identification Numbers.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

يسمح بتداول عقود الخيارات على الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك وفقا للإجراءات والقواعد والتعليمات التي تصدرها إدارة السوق، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

- تكون رسوم التسجيل والاشتراك للصانع في سوق الخيارات على النحو التالي:
  - رسوم الاشتراك السنوية 2000 دينار كويتي.
  - رسوم القيد والاشتراك 10000 دينار كويتي.
  - الكفالة البنكية 250000 دينار كويتي.
- تكون الشركة الكويتية للمقاصة هي وكيل التسوية الوحيد، وتختص مهامها في القيام بأعمال المقاصة والتسوية ومتابعة هامش الضمان الذي يضمن التزام صانع السوق تجاه حاملي عقود الخيار.
- يتم اختيار الأسهم محل عقود الخيارات طبقاً لمعايير تحددها إدارة السوق وتتضمن القيمة الرأسمالية للسهم ومعدل تداول السهم وحدود تقلبات السعر.
- يتبع نظام خيارات الأسهم نمط النظام الأميركي الذي يمنح حامل الخيار حق التنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد ولحين تاريخ استحقاقه.
- لا تقل مدة عقود الخيار عن شهر واحد ولن تزيد على 12 شهرا، حيث تكون أشهر مارس وجوان وسبتمبر وديسمبر هي أشهر الاستحقاق الثابتة، وتستحق كل عقود الخيارات عند إغلاق التداول بعقود الخيارات في آخر يوم أربعماء من شهر الاستحقاق.
- على مصدر الخيار قبل المباشرة بإصدار سلسلة خيارات جديدة أن يودع الضمانات التالية لدى الشركة الكويتية للمقاصة والتي تقوم بدورها بإعلام إدارة السوق باستلامها:
  - ضمانات عينية: تتكون من نسبة 100% من الأسهم المراد إصدار عقود خيار عليها.
  - ضمانات نقدية: خلال دورة تداول الخيارات، يجب أن يحافظ مصدر الخيار على ضمان نقدي يساوي 8% من قيمة الأسهم الخاصة بالخيارات عند تاريخ الإصدار يودع لدى شركة المقاصة، فعند نهاية يوم التداول الأول الذي يلي الإصدار تقوم شركة المقاصة برصد ومقارنة قيمة إجمالي الخيارات المصدرة مع ضمان مصدر الخيار النقدي المودع لديها وتتم تسوية الفارق.
- يلتزم صانع السوق بتسعير عقود الخيارات يوميا وفقا لنظام متفق عليه مسبقا مع إدارة السوق والذي تستخدم فيه معادلة البايونوميل Binomial Pricing Model لتسعير الخيارات.
- يحدد صانع السوق مستوى الانحراف المعياري المتوقع للسهم كما يراه مناسباً.

<sup>1</sup> عبد الكريم رتيمي، تسعير الخيارات باستخدام نموذج ثنائي الحد وبناء محفظة التحوط، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014، صص 29-30. تاريخ الاطلاع: 2016/04/30، من الموقع:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

- تحدد أسعار الفائدة المستخدمة في تسعير الخيار على أساس معدل خصم بنك الكويت المركزي +2% كحد أدنى ومعدل خصم بنك الكويت المركزي +7% كحد أقصى.

### المبحث الثالث: اختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية:

خصص هذا المبحث لاختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2015)، حيث تم الاعتماد في المرحلة الأولى على بعض المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس كفاءة الأسواق المالية، والتي سبق الإشارة إليها في الجانب النظري، والمتمثلة في: معدل الرسملة السوقية، مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق ومؤشر السيولة. وحتى تكون الدراسة أكثر دقة، تم اختبار الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في المرحلة الثانية، باستخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءته في صيغته الضعيفة، نموذج الانحدار البسيط لاختبار كفاءته في صيغته المتوسطة.

### المطلب الأول: مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية:

قبل التطرق لدراسة مؤشرات كفاءة السوق، لابد من الإشارة أولاً إلى تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، لمعرفة أداء السوق ككل خلال فترة الدراسة. وتستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق، إلى جانب تقييم أداء السوق المالي ورصد اتجاهه العام، حيث تفيد في الاسترشاد لاتخاذ القرارات

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

الاستثمارية في الوقت المناسب، كما أنها تساعد الباحثين على التنبؤ بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد، وذلك لوجود علاقة قوية بين التغير في مؤشرات أسعار السوق والدورات الاقتصادية.

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقاً للطريقة التي تقوم على معادلة متوسطات حسابية. وتعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالمياً لاحتساب المؤشر، حيث تقوم بتعديل المؤشر تلقائياً مع توزيعات الأرباح. وتنص المعادلة على التالي<sup>1</sup>:

$$Index = \frac{\sum_{j=1}^n [(Price_j / Base_j) \times Corrector_j]}{n} \times Multiplier$$

حيث:

Index: قيمة المؤشر.

n: عدد الأسهم المشتركة في المؤشر.

Price: سعر السهم الحالي.

Base: سعر الأساس أي سعر إقبال السهم في تاريخ الأساس.

Corrector: المصحح لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم، وهي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح المصحح = المصحح × (السعر - الأرباح).

توزيعات الأسهم المصحح = المصحح × التوزيعات 100 %.

Multiplier: 1000 نقطة.

الجدول الموالي يوضح تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

للفترة (2006-2015).

الجدول رقم(3-1): تطور الأداء السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2006-

(2015)

السنة	المؤشر العام (نقطة)	عائد المؤشر %
2006	10067,40	/
2007	12588,90	+25,05
2008	7782,60	-38,18
2009	7005,30	-9,99
2010	6955,50	-0,71
2011	5814,20	-16,41

<sup>1</sup> سوق الكويت للأوراق المالية، مؤشر السوق، تاريخ الاطلاع: 2016/05/02، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Trading.aspx>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

+2,07	5934,30	2012
+27,22	7549,50	2013
-13,43	6535,72	2014
-14,09	5615,12	2015

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

-سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير الاقتصادية السنوية، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>

-سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي: ملخص السوق السنوي، 2015، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.downloads.kuwaitse.com/Portal/KSEReports//51201613234741mainpageannual2015AR.pdf>

من خلال الجدول أعلاه، يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

سجل المؤشر العام سنة 2006 ثاني أعلى قيمة خلال فترة الدراسة بعد سنة 2007، حيث قدر ب 10067,4 نقطة سنة 2006، أما سنة 2007 فقد عرف ارتفاعا ملحوظا ليصل إلى 12558,9 نقطة، وهو أعلى مستوى خلال فترة الدراسة، ويرجع ذلك إلى القرارات التي اتخذتها الحكومة المتعلقة بتعديل النظام الضريبي وغيره من القوانين ذات التأثير المباشر على الاقتصاد الكويتي المحلي والتي أدت إلى نضج السوق وعمقه. وقد شهدت الفترة (2008-2011)، انخفاض متواصل في قيمة المؤشر حيث سجل 7005,3 نقطة سنة 2009 مقابل 7782,6 نقطة سنة 2008، بتراجع قدره 777,3 نقطة، أي بنسبة 9,99%، ويرجع الانخفاض المتواصل لمؤشر السوق خلال هذه الفترة إلى مجموعة من العوامل أهمها<sup>1</sup>:

- أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى انهيار العديد من أسواق المال العربية والعالمية، حيث تعد الأسوء منذ سنة 1927.

- استمرار التراجع الحاد في خسائر الكثير من الشركات وإيقاف البعض منها نتيجة لعدم تمكنها من إصدار بيانات مالية لسنة 2008.

- اتجاه الشركات إلى السبل الممكنة لديها لتعديل أوضاعها، وهو ما أضعف فرصة التعديل للسوق ومسايرة الأسواق الأخرى في ارتفاعها.

ثم شهد أداء السوق ارتفاعا ملحوظا سنتي 2012 و 2013 على التوالي، حيث سجل 5934,3 نقطة سنة 2012، بارتفاع مقداره 120,1 نقطة، أي ما نسبته 2,07%، في حين قدر سنة 2013 ب 7549,5 نقطة، بارتفاع مقداره 1615,2 نقطة، أي ما نسبته 27,22%، ويعود

<sup>1</sup> إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، العدد 9، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2009، ص. 11. تاريخ الاطلاع: 2016/05/08، من الموقع:

وعبر عن -انعكاسات-العربية-المالية-الأوراق-أسواق/.../ <http://www.amf.org.ae/>

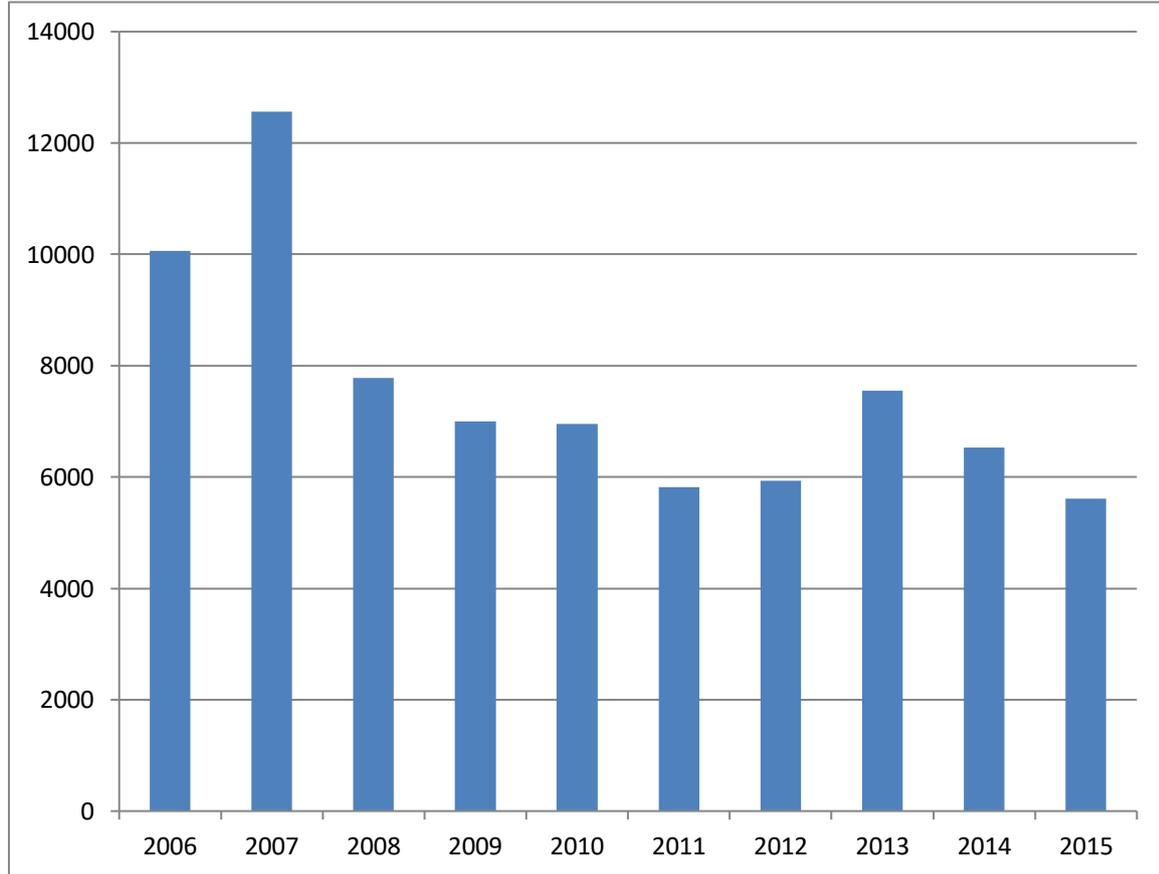
## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

ذلك التحسن الملحوظ في قيمة المؤشر إلى توجهات أسواق المال لتطبيق تشريعات قانون 7 لسنة 2010 بشأن تسوية أوضاع الشركات المدرجة، وتعزيز الدور الرقابي للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح، وخاصة أحكام الإفصاح الدوري المستمر وكذلك شفافية وتدعيم السوق، وتعزيزه بإجراءات الحماية لصغار المستثمرين<sup>1</sup>.

عاود أداء السوق الانخفاض مرة أخرى سنتي 2014 و2015 على التوالي، حيث في سنة 2014 سجل 6535,72 نقطة، بتراجع قدره 1013,78 نقطة، أي ما نسبته 13,43%، في حين سنة 2015 سجل 5615,12 نقطة، بانخفاض مقداره 920,6 نقطة، أي ما نسبته 14,09%، ويعود ذلك لارتفاع سعر الدولار مع هبوط أسعار النفط.

وعلى العموم، يلاحظ أن أداء المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية، متذبذب نسبياً خلال الفترة (2006-2015)، كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-1): تطور الأداء السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات

الجدول.

<sup>1</sup> سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير الاقتصادي السنوي، 2012، ص ص 191-192. تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

وللتوصل إلى تحديد كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بدقة، يجب القيام بفحص وتحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائدة في السوق المالي.

### أولاً: دراسة معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية:

يستعمل المحللون نسبة أو معدل الرسملة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، كما يعد أيضاً مؤشراً على قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رؤوس الأموال وتوسيع القاعدة الاستثمارية، مما يسمح بتنويع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين. وتقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة. والجدول الموالي يوضح تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015).

### الجدول رقم (2-3): تطور معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2015-2006)

الوحدة: مليون دينار كويتي

السنة	الرسملة السوقية	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرسملة السوقية	معدل نمو الرسملة السوقية %
2006	30630,00	29470	1,039	/
2007	36981,00	32581	1,135	+9,24
2008	19377,00	39620	0,489	-56,92
2009	26937,00	30496	0,883	+80,57
2010	32035,00	33079	0,968	+9,63
2011	24050,00	42511	0,566	-41,53
2012	22312,00	48721	0,458	-19,08
2013	30587,80	49863	0,613	+33,84
2014	29387,90	48920	0,601	-1,96
2015	26645,90	36071	0,739	+22,96

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية: الربع الرابع، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي: ملخص السوق السنوي، 2015، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.downloads.kuwaitse.com/Portal/KSEReports//51201613234741mainpageannual2015AR.pdf>

-صندوق النقد الدولي، الناتج المحلي الإجمالي، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/weodata/index.aspx>

يلاحظ من خلال الجدول السابق تذبذب في معدل الرسملة السوقية خلال فترة الدراسة، حيث سجل سنة 2006 ما قيمته 1,039، وارتفع سنة 2007 إلى 1,135 بمعدل نمو قدره 9,24%.

كما سجل تدني في معدل الرسملة السوقية بما يقارب النصف سنة 2008 مقارنة ب 2007، حيث وصل إلى 0,489، بتراجع في معدل نمو الرسملة السوقية ب 56,92%، ليعاود الارتفاع بحوالي الضعف سنة 2009، حيث قدر ب 0,883، بمعدل نمو قدره 80,57%. واستمر بالارتفاع نسبيا سنة 2010 إلى ما قيمته 0,968 بمعدل نمو مقداره 9,63%.

أما في سنتي 2011 و2012 على التوالي، فقد سجل انخفاض محسوس في معدل الرسملة السوقية، فقدر ب 0,566 و0,458 على التوالي، أي تراجع في معدل نمو الرسملة السوقية ب 41,53% و19,08% على التوالي.

كما عرف معدل الرسملة السوقية تذبذبا نسبيا خلال الفترة (2013-2015)، حيث سجل ارتفاعه سنة 2013 إلى 0,613، بمعدل نمو قدره 33,84%، ثم انخفض سنة 2014 إلى 601,0 وبتراجع في معدل نموه ب 1,96%، أما سنة 2015 فقد ارتفع معدل الرسملة السوقية من جديد إلى 0,739، بمقدار نمو 22,96%.

**ثانيا: دراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية:**

يستخدم هذا المؤشر لقياس مدى اتساع حجم السوق المالي ومدى توسع قاعدته الاستثمارية. ويوضح الجدول الموالي تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015).

**الجدول رقم (3-3): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2015-2006)**

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

السنة	عدد الشركات المدرجة	تغير الشركات المدرجة
2006	180	/
2007	196	+16
2008	204	+8
2009	205	+1
2010	214	+9
2011	216	+2
2012	219	+3
2013	210	-9
2014	216	+6
2015	216	0

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية: الربع الرابع، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

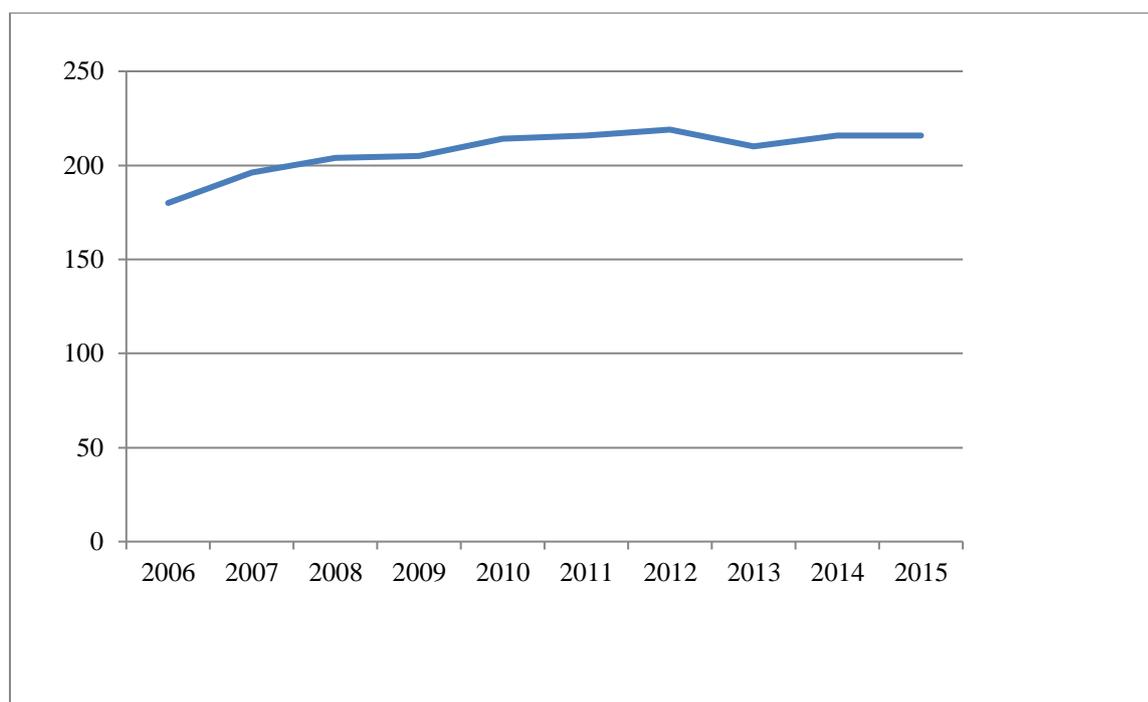
<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

من خلال الجدول أعلاه، لوحظ ارتفاع مستمر في عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2012)، بفارق قدره 39 شركة، ولم يكن هذا التطور بوتيرة منتظمة، حيث تميزت الفترة الممتدة من 2006 إلى 2008 بتسجيل عدد كبير من الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية. أما الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012، كان هناك تزايد في عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولكن بوتيرة أقل من الفترة السابقة، حيث في سنة 2009 قدر ب 205 شركة مدرجة، أي تم تسجيل شركة واحدة فقط في السوق مقارنة ب 2008، وفي سنة 2012 بلغ عدد الشركات المدرجة 219 شركة، بفارق قدره 3 شركات مقارنة ب 2011، وهو أكبر عدد للشركات المسجلة في السوق خلال فترة الدراسة.

في سنة 2013، عرف سوق الكويت للأوراق المالية تراجعاً ملحوظاً في عدد الشركات المدرجة فيه، قدر ب 9 شركات، أي 210 شركة، ثم ارتفع مرة أخرى سنة 2014، بمقدار 6 شركات، ليصبح عددها 216 شركة، أما سنة 2015، لم يتم إدراج أية شركة. على العموم، يمكن القول أن هناك تطور واضح في عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع من 180 شركة إلى 216 شركة، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم(2-3): الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات

الجدول.

### ثالثاً: دراسة مؤشر سيولة السوق:

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تحقيق السيولة للأوراق المالية في كل وقت، وهو الأمر الذي يمثل عادة قمة سلم أولويات المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء، لا سيما أن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة<sup>1</sup>. هناك العديد من المؤشرات لقياس درجة سيولة السوق، إلا أن معدل دوران الأسهم يبقى الأكثر استخداماً، كونه أكثر المؤشرات تمثيلاً وتعبيراً عن سيولة السوق. ويحسب بقسمة قيمة الأسهم المتداولة على القيمة السوقية للسهم خلال فترة معينة.

الجدول الموالي يوضح تطور مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2015-2006).

### الجدول رقم (3-4): تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للسهم	معدل دوران السهم %	معدل نمو قيمة السهم %

<sup>1</sup> قاسم أديب شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013، ص.166. تاريخ الاطلاع: 2016/05/07، من الموقع:

<http://iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=72775>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

		(مليون د.ك)	(مليون د.ك)	(مليون سهم)	
/	56,43	30630,00	17284,00	37658,00	<b>2006</b>
+114,07	100,05	36981,00	36999,00	70417,00	<b>2007</b>
-3,38	184,48	19377,00	35747,00	80851,00	<b>2008</b>
-16,20	111,21	26937,00	29957,00	106338,00	<b>2009</b>
-58,19	39,10	32035,00	12526,30	74691,50	<b>2010</b>
-51,56	25,23	24050,00	6068,30	38423,00	<b>2011</b>
+18,91	32,34	22312,00	7215,90	82805,70	<b>2012</b>
+57,84	37,24	30587,80	11389,40	129921,30	<b>2013</b>
-45,78	21,01	29387,90	6175,70	54659,70	<b>2014</b>
-35,07	15,05	26645,96	4009,81	43193,18	<b>2015</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية: الربع الرابع، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير الاقتصادية السنوية، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي: ملخص السوق السنوي، 2015، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.downloads.kuwaitse.com/Portal/KSEReports//51201613234741mainpageannual2015AR.pdf>

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، ارتفاع في معدل نمو التداول ومعدل دوران الأسهم سنة 2007، حيث قدرا على التوالي ب: 114,07% و 100,05%، كما يلاحظ انخفاض في معدل التداول خلال الفترة (2008-2011)، حيث انخفضت قيمة التداول سنة 2008 بمقدار 3,38% مقارنة بسنة 2007، واستمر هذا الانخفاض إلى غاية سنة 2011، إذ قدر ب 51,56% مقارنة بسنة 2010. أما معدل دوران الأسهم، فقد شهد بدوره انخفاض مستمر، حيث قدر هذا الانخفاض سنة 2009 ب 111,21% مقارنة بسنة 2008، وقدر سنة 2011 ب 25,23% مقارنة بسنة 2010.

أما في سنة 2012 وسنة 2013، يلاحظ ارتفاع في كل من قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم، حيث قدر معدل نمو التداول سنة 2012 ب 18,91%، مقارنة ب 2011، مع تسجيل 32,34% في معدل دوران الأسهم. بينما قدر معدل نمو التداول سنة 2013 ب 57,84% مقارنة ب 2012 و 37,24% في معدل دوران الأسهم.

كما يلاحظ من خلال الجدول انخفاض في معدل التداول ومعدل دوران الأسهم في سنتي 2014 و 2015، حيث انخفض معدل التداول بمقدار 45,78% و 35,07% على التوالي، في حين قدر معدل دوران الأسهم ب 21,01% و 15,05% على التوالي.

المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة والمتوسطة:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

إن حساب مؤشرات كفاءة السوق المالي لا تكفي وحدها للحكم على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، ولتحديد مستوى كفاءة هذا الأخير بدقة، من الضروري اختبار صيغ الكفاءة.

**أولاً: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة:**

سيتم استخدام أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار الأسهم الكويتية محل الدراسة عشوائية أو لا، حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر و(0) عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

R: عدد التتابعات في عينة من n عدد.

نظريا المتوسط والتباين هو:

$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$VAR(R) = (16n - 29)/90$$

وبالنسبة لعدد مرتفع n (عينة كبيرة) توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي.

فليكن:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{VAR(R)}$$

بتحديد عتبة خطأ تقدر ب 5%.

$|Z| < 1,96$  تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية.

وقد تم اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة باستخدام

أسلوب الأنماط الطارئة على المؤشر العام للسوق للفترة الممتدة من (2006-2015). والجدول الموالي يوضح ذلك.

**الجدول رقم (5-3): تحديد أنماط التغير في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)**

السنة	مؤشر السوق (نقطة)	التغير في المؤشر	نسبة التغير %
2006	10067,40	/	/
2007	12588,90	(+)	+25,05
2008	7782,60	(-)	-38,18
2009	7005,30	(-)	-9,99
2010	6955,50	(-)	-0,71
2011	5814,20	(-)	-16,41
2012	5934,30	(+)	+2,07
2013	7549,50	(+)	+27,22

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

-13,43	(-)	6535,72	2014
-14,09	(-)	5615,12	2015

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية: الربع الرابع، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqart>

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير الاقتصادية السنوية، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي: ملخص السوق السنوي، 2015، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.downloads.kuwaitse.com/Portal/KSEReports//51201613234741mainpageannual2015AR.pdf>

من معطيات الجدول يتضح أن:  $R = 4$ ، 2 تغيرات بالانخفاض، و 2 تغيرات بالارتفاع.

لدينا المتوسط:

$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$E(R) = (2 \times 10 - 1) / 3 = 6.33$$

ولدينا التباين:

$$VAR(R) = (16n - 29) / 90$$

$$VAR(R) = (16 \times 10 - 29) / 90 = 1.46$$

ولدينا:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{VAR(R)}$$

$$Z = 4 - 6.33 / \sqrt{1.46}$$

$$Z = -1.93$$

$|Z| = 1.93$  وهي أقل من 1.96، وهو ما يعني أن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض.

### ثانياً: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة:

سيتم بناء نموذج انحدار بسيط، وذلك لمعرفة مدى تأثير بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأوراق المالية المتمثلة في مؤشر سوق الكويت خلال الفترة (2006-2015)، ومن بين المتغيرات الاقتصادية التي سيتم دراستها: معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي، بالاعتماد على تقنيات الاقتصاد القياسي لتقدير نموذج الانحدار البسيط، وتفسير العلاقة وتحليل الارتباط بين مؤشر السوق وكل متغير على حدى.

#### 1- تحديد متغيرات النموذج:

سيتم إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج رياضي، يربط في كل مرة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

أ- المتغير المستقل: بناء على ما تم الإشارة إليه سابقاً فإن المتغير المستقل يتمثل في المتغيرات الاقتصادية، لمعرفة مدى تأثيرها على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، حيث يستبدل المتغير في كل مرة بمتغير آخر، وقد تم الاعتماد على المتغيرات التالية:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

- \* معدل التضخم ويرمز له ب: INF .
- \* معدل البطالة ويرمز له ب: TCH .
- \* معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ويرمز له ب: PIB .
- ب- المتغير التابع: ويتمثل في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، ويرمز له ب: KWIND .  
والجدول الموالي يوضح تطور متغيرات النموذج في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (2006-2015).

الجدول رقم (6-3): تطور متغيرات الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2015-2006)

السنة	مؤشر السوق (نقطة)	معدل التضخم %	معدل البطالة %	معدل تغير الناتج المحلي الإجمالي %
2006	10067,40	3,09	1,37	+24,90
2007	12588,90	5,47	1,70	+10,56
2008	7782,60	6,30	1,67	+21,60
2009	7005,30	4,61	1,64	-23,03
2010	6955,50	4,50	2,07	+8,47
2011	5814,20	4,91	2,07	+28,51
2012	5934,30	3,20	2,07	+14,61
2013	7549,50	2,70	2,07	+2,34
2014	6535,72	2,94	2,07	-1,89
2015	5615,12	3,40	2,07	-26,27

المصدر: صندوق النقد الدولي، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/weodata/index.aspx>

### 2- تقدير النموذج:

من أجل تقدير معادلة النموذج سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى، كونها أكثر الطرق شيوعاً لسهولة تطبيقها، إضافة إلى أن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذا الشكل من النماذج، حيث يقتصر نموذج الانحدار البسيط على وصف علاقة خطية عشوائية تربط بين

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

متغيرين فقط، أحدهما تابع والآخر مستقل. وسيتم الاستعانة ببرنامج Eviews4 لتقدير نماذج الدراسة، ويمكن صياغة نموذج الانحدار البسيط على شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى كما يلي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + U_t$$

حيث أن:

$Y_t$ : يعبر عن قيمة المشاهدة  $t$  للمتغير التابع.

$X_t$ : يعبر عن قيمة المشاهدة  $t$  للمتغير المستقل (المفسر).

$\beta_0$  و  $\beta_1$ : معلمتا النموذج مجهولتا القيمة.

$U_t$ : الخطأ العشوائي.

### 3- اختبار النموذج:

يتم اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية ثم من الناحية الإحصائية، لنتم الموافقة عليه أو رفضه.

أ- اختبار معلمات النموذج اقتصادياً: وذلك وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية، حيث يتم مقارنتها مع إشارات المعلمات المقدر، فإذا توافقت المعلمات المقدر مع ما تقره النظرية الاقتصادية، يتم قبول النموذج، أما في الحالة العكسية يتم رفض النموذج.

ب- اختبار معلمات النموذج إحصائياً: حيث تختبر معنوية المعلمات المقدر إحصائياً كالتالي:

\* اختبار إحصائية ستيودنت  $t$ : يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما:

- فرضية العدم: تفترض عدم وجود علاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$ ، أي لا توجد علاقة بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية والعامل الاقتصادي محل الدراسة.

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

- الفرضية البديلة: تفترض وجود علاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$ ، أي توجد علاقة بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية والعامل الاقتصادي محل الدراسة.

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$$

بعد احتساب قيمة  $t$  بالاعتماد على برنامج Eviews4، يتم مقارنتها مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة حرية  $(n-k)$  ومستوى معنوية 5%، فإذا كانت قيمة  $t$  المحسوبة أكبر من  $t$  الجدولية، ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، ومنه يكون للمعلمة محل الاختبار معنوية إحصائية، أي توجد علاقة بين متغيرتي الدراسة والعكس صحيح.

\* اختبار إحصائية فيشر  $F$ : يختبر هذا الاختبار النموذج ككل، أي أنه يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين، ويعتمد بدوره على فرضيتين هما:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

- فرضية العدم: تفترض عدم جوهرية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.
  - الفرضية البديلة: تفترض وجود علاقة جوهرية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.
- بعد احتساب قيمة F بالاعتماد على برنامج Eviews4، يتم مقارنتها مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها، عند درجة حرية (n-k, k-1) ومستوى معنوية 5%، فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من F الجدولية، ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، أي أن النموذج مقبول إحصائياً، وتوجد علاقة جوهرية بين متغيرتي الدراسة والعكس صحيح.
- \* **اختبار جودة التوفيق R<sup>2</sup> والارتباط r:** يفسر معامل التحديد R<sup>2</sup> العلاقة الموجودة بين المتغير التابع والمتغير المستقل أي هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، أما معامل الارتباط r هو مقياس يحدد لنا قوة الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير لتابع.

### 1- تقييم النموذج:

بعد توضيح منهج الدراسة نظرياً، سيتم تقييم نموذج الانحدار البسيط الذي سبق تقديره، لتحديد مدى تأثير كل عامل اقتصادي على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية. وبالاعتماد على معطيات الجدول رقم (6-3) كمدخلات لبرنامج Eviews4، تم الحصول على النتائج التالية:

أ- **معدل التضخم:** كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 01):

$$\begin{aligned} KWIND &= 5460,27 + 51667,93 INF \\ &\quad (2,11) \quad (0,85) \\ R^2 &= 0,084 \quad r = 0,29 \quad F = 0,73 \\ n &= 10 \quad Prob = 0,418 \end{aligned}$$

\* **اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:** توجد علاقة طردية بين معدل التضخم ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع معدل التضخم، ارتفع مستوى الأسعار للأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع مؤشر السوق. وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه فإن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

### \* اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

- اختبار ستيودنت: أظهرت نتائج اختبار معلمتي النموذج B<sub>0</sub> و B<sub>1</sub> عند مستوى معنوية 5% ما يلي:

t<sub>0</sub> المحسوبة = 2,11، وهي أقل من t الجدولية = 2,30، وعليه تقبل فرضية العدم، وترفض الفرضية البديلة عند مستوى معنوية 5%، بمعنى المعلمة B<sub>0</sub> ليس لها معنوية إحصائية.

t<sub>1</sub> المحسوبة = 0,85، وهي أقل من t الجدولية = 2,30، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث Prob = 0,42 < 0,05، وعليه تقبل فرضية العدم، وترفض الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة B<sub>1</sub> ليس لها معنوية إحصائية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

بما أن كل من المعلمتين  $B_0$  و  $B_1$  ليستا لهما معنوية إحصائية، فإنه لا توجد علاقة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية.

- اختبار إحصائية فيشر: لقد كانت النتيجة كالتالي:

$F$  المحسوبة = 0,73، وهي أقل من  $F$  الجدولية = 5,32، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث  $Prob = 0,418 < 0,05$ ، وعليه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية البديلة، أي أن النموذج ليس له معنوية إحصائية.

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: كانت النتيجة كما يلي:

$R^2 = 0,084$ ، يعني أن معدل التضخم (INF) يفسر 8,4% من التغير في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWIND).

$r = 0,29$ ، يعني أن قوة الارتباط بين معدل التضخم (INF) ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWIND)، تقدر ب 29%.

ب- معدل البطالة: كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 02):

$KWIND = 18108,82 - 559785,4 TCH$		
	(4,34)	(-2,54)
$R^2 = 0,45$	$r = 0,67$	$F = 6,47$
$n = 10$		$Prob = 0,035$

\* اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: توجد علاقة عكسية بين معدل البطالة ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع معدل البطالة، تراجع نشاط السوق، أي التأثير يكون سلبي على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية. وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه فإن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

\* اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

- اختبار ستيودنت: أظهرت نتائج اختبار معلمتي النموذج  $B_0$  و  $B_1$  عند مستوى معنوية 5% ما يلي:

$t_0$  المحسوبة = 4,34، وهي أكبر من  $t$  الجدولية = 2,30، وعليه ترفض فرضية العدم، وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_0$  لها معنوية إحصائية.

$t_1$  المحسوبة =  $|-2,54| = 2,54$ ، وهي أكبر من  $t$  الجدولية = 2,30، وعليه ترفض فرضية العدم، وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_1$  لها معنوية إحصائية.

بما أن كل من المعلمتين  $B_0$  و  $B_1$  لهما معنوية إحصائية، فإنه توجد علاقة بين معدل البطالة ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية.

- اختبار إحصائية فيشر: لقد كانت النتيجة كالتالي:

$F$  المحسوبة = 6,47، وهي أكبر من  $F$  الجدولية = 5,32، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث  $Prob = 0,035 > 0,05$ ، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، أي أن النموذج ذو معنوية إحصائية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: كانت النتيجة كما يلي:  
 $R^2 = 0,45$ ، يعني أن معدل البطالة (TCH) يفسر 45% من التغير في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWIND).  
 $r = 0,67$ ، يعني أن قوة الارتباط بين معدل البطالة (TCH) ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWIND)، تقدر ب 67%.  
**ج- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي:** كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 03):

$KWIND = 7384,777 + 3345,767 PIB$		
	(9,99)	(0,85)
$R^2 = 0,083$	$r = 0,29$	$F = 0,72$
$n = 10$		$Prob = 0,42$

- \* **اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:** توجد علاقة طردية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع معدل نمو الناتج المحلي، زاد نشاط السوق، أي التأثير يكون إيجابي على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية. وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه فإن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.  
\* **اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:**

- اختبار ستيودنت: أظهرت نتائج اختبار معلمتي النموذج  $B_0$  و  $B_1$  عند مستوى معنوية 5% ما يلي:

- $t_0$  المحسوبة = 9,99، وهي أكبر من  $t$  الجدولية = 2,30، وعليه ترفض فرضية العدم، وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_0$  لها معنوية إحصائية.  
 $t_1$  المحسوبة = 0,85، وهي أقل من  $t$  الجدولية = 2,30، وعليه تقبل فرضية العدم، وترفض الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_1$  ليس لها معنوية إحصائية.  
- اختبار إحصائية فيشر: لقد كانت النتيجة كالتالي:

- $F$  المحسوبة = 0,72، وهي أقل من  $F$  الجدولية = 5,32، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث  $Prob = 0,42 < 0,05$ ، وعليه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية البديلة، أي أن النموذج ليس له معنوية إحصائية، وبالتالي فهو غير مقبول إحصائياً.

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: كانت النتيجة كما يلي:  
 $R^2 = 0,083$ ، يعني أن معدل نمو الناتج المحلي (PIB) يفسر 8,3% من التغير في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWIND).  
 $r = 0,29$ ، يعني أن قوة الارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي (PIB) ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWIND)، تقدر ب 29%.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

### المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج:

بعد أن تم حساب مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، واختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة والمتوسطة للفترة (2006-2015)، يمكن تفسير النتائج المتوصل إليها كما يلي:

#### أولاً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بمؤشرات كفاءة السوق المالي:

من خلال حساب مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية لفترة الدراسة، تم التوصل إلى أن هناك نمو متذبذب نسبياً في كل من معدل الرسملة السوقية، عدد الشركات المدرجة في السوق ومعدل دوران الأسهم. حيث شهدت الفترة (2006-2008) نمواً إيجابياً في المؤشرات الثلاثة السابقة، ويفسر ذلك بما يلي<sup>1</sup>:

- مجموع الإصلاحات الاقتصادية التي دعمها قانون الاستثمار الأجنبي المباشر من أجل استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في السوق الكويتي.
  - إجراء تعديلات على معايير الإفصاح عن البيانات المالية وتحسين أنظمة التداول القائمة واعتماد أنظمة تداول جديدة.
  - تخفيض الضرائب المفروضة على المؤسسات الأجنبية لتوفير المناخ الملائم للاستثمار وجذب أكثر لرأس المال الأجنبي.
  - الزيادات الضخمة في الإيرادات النفطية والتدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى، بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي والمقدم للقطاع الخاص.
- في حين شهدت الفترة (2009-2013) تذبذباً نسبياً في نمو مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، ويمكن تفسير ذلك بما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> العديد من المراجع أهمها:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية: الربع الرابع، 2007، ص ص 7-11. تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/ar/content/4th-quarterly-bulletin-2007>

- صندوق النقد العربي، تداعيات الأزمة العالمية على اقتصادات الدول العربية: الفصل العاشر، ص 207. تاريخ الاطلاع: 2016/05/02، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/.../المحور%20%20الفصل%20-%20العاشر>

<sup>2</sup> العديد من المراجع أهمها:

- صندوق النقد العربي، تحليل الأسواق المالية، أخبار وبيانات صحافية، 2013/01/27، تاريخ الاطلاع: 2016/05/03، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/ar/content/الأسواق-تحليل-بدء-أعمال-دورة>

- سالم عبد العزيز الصباح، برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية في الكويت، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2009، ص 7. تاريخ الاطلاع: 2016/05/06، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/.../الأزمة-تداعيات-لمواجهة-المالي-الاستقرار-برنامج>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

- الأزمة المالية العالمية التي كان لها تأثير كبير على سوق الكويت للأوراق المالية والتي انعكست سلباً على عمليات الاستثمار فيه، حيث تراجع العائد على الاستثمار ولجأ الكثير من المستثمرين إلى الاستثمارات الآمنة وذات العائد المنخفض مثل سندات الخزينة.
- العمليات التصحيحية التي مر بها سوق الكويت للأوراق المالية عقب بلوغ الأزمة المالية العالمية ذروتها في أواخر سنة 2008.
- خروج التدفقات المالية الأجنبية والتي كانت قد دخلت سوق الكويت للأوراق المالية لأغراض المضاربة، وذلك لتراجع ثقة المستثمرين في الأوضاع الاقتصادية المحلية.
- برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية الذي وضعه البنك المركزي لاستمرار تدفق الأموال بين القطاع المالي والقطاعات الاقتصادية الأخرى.
- تطوير الإجراءات والضوابط من قبل هيئة السوق المالي بعد الأزمة المالية العالمية، والتي تساهم في استقرار وتقوية البنية التحتية لسوق الكويت للأوراق المالية.
- الجهود المبذولة من طرف السلطات الإشرافية والرقابية في السوق المالي لسن القوانين والتشريعات التي تساهم في رفع مستوى الإفصاح والشفافية، وتحسين البيئة الاستثمارية فيه.
- أما في الفترة (2014-2015)، سجل تراجع نسبي في نمو مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، سببه الرئيسي تمثل في انخفاض أسعار النفط العالمية والتي كان لها أثر سلبي على الدول العربية المصدرة للنفط خاصة الكويت، حيث تعد إيرادات النفط من المداخل الأساسية لاقتصادها.
- بناء على تحليل مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006-2015)، تم استخلاص ما يلي:

- عرف معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية نمواً متذبذباً نسبياً خلال فترة الدراسة، مما يعكس قدرة السوق على تعبئة المدخرات وجذب الاستثمارات المتنوعة في المستقبل، وهو مؤشر إيجابي على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.
- عرف مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية نمواً واضحاً خلال فترة الدراسة، مما يعكس توجه السوق نحو اتساع قاعدته الاستثمارية، وهو مؤشر إيجابي على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.
- عرف مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية نمواً متذبذباً نسبياً خلال فترة الدراسة، مما يعكس نشاط السوق وسرعة تطوره، وهو مؤشر إيجابي على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### ثانياً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة باختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية:

- باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة، تم اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة، حيث تم التوصل إلى أن التغيرات المتتابة عشوائية ومستقلة عن بعضها البعض، ولا يمكن الاعتماد على المعلومات التاريخية من أجل التنبؤ باتجاه الأسعار في

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

المستقبل. وعليه، يمكن استنتاج أن سوق الكويت للأوراق المالية كفاء في صيغته الضعيفة خلال فترة الدراسة.

باستخدام نموذج الانحدار البسيط، تم اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة خلال الفترة (2006-2015)، وتم التوصل إلى النتائج التالية:

- لا توجد علاقة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية.
- توجد علاقة إحصائية بين معدل البطالة ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، حيث قدرت قوة الارتباط بين المتغيرين 67%، كما أن معدل البطالة يفسر 45% من التغير في مؤشر السوق، و55% الباقية تفسرها عوامل أخرى تم إهمالها عند تقدير النموذج.
- لا توجد علاقة إحصائية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر سوق الكويت للأوراق المالية.

وعليه، يمكن استنتاج أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفاء في صيغته المتوسطة خلال فترة الدراسة.

**المبحث الرابع: قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية:**  
سيتم من خلال هذا المبحث بناء نماذج انحدار بسيطة، وذلك لمعرفة مدى تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014).

**المطلب الأول: قياس تأثير عائد عقود الخيارات على عائد سوق الكويت للأوراق المالية:**  
لبناء نموذج الانحدار البسيط بين عائد عقود الخيارات وعائد سوق الكويت للأوراق المالية، تمت الاستعانة ببرنامج Eviews4 لتقديره.

### \* تقدير النموذج:

بالاعتماد على معطيات الجدول (انظر الملحق رقم 07)، كمدخلات لبرنامج Eviews4، تم الحصول على النتائج التالية: (انظر الملحق رقم 04):

$$KWR = 0,2682 + 0,6467 OPTR$$

(1,34) (1,31)

$$R^2 = 0,364 \quad r = 0,603 \quad F = 1,72$$
$$n = 5 \quad Prob = 0,28$$

- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: توجد علاقة طردية بين عائد عقود الخيارات (OPTR) وعائد سوق الكويت للأوراق المالية (KWR)، أي أنه كلما ارتفع عائد عقود الخيارات، ارتفع عائد سوق الكويت للأوراق المالية. وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه فإن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

### - اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

- اختبار ستيودنت: أظهرت نتائج اختبار معلمتي النموذج  $B_1$  و  $B_0$  عند مستوى معنوية 5% ما يلي:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

$t_0$  المحسوبة = 1,34، وهي أقل من  $t$  الجدولية = 3,18، وعليه تقبل فرضية العدم، وترفض الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_0$  ليس لها معنوية إحصائية.  
 $t_1$  المحسوبة = 1,31، وهي أقل من  $t$  الجدولية = 3,18، وعليه تقبل فرضية العدم، وترفض الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_1$  ليس لها معنوية إحصائية.  
- اختبار إحصائية فيشر: لقد كانت النتيجة كالتالي:  
 $F$  المحسوبة = 1,72، وهي أقل من  $F$  الجدولية = 10,1، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث  $Prob = 0,28 < 0,05$ ، وعليه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية البديلة، أي أن النموذج ليس له معنوية إحصائية.

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: كانت النتيجة كما يلي:  
 $R^2 = 0,364$ ، يعني أن عائد عقود الخيارات (OPTR) يفسر 36,4% من التغير في عائد سوق الكويت للأوراق المالية (KWR).  
 $r = 0,603$ ، يعني أن قوة الارتباط بين عائد عقود الخيارات (OPTR) وعائد سوق الكويت للأوراق المالية (KWR)، تقدر ب 60,3%.

**المطلب الثاني: قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية باستخدام معدل الرسملة السوقية ومؤشر سيولة السوق:**

لقد تم التعرض سابقاً لمؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية في المبحث الأول من هذا الفصل، حيث تم حسابها بغرض الحكم على مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، ومن هذا المنطلق سيتم الاعتماد على كل من معدل الرسملة السوقية ومؤشر سيولة السوق من أجل قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.  
أولاً: قياس تأثير معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات على معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية:

لبناء نموذج الانحدار البسيط بين معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، تمت الاستعانة ببرنامج Eviews 4 لتقديره.  
**\* تقدير النموذج:**

بالاعتماد على معطيات الجدول (انظر الملحق رقم 08)، كمدخلات لبرنامج Eviews4، تم الحصول على النتائج التالية: (انظر الملحق رقم 05):

$$KVV = 0,5386 + 102,085 OPTV$$

(8,23) (3,21)

$$R^2 = 0,72 \quad r = 0,849 \quad F = 10,28$$
$$n = 6 \quad Prob = 0,033$$

- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: توجد علاقة طردية بين معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات (OPTV) ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية (KVV)، أي

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

أنه كلما اتسع حجم سوق الخيارات وتطور، يتأثر سوق الكويت للأوراق المالية إيجابياً. وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه فإن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

### - اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

- اختبار ستيودنت: أظهرت نتائج اختبار معلمتي النموذج  $B_0$  و  $B_1$  عند مستوى معنوية 5% ما يلي:

$t_0$  المحسوبة = 8,23، وهي أكبر من  $t$  الجدولية = 2,78، وعليه ترفض فرضية العدم، وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_0$  لها معنوية إحصائية.

$t_1$  المحسوبة = 3,21، وهي أكبر من  $t$  الجدولية = 2,78، وعليه ترفض فرضية العدم، وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_1$  لها معنوية إحصائية.

- اختبار إحصائية فيشر: لقد كانت النتيجة كالتالي:

$F$  المحسوبة = 10,28، وهي أكبر من  $F$  الجدولية = 7,71، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث  $0,05 > 0,033 = \text{Prob}$ ، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، أي أن النموذج له معنوية إحصائية.

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: كانت النتيجة كما يلي:

$R^2 = 0,72$ ، يعني أن معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات (OPTV) يفسر 72% من التغيير في معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية (KWV).

$r = 0,849$ ، يعني أن قوة الارتباط بين معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات (OPTV) ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية (KWV)، تقدر ب 84,9%.

ثانياً: قياس تأثير مؤشر سيولة سوق الخيارات على مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية:

لبناء نموذج الانحدار البسيط بين مؤشر سيولة سوق الخيارات ومؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية، تمت الاستعانة ببرنامج Eviews4 لتقديره.

### \* تقدير النموذج:

بالاعتماد على معطيات الجدول (انظر الملحق رقم 09)، كمدخلات لبرنامج Eviews4، تم الحصول على النتائج التالية: (انظر الملحق رقم 06):

$$KWL = 0,1421 + 170,65 OPTL$$

(1,32) (3,75)

$$R^2 = 0,78 \quad r = 0,88 \quad F = 14,04$$
$$n = 6 \quad \text{Prob} = 0,02$$

\* اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: توجد علاقة طردية بين مؤشر سيولة سوق الخيارات (OPTL) ومؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية (KWL). وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه فإن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

### \* اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

- اختبار ستيودنت: أظهرت نتائج اختبار معلمتي النموذج  $B_0$  و  $B_1$  عند مستوى معنوية 5% ما يلي:

$t_0$  المحسوبة = 1,32، وهي أقل من  $t$  الجدولية = 2,78، وعليه تقبل فرضية العدم، وترفض الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_0$  ليس لها معنوية إحصائية.

$t_1$  المحسوبة = 3,75، وهي أكبر من  $t$  الجدولية = 2,78، وعليه ترفض فرضية العدم، وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى المعلمة  $B_1$  لها معنوية إحصائية.

- اختبار إحصائية فيشر: لقد كانت النتيجة كالتالي:

$F$  المحسوبة = 14,04، وهي أكبر من  $F$  الجدولية = 7,71، وهذا ما تؤكد قيمة احتمال الخطأ حيث  $Prob = 0,02 > 0,05$ ، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، أي أن النموذج له معنوية إحصائية.

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: كانت النتيجة كما يلي:

$R^2 = 0,78$ ، وهذا يعني أن مؤشر سيولة سوق الخيارات (OPTL) يفسر 78% من التغير في مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية (KWL).

$r = 0,88$ ، وهذا يعني أن قوة الارتباط بين مؤشر سيولة سوق الخيارات (OPTL) ومؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية (KWL)، تقدر ب 88%.

### المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج:

إن الاختبار التطبيقي لفرضيات الدراسة، يعد الخط الحاسم في قياس تأثير عقود الخيارات على كفاءة السوق المالي، حيث وضع نموذج الدراسة التطبيقية كخلاصة للفصلين النظريين. ويوضح التحليل الإحصائي مدى تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بتأثير عوائد سوق الخيارات على عوائد سوق الكويت للأوراق المالية:

من خلال النتائج المتوصل إليها، تم تسجيل تراجع تدريجي في القيمة السوقية لعقود الخيارات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (2009-2014)، حيث في سنة 2009 بلغت 128286,9 ألف دينار كويتي، واستمرت في الانخفاض حتى سنة

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

2014، حيث بلغت 11175,3 ألف دينار كويتي. وواصل سوق الخيارات في تحقيق عوائد سالبة خلال الفترة المدروسة، فحقق أعلى عائد سنة 2014 قدر ب 10,02- %، وأدنى عائد سنة 2012 قدر ب 60,29- %.

ويفسر الأداء السلبي لسوق الخيارات الكويتي خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2014 بمجموعة العوامل التالية:

- تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية، والتي كان لها الأثر السلبي على كامل السوق بما فيه سوق الخيارات، حيث تراجع العائد على الاستثمار ولجأ الكثير من المستثمرين إلى الاستثمارات الآمنة وذات العائد المنخفض مثل سندات الخزينة.  
- تراجع ثقة المستثمرين في الأوضاع الاقتصادية المحلية التي سادت دولة الكويت بصفة عامة، وسوق الكويت للأوراق المالية بصفة خاصة.  
- اعتقاد الكثير من المستثمرين أن التعامل بالمشنقات المالية يؤدي إلى تفاقم الأزمات وزيادة حدتها باعتبارها أدوات مالية وهمية تقوم على التوقعات والاحتمالات.  
- عدم الاستعداد الجيد من طرف سوق الكويت للأوراق المالية للتعامل بهذه الأداة الاستثمارية الحديثة.

- الوازع الديني حيث هناك تضارب في الفتاوى حول الحكم الشرعي في التعامل بعقود الخيارات، فقد صدرت فتاوى بتحريم بيعها وتداولها.

من خلال اختبار العلاقة بين عائد عقود الخيارات وعائد سوق الكويت للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، تم قبوله اقتصادياً لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي هناك تأثير إيجابي لعائد عقود الخيارات على عائد سوق الكويت للأوراق المالية، فزيادة عائد عقود الخيارات بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة عائد سوق الكويت للأوراق المالية ب 0,6467 وحدة.

وتم رفض النموذج إحصائياً عند درجة ثقة 95%، وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أثبتت عدم معنوية المعلمتين  $B_0$  و  $B_1$ ، كما أثبت اختبار فيشر عدم معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج غير صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 5%.

بناء على النتائج السابقة، يمكن الاستنتاج بأن تطور عائد عقود الخيارات يؤدي إلى تطور عائد سوق الكويت للأوراق المالية ولكن بنسبة ضئيلة، بمعنى أن هناك عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار عند بناء النموذج، تساهم أكثر في تطور عائد سوق الكويت للأوراق المالية، وبالتالي في زيادة كفاءته.

**ثانياً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بتأثير معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات على معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية:**

من خلال النتائج المتوصل إليها، تم تسجيل تراجع تدريجي في معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات خلال فترة الدراسة (2009-2014)، حيث في سنة 2009 بلغ 0,0042، ويعد أعلى مستوى حققه في هاته السنة مقارنة بسنوات فترة الدراسة. ثم استمر معدل الرسملة

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

السوقية في الانخفاض ليصل إلى أدنى مستوياته سنتي 2013، 2014 على التوالي، حيث قدر بـ 0,0002. ويفسر هذا التراجع في معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات خلال كامل فترة الدراسة، باعتبار هذه الأخيرة فترة حرجة، نظرا لآثار الأزمة المالية العالمية ومخلفاتها على سوق الكويت للأوراق المالية بصفة عامة، وعلى سوق الخيارات بصفة خاصة، كذلك تخوف المستثمرين من الاستثمار في عقود الخيارات، التي اعتبرت السبب الجوهري في نشوء الأزمة المالية العالمية.

من خلال اختبار العلاقة بين معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار البسيط، تم قبوله اقتصاديا لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي هناك تأثير إيجابي لمعدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات على معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، فزيادة معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية بـ 102,085 وحدة.

وتم قبول النموذج إحصائيا عند درجة ثقة 95%، وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أثبتت معنوية المعلمتين  $B_0$  و  $B_1$ ، كما أثبت اختبار فيشر معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 5%.

كما قدر معامل التحديد بـ 72%، بمعنى أن معدل الرسملة السوقية يفسر مقدار 72% من التغير في معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، أما 28% الباقية تفسرها عوامل أخرى لم نأخذها بعين الاعتبار عند بناء النموذج، بينما قدر معامل الارتباط بـ 84,9%، بمعنى أن هناك علاقة ارتباط قوية وطردية بين معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية.

بناء على النتائج السابقة، يمكن الاستنتاج بأن تطور معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات يؤدي إلى تطور معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، بمعنى أنه كلما اتسع حجم سوق الخيارات، كلما ساهم ذلك في زيادة قدرة سوق الكويت للأوراق المالية على تعبئة رؤوس الأموال وتوسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين، وبالتالي المساهمة في زيادة كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

**ثالثا: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بتأثير مؤشر سيولة سوق الخيارات على مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية:**

من خلال النتائج المتوصل إليها، تم تسجيل انخفاض تدريجي في مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (2009-2014)، حيث في سنة 2009 قدر معدل دوران عقود الخيارات بـ 0,48%، ويعد أعلى معدل دوران مقارنة بسنوات فترة الدراسة. ثم استمر معدل تداول عقود الخيارات في الانخفاض ليصل إلى أدنى مستوياته سنتي 2013، 2014 على التوالي، وقدر بـ 0,04%. ويفسر هذا التراجع في مؤشر سيولة سوق الخيارات

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية

خلال كامل فترة الدراسة، بتراجع تداول عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك لتخوف المستثمرين من التعامل بها بسبب السمعة السيئة التي اكتسبتها المشتقات المالية خلال فترة الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى اعتبارها أدوات مالية محرمة شرعا من طرف العديد من علماء الدين.

من خلال اختبار العلاقة بين مؤشر سيولة سوق الخيارات ومؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط، تم قبوله اقتصاديا لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي هناك تأثير إيجابي لمؤشر سيولة سوق الخيارات على مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية، فزيادة معدل تداول عقود الخيارات بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة معدل التداول في سوق الكويت للأوراق المالية ب 170,65 وحدة.

وتم قبول النموذج إحصائيا عند درجة ثقة 95%، وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أثبتت معنوية المعلمة  $B_1$ ، كما أثبت اختبار فيشر معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 5%.

كما قدر معامل التحديد ب 78%، بمعنى أن مؤشر سيولة سوق الخيارات يفسر مقدار 78% من التغير في مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية، أما 22% الباقية تفسرها عوامل أخرى لم نأخذها بعين الاعتبار عند بناء النموذج، بينما قدر معامل الارتباط ب 88%، بمعنى أن هناك علاقة ارتباط قوية وطرديّة بين مؤشر سيولة سوق الخيارات ومؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية.

بناء على النتائج السابقة، يمكن الاستنتاج بأن تطور مؤشر سيولة سوق الخيارات يؤدي إلى تطور مؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية، بمعنى أنه كلما زاد حجم التداول في سوق الخيارات، كلما ساهم ذلك في زيادة حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية دون أن يكون لذلك تأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وبالتالي المساهمة في زيادة كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### خلاصة:

خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم اتخاذ سوق الكويت للأوراق المالية كعينة للدراسة، كونه السوق العربي الوحيد الذي يتم فيه تداول عقود الخيارات، حيث تم التعريف بكل من سوق الكويت للأوراق المالية وسوق الخيارات، كما تم قياس مؤشرات كفاءة سوق الكويت المالي وكذا اختبار صيغ كفاءته خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2015، إضافة إلى قياس مدى تأثير عقود الخيارات على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2014. وخلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية كفاء في صيغته الضعيفة، وأن تداول عقود الخيارات يؤثر إيجابيا على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### الخاتمة العامة:

جاءت هذه الدراسة لتوضيح أثر عقود الخيارات على كفاءة السوق المالي، فقد أسهم ظهور الأسواق المالية في تنويع مصادر التمويل للمستثمر، حيث توفر له إمكانية الحصول على رؤوس الأموال، وتوجيهها نحو الاستثمار الأمثل. وفي ظل التقلبات الشديدة لأسعار الفائدة، العملات والأوراق المالية، تزايد الاهتمام ببناء محافظ استثمارية للتحوط بواسطة استخدام المشتقات المالية، خاصة عقود الخيارات التي لها قدرة كبيرة على مواجهة التقلبات السعرية في السوق المالي، وذلك بناء على توقعات المستثمرين، الذين يرغبون في تحقيق عوائد معتبرة بأقل التكاليف، إضافة إلى تقليل المخاطر. بمعنى آخر، أنه مهما زاد حجم تداول الأوراق المالية، ومهما كان الوقت الذي تم تداولها فيه، فإن أسعارها لا تتأثر. كما تساهم في تنشيط السوق المالي، من خلال زيادة حجم التداول وتعدد الفرص الاستثمارية، وبالتالي اتساعه وزيادة عمقه، بما يؤدي في الأخير إلى دعم كفاءته.

### نتائج اختبار الفرضيات:

- الفرضية الأولى: في ظل السوق المالي الكفاء، تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة جميع المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة لها، سواء كانت معلومات تاريخية، عامة أو خاصة، فتتغير الأسعار بشكل عشوائي تبعا لطبيعة تلك المعلومات المتدفقة للسوق المالي، وبالتالي فإن القيمة السوقية للورقة المالية المتداولة في السوق المالي الكفاء هي قيمة عادلة تعكس قيمتها الحقيقية، حيث تتساوى قيمتها السوقية مع قيمتها الحقيقية، كنتيجة لقرارات المستثمرين، وبالتالي استحالة أي من المتعاملين تحقيق عوائد غير عادية تزيد عن العائد الكافي للتعويض عن الاستثمار فيها، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- الفرضية الثانية: تعتبر عقود الخيارات وسيلة مهمة للحصول على المعلومات المتعلقة بتوجهات المستثمرين للأسعار المستقبلية، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق المالي، وبالتالي يتمتع المستثمر من خلال تعامله بهذه الأداة المشتقة بفرص متعددة لتكوين مراكز مالية أو إلغائها تبعا لحاجياته ورغباته، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالي وزيادة تداول الأصل المتعاقد عليه، كما أن التعامل في سوق الخيارات يتميز بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسها فيه، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة السوق المالي، حيث يصبح السوق المالي أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل. وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- الفرضية الثالثة: أثبت اختبار الأنماط الطارئة على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2015)، أن التغيرات المتتالية فيه مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى لا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية للتنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل، أي أن سوق الكويت للأوراق المالية كفاء في صيغته الضعيفة، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

- الفرضية الرابعة: أثبت تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط بين: معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، مؤشر سيولة سوق الخيارات ومؤشر سيولة سوق الكويت للأوراق المالية، وجود ارتباط قوي طردي بين كل متغيرين على التوالي، بمعنى يوجد ارتباط بين عقود الخيارات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة.

**نتائج الدراسة:** تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تهدف الأسواق المالية لتأمين السيولة، وتشجيع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية.

- تسهم فرضية كفاءة السوق المالي في التخصيص الكفاء والأمثل للموارد والاستثمارات، مما يؤدي إلى تساوي فرص الاستثمار بين المتعاملين، وعدم قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

- في ظل السوق المالي الكفاء، يتغير سعر الورقة المالية تبعاً لطبيعة المعلومات المتدفقة للسوق، بحيث تتساوى القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية.

- تعد طبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق المالي، المحدد الرئيسي لصيغ كفاءته، حيث تحدد المعلومات التاريخية المنعكسة على سعر الورقة المالية الصيغة الضعيف للكفاءة، وإذا أضفنا إليها المعلومات العامة تتحدد الصيغة المتوسطة للكفاءة، بينما تتحدد الصيغة القوية للكفاءة بكل المعلومات سابقة الذكر مضافاً إليها المعلومات الخاصة.

- يساعد التحليل الأساسي المستثمر في اختيار الأوراق المالية المقيمة بأعلى أو أدنى من قيمتها الحقيقية، بينما يفيد التحليل الفني في تحديد الوقت المناسب للاستثمار.

- يعترف التحليل الأساسي بفرضية كفاءة السوق المالي في صيغته الضعيفة، أما التحليل الفني فلا يعترف بها في جميع صيغه.

- تقيس مؤشرات السوق المالي والمتمثلة في: معدل الرسملة السوقية، مؤشر سيولة السوق ومؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، كفاءته أو عدم كفاءته.

- تعتبر عقود الخيارات من أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق المشتقات المالية، لأهميتها بالنسبة للمستثمرين في التحوط ضد المخاطر التي قد تحدث مستقبلاً، فضلاً عن إمكانية تحقيقهم عوائد معتبرة بفرص متساوية، بشرط أن يعرف المستثمر كيفية التعامل بها.

- التعامل بعقود الخيارات من شأنه أن يحسن من سيولة السوق المالي، ويقلل من تكاليف المعاملات المرتبطة بها، إضافة إلى تنشيط السوق المالي وزيادة حجم التداول، مما يسهم في دعم كفاءته.

أما فيما يخص الدراسة التطبيقية، فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تبين من خلال حساب مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية والمتمثلة في : مؤشر معدل الرسملة السوقية أن سوق الكويت للأوراق المالية قد سجل نمواً إيجابياً خلال الفترة (2006-2015)، وهو ما يعكس قدرته على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار. أما حسب

## الخاتمة العامة

- مؤشر عدد الشركات المدرجة، فقد سجل نمواً إيجابياً، وهو ما يدل على اتساعه واتجاهه نحو الكفاءة. أما بالنسبة لمؤشر سيولة السوق، فقد سجل سوق الكويت للأوراق المالية نمواً إيجابياً في قيمة التداول، وهو ما يدل على نشاطه وسرعة تطوره.
- أثبتت نتائج اختبار الأنماط الطارئة أن سوق الكويت للأوراق المالية كفاء في صيغته الضعيفة، لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائياً.
  - أثبتت نتائج تقدير نموذج الانحدار البسيط الذي تم بناءه بين مؤشر السوق والمتغيرات الاقتصادية الخارجية، والمتمثلة في: معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي، أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفاء في صيغته المتوسطة، لأن مؤشر السوق لم يستجيب للتغيرات الحاصلة في العوامل الاقتصادية الخارجية.
  - أثبتت نتائج تقدير نموذج الانحدار البسيط الذي يربط بين العوائد السنوية لعقود الخيارات والعوائد السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)، أنه لا يوجد ارتباط طردي بينهما.
  - أثبتت نتائج تقدير نموذج الانحدار البسيط الذي يربط بين معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات ومعدل الرسملة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)، أنه يوجد ارتباط طردي موجب قوي بينهما.
  - أثبتت نتائج تقدير نموذج الانحدار البسيط الذي يربط بين مؤشر السيولة لسوق الخيارات ومؤشر السيولة لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)، أنه يوجد ارتباط طردي موجب قوي بينهما.
  - أثبتت نتائج التحليل أن تداول عقود الخيارات يؤثر إيجابياً على كفاءة السوق المالي.

### الاقتراحات: على أساس النتائج المستخلصة، يمكن اقتراح ما يلي:

- العمل على نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية لدى المجتمع، لما لها من أهمية في تنمية الاقتصاد وتعبئة رؤوس الأموال.
- تشجيع المستثمرين على التعامل بعقود الخيارات، لما توفره من مزايا وخصائص، قد تفنقدها الأدوات المالية الأخرى.
- توحيد الفتاوى الفقهية حول أحكام التعامل بعقود الخيارات، والخروج من دائرة الجدل القائم بين مؤيدي ومعارض الخيارات المالية، بغرض انتشار هذه الأدوات في الأسواق المالية العربية الأخرى.
- الاستعانة بخبراء ماليين في مجال المشتقات المالية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في عقود الخيارات، من أجل تحقيق العوائد والتحوط ضد مخاطر السوق المالي.

## الخاتمة العامة

- العمل على تنظيم وتطوير سوق الكويت للأوراق المالية، وتحسين مستوى كفاءته من خلال تحقيق العدالة والشفافية الكاملة في معاملات الأوراق المالية، هذا إلى جانب مراقبة الإفصاح الكامل للمعلومات المتعلقة بتداول الأوراق المالية والجهات المصدرة لها، حتى يتمكن السوق من تحقيق السعر الحقيقي والعاقل للأوراق المالية المتداولة فيه.
- العمل على تطوير الإجراءات الكفيلة بتقليل المخاطر المرتبطة بالمعاملات في سوق الكويت للأوراق المالية، وكذلك العمل على تخفيض تكاليف هذه المعاملات، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة.
- العمل على تطوير سوق الخيارات الكويتي، من خلال تطوير أنظمة التداول، إلى جانب تنظيم وتوفير المعلومات اللازمة عن تداول عقود الخيارات للراغبين في الاستثمار، والعمل على تحقيق الشفافية والعدالة في تداول عقود الخيارات.
- تنويع الخيارات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، فهي تقتصر على تداول خيارات الشراء على الأسهم فقط.

### آفاق الدراسة:

هذه الدراسة وما توصلت إليه من نتائج، ما هي إلا الخطوة الأولى في سلسلة من البحوث العلمية التي تمس الموضوع المعالج سواء من قريب أو بعيد، وما زالت تحتاج إلى مزيد من البحث والتحليل مثل: المقارنة بين المخاطر التي تغطيها عقود الخيارات في السوق المالي وبين المخاطر الناجمة عنها في نفس الوقت، تسعير الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك وشولز، الربط بين عقود الخيارات ومحافظ التحوط، المقارنة بين عقود الخيارات والصكوك الإسلامية... الخ.

## قائمة المراجع

### قائمة المراجع:

### I/ مراجع باللغة العربية:

#### أولاً: الكتب:

- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2004.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر، الأردن، 2010.
- 4- أسعد حميد عبيد العلي، إستراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005.
- 5- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 6- جلال البناء، الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى، مصر، ط1، 2007.
- 7- جمال جويدان، إبراهيم الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2002.
- 8- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري، الأردن، 2011.
- 9- حسني خريوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران، الأردن، 2013.
- 10- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، ط1، 2002.
- 11- خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، دار المسيرة للنشر، الأردن، 1999.
- 12- دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 13- رضوان حلوه حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2003.
- 14- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- 15- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2001.
- 16- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، ط1، 2005.
- 17- صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003.
- 18- طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الإعداد والعرض والتحليل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 19- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 20- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 21- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 22- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010.

## قائمة المراجع

- 23- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 24- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، 2010.
- 25- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- 26- لطفي أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 27- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 28- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر، الجزائر، 2011.
- 29- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2، 1997.
- 30- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 31- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 32- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 1998.
- 33- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، بغداد، 2010.
- 34- محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 35- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق مالية-بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 36- مروان عطوان، الأسواق المالية (البورصات)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 2006.
- 37- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- 38- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.
- 39- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- 40- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 41- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 42- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
- 43- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: عقود الخيارات، ج3، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 44- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008.
- 45- مهدي زويلف، تحسين الطراونة، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، ط1، 1998.
- 46- مؤيد عبد الرحمان الدوري، عقل سعيد جمعة، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر، الأردن، 2012.
- 47- نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر، 2003.

## قائمة المراجع

- 48- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2008.
- 49- وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- ثانيا: الرسائل العلمية:
- 1- عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010.
- 2- محفوظ جبار، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 1997.
- ثالثا: مواقع الأنترنت:
- 1- المركز المالي الكويتي، خصائص عقد خيارات فرصة، من الموقع:  
<http://www.markaz.com/Options-Market/Options-Literature/Forsa-Option-Contract-pecifications.aspx>
- 2- إبراهيم السيد الدسوقي، التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد 3، العدد 1، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، الرياض، 1990، من الموقع:  
[http://spc.kau.edu.sa/Show\\_Res.aspx?Site\\_ID=320&LNG=AR...](http://spc.kau.edu.sa/Show_Res.aspx?Site_ID=320&LNG=AR...)
- 3- إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، العدد 9، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2009، من الموقع:  
<http://www.amf.org.ae/...م-العربية-الاوراق-المالية-العربية>
- 4- جليل كاظم مدلولي العارضي، نماذج تسعير الخيارات المتقدمة ودورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار وبناء محفظة التحوط، دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، مجلة آداب الكوفة، العدد 5، جامعة الكوفة، العراق، 2009، من الموقع:  
<http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa.../182>
- 5- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، سوريا، 2011، من الموقع:  
<http://dspace.univ-setif.dz:8888/jspui/handle/123456789/797>
- 6- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، من الموقع:  
<http://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/1368/1/Daoui-Khaira.pdf>
- 7- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود-مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2006، من الموقع:  
<http://www.univ-bouira.dz/fr/images/uamob/fichiers/Theses/Boukesani.pdf>
- 8- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007، من الموقع:  
[http://theses.univbatna.dz/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download&gid=2858&Itemid=](http://theses.univbatna.dz/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=2858&Itemid=)
- 9- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم

## قائمة المراجع

الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015، من الموقع:

[http://theses.univ-batna.dz/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download...](http://theses.univ-batna.dz/index.php?option=com_docman&task=doc_download...)

10- زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص منازعات ضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006، من الموقع:

<http://theses.ju.edu.jo/Original.../JUA0629318.pdf>

11- زينب بوقاعة، ريمة برارمة، تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5-6 ماي 2014، من الموقع:

<http://eco.univ-setif.dz/uploads/1.a.pdf>

12- سالم عبد العزيز الصباح، برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية في الكويت، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2009، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/.../الازمة-تداعيات-لمواجهة-المالي-الاستقرار-برنامج>

13- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، من الموقع:

[http://www.thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco\\_m4\\_2015.pdf](http://www.thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco_m4_2015.pdf)

14- سميرة بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، من الموقع:

<http://www.bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABEL3173>

15- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، من الموقع:

<http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/AMOH2151.pdf>

16- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود-مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، من الموقع:

<http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ALAT3537.pdf>

17- سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، من الموقع:

[http://thesis.univ-biskra.dz/1513/1/Eco\\_d11\\_lmd\\_2015.pdf](http://thesis.univ-biskra.dz/1513/1/Eco_d11_lmd_2015.pdf)

18- سوق الكويت للأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx>

19- سوق الكويت للأوراق المالية، مؤشر السوق، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Trading.aspx>

## قائمة المراجع

- 20- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير الاقتصادية السنوية، من الموقع:  
<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>
- 21- سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير الاقتصادي السنوي، 2012، من الموقع:  
<http://www.kuwaitse.com/Portal/Report/KSEAnnual2012.pdf>
- 22- سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي: ملخص السوق السنوي، 2015، من الموقع:  
<http://www.downloads.kuwaitse.com/Portal/KSEReports//51201613234741mainpageannual2015AR.pdf>
- 23- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010، من الموقع:  
<http://dspace.univ-ouargla.dz:8080/jspui/bitstream/.../7535/.../R0713.pdf>
- 24- صندوق النقد الدولي، الناتج المحلي الإجمالي، من الموقع:  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/weodata/index.aspx>
- 25- صندوق النقد العربي، تداعيات الأزمة العالمية على اقتصادات الدول العربية: الفصل العاشر، من الموقع:  
[http://www.amf.org.ae/.../العاشر-20%فصل%20\(المحور%20%العاشر-20%...](http://www.amf.org.ae/.../العاشر-20%فصل%20(المحور%20%العاشر-20%...)
- 26- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية: الربع الرابع، من الموقع:  
<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>
- 27- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية: الربع الرابع، 2007، من الموقع:  
<http://www.amf.org.ae/ar/content/4th-quarterly-bulletin-2007>
- 28- صندوق النقد العربي، تحليل الأسواق المالية، أخبار وبيانات صحافية، 2013/01/27، من الموقع:  
<http://www.amf.org.ae/ar/content/المالية-الأسواق-تحليل-بدء-أعمال-دورة>
- 29- عبد الغاني دادن، علي بن الضب، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2012، من الموقع:  
<http://dspace.univ-biskra.dz:8080/jspui/handle/123456789/1294>
- 30- عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة العالمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، من الموقع:  
[http://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa\\_Abdelkader.pdf?idthese=3071](http://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa_Abdelkader.pdf?idthese=3071)
- 31- عبد الكريم رتيمي، تسعير الخيارات باستخدام نموذج ثنائي الحد وبناء محفظة التحوط، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014، من الموقع:  
[http://bu.univ-ouargla.dz/.../pdf/Retimi\\_Abdelkarim.pdf](http://bu.univ-ouargla.dz/.../pdf/Retimi_Abdelkarim.pdf)
- 32- عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت، مارس 2004، من الموقع:  
[http://www.arab-api.org/images/.../pdfs/90/90\\_develop\\_bridge27.pdf](http://www.arab-api.org/images/.../pdfs/90/90_develop_bridge27.pdf)

## قائمة المراجع

- 33- قاسم أديب شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013، من الموقع:  
<http://iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=72775>
- 34- لحسن جديدين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2012، من الموقع:  
<http://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/.../E0214.pdf>
- 35- ليلى محمد وليد بدران، المشتقات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الأساليب الكمية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2009، من الموقع:  
<http://www.tahasoft.com/books/361.doc>
- 36- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 3، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004، من الموقع:  
<http://dspace.univ-setif.dz:8888/jspui/handle/123456789/591>
- 37- محفوظ جبار، عديلة مريم، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010، من الموقع:  
<http://dspace.univ-setif.dz:8888/jspui/handle/123456789/780>
- 38- محمود المصري، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، من الموقع:  
<http://www.library.iugaza.edu.ps/thesis/93834.pdf>
- 39- محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية: عقود الخيارات، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، أيام 1-2 ديسمبر 2010، من الموقع:  
<http://iefpedia.com/.../المضاربات-الوهمية-السوقية-ودورها-ف>
- 40- محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، من الموقع:  
<http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/34.pdf>
- 41- مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، من الموقع:  
[http://www.thesis.univ-biskra.dz/1182/1/Eco\\_m7\\_2014.pdf](http://www.thesis.univ-biskra.dz/1182/1/Eco_m7_2014.pdf)
- 42- نبيل حركاتي، بودحوش عثمان، الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5-6 ماي 2014، من الموقع:  
<http://www.kantakji.com/media/175279/3218a.pdf>
- 43- نعيمة بارودي، أرسليم موالدي، بين الهندسة وإعادة أي تصميم سيتناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية، ورقة بحث مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5-6 ماي 2014، من الموقع:

II / المراجع باللغة الأجنبية:

أولاً: الكتب:

- 1- Bertrand Jacquillat, Bruno Solinik , **Les Marchés Financiers : Gestion Des Portefeuilles Et Des Risques**, Dunod , Paris, 3<sup>ème</sup> Edition, 1997.
- 2- Broquet Cobbaut , Gillet, Van Den Berg ,**Gestion De Portefeuille** ,Edition De Boeck Université, Bruxelles, 4<sup>ème</sup> Edition, 2004.
- 3- Didier Vitrac, **Tout Savoir Sur La Bourse**, Edition Gualano, Paris, 2001.
- 4- Jean- Laurent Vivianim , **Gestion De Portefeuille** , Dunod, Paris, 2<sup>ème</sup> Edition , 2001.
- 5- Patrick Topscalian , **Les Indices Boursiers Sur Actions**, Economica, Paris, 1996.
- 6- Philippe Gillet, **L'efficience Des Marchés Financiers**, Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> Edition, 2006.
- 7- P.Gobry, **Les Indices Boursiers Et Les Marchés D'indices Boursiers**, P.U.F, Paris, 1<sup>ère</sup> Edition, 1990.
- 8- R.Reic, **Système D'information Et Management Des Organisations**, Edition Vuribert, Paris, 1995.

ثانياً: مواقع الأنترنت:

- 1- André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirotte, **Finance : Synthèse De Cours Et Exercices corrigés** , Pearson Education , France, 2<sup>ème</sup> Edition, 2009. in : [http:// 197.14.51.10:81/pmb/GESTION2/FINANCE/Finance.pdf](http://197.14.51.10:81/pmb/GESTION2/FINANCE/Finance.pdf)
- 2- Charles Amo Yartey, **The Stock Market And The Financing Of Corporate Growth In Africa : The Case Of Ghana**, IMF Working Paper, WP /06/201, September 2006. in : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06201.pdf>.
- 3- C. Hull John, **Options, Futures And Other Derivatives**, Prentice Hall, Toronto, 5<sup>th</sup> Edition, 2006. in : [http:// www.fxfl.com/.../Hull-Options\\_%20Futures%20And](http://www.fxfl.com/.../Hull-Options_%20Futures%20And)
- 4- Elory Dimson And Massoud Mussavian, **A Brief History Of Market Efficiency**, European Financial Management Review, London Business Schools, England, Vol. 4, N 1, March 1998. in : [http:// citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.6...pdf](http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.6...pdf)
- 5- Eugene Fama, **Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work**, Journal Of Finance, Vol.25, May 1970. in : <http://down.cenet.org.cn/upfile/36/20058187426139.pdf>
- 6- Lionel Gabet, Frédéric Abergel, Ioane Muni Toke, **Introduction aux Mathématiques Financières**, Ecole Centrale, Paris, 2010. in : [http://lamp.ecp.fr/MAS/fiQuant/ioane\\_files/polyMathsFiS3.pdf](http://lamp.ecp.fr/MAS/fiQuant/ioane_files/polyMathsFiS3.pdf)
- 7- Mathieu Boudreault, **Une Introduction Aux Mathématiques De L'ingénierie Financière**, Document De Référence, Département De Mathématiques, Université Du Québec, Montréal, 2011. in : [http:// www.docfoc.com/ingenierie-financiere-math](http://www.docfoc.com/ingenierie-financiere-math)
- 8- pascal Barneto, Georges Gregorio, **Finance: Manuel et Application**, DUNOD, Paris, 1<sup>ère</sup> Edition, 2007. in : [http:// 197.14.51.10:81/.../FINANCE/DSCG%20%20Finance%20-%20Manuel...](http://197.14.51.10:81/.../FINANCE/DSCG%20%20Finance%20-%20Manuel...)

## قائمة المراجع

---

9-Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, **Principes De Gestion Financière**, Pearson Education, France, 8<sup>ème</sup> Edition, 2006. in :  
[http:// www.ebanque-pdf.com/fr principe-de-gestion-financiere-edition-pearson](http://www.ebanque-pdf.com/fr_principe-de-gestion-financiere-edition-pearson)

الملحق رقم 01

LS // Dependent Variable is KW IND				
Date: 05/13/16 Time: 13:24				
Sample: 2006 2015				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5460.269	2582.782	2.114103	0.0674
INF	51667.93	60457.90	0.854610	0.4176
R-squared	0.083657	Mean dependent var	7584.854	
Adjusted R-squared	-0.030885	S.D. dependent var	2181.129	
S.E. of regression	2214.555	Akaike info criterion	15.58247	
Sum squared resid	39234047	Schwarz criterion	15.64299	
Log likelihood	-90.10174	F-statistic	0.730359	
Durbin-Watson stat	0.970312	Prob(F-statistic)	0.417623	

الملحق رقم 02

LS // Dependent Variable is KW IND				
Date: 05/13/16 Time: 13:35				
Sample: 2006 2015				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18108.82	4173.853	4.338634	0.0025
TCH	-559785.4	220119.6	-2.543097	0.0345
R-squared	0.447030	Mean dependent var	7584.854	
Adjusted R-squared	0.377909	S.D. dependent var	2181.129	
S.E. of regression	1720.316	Akaike info criterion	15.07738	
Sum squared resid	23675900	Schwarz criterion	15.13790	
Log likelihood	-87.57630	F-statistic	6.467340	
Durbin-Watson stat	2.368683	Prob(F-statistic)	0.034544	

الملحق رقم 03

## قائمة الملاحق

LS // Dependent Variable is KW IND				
Date: 05/12/16 Time: 21:24				
Sample: 2006 2015				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7384.777	739.1064	9.991493	0.0000
PIB	3345.767	3936.299	0.849978	0.4200
R-squared	0.082828	Mean dependent var	7584.854	
Adjusted R-squared	-0.031819	S.D. dependent var	2181.129	
S.E. of regression	2215.558	Akaike info criterion	15.58338	
Sum squared resid	39269565	Schwarz criterion	15.64389	
Log likelihood	-90.10626	F-statistic	0.722462	
Durbin-Watson stat	1.172063	Prob(F-statistic)	0.420046	

### الملحق رقم 04

LS // Dependent Variable is KW R				
Date: 05/24/16 Time: 12:36				
Sample(adjusted): 2010 2014				
Included observations: 5 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.268151	0.200569	1.336952	0.2736
OPTR	0.646604	0.493103	1.311297	0.2811
R-squared	0.364339	Mean dependent var	0.039900	
Adjusted R-squared	0.152452	S.D. dependent var	0.242026	
S.E. of regression	0.222815	Akaike info criterion	-2.713656	
Sum squared resid	0.148939	Schwarz criterion	-2.869881	
Log likelihood	1.689448	F-statistic	1.719499	
Durbin-Watson stat	2.413921	Prob(F-statistic)	0.281091	

### الملحق رقم 05

## قائمة الملاحق

LS // Dependent Variable is KWV				
Date: 05/24/16 Time: 11:39				
Sample: 2009 2014				
Included observations: 6				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.538581	0.065473	8.226010	0.0012
OPTV	102.0852	31.83402	3.206795	0.0327
R-squared	0.719957	Mean dependent var	0.681500	
Adjusted R-squared	0.649947	S.D. dependent var	0.198570	
S.E. of regression	0.117484	Akaike info criterion	-4.021699	
Sum squared resid	0.055210	Schwarz criterion	-4.091112	
Log likelihood	5.551466	F-statistic	10.28354	
Durbin-Watson stat	2.598900	Prob(F-statistic)	0.032688	

### الملحق رقم 06

LS // Dependent Variable is KW L				
Date: 05/24/16 Time: 12:21				
Sample: 2009 2014				
Included observations: 6				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.142067	0.107942	1.316140	0.2585
OPTL	170.6507	45.54618	3.746762	0.0200
R-squared	0.778249	Mean dependent var	0.443550	
Adjusted R-squared	0.722811	S.D. dependent var	0.334752	
S.E. of regression	0.176243	Akaike info criterion	-3.210585	
Sum squared resid	0.124246	Schwarz criterion	-3.279998	
Log likelihood	3.118123	F-statistic	14.03823	
Durbin-Watson stat	1.777459	Prob(F-statistic)	0.020003	

### الملحق رقم 07

تطور العائد لكل من عقود الخيارات وسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2009-2014)

الوحدة: ألف دينار كويتي

السنة	القيمة السوقية	عائد عقود الخيارات	القيمة السوقية	عائد سوق الكويت
-------	----------------	--------------------	----------------	-----------------

## قائمة الملاحق

للأوراق المالية	لسوق الكويت		للخيارات	
/	26937000	/	128286,9	<b>2009</b>
+18,93	32035000	-33,69	85067,4	<b>2010</b>
-24,93	24050000	-55,92	37493,9	<b>2011</b>
-7,23	22312000	-60,29	14888,6	<b>2012</b>
+37,09	30587800	-16,58	12419,9	<b>2013</b>
-3,92	29387900	-10,02	11175,3	<b>2014</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

-سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير الاقتصادي السنوي، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>

### الملحق رقم 08

تطور معدل الرسملة السوقية لكل من سوق الخيارات وسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2009-

**2014)**

الوحدة: ألف دينار كويتي

معدل الرسملة السوقية لسوق الكويت	معدل الرسملة السوقية لسوق الخيارات	الناتج المحلي الإجمالي	القيمة السوقية للخيارات	السنة
0,883	0,0042	30496000	128286,9	<b>2009</b>
0,968	0,0026	33079000	85067,4	<b>2010</b>
0,566	0,0009	42511000	37493,9	<b>2011</b>
0,458	0,0003	48721000	14888,6	<b>2012</b>
0,613	0,0002	49863000	12419,9	<b>2013</b>
0,601	0,0002	48920000	11175,3	<b>2014</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

-سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير الاقتصادي السنوي، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>

-صندوق النقد الدولي، الناتج المحلي الإجمالي، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.inf.org/external/pubs/ft/weo/2016/weodata/index.aspx>

### الملحق رقم 09

تطور مؤشر سيولة سوق الخيارات وسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)

الوحدة: ألف دينار كويتي

معدل دوران الأسهم %	معدل دوران عقود الخيارات %	القيمة السوقية الإجمالية	قيمة الخيارات المتداولة	السنة
111,21	0,48	26937000	128286,9	<b>2009</b>
39,10	0,27	32035000	85067,4	<b>2010</b>
25,23	0,16	24050000	37493,9	<b>2011</b>

## قائمة الملاحق

32,34	0,07	22312000	14888,6	<b>2012</b>
37,24	0,04	30587800	12419,9	<b>2013</b>
21,01	0,04	29387900	11175,3	<b>2014</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

-سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير الاقتصادي السنوي، تاريخ الاطلاع: 2016/05/05، من الموقع:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Downloads.aspx>