



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي تبسة-



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: ...../2024

قسم: العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

في العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية

دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية

إشراف الدكتور:

د. سليم جابو

إعداد الطالبتين:

أمينة سعيدان

نعيمة شرقي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 01 جوان 2023

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
حنان دريد	أستاذ	رئيسا
سليم جابو	أستاذ محاضر "أ"	مشرفا ومقررا
أمينة بوتواتة	أستاذ مساعد "ب"	عضوا مناقشا

السنة الجامعية 2024/2023





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## الإهداء

"وأخر عودهم أن الحمد لله رب العالمين"

أهدي هذا العمل

إلى النور الذي أثار دمي، إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة إلى من غرس في روحي مكارم الاخلاق، إلى

فخري واعتزازي، أبي الغالي

إلى رفيقة أحلامي وملأكي الحارس، إلى القلب الكنون، أمي الغالية

إلى من راهنوا على نجاحي وكانوا سنداً وحصناً وحصناً إخوتي وأخواتي

إلى براعم العائلة، أبناء إخوتي وأخواتي

إلى رفيقة الدرب، زميلتي في البحث

إلى صديقات السنين وأصحاب الشرائد

إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز هذا العمل

## أمنية

## الإهداء

"ما سلكننا البدريات إلا بتسبيره وما بلغنا النخائيات إلا بتوفيقه وما حققنا الغايات إلا بفضلہ

فأحمد لله الذي وفقنا لثمنين هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية"

أهدي ثمرة جهدي

إلى العين الساهرة، من بسط ذراعيه ليسهل لنا الطريق، أبي الغالي

إلى من تخني أمام عظمتها الرهومات في وصفها تجل وترتخف الكلمات، أُمي الغالية

إلى نور حياتي، إخوتي وأخواتي

إلى براعم العائلة، معتر بالله وعبد الله سليل

إلى رقيقة ويلي، زميلتي في البحث

إلى كل من لم تسعهم ورفني ود سعهم قلبي

## نعيمه

## شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين  
وسيد الخلق وعلى آله وصحبه أجمعين وعلى أصحابه الأكرمين ومن  
تبعهم بإحسان إلى يوم الدين  
الحمد والشكر لله على نعمه وتوفيقه وتسييره كل السبل لإنجاز  
هذا البحث

بداية نتقدم بجزيل الشكر والتقدير والاحترام إلى الأستاذ  
الفاضل الدكتور "جابو سليم" ليس لتفضله بالإشراف على هذا  
البحث فحسب، وإنما لأخلاقه الحميدة وعلمه الواسع وتوجيهاته  
السديدة وإرشاداته القيمة التي كانت لها أكبر الأثر في إنجاز هذا  
البحث.

كما يشرفنا أن نتقدم بفائق الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء  
اللجنة على قبولهم مناقشة هذه المذكرة من أجل قراءتها وإبداء  
ملاحظاتهم داعين من الله عز وجل أن يحفظهم ويرعاهم.  
عسى الله أن يجعل خطواتنا سديدة ويوفقنا لما فيه خير لنا.

## ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية في بورصة عمان للأوراق المالية على المدى القصير والطويل، حيث تم اختيار مجموعة من الشركات مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، تمثلت في بنك القاهرة (CABK)، بنك الإتحاد (UBSI) وبنك الكويت الأردني (JOKB)، وذلك خلال الفترة الممتدة (2023-2024)، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على مؤشرات إدارة المخاطر على مدى فترتين.

توصلت الدراسة إلى أن هناك تفاوت في أداء الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بين الجيد والمتوازن والسيء، نتيجة لاستراتيجيات المشتقات المالية المستخدمة في المدى القصير والطويل، كما أن للمشتقات المالية دور كبير في التحوط وإدارة المخاطر، بحيث يسمح معدل العائد المطلوب على اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

**الكلمات المفتاحية:** مشتقات المالية؛ مضاربة؛ تحوط؛ عائد؛ مخاطر؛ إدارة المخاطر؛ معدل العائد المطلوب؛ سوق عمان للأوراق المالية.

**Abstract**

This study aims to investigate the role of financial derivatives in managing financial risks in the Amman Stock Exchange (ASE) over the short and long terms. A selection of companies listed on the ASE was chosen, including Cairo Amman Bank (CABK), Union Bank (UBSI), and Jordan Kuwait Bank (JOKB), during the period of 2023-2024. To achieve the study's objective, risk management indicators were relied upon over two periods. The study found a divergence in the performance of stocks listed on the ASE, ranging from good to balanced to poor, due to the financial derivatives strategies employed in both the short and long terms. Financial derivatives play a significant role in hedging and risk management, allowing the required rate of return to influence investment decisions in stocks listed on the ASE.

**Keywords:** financial derivatives; speculation; hedging; return; risks; risk management; required rate of return; Amman Stock Exchange.

# فهرس المحتويات



## فهرس المحتويات

شكروعرفان.....	
I.....	ملخص
II.....	فهرس المحتويات
VIII.....	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الأشكال
X.....	قائمة الاختصارات والرموز
أ.....	مقدمة عامة
1.....	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للمشتقات المالية ومخاطرها في سوق الأوراق المالية
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول: الأدبيات النظرية للمشتقات المالية والمخاطر في السوق المالي
3.....	المطلب الأول: ماهية المشتقات في سوق الأوراق المالي
3.....	أولاً: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية
6.....	ثانياً: مفاهيم حول المشتقات المالية
8.....	ثالثاً: أنواع المشتقات المالية
13.....	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول المخاطر المالية
13.....	أولاً: مفهوم المخاطر المالية وأنواعها
16.....	ثانياً: مفهوم إدارة المخاطر المالية
18.....	ثالثاً: إستراتيجيات إدارة المخاطر المالية
19.....	المطلب الثالث: علاقة المشتقات المالية بالمخاطر المالية في سوق الأوراق المالية
20.....	أولاً: استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر المالية
21.....	ثانياً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

23	ثالثا: دور عملية التغطية في إدارة المخاطر المالية .....
26	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية لدور المشتقات المالية في إدارة المخاطر .....
26	المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر القطاعات غير المصرفية .....
26	أولا: عرض نتائج دراسة بن يونس ياسر (2023) .....
27	ثانيا: عرض نتائج دراسة براء مازن بدوي عبد المجيد (2023) .....
27	ثالثا: عرض نتائج دراسة علان عثمان، حملة عز الدين (2016) .....
28	رابعا: عرض نتائج دراسة جمال معتوق، سعيدي يحيى (2015) .....
28	خامسا: عرض نتائج دراسة قايدى خميسي، لحسين عبد القادر (2015) .....
28	المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر القطاعات المصرفية .....
29	أولا: عرض نتائج دراسة نعيمة بلعيد، نصر ضو (2023) .....
29	ثانيا: عرض نتائج دراسة محمد، حشين (2023) .....
30	ثالثا: عرض نتائج دراسة سعد الله فائزة، شربال كريمة (2022) .....
30	رابعا: عرض نتائج دراسة همت عصام الدين السويقي (2021) .....
31	خامسا: عرض نتائج دراسة نصيرة بلي (2017) .....
31	المطلب الثالث: ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات .....
32	أولا: ما يميز الدراسة من حيث العينة .....
32	ثانيا: ما يميز الدراسة من حيث الفترة .....
32	ثالثا: ما يميز الدراسة من حيث الطريقة .....
32	رابعا: ما يميز الدراسة من حيث النتائج .....
33	خلاصة الفصل الأول .....
34	الفصل الثاني: دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر في سوق عمان للأوراق المالية .....
35	تمهيد .....

36	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
36	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة
36	أولاً: مجتمع الدراسة
37	ثانياً: عينة الدراسة
39	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
39	أولاً: أدوات الدراسة
39	ثانياً: المؤشرات المستخدمة في الدراسة
42	المبحث الثاني: عرض ومناقشة الدراسة
42	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
42	أولاً: عرض نتائج مؤشرات الأداء
46	ثانياً: عرض نتائج مؤشرات المخاطرة
49	ثالثاً: عرض نتائج مؤشرات العلاقة بين العوائد والمخاطر
51	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
51	أولاً: تحليل ومناقشة مؤشرات الأداء
52	ثانياً: تحليل ومناقشة مؤشرات المخاطرة
54	ثالثاً: تحليل ومناقشة مؤشرات العلاقة بين العائد والمخاطر
55	خلاصة الفصل الثاني
56	خاتمة عامة
60	قائمة المراجع
61	قائمة المصادر والمراجع
66	الملاحق

## قائمة الجداول

- الجدول رقم 1: نتائج مؤشرات جودة الأسهم على المدى القصير والطويل ..... 42
- الجدول رقم 2: مؤشرات عوائد الأسهم على المدى القصير والطويل ..... 45
- الجدول رقم 3: مؤشرات قياس المخاطر الكلية على المدى القصير والطويل ..... 46
- الجدول رقم 4: مؤشرات المخاطر المنتظمة على المدى القصير والطويل ..... 47
- الجدول رقم 5: مؤشرات المخاطر غير المنتظمة على المدى القصير والطويل ..... 48
- الجدول رقم 6: مؤشرات العلاقة بين العائد والمخاطر على المدى القصير والطويل ..... 49

## قائمة الأشكال

- الشكل رقم 1: التمثيل البياني لمؤشر شارب على المدى القصير والطويل ..... 43
- الشكل رقم 2: التمثيل البياني لمؤشر ترينور على المدى القصير والطويل ..... 44
- الشكل رقم 3: التمثيل البياني لمؤشر جنسن على المدى القصير والطويل ..... 44
- الشكل رقم 4: التمثيل البياني لمتوسط العائد على المدى القصير والطويل ..... 45
- الشكل رقم 5: التمثيل البياني للمخاطر الكلية على المدى القصير والطويل ..... 47
- الشكل رقم 6: التمثيل البياني للمخاطر المنتظمة على المدى القصير والطويل ..... 48
- الشكل رقم 7: التمثيل البياني للعائد المطلوب على المدى القصير والطويل ..... 50
- الشكل رقم 8: التمثيل البياني لمعامل الاختلاف على المدى القصير والطويل ..... 50

## قائمة الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار
بنك القاهرة عمان	Cairo Amman Bank	CABK
البنك الكويتي الأردني	Jordan Kuwait Bank	JOKB
بنك الإتحاد عمان	United Bank Amman	UBSI
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	Capital Asset Pricing Model	CAPM
معامل الإختلاف	Ecart Type	CV
الإنحراف المعياري	Standard Deviation	$\delta$
نموذج شارب	Sharp Model	SH
نموذج ترينور	Treynor Model	T
نموذج جانسن	Jonson Model	$\alpha$
بورصة عمان	Amman Stock Echanges	ASE

# مقدمة عامة



## 1. توطئة

أدى التغير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية إلى بروز أدوات ومنتجات مالية مبتكرة، تتمثل في المشتقات المالية حيث تساهم في تنشيط أسواق المال العالمية ومكوناتها، إذ يعتبر سوق الأوراق المالية وسيلة لتنفيذ خطط التنمية والربط بين اقتصاديات العالم في ظل التغيرات التي تطرأ على أسعار الصرف والفائدة وزيادة المخاطر المالية التي أصبحت مهددة لاستقرار الاقتصاديات العالمية والمحلية، ومن المهم تحديد هذه المخاطر وإدارتها بشكل مناسب يهدف إلى توفير حلول إبداعية تساعد على جعل هذه الأسواق أكثر كفاءة واستقرار وإتاحة ظروف أفضل للتغطية ضد هذه المخاطر.

## 2. طرح الإشكالية

عرفت المشتقات المالية تطوراً كبيراً في الأسواق المالية العالمية، ومن بين هذه الأسواق بورصة عمان حيث تهدف إلى توفير سوق مالي منظم لتداول الأوراق المالية ولفهم العوامل التي تؤثر على استقراره تم اعتماد المشتقات كأداة لإدارة المخاطر المالية وعلى هذا الأساس فإن التساؤل الجوهري التي تحاول الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته كالآتي:

ما مدى مساهمة المشتقات المالية في إدارة المخاطر في سوق عمان للأوراق المالية؟

- ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة هذه الإشكالية إلى التساؤلات الجزئية أدناه:
- ✓ كيف تفسر سلوكيات المستثمرين في تداول المشتقات المالية على أداء الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على المدى القصير والطويل؟؛
- ✓ كيف تساهم استخدامات المشتقات المالية في مستوى المخاطر الكلية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على المدى القصير والطويل؟؛
- ✓ ما مدى حساسية تقلبات عوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بمخاطر السوق على المدى القصير والطويل؟؛
- ✓ ما مدى إمكانية التحكم في مخاطر الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على المدى القصير والطويل؟؛
- ✓ كيف تساهم المشتقات المالية في إدارة مخاطر الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على المدى القصير والطويل؟.

## 3. فرضيات البحث

- كمحاولة مبدئية للإجابة عن تساؤلات البحث تم صياغة الفرضيات الجزئية التالية:
- ✓ هناك تفاوت في أداء الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بين الجيد والمتوازن والسيء، وتختلف سلوكيات المستثمرين في المشتقات المالية في المدى الطويل نتيجة لتنوع الأداء؛
  - ✓ تساهم سلوكيات المستثمرين في مستوى المخاطر الكلية بين الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية مقارنة بمخاطر السوق عند استخدام المشتقات المالية لأغراض المضاربة والتحوط؛
  - ✓ تتقلب عوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بدرجة أقل بعوائد السوق على المدى القصير والطويل، وذلك نتيجة استخدام المشتقات المالية؛
  - ✓ هناك تفاوت في التحكم في مخاطر الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على المدى القصير والطويل، إذ أن هناك العوامل التي تجعل بعض الأسهم أكثر قابلية للتحكم في مخاطرها مقارنة بغيرها؛
  - ✓ للمشتقات المالية دور كبير في التحوط وإدارة المخاطر، بحيث يسمح معدل العائد المطلوب على اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

## 4. أسباب اختيار البحث

اختيار موضوع هذا البحث المعنون "بالمشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر في سوق عمان للأوراق المالية" كان لعدة دوافع أهمها:

- تلاءم طبيعة التخصص (مالية المؤسسة) مع الموضوع، وكذا الميول الشخصي في معالجة موضوع المشتقات المالية؛
- كون موضوع البحث من المواضيع الحساسة والمطروحة في البحوث الاقتصادية؛
- الرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بالمشتقات المالية في إدارة المخاطر.

## 5. أهداف البحث

يعتبر الهدف الأساسي من هذا البحث هو التعرف على دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية ويمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية:

- محاولة تعريف كل من سوق الأوراق المالية والمشتقات المالية والمخاطر وتحديد الإطار النظري لهم؛
- محاولة التعرف على أهم إستراتيجيات المشتقات المالية المستخدمة لإدارة المخاطر المالية؛
- تحديد أدوات المشتقات المالية المستخدمة في إدارة المخاطر المالية؛

- محاولة التعرف على بورصة عمان وأبرز أسهمها التي تتعامل بالمشتقات المالية؛
- تحليل أهمية استخدام المشتقات على المخاطر المالية لسوق عمان للأوراق المالية.

#### 6. أهمية البحث

تبرز أهمية البحث من خلال الدور الذي تلعبه المشتقات المالية كأداة لتغطية المخاطر المالية، حيث تساعد هذه الأخيرة في تقليل أو حد من المخاطر المالية أي إدارتها.

#### 7. إطار البحث

يهتم هذا البحث "بالمشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية" تم اعتماد مجموعة من المعايير لاختبار عينة الدراسة من بينها أن هذه الشركات تتعامل بالمشتقات المالية إضافة إلى أن هذه الشركات تتداول أوراقها في سوق عمان للأوراق المالية على مدار فترة الدراسة، وبعد تبويب الشركات تم اختيار البنك الأردني الكويتي (JOKB)، وبنك الإتحاد (UBSI)، وبنك القاهرة عمان (CABK) كعينة للدراسة خلال الفترة (2023-2024)، واختبار مساهمة المشتقات في المدى الطويل والقصير في إدارة المخاطر.

#### 8. منهج البحث

سعيًا لتحقيق غاية هذا البحث والإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات وتماشيا مع مقتضيات الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع استخدام بعض الإحصاءات الخاصة بالبورصة وتحليلها، ومن بين الأدوات المنهجية المتبعة أيضا فقد تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة، حيث تم جمع البيانات الخاصة بالأسهم بالاعتماد على الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة عمان، ومن أجل عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية، يتم استخدام صيغ رياضية وذلك بالاستعانة ببعض البرامج المعلوماتية المتخصصة (Excel16)

#### 9. صعوبات البحث

- من بين الصعوبات التي واجهت الطالبتين أثناء إعداد البحث، ما يلي:
- صعوبة الحصول على البيانات الخاصة بالأسهم المتداولة في بورصة عمان في شكل مجمع، مما تطلب منا جمع قاعدة بيانات ضخمة باستخدام برنامج تعلم الآلة، وهذا بالاستعانة مع متخصصين في المجال؛
- عدم مجانية البيانات مما يتطلب التعامل بالبطاقات الائتمانية.

## 10. مرجعية البحث

يوجد من الرسائل والمقالات ما تناول بعض عناصر هذا الموضوع بشكل جزئي، سواء من ناحية المتغيرات أو من ناحية الطرق والأدوات المستخدمة في الدراسة.

يلاحظ من خلال المصادر والمراجع التي تم الاطلاع عليها حول هذا الموضوع، أن معظم الدراسات متقاربة عموماً وتصب في موضوع تداول المشتقات المالية والمخاطر المالية، غير أنه من خلال هذه الدراسة، يسعى إلى تسليط الضوء على دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية على المدى القصير والطويل، وهو الجانب الذي أهملته معظم الدراسات، بالإضافة إلى العمل على التوصل إلى توصيات من شأنها أن تعزز هذا الجانب.

## 11. هيكل البحث

قصد الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الدراسة، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين عالجن فيها مباحث ومطالب، يتناول كل منهما جانباً من جوانب الموضوع وذلك بتخصيص فصل نظري وفصل للجانب تطبيقي بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة، حيث تناولنا في الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية للمشتقات والمخاطر في سوق الأوراق المالية، والعلاقة بين كلا من المشتقات المالية وإدارة المخاطر المالية، أما الفصل الثاني يأتي للتطرق إلى الجانب التطبيقي، حيث تم تقسيمه أيضاً إلى مبحثين، خصص الأول لعرض عينة الدراسة بالإضافة إلى الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض ومناقشة نتائج الدراسة.

الأدبيات النظرية والتطبيقية للمشتقات  
المالية ومخاطرها في سوق الأوراق المالية



## تمهيد

تستخدم المشتقات المالية كأداة مالية ناجعة لتوفير كفاءة واستقرار سوق الأوراق المالية وتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها وأبرزها إدارة المخاطر، حيث تساهم في تغطية مخاطر السوق وبذلك توفر خاصية العمق والاتساع في اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءة هذه الأسواق واستقرارها، ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: تم التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية وظائفه، وماهية المشتقات المالية وأنواعها، وكذا مفهوم المخاطر المالية وأدوات قياسها، العلاقة التي تربط المشتقات المالية بالمخاطر المالية.

المبحث الثاني: تم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة.

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية للمشتقات المالية والمخاطر في السوق المالي

تعد المشتقات المالية أداة مهمة تستخدم للحد والتقليل من المخاطر المالية والتغطية ضدها، كما تلعب دور في تفعيل وظائف سوق الأوراق المالية والحفاظ على استقراره.

### المطلب الأول: ماهية المشتقات في سوق الأوراق المالية

يرتكز السوق المالي على الابتكار والإبداع لتحقيق الريادة من خلال الاستثمار في ما يسمى بالمشتقات المالية، باعتبارها أداة مالية مستحدثة تشتق قيمتها من الأصل الأساسي تبعاً لظروف السوق.

### أولاً: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

حظيت سوق الأوراق المالية بتطور واهتمام كبيرين من قبل الدول النامية والمتقدمة، وذلك راجع للدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في حشد رؤوس الأموال وتحويلها إلى استثمارات.

### 1- تعريف سوق الأوراق المالية

يقصد بسوق الأوراق المالية: "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي". (جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (رسالة ماجستير)، 2012، صفحة 4)

يعرف سوق الأوراق المالية على أنه: "مكان إلتقاء عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين، ويتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية"، حيث يجمع سوق الأوراق المالية المشتري لتلك الأوراق والبائعين وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا التجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن يجب توفر قنوات اتصال مؤثرة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة. (قندوز ع.، 2014، صفحة 28)

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن سوق الأوراق المالية هو فضاء يلتقي فيه كل من البائعين والمشتريين لتبادل الأصول المالية، وذلك لتمويل الإحتياجات من الأوراق المالية.

حيث ينقسم تركيب سوق الأوراق المالية من حيث الأجل إلى:

السوق الحاضرة (الفورية): التعامل في هذه الأسواق يمثل بالأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، وتمثل وظيفتها الأساسية في تجميع المدخرات ومن ثم توجيهها للاستثمار طويل الأجل. (أديب، 2018، صفحة 158)

السوق الآجلة: سميت بالسوق الآجلة لأن العقود المتداولة فيها تعقد في وقت وتنفذ في وقت لاحق (مستقبلاً) ويطلق على الأدوات المتداولة في هذه السوق إسم الأدوات المالية المشتقة. (موسى، 2015، صفحة 134)

كما ينقسم تركيب سوق الأوراق المالية من حيث التداول إلى: (أديب، 2018)

السوق الأولية: يتم التعامل في السوق الأولية بالأوراق المالية (الأسهم والسندات).

السوق الثانوية: وهي سوق تنتقل فيها الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل، وتتكون من نوعين:

السوق المنظمة: سوق تتصف بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كالشروط المتعلقة بالتسليم، بوضع الحد الأقصى لعقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد لكل أصل. (فائزة و كريمة، 2022، صفحة 21)

السوق غير المنظمة: السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييراً للنظام المالي الدولي بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيداً. (خميسي و لحسين، 2015، صفحة 31)

## 2- خصائص سوق الأوراق المالية

يتميز سوق الأوراق المالية بعدة خصائص تتمثل في: (سهيلة و هنده، 2017، صفحة 11، 10)

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة أساس العرض والطلب؛

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛

- التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛

- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصال فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع، بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من قبل فئات المستثمرين في مختلف أنحاء العالم.

### 3- أهمية سوق الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية مؤسسة حيوية بالنسبة للاقتصاد الوطني وشركات المساهمة وكذا الأفراد، حيث تعمل على جمع الادخار من القطاع العائلي ومن المؤسسات المختصة وتوجيهه لتمويل المؤسسات الاقتصادية والاقتصاد الوطني عموما، كما تساعد المؤسسات على نشر رأسمالها على الجمهور الراغب في الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يمكن التعبير عن أهمية سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية: (جابو، تحليل العلاقة بين نشاط بورصة الأوراق المالية وأدائها في ظل التقلبات السعيرية-دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، 2024)

- تعبئة الادخارات أي اعتبارها حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، حيث يتم توجيه التمويل من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي عن طريق توفير سيولة من خلال جمع رؤوس الأموال من المتعاملين الذين يملكون القدرة على التمويل الذاتي؛

- نشر الوعي الاستثماري، من خلال عرض الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية التي يصدرها المستثمرون أو وسطاء ماليون لتمويل مشاريع محددة أو توفير تسهيلات ائتمانية متداولة؛

- تمويل التنمية الاقتصادية، من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الأفراد لتمويل مشروعات التنمية؛

- التخصيص الأمثل للموارد، من خلال توجيهها بفعالية إلى المجالات التي تحقق أعلى درجات الربحية.

### 4- وظائف سوق الأوراق المالية

يؤدي السوق المالي وظائف عديدة تمكن من تحقيق استثمار أمثل للموارد المالية، تتمثل في: (صنية و

دحمان، 2017، صفحة 12، 13)

- توفير سوق مستمرة وسائلة، حرة ومنظمة لتداول الأوراق المالية؛

- تعمل على جذب الأموال العاطلة وتوظيفها في الدورة الاقتصادية، كما تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية؛
- قياس وضعيية الاقتصاد الوطني، حيث تعتبر البورصة مرآة عاكسة ومؤشرا للنشاط الاقتصادي، كما تساعد على التطبيق الكفئ للسياستين المالية والنقدية للدولة وفق ما تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة. وبالتالي التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي؛
- اكتشاف السعر، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشترين لتحديد سعر الأصل، أو بتغيير آخر معدل العائد المطلوب؛
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال للشركات؛
- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق؛
- تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة؛
- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات؛
- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.

### ثانيا: مفاهيم حول المشتقات المالية

حظت المشتقات المالية بعناية فائقة لما تحتويه من منافع سواء فيما يتعلق بتحسين معدلات الفائدة أو تحقيق عوائد محتملة لحماية المستثمرين من خطر الأسواق الناجمة عن تغيرات الأسعار غير المتوقعة، حيث تشتق قيمتها من قيمة مرجعية تستخدم لأغراض مختلفة على نطاق واسع للمضاربة والتحوط من المخاطر.

#### 1- تعريف المشتقات المالية

تعرف على أنها: "أدوات مالية يتم إشتقاقها من أصل نقدي ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى، يعتمد تسعير وأداء المشتقات المالية مثل المستقبلية، الخيارات والمقايضات بشكل كبير على الأصل محل التعاقد، تتم المتاجرة بالمشتقات في الأسواق المنظمة (البورصة) أو مباشرة عبر الهاتف أو الكمبيوتر وذلك في الأسواق غير المنظمة". (قندوز ع.، 2014، صفحة 81)، أي هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة. (رضوان،

## 2- خصائص المشتقات المالية

- تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية: (سهيلة و هنده، 2017، صفحة 36) (نغم حسين، صفحة 7)
- طبيعة العمليات خارج الميزانية: إذ تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كاملة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها؛
  - التعقيد: ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها وكيفية المحاسبة عنها؛
  - عدم وضوح القواعد المحاسبية: بسبب التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة الذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة؛
  - ترتبط بسعر فائدة أو سعر ورقة مالية أو سلعة؛
  - تستخدم للتحوط تجاه مخاطر التقلبات في أسعار الأصول مستقبلا؛
  - تتيح تحديد وتثبيت سعر الأصل محل التعاقد في الوقت الحاضر لتبادلها أو تسليمها مستقبلا.

## 3- أهمية المشتقات المالية

تلعب المشتقات المالية دورا مهما في سوق الأوراق المالية يتمثل في: (نورين، 2021، صفحة 15، 16) (إبراهيم و يحيى، صفحة 173، 174)

- 3-1- إدارة المخاطر: من خلال المشتقات المالية يمكن تجزئة المخاطر الموجودة بالأدوات المالية التقليدية، كمخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار الصرف، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر عن طريق عملية التحوط؛
- 3-2- زيادة الاستثمار: تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنوع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق؛

3-3- تخفيض التكاليف: تقلل المشتقات المالية من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، الأمر الذي يسهم في زيادة الكفاءة التشغيلية للأسواق؛

3-4- السيولة: تتمتع المشتقات المالية بسيولة عالية، مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز أو إلغائها تبعاً لحاجياته ورغباته؛

3-5- الزيادة في النمو الاقتصادي: إن تعدد المشتقات المالية أدى وجود الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات، الأمر الذي ساهم في نموها إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية، الأمر الذي من شأنه أن يزيد من فرص تحقيق الإيرادات ممثلة بالرسوم والعمولات؛

3-6- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش؛

3-7- سرعة تنفيذ الإستراتيجيات: نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الإستراتيجيات الاستثمارية؛

3-8- محاولة تحقيق سمة الكمال للبورصة: يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة.

### ثالثاً: أنواع المشتقات المالية

تشمل المشتقات المالية مجموعة من الأنواع تتمثل في:

#### 1- العقود الآجلة Forward Contracts

العقد الآجل هو: "عقد يبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق". (منير، 2003، صفحة 6) فالعقود الآجلة هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف عن العقود المستقبلية ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل في وقت ما، السعر السوقي للأصل. (بزاز و هدى، 2009)

وتتميز العقود الآجلة بعدة تصنيفات تتمثل في: (حنان و إكرام، 2023، صفحة 10)

### 1-1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة

تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل، ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

### 1-2- العقود الآجلة لأسعار الصرف

هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد، ويثبت حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

## 2- العقود المستقبلية Futures Contracts

على غرار العقود الآجلة فإن العقود المستقبلية هي: "اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات". (حماد، 2003، صفحة 16)

كما تعرف على أنها: "عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما بصورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الأخر على الوفاء بالتزاماته". (نورين، 2021)

وتتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد، ومن أبرز أنواعها ما يلي: (مريم، 2012، صفحة 33)

### 1-2- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة

هي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت، أي يكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداية.

## 2-2- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم

يتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق، وغالبا ما تتم تسوية هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.

## 2-3- العقود المستقبلية على العملات الأجنبية أو على أسعار الصرف

فيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

## 2-4- العقود المستقبلية على السلع

وهي عقود يتم إبرامها على سلع معينة.

## 3- عقود الخيارات Options Contracts

يعرف عقد الخيار على أنه: "العقد الذي يعطي لحامله الحق في شراء أصل أو ورقة معينة (ليس إلزاما) بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة أو في تاريخ معين بسعر متفق عليه مقدما على أن يبيع أو يشتري أصل معين كالأسم، وذلك مقابل مبلغ معين يدفعه البائع إلى المشتري وتسمى علاوة الإصدار، ويمكن استخدام الخيارات للتحكم والتغطية من المخاطر وكذلك كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق المالية". (عامر، 2017، صفحة 83)

تنقسم أنواع عقود الخيارات كما يلي:

## 3-1- على أساس نوع الصفقة

تتمثل في:

- عقود خيار الشراء: وهو عقد بين طرفين يمنح فيه محرر العقد للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم التنفيذ، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل المشتري على العلاوة أو سعر الخيار، ويتم تنفيذ العقد ويشتري الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- عقود خيار البيع: ويعطي هذا الخيار الحق للبائع في بيع الأصل بسعر معين دون الإلتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الإلتزام بالبيع. (لبرش و عوار، 2020)

- عقد 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 رهن بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتريا وإذا انخفضت كان بائعا. (الشايب و السخري، 2022)

### 2-3- على أساس تاريخ الاتفاق أو التنفيذ

- عقد الخيار الأمريكي: العقد الذي يسمح لمشتري العقد (الذي يدفع علاوة) بأن يمارس حقه في اختيار البيع أو الشراء وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

- عقد الخيار الأوروبي: العقد الذي يعطي لمشتري العقد الحق في اختيار التنفيذ عند تاريخ الاستحقاق فقط، أي نهاية فترة صلاحية العقد. (ربيع و جابر، 2019، صفحة 21)

### 3-3- على أساس التغطية

- عقود الخيار المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي إلتزاماته بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد في حالة عقد خيار الشراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طلب تنفيذ العقد، وكان العقد خيار البيع.

- عقود الخيار غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد، إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري إذا كان عقد خيار الشراء، أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا كان عقد خيار البيع. (عيساوي و حوحو، تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة، 2017، صفحة 340)

## 4- عقود المبادلات Contracts Swaps

تعرف على أنها: "اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية محددة". (الدوري و سعيد جمعة، 2012، صفحة 30)، وعقود المبادلة ملزمة للطرفين في العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن التحصيلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية بل إن تسوية عقد المبادلة تتم على فترات (دورية) شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية. (سهم، 2022، صفحة 200)

وتسمى كذلك المقايضة: " هي عقد مشتق يتبادل من خلاله طرفان، التدفقات النقدية من أداتين ماليتين مختلفتين مثلا قرضين بعمليتين مختلفتين، وبسعر فائدة مختلف" (قندوز ع.، 2022، صفحة 13)

من أهم أنواع عقود المبادلات ما يلي:

#### 1-4- مبادلة معدلات الفائدة Interest Rate Swap

مبادلة معدلات الفائدة هي اتفاق بين طرفين على تبادل دفع الفوائد، بعملة واحدة متفق عليها لمبلغ أساسي إفتراضي خلال فترة زمنية متفق عليها، وهذا العقد إذا تم لا يمكن تداوله بحرية وتشمل: (https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures., 2018)

- مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: يعتبر النوع الأكثر إنتشارا في هذه المبادلات ويسمى (الفانيلا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة.

- مبادلة أسعار الفائدة المتغير وغير المقيد: هي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد.

- مبادلة أسعار الفائدة المتغير والمقيد: هي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت محددة بحد معين.

- عقود المبادلة المختلطة: تقوم على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

#### 2-4- عقود مبادلة العملات Currency Swaps

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والأخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة، إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية. (بن يونس، 2023)

#### 3-4- عقود مبادلة حقوق الملكية Equity Swap

هو عقد لمبادلة توزيعات أرباح الأسهم والمكاسب الرأسمالية المحققة على مؤشر لأسهم ما بسعر فائدة ثابت بأخر سعر فائدة متغير (عائم). (همت، 2021، صفحة 375)

#### 4-4- عقود مبادلة السلع Commodity Swap

هو عقد مبادلة بين طرفين يتم الاتفاق بينهما على مبادلة كمية معينة من السلع وتبادل قيمتها. (بن يونس، 2023)

#### 4-5- عقود مبادلة الأسهم

هي الاتفاق على مبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل عائد على سهم أو أصل مالي آخر. (همت، 2021، صفحة 375)

#### 4-6- عقود مبادلات خيارية

وهي عبارة عن عقود تعطي حاملها الحق بأن ينفذ هذا الخيار إذا ما رغب بذلك أي يجري هذا الحامل المبادلة مع الغير دافعا للعلاوة المطلوبة. (همت، 2021، صفحة 375)

#### المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول المخاطر المالية

يعتبر الخطر من أهم المشاكل التي تتعرض لها الاسواق تؤثر عليه تأثيرا فعالا، ومن بينها المخاطر المالية التي ترتبط باستخدام أسعار الأصول المالية أو أسعار الفائدة أو أسعار الصرف.

#### أولا: مفهوم المخاطر المالية وأنواعها

تعتبر المخاطر المالية بشتى أنواعها من المشاكل التي تؤثر على الأداء المالي، حيث تشمل مخاطر التقلبات في حركة الأسواق المالية نتيجة التغير في مخاطر السوق.

#### 1- تعريف المخاطر المالية Financial Risks

ينظر للمخاطر المالية بأن: "مصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الإستدانة (الرافعة المالية)، يعود مصدر الخطر لحالة عدم التأكد التي قد تنتج عنها خسائر في حال إنخفاض العوائد المحققة عن المتوقعة، مما قد يجعل المؤسسة غير قادرة على تلبية إلتزاماتها". (بلعابد و غافوري ليلي، 2022)

كما تعرف على أنها: "إرتفاع مخاطر الإستغلال حسب اللجوء المتزايد إلى الإستدانة، أي زيادة الموارد المالية الخارجية مقارنة بالداخلية ومنه يؤثر سلبا على المردودية المالية للمؤسسة". (معتوق و سعیدی، 2015)

## 2- أنواع المخاطر المالية

تعرف بأنها الخسائر المحتملة في الأسواق، وتصنف إلى:

### 1-2- مخاطر الائتمان Credit Risks

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، وتقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير، يعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر إنتشاراً في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي إهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها. (مريم، 2012)

### 2-2- مخاطر السيولة Liquidity Risks

ترتبط باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب في توفير الأموال المقابلة لإلتزاماتها المستحقة، وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية الإلتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة. (بلعوز، 2010، صفحة 334)

### 3-2- مخاطر السوق Market Risks

هي المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف، الفائدة والأوراق المالية، وتؤثر على المؤسسة وعوائدها، (عيسوي و مرغاد، إستخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، 2014، صفحة 153) ومن أهم أنواع مخاطر السوق ما يلي:

#### 1-3-2- مخاطر أسعار الفائدة Interest Rate Risks

تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق، حيث يؤثر إرتفاع أو إنخفاض سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية، فإرتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها ووضع ثمنها كوديعة. (عبد الكريم، 2012)

#### 2-3-2- مخاطر أسعار الصرف Foreign Exchange Risks

هي المخاطر التي تنشأ نتيجة التقلبات أو التغيرات العكسية المحتملة في أسعار صرف العملات أو في المراكز المحتفظ بها من تلك العملات، وتشير أيضا للمخاطر التي يواجهها المستثمر عندما يحتاج إلى إغلاق مركز طويل

الأجل أو قصير الأجل في العملة الأجنبية عند الخسارة وذلك بسبب الحركة السلبية في أسعار الصرف. (عيساوي و مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، 2014)

### 2-3-3- Foreign Risks مخاطر أسعار الأصول

يرتبط بخاطر تقلبات الأسعار في لحضات، نظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

### 2-4- Settlement Risks مخاطر التسوية

هي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها أنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عنه تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولاسيما في يوم التنفيذ ذاته. (مريم، 2012، صفحة 72)

### 2-5- Operation and Management Risks المخاطر التشغيلية والإدارية

يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الإدارية. (الدوري و سعيد جمعة، 2012)

### 2-6- Legal Risks المخاطر القانونية

تنشأ هذه المخاطر عن سوء التوثيق في العقود وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات اللازمة للتعاقد، والوضع القانوني غير الواضح لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة التعثر أو الإفلاس. (موسى، 2015، صفحة 176)

### 2-7- Financial Leverage Risks مخاطر الرفع المالي

حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفهم. (مريم، 2012، صفحة 73)

## 3-مصادر المخاطر المالية

تصدر المخاطر المالية من عدة مصادر، نوردتها كالتالي: (ورداني و خالدية، 2019، صفحة 46)

- المخاطر المالية عن تعرض المنظمة لتغيرات في أسعار السوق مثل سعر الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع؛
- المخاطر المالية الناشئة عن أعمال وعمليات مع منظمات أخرى مثل الباعة والعملاء والأطراف المقابلة في العمليات المشتقة؛
- المخاطر المالية التي تنشأ عن أعمال داخلية أو فشل المنظمة وخاصة الأفراد والعمليات والنظم؛
- الأزمات المالية هي الأخرى مصدر للمخاطر المالية، وذلك لصعوبة التنبؤ بها ولذلك على المنظمة أن تأخذ بعين الاعتبار تشعب أحداث السوق غير العادية إلى الدرجة الممكنة في تخطيط إدارتهم للمخاطر، ومعنى هذا وجود إطار إدارة مالية كافة وفهم التعرضات الموجودة وتجنب الاعتماد الزائد على مقاييس المخاطر القائمة على الإحتمالات.

## ثانياً: مفهوم إدارة المخاطر المالية

يترتب على إدارة مخاطر المالية تخفيض مستوى المخاطر المالية عن طريق تقدير حجمها ومعالجتها كما تساعد على فهم العوامل التي تؤثر على الأداء المالي من خلال الاستعانة بمؤشرات الاداء المالي.

## 1- تعريف إدارة المخاطر المالية Financial Risks Management

تعرف بأنها: " تلك العملية التي يتم من خلالها مواجهة المخاطر وتحديدها، وقياسها ومراقبتها، والرقابة عليها، وذلك بهدف ضمان فهم كامل لها". (عامر، 2017، صفحة 80)

كما يمكن تعريفها على أنها: " عملية نظامية منتظمة لتحديد وتقييم الخسائر المادية الناتجة عن تحقق الأخطار التي تصيب الأفراد أو المؤسسات واختيار وتنفيذ أنسب الوسائل لمواجهة هذه الخسائر". (ورداني و خالدية، 2019، صفحة 50)

## 2- أهداف إدارة المخاطر المالية

تهدف إدارة المخاطر المالية إلى:

## 1-2- أهداف مباشرة

تتمثل فيما يلي: (مجدوب، 2019، صفحة 28)

- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المستثمرين، المودعين والدائنين؛
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط بالأوراق المالية والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار؛
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر المالية وعلى جميع مستوياتها؛
- العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية؛
- حماية الاستثمارات وذلك من خلال حماية قدرتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة؛
- إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعدها، وذلك بغرض منع وتقليل الخسائر المحتملة مع تحديد أية مخاطر واستخدام الأدوات التي تعود إلى دفع حدوثها أو تكرار مثل هذه المخاطر؛
- تقوم إدارة المخاطر بوضع تقارير دورية بشأن حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار؛
- أن إدارة المخاطر والتخطيط لإستمرارية العمل هما عملتين مربوطتين مع بعضها البعض ولا يجوز فصلهما، حيث أن عملية إدارة المخاطر توفر الكثير من المدخلات لعملية التخطيط لإستمرارية العمل.

## 2-2- أهداف غير مباشرة

تتمثل فيما يلي: (سمير، 2005، صفحة 20)

- البقاء والإستمرارية: الهدف الرئيسي لإدارة المخاطر هو الحفاظ على بقاء المؤسسة ككيان اقتصادي يفرض وجوده في بيئة الأعمال، والحفاظ على الفاعلية التشغيلية للمؤسسة وبالنسبة لمعظم المنظمات؛
- إستقرار الأرباح: تسهم إدارة المخاطر في الأداء الإجمالي للشركة خفض التباينات في الدخل التي تنتج من الخسائر المرتبطة بالمخاطر البحتة إلى أقل مستوى، وهو هدف مرغوب في حد ذاته، بالإضافة إلى ذلك فإن خفض التباين في الدخل يمكن أيضا أن يساعد في تقليل الضرائب على الأرباح مما يجعل العبء الضريبي طويل المدى للمنشأة سوف يكون أقل عندما تكون الأرباح مستقرة بمرور الوقت؛
- تقليل القلق والتوتر: يقصد به هدف تقليل القلق والتوتر، راحة البال التي تأتي من معرفة أنه قد تم وضع كافة التدابير المناسبة للتصدي للظروف المعاكسة؛

- تعظيم القيمة: إن الهدف النهائي لإدارة المخاطر هو نفس الهدف النهائي للوظائف الأخرى في أي مؤسسة وهو تعظيم قيمة المنظمة، ويرى أن هدف الإدارة عموماً وهدف المديرين الذين فوضت لهم المسؤوليات هو تعظيم القيمة، لأن القيمة هي التي تعكس القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة.

يمكن القول أن أهداف إدارة المخاطر تندرج تحت عملية البحث عن جميع المخاطر ودراستها وتحديد آثارها وطرق السيطرة عليها، والعمل على إيجاد طرق جديدة فاعلة ومناسبة للتخفيف منها وحلها ومعالجتها.

### 3- خطوات إدارة المخاطر المالية

تعتبر عملية إدارة المخاطر منهجاً للتعامل مع الأخطار، وبذلك تمر بمجموعة من الخطوات الرئيسية تتمثل في: (تومين و مكاوي، 2018)

3-1- تقرير الأهداف والغايات: تمثل الخطوة الأولى في عملية إدارة المخاطر في تحديد ما يود أن يفعله برنامج إدارة المخاطر بدقة؛

3-2- اكتشاف المخاطر المالية: تتطلب عملية اكتشاف الخطر تحديد هذا الأخير، حيث يؤثر تحققه في سير العمل بها ويتطلب اكتشاف الخطر والخسارة المحتملة الناتجة عنه مجهودات كبيرة من مدير الخطر، وذلك بأن الفشل في اكتشاف هذا الخطر وعدم إتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهة سيكون له نتائج سيئة تتمثل في أسلوب المعالجة مما قد يتسبب عنه خسائر كبيرة، لذلك تعتبر عملية اكتشاف الخطر من أهم برنامج إدارة الخطر لكونها أساساً للمراحل الأخرى في ذلك البرنامج؛

3-3- تقييم المخاطر: بعد أن يتم التعرف على المخاطر، يجب أن يتم بتقييمها، ويتضمن ذلك قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوث تلك الخسارة ثم ترتيب أولويات العمل.

### ثالثاً: إستراتيجيات إدارة المخاطر المالية

تتمثل الإستراتيجيات التي تدير المخاطر المالية في: (رضوان، 2005، صفحة 215) (عيد، 2011، صفحة

(232)

#### 1- إستراتيجية تجنب المخاطر

تمثل هذه الإستراتيجية في التجنب الكلي للمخاطر، وذلك من خلال محاولة تفادي النشاطات التي تؤدي إلى حدوث خطر ما، وعلى الرغم من أن التجنب يبدو حلاً لجميع المخاطر، إلا أنه قد يؤدي إلى الحرمان من الفوائد

والأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها من النشاط الذي تم تجنبه لا يمكن تجاوزها من طرف المؤسسة المالية مثل مقدار رأس المال المستخدم لتغطية الخسائر المحتملة، فعند وصول الخسائر عند ذلك الحد تتوقف عملية الاستثمار أو العملية المالية، فإذا كانت الحدود موضوعة بطريقة عملية يمكن مراقبة المخاطرة دون التخلص منها نهائياً.

## 2- إستراتيجية تحديد المخاطرة

تتمثل هذه الإستراتيجية في تقبل المخاطرة مع تثبيت حدود لها لا يمكن تجاوزها من طرف المؤسسة المالية مثل مقدار رأس المال المستخدم لتغطية الخسائر المحتملة، فعند وصول الخسائر عند ذلك الحد تتوقف عملية الاستثمار أو العملية المالية.

## 3- إستراتيجية نقل المخاطرة

عند تعرض المؤسسات المالية لمخاطرة معينة، فهي لا تريد بقاءها أو تزايدها، لذلك يتم التعامل مع المخاطر بنقلها إلى طرف آخر كما هو الحال بالنسبة للتأمين، إذ يتم نقل الخطر عن طريق العقود.

## 4- إستراتيجية تحمل المخاطرة

تتمثل هذه الإستراتيجية في تحمل المؤسسات المالية لتكلفة المخاطرة، ويتم ذلك من خلال حجز بعض من رأس المال على شكل احتياطات لمواجهة أي خطر غير متوقع.

## 5- إستراتيجية تغطية المخاطرة

يقصد بذلك تحديد مصدر الخطر، أي تدنية الخطر إلى الصفر ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر مثل التغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية.

## المطلب الثالث: علاقة المشتقات المالية بالمخاطر المالية في سوق الأوراق المالية

تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع التغيرات المالية والمخاطر الناجمة عنها، ومن هنا تظهر أهمية المشتقات كأدوات تستخدم لإدارة هذه المخاطر والتحوط ضدها.

### أولاً: استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر المالية

يهتم السوق المالي بدرجة كبيرة بعامل الخطر، حيث تصاعد إهتمام السوق المالي بتقلبات حادة في معدلات الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم، وللتحوط من المخاطر المالية تم استخدام المشتقات المالية كأداة مهمة تتيح ظروفًا للتغطية ضد المخاطر، من خلال قدرتها على إدارة التقلبات في مخاطر السوق.

#### 1- استخدام المشتقات المالية للتحوط من المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية

يجرى استخدام المشتقات المالية بغرض تقليل مخاطر الاستثمار وزيادتها، حيث يعتبر الاستثمار القائم على التحكيم، قائم على إستراتيجيات تسعى إلى تحقيق ربح من فروق في الأسعار الحالية بين سوقين لكسب عوائد دون مجازفة، كتداول أداة مالية ضد نظير مشتق لهذه الأداة، ويؤكد هنا صندوق النقد الدولي أن الأسواق المالية قد طورت وسائل غير محدودة للمتاجرة في المخاطرة من خلال استخدام أدوات المشتقات المالية حيث يرغب جميع المستثمرين في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، كما يتضح دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها، فمثلاً تستخدم العقود المستقبلية للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع وأسعار الفائدة، كما تستخدم لتقليل تذبذب أسعار الصرف في الأسواق العالمية، وتتمثل عملية التحوط في أن يحمل تاجر شكلين من كميات متساوية للأصول المالية ولكن باتجاهين متعاكسين، واحدة في الأسواق الأساسية، والأخرى في أسواق المشتقات المالية وفي وقت واحد. (عيساوي و مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، 2014)

#### 2- استخدام المشتقات المالية لإدارة مخاطر السوق

من بين أهم المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية، مخاطر السوق والمتمثلة أساساً في تقلبات الأسعار بما فيها أسعار الفائدة، أسعار الصرف والتسعير، ونتيجة لزيادة حجم هذه المخاطر واعتبارها مهددة لاستقرار الاقتصاديات العالمية والمحلية برزت المشتقات المالية كأداة وآلية للتحوط من المخاطر وإدارتها، لجعل السوق أكثر كفاءة وإستقراراً. (مباركية و إكرام بوزيان، 2023)

#### 1-2- مخاطر أسعار الفائدة

إذا كان إلزام الدين بسعر فائدة متغير سوف تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على المبالغ النقدية المدفوعة كفائدة، والعكس بالنسبة للمقرض فإن المخاطرة تظهر في حالة الدين بفائدة ثابتة، فمثل هذه التغيرات في مدفوعات الفائدة تخلق حالة من التقلب وعدم الإستقرار لكل من الشركات المصدرة والمستثمرة.

## 2-2- مخاطر سعر الصرف

حدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية تؤثر على كافة المتعاملين بها.

## 2-3- مخاطر أسعار السلع

تضيف التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار السلع مخاطرة وكذلك إمكانية تقلب كبيرة لإيرادات الشركات التي تنتجها، وإدراكا منها للآثار التي يمكن أن تحدثها مخاطر الأسعار السلعية على عملياتها.

## ثانيا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

يوفر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إطار عام لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطر المنتظمة.

## 1- تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يقوم هذا النموذج على أساس أن هناك علاقة بين عائد الأصل الاستثماري وعائد السوق، حيث يقوم بقياس المخاطر المتعلقة بأي ورقة مالية، وهو يحدد العلاقة الموجودة بين المخاطرة والعائد المتوقع من عملية الاستثمار في ظل توازن السوق (بشرى و خير الدين، 2017، صفحة 44)، حيث تتجسد فرضية هذا النموذج في أن المستثمر عندما يقوم بإضافة استثمار جديد في محفظته فإنه يرغب في معرفة معدل العائد المطلوب قبل إتخاذ قرار الاستثمار، وهناك عدة تغيرات يتحدد من خلالها هذا المعدل: (أعموري و كرومي، 2022، صفحة 34)

- معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

-درجة المخاطرة المنتظمة؛

- معدل عائد السوق.

## 2- أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

تتمثل أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فيما يلي: (أعموري و كرومي، 2022)

- أداة لقياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم أي استثمار؛

- توضيح كيفية تعديل مكونات المحفظة المالية للمستثمر؛

- حساب تكلفة رأس المال للأسهم العادية؛

- تحديد أسعار الأسهم الحقيقية؛

- تقييم الاستثمار في الأوراق المالية.

### 3- مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يتكون نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من:

- معدل العائد الخالي من الخطر: وفقا لتحليل ماركويتز في مفهوم الاستثمار الخالي من الخطر هو أن المستثمر الذي يشتري في بداية فترة الاستثمار يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية فترة الاستثمار، ويمثل العائد الخالي من الخطر بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من إستغلال أمواله لتحقيق أو إشباع منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية الحكومية ذات الأجل قصير. (بشرى و خير الدين، 2017، صفحة 51،52)

- معدل عائد محفظة السوق: تشمل محفظة السوق كافة الأوراق المالية المتداولة وكذلك كافة أوجه الاستثمار من أسهم عادية وممتازة وسندات وعقارات وذهب وعملات، وغيرها من الأصول الاستثمارية، وكذلك الاستثمار في الرأس المال البشري، ويقصد بعائد محفظة السوق عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية. (أعموري و كرومي، 2022، صفحة 38)

- معامل بيتا: يحدد معامل بيتا العلاقة بين مخاطر السوق والعوائد على أصل معين لأنه يعتبر مقياس للمخاطر النظامية ومؤشر على مدى حساسية عوائد الأصول للتغيرات في السوق. (دعاء، 2023، صفحة 30)

### 4- الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يمكن جمع العناصر الأساسية المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في الصيغة الرياضية التالية:

(قط، 2016، صفحة 256)

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

حيث أن:

$R_i$ : العائد المطلوب من السهم أو المحفظة المالية في السوق؛

$R_f$ : العائد الخالي من الخطر؛

Rm: عائد السوق؛

$\beta_i$ : معامل بيتا للسهم.

### ثالثاً: دور عملية التغطية في إدارة المخاطر المالية

تلعب عملية التغطية باستخدام المشتقات المالية دور مهم في إدارة مخاطر السوق بما فيها أسعار الفائدة والصرف وكذلك تقلبات الأسعار.

#### 1- استخدام العقود المستقبلية في التغطية

يستخدم في سوق العقود المستقبلية عدة إستراتيجيات للتغطية، تتمثل في: (بزاز و هدى، 2009، صفحة 189، 190)

- تغطية الشراء: يقصد بها شراء عقد على السلعة في سوق العقود المستقبلية بهدف الوقاية من مخاطر ارتفاع الأسعار.

- تغطية البيع: يقصد بها بيع العقود المستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار المخزون من سلعة معينة.

- التغطية الكاملة: يقصد بها أن يمتلك عقد بيع وعقد شراء بنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم، ومن ثم لا يكون عرضة لأي خسارة في حالة حدوث أي تغيرات سعرية.

- التغطية باستخدام أصل مختلف: وهي عملية شراء أو بيع لأصل مختلف يشابه الأصل الأصلي في عملية التغطية، أي استخدام أصل بديل كأساس لتغطية عقد أصل أبرم على أصل آخر.

#### 1-2- التغطية باستخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة

تشمل نوعان، هما: (ورداني و خالدية، 2019، صفحة 61)

1-2-1- التغطية باستخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل: يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى انخفاض سعر العقد المستقبلي، وإنخفاضه إلى ارتفاع سعر العقد المستقبلي، وبالتالي تتم عملية التغطية ضد ارتفاع معدل الفائدة ببيع عقود مستقبلية وضد انخفاض معدل الفائدة بشراء عقود مستقبلية.

1-2-2- التغطية باستخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة متوسطة وطويلة الأجل: تتم عملية التغطية من خلال مركز قصير أي عقد مستقبلي لتغطية مركز طويل على استثمارات فعلية في أوراق مالية ذات دخل ثابت وذلك بهدف تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

## 2- استخدام عقود الخيارات في التغطية

### 1-2- استخدامات الخيارات للتحوط ضد تقلبات الأسعار السوقية للأصل

يشمل الاستخدام التحوط للخيارات ضد تقلبات الأسعار السوقية للأصل إستراتيجيات أساسية تتمثل في: (ورداني و خالدية، 2019)

1-1-2- تغطية المخاطر بشراء حقوق الشراء: باعتبار أن حق الشراء وأداة إرتفاع الأسعار أصلا فالحصول عليه أو شراءه يعني أن المتحوط يخشى إرتفاع سعر السلعة أو البضاعة المتعامل بها.

2-1-2- تغطية المخاطر ببيع حقوق البيع: تستخدم عندما يكون لدى المتعامل مركز قصير في السوق الحاضرة ولكنه لا يشعر بوجود فرصة لحدوث تراجع هام في السعر في وقت قريب، وفي هذه الحالة يوفر بيع حق البيع للمتعامل علاوة تعطي احتمالات تحمل خسائر بسيطة بارتفاع السعر جزئيا. (بزاز و هدى، 2009، صفحة 189)

2-1-3- تحرير حقوق خيار بيع وشراء مغطاة: تستخدم هذه الإستراتيجية لتلائم الاستثمار في محفظة أسهم عادية لا يتوقع حدوث تغيرات في أسعارها على المدى القصير، أو أن تكون هذه التغيرات محدودة.

2-1-4- حقوق الخيارات المزدوجة: يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية حين يتوقع أن الأسهم التي لديه قد تتعرض لتغيرات سعرية كبيرة، حيث يقوم بشراء عقد خيار شراء وعقد خيار بيع لنفس الأوراق المالية وفي نفس الوقت ويكون تاريخ التنفيذ والإنتهاء واحد.

2-1-5- حقوق الخيار المنتشرة: يقوم المستثمر المشتري والمحرر في آن واحد بشراء وبيع خيار منظر ليس بينهما إختلاف إلا في جانب واحد وذلك من أجل إنقاص مخاطر الخيار.

2-2- استخدام الخيارات للتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف: تستخدم عقود الخيارات على العملات كما تستخدم على الأصول الأخرى.

## 3-2- استخدام الخيارات للتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة

تشمل نوعان، هما: (ورداني و خالدية، 2019، صفحة 63)

3-2-1- التحوط لتقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل: يقوم المتعامل الذي يخشى إرتفاع سعر الفائدة خلال فترات قادمة بشراء خيار يطلق عليه خيار المقترض، وذلك في أسعار الفائدة التي تتألف من عملية إقراض وإقتراض.

3-2-2- التحوط لتقلبات أسعار الفائدة متوسطة الأجل: تستخدم الخيارات من قبل المتحوظون لمواجهة آثار تقلبات أسعار الفائدة على عمليات الاقتراض والإقراض التي تزيد عن سنة إلى بضع سنوات.

## 3- استخدام عقود المبادلات في التغطية

يستخدم في سوق عقود المبادلات عدة إستراتيجيات للتغطية، تتمثل في: (ورداني و خالدية، 2019، صفحة 63،64)

3-1- استخدام المبادلات في تغطية خطر سعر الفائدة: تأتي عقود المبادلات بسلسلة من الإبتكارات المالية التي تهدف إلى أخذ الحيطة لما ينجم عن تغير سعر الفائدة بالإنخفاض أو الإرتفاع.

3-2- استخدام المبادلات في تغطية خطر سعر الصرف: يلجأ المتعاملون إلى عقود المبادلات لتأمين إحتياج المتعامل من العملات الأجنبية، مع تخفيض تكلفة التمويل وأخذ إحتياط تقلبات أسعار الصرف في المستقبل، حيث توفر عقود المبادلات للمتعاملين الدخول في عقود مبادلة بين عملتين أجنبيتين، للتوفير لكل متعامل العملة التي يحتاجها دون اللجوء إلى الاقتراض.

## المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية لدور المشتقات المالية في إدارة المخاطر

تعد الدراسات السابقة أحد أهم الأجزاء الذي يحتويها البحث العلمي، حيث تقدم مجموعة من الأبحاث والدراسات التي يتم من خلالها الحصول على معلومات من مصادر أساسية وأولية تساهم في تطوير وإثراء البحث العلمي، لذا من المهم التعرف على أهم الدراسات المشابهة نسبياً بالمشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر المالية، المتمثلة فيما يلي:

### المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر القطاعات غير المصرفية

حظيت المشتقات كأداة لإدارة المخاطر في السوق المالي إهتمام العديد من الباحثين، بغرض تقديم مفهوم واسع لها والتعرف على أهم مفاهيمها، حيث سيتم من خلال هذا المطلب محاولة عرض الدراسات السابقة المرتبطة بالمشتقات في القطاع المصرفي حسب التسلسل الزمني كما يلي:

#### أولاً: عرض نتائج دراسة بن يونس ياسر (2023)

جاءت هذه الدراسة بعنوان أثر استخدام المشتقات المالية في التخفيف من المخاطر النظامية-دراسة حالة الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين للفترة (2021-2022)، (بن يونس، 2023)

هدفت هذه الدراسة إلى وصف قياس وتحليل أثر استخدام المشتقات المالية على المخاطر النظامية في الشركة القطرية العامة للتأمين الناشطة في السوق المالية القطرية خلال الفترة الممتدة من (2012-2021)، لتحقيق هذه الدراسة تم الاعتماد على نموذج الإنحدار الذاتي VAR، واختبار ADF، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها تقدير العلاقة بين المخاطر النظامية والمشتقات المالية من خلال نموذج قياسي مقبول اقتصادياً وإحصائياً، أن سلسلة المخاطر مستقرة في الفروق الأولى وسلسلة المشتقات المالية مستقرة في المستوى بالنسبة لاختبار ADF ومتكاملتين من الدرجتين  $i(0)$  و  $i(1)$  ودرجة التأخر في نموذج VAR هي 03، عدم وجود أي علاقة سببية في أي إتجاه وفقاً لاختبار سببية غرانجر، هناك علاقة طردية وعكسية بدلالة إحصائية بين المشتقات المالية والمخاطر النظامية على المدى القصير والطويل، هناك علاقة طردية بين المشتقات المالية والمخاطر النظامية في الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين في الفترة الأولى وذلك لحدثة استخدام مثل هذا النوع من الأدوات المالية للتحوط من المخاطر النظامية، هناك علاقة عكسية بين المشتقات المالية والمخاطر النظامية أي كلما زادت قيمة المشتقات المالية إنخفض حجم المخاطر النظامية في الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين، ترجع العلاقة العكسية بين المشتقات المالية والمخاطر النظامية إلى التغطية التي قامت بها الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين والتي كانت فعالة مما خفض من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الشركة، تأثير التغطية بالمشتقات المالية

في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين يكون قصير إلى متوسط المدى، يبين تحليل التباين وتحليل الصدمات الأثار الإيجابية والسلبية للمتغير المؤثرة على المتغير التابع في المدر القصير، المتوسط والطويل، تأثير المشتقات المالية في المخاطر النظامية يكون معدوماً إلى ضعيف في المدى المتوسط ليستقر التأثير في المدى الطويل، تأثير صدمة المشتقات المالية تكون أثارها إيجابية على المخاطر النظامية في المدى القصير وسلبية على المدى المتوسط ومستقرة على المدى الطويل.

ثانياً: عرض نتائج دراسة براء مازن بدوي عبد المجيد (2023)

جاءت هذه الدراسة بعنوان مدى استخدام عقود المشتقات المالية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالية، (براء مازن، 2023)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى استخدام المشتقات المالية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على تحليل المقابلة الكمي وأساليب إحصائية ملائمة لتحليل البيانات التي تم جمعها من الإستبانة ثم توزيعها على 7 شركات مدرجة في بورصة عمان باستخدام برنامج SPSS، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان تستخدم عقود المشتقات من النوع المستقبلي ولا تستخدم عقود المشتقات المالية من النوع (الأجل، الخيارات، المبادلات).

ثالثاً: عرض نتائج دراسة علان عثمان، حملة عز الدين (2016)

جاءت هذه الدراسة بعنوان مخاطر استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية، (Allan & Hamla, 2016)

هدفت هذه الدراسة إلى الإلمام بمختلف المشتقات المالية باستخداماتها للتحوط وإدارة المخاطر في السوق المالي باعتبار ذلك مهم للغاية للإستمرار والتطور والرقى للسوق المالي، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها السوق المالي أصبح أمر غاية الأهمية ووسيلة لا بد منها للوصول إلى تنمية اقتصادية وتحقيق اقتصاد قائم على مبادئ راسخة تعد من المخاطر التي تواجهه، تعتبر المشتقات من أهم منتجات الهندسة المالية وتستخدم لإدارة مختلف المخاطر المالية وتغطيتها، خاصة ما يتعلق بمخاطر أسعار الفائدة، الصرف ومخاطر أسعار الأسهم، التحوط من الخطر وإدارته بالمشتقات المالية بشكل أفضل يكون من الحد من التعامل في السوق غير المنظمة، إستراتيجيات التغطية باستخدام المشتقات المالية تكون فاعلة إذا تم استخدامها بشكل صحيح وذلك أن المخاطر التي تصاحب المشتقات المالية لا تعود إلا للمشتقات المالية في حد ذاتها وإنما ترجع إلى المتعاملين الذين يعملون لتحقيق عوائد كبيرة متجاهلين عنصر المخاطرة من خلال المضاربة.

رابعا: عرض نتائج دراسة جمال معتوق، سعدي يحيى (2015)

جاءت هذه الدراسة بعنوان قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية-دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات للفترة (1994-2015)، (معتوق و سعدي، 2015)

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي على المخاطر المالية قبل وبعد تداول المشتقات، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وقياس التباين والانحراف لعوائد السوق المالي، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي وبالتحديد قطاع المؤسسات الكبيرة ساهم في تقليل المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في الأوراق المالية لهذه المحفظة، أما بالنسبة لقطاع المؤسسات المتوسطة فنسبة زيادة المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية تعتبر أقل من نسبة الزيادة في المخاطر المالية لقطاع المؤسسات لصغيرة بعد تداول المشتقات في هذه السوق، إمكانية تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأوراق المالية التركي وجميع قطاعاته وذلك قبل وبعد تداول المشتقات، أن التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته قبل دخول المشتقات أكبر من التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته بعد دخول المشتقات المالية، هذا يعني أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي ساهم في التقليل من المخاطر المالية.

خامسا: عرض نتائج دراسة قايدى خميسي، لحسين عبد القادر (2015)

جاءت هذه الدراسة بعنوان دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق-حالة الدول الصناعية العشر)، (قايدى و لحسين، 2015)

هدفت هذه الدراسة إلى كيفية استخدام المشتقات المالية في الأسواق كآلية لتغطية مخاطر السوق، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على أساليب إحصائية وتحليل حجم التعاملات بالمشتقات المالية في كل من السوق المنظم وغير المنظم، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها الأدوات المالية المشتقة أدت دور كبيرا في التغلب على معظم المخاطر التي تواجهها المستثمرون سواء على مستوى السوق المنظم وغير المنظم وأن تغطية هذه المخاطر مرتبط بنوعية الخطر والأداة المالية المشتقة الملائمة لتغطيته إضافة إلى نوع سوق التداول (منظم وغير منظم)، أن أغلب التعاملات بالمشتقات المالية في السوق المنظم موجهة لإدارة مخاطر الفائدة.

المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر القطاعات المصرفية

سيتم من خلال هذا المطلب محاولة عرض الدراسات السابقة المتعلقة بالمشتقات المالية كأداة لإدارة

المخاطر المالية في القطاع المصرفي حسب التسلسل الزمني كما يلي:

أولاً: عرض نتائج دراسة نعيمة بلعيد، نصر ضو (2023)

جاءت هذه الدراسة بعنوان الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر-دراسة حالة البنك الفرنسي خلال الفترة (2005-2019)، (نعيمة و نصر ضو)

هدفت هذه الدراسة للتعرف على أدوات الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2019 ، لتحقيق هذه الدراسة تم الاعتماد على معامل التحديد والارتباط، تحليل بيانات العلاقة الخطية بين أدوات التغطية وتكلفة المخاطر، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها يستعمل بنك BNP PARIBAS منتجات الهندسة المالية من عقود خيار ومستقبليات وغيرها كأدوات مالية للتغطية مخاطر السوق التي يتعرض لها والمتمثلة أساساً في تقلبات معدلات الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية، التزايد المستمر لحجم هذه الأدوات المالية خلال الخمسة عشر سنة محل الدراسة كان سببه التغطية الفعالة للمخاطر والذي نلاحظه في الإنخفاض المتواصل لتكاليف مخاطر السوق من سنة ( 2005-2019)، في سنتي (2007،2008) كانت تكاليف مخاطر السوق في أقصى قيمتها وهذا راجع للأزمة المالية العالمية 2008، لكن رغم إرتفاع هذه القيم بالنسبة للسنوات الأخرى محل الدراسة، إلا أن البنك لم يتأثر بها لصلابته وإدارة مخاطره بكفاءة وفعالية، الأدوات المالية المستعملة في التغطية لها علاقة عكسية وترابط قوي مع تكلفة مخاطر السوق، أي أنه كلما زاد حجم هذه الأدوات إنخفضت قيمة المخاطر، وأن استخدام هذه الأدوات يؤثر بنسبة 82,7 بالمائة على تكلفة هذه الأخيرة، ويعد هذا تأثيراً قوياً.

ثانياً: عرض نتائج دراسة محمد، حشين (2023)

جاءت هذه الدراسة بعنوان تأثير المشتقات المالية على ربحية البنوك التجارية المدرجة في الصين، (Mohammad & Hashin, The Study in The Impact Of Financial Derivatives Business On The Profitability Of Listed Commercial Banks In China, 2023)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أعمال المشتقات للبنوك التجارية المدرجة في الصين وآلية تأثير أعمال المشتقات المالية على ربحية البنوك، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على أساليب إحصائية بالإضافة إلى إختبار الارتباط والانحدار الخطي، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن حجم تداول مشتقات النقد الأجنبي ومشتقات أسعار الفائدة له تأثير سلبي على ربحية البنوك التجارية المدرجة في الصين وسببه هو أن سعر الصرف في الصين ونظام الفائدة بحاجة إلى مزيد من التعميق ولا تزال البنوك التجارية في الصين تفتقر إلى الخبرة في إدارة المخاطر في مجال النقد الأجنبي ومشتقات أسعار الفائدة، أن حجم تداول جميع المشتقات له تأثير إيجابي على ربحية لبنوك التجارية المدرجة في الصين.

ثالثاً: عرض نتائج دراسة سعد الله فائزة، شربال كريمة(2022)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: استخدام منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية-دراسة حالة بنك

أبو ظبي الأول، (فائزة و كريمة، 2022)

هدفت هذه الدراسة إلى كيفية استخدام منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر خلال الفترة الممتدة من (2011-2020)، لتحقيق هذه الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي من خلال عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهندسة المالية والمخاطر المالية والعلاقة بينهما، كما تم الاعتماد على دراسة حالة من خلال تحليل البيانات المالية والتقارير المالية السنوية عن بنك أبو ظبي الأولى، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن أهم ما تولد عن الهندسة المالية هي المشتقات المالية، من خلال عمليات المضاربة على أسعار الأصول المالية لتحقيق عوائد من فروق الأسعار، إضافة إلى إمكانية إستغلال فرص المراجعة التي تعيد الأسعار إلى حالة التوازن، تعرض بنك أبو ظبي الأول إلى العديد من المخاطر المالية أهمها مخاطر الائتمان، وذلك نتيجة لعمليات الإقراض والتسهيلات الواسعة التي ترافق أنشطته المختلفة عبر فروعه الدولية الواسعة لمختلف عملائه وزبائنه، إدارة المخاطر المالية هي عملية نظامية تعمل على تحديد وتقييم الخسائر المالية الناتجة عن تحقيق الأخطاء التي تصيب المؤسسات والأفراد.

رابعاً: عرض نتائج دراسة همت عصام الدين السويقي(2021)

جاءت هذه الدراسة بعنوان مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها، (همت، 2021)

هدفت هذه الدراسة إلى بيان المشكلات والمخاطر التي تحد من التعامل في المشتقات المالية وعوامل الحد منها في ضوء الضوابط الرقابية الخاصة بالتعامل في المشتقات، لتحقيق هذه الدراسة تم إجراء دراسة ميدانية من خلال توزيع قائمة إستبيان، توصلت هذه الدراسة إلى تحقيق عدة نتائج أهمها أن القصور في تسويق هذا النشاط يعد العامل الأول في تأثير على عدم إنتشار التعامل في المشتقات حيث بلغ الوزن النسبي المرجح 21%، وجاء في المرتبة الثانية كل من غياب النماذج أو الأساليب العلمية التي تساعد على دقة حساب النتائج المترتبة على التعامل في المجال والقيود المفروضة من قبل البنك المركزي بنسبة 20% لكل منهما، ثم جاء في المركز الثالث غياب الكوادر الفنية التي تتولى مهمة التحليل الفني والمالي والاقتصادي لاستخدام المشتقات بنسبة 19%، في حين أن "عدم الوعي الكافي بالمعايير المحاسبية (الدولية والمحلية) التي تحكم أو توجه استخدام المؤشرات المالية بلغ الوزن النسبي المرجح له 17% وبذلك يحتل المركز الرابع، وجاء في المركز الأخير بعض العوامل الأخرى عدم وجود تأمين ضد المخاطر، عدم وجود إرشادات تعليمية لتقييم المشتقات وتسجيلها بطريقة سهلة التي اقترحها أفراد العينة.

خامسا: عرض نتائج دراسة نصيرة بلي (2017)

جاءت هذه الدراسة بعنوان دور المشتقات المالية في تغطية خطر سعر الصرف على البنوك-دراسة حالة مجمع سوسيتي جينيرال خلال (2015-1998)، (بلي، 2017)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم الآليات المستعملة ن طرف البنوك الدولية في التحوط من مخاطر سعر الصرف من خلال استخدام العديد من التقنيات سواء تقنيات داخلية أو خارجية كالعقود الآجلة والعاجلة لسعر الصرف والعقود مستقبلية للعملة والصرف وعقود المبادلات وخيارات الصرف، إضافة إلى الدراسة التطبيقية لمجمع سوسيتي جينيرال وتحليل مدى اعتماد البنك على استخدامه للعقود المستقبلية بكافة أنواعها، لتحقيق هذه الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتجميع البيانات والمعلومات حول هذه التقنيات وتنظيمها بشكل تسلسلي وذلك من خلال استخدام الإحصائيات والمعطيات المالية الصادرة عن البنك في التقارير المالية السنوية خلال 2015، توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن المشتقات المالية تقوم على تحويل المخاطر من مستثمر لأخر أو مجموعة مستثمرين إلى آخرين دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد، بحيث يجري بيع المخاطرة من الذين يخافون من نتائجها إلى الذين يسعون في طلبها ولديهم الرغبة في تحميلها مقابل الثمن الذين يتقاضونه مسبقا عند إبرام العقد وهو ما يشير إلى التحوط والتغطية، إستراتيجية التغطية باستخدام المشتقات المالية تكون فعالة وذلك أن المخاطر التي تصاحب المشتقات المالية تكون فعالة إذ تم استخدامها بشكل صحيح وذلك أن المخاطر التي تصاحب المشتقات لا تعود إلى المشتقات في حد ذاتها وهذا راجع إلى التعاملين بها والذين يسعون إلى تحقيق أكبر العوائد في ظل مخاطر كبيرة من خلال المضاربة، كما ترتبط كذلك بأسعار الموجودات الأساسية محل العقد المشتق، أن التعامل بالمشتقات المالية لا يكون على المستوى الحقيقي وإنما يتم على أساس الرهان والمضاربة وهو ما يتطلب إيجاد أدوات مالية أقل مخاطرة واستحداث مشتقات مالية إسلامية بعيدة عن الرهان والمصاريف، بإمكان المصارف والمؤسسات المالية التحوط من سعر الصرف أو معدلات الفائدة من خلال إستعمال تقلبات التغطية الداخلية والخارجية مثل ما هو حاصل لدى بنك "سوسيتي جنرال"، تستعمل البنوك الدولية النشاط متن بينها مجمع بنك "سوسيتي جينيرال" نماذج متعددة في قياس الأخطار وأدواتها، تستعمل البنوك الدولية من بينها مجمع بنك "سوسيتي جينيرال" مشتقات مالية للتحوط من خطر سعر الصرف، من التقنيات المستعملة في عمليات التحوط والتغطية ضد المخاطر: العقود العمليات المغلقة، العقود بالتراضي، العقود الشرطية.

المطلب الثالث: ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات

يتم من خلال هذا المطلب التمييز بين الدراسات السابقة ودراستنا الحالية:

### أولاً: ما يميز الدراسة من حيث العينة

تختلف دراستنا من حيث عينة الدراسة محل التطبيق، إذ تمت دراستنا التطبيقية أساساً على بورصة عمان على عكس الدراسات الأخرى التي أخذت السوق المالي عموماً ومنها ما تم على مستوى البنوك، أي تدرس تأثير استخدام المشتقات على مخاطر السوق المالي، وكذلك تأثيرها على البنوك محل الدراسة، وهذا ما يعطي دراستنا موضوعية أكثر كونها تدرس دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر البنوك المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وكذا دقة أكبر في النتائج المتحصل عليها.

### ثانياً: ما يميز الدراسة من حيث الفترة

تتسم دراستنا عن باقي الدراسات بطابع التجديد من حيث فترة الدراسة، إذ تم اعتماد بيانات حديثة للفترة (2023-2024) تخص بيانات تم تحصيلها من موقع بورصة عمان للأوراق المالية، حيث تمت الدراسة على المدى القصير (3 أشهر) والطويل (18 شهر) كل على حدى، على عكس الدراسات الأخرى، التي كانت بشكل طولي على مدى سنوات دون إنقطاع ما يعطي نتائج غير دقيقة.

### ثالثاً: ما يميز الدراسة من حيث الطريقة

إرتأينا في دراستنا التطبيقية العمل على إبراز استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر، حيث تم في دراساتنا جمع بيانات يومية لها صلة بتغذي التعلم الآلي مأخوذة من بورصة عمان للأوراق المالية، حيث تم الاستفادة من قواعد البيانات الضخمة المتمثلة في مؤشرات المخاطرة ( المدى، معامل بيتا، الانحراف المعياري، معامل الإختلاف) ومؤشرات الأداء ( مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جانسن)، وكذلك نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، أما في الدراسات الأخرى منها ما يعتمد على نماذج خطية ومنها ومؤشرات إحصائية كل على حدى، وباستخدام بيانات نوعية أو بيانات كمية غير متقاطعة، تم تحصيلها من موقع بورصة عمان للأوراق المالية مباشرة.

### رابعاً: ما يميز الدراسة من حيث النتائج

من المعروف أن كل دراسة تختلف باختلاف المتغيرات الأساسية والفترة ومحل الدراسة، غير أن الهدف الأساسي لمعظم الدراسات بما فيها دراساتنا هو معرفة ما إذا كان استخدام المشتقات يساهم في إدارة مخاطر السوق المالي، أما الاختلاف الملفت في نتائج دراساتنا هو اختبار مدى مساهمة المشتقات على المدى القصير والطويل في إدارة المخاطر. إذ تشير نتائج التحليل إلى تفاوت في أداء الأسهم المصرفية على المدى القصير والطويل. فيظهر السهم CABK أداءً جيداً، بينما UBSI يتميز بأداء متوازن، وJOKB يظهر أداءً سيئاً. ويتراجع أداء الأسهم على المدى الطويل

بفعل سلوك المستثمرين في المشتقات المالية. كما يتغير معدل العائد المطلوب حسب تنوع الأداء، حيث يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات استثمارية استنادًا إلى هذه النتائج المتفاوتة في الأداء وتكلفة الاستثمار لكل من الأسهم.

### خلاصة الفصل الأول

يتضح لنا جليا من خلال هذا الفصل أهمية المشتقات المالية وتداولها في سوق الأوراق المالية كآلية لإدارة المخاطر المالية وتقديم خدمة التغطية ضد هاته المخاطر، حيث شغل هذا الموضوع إهتمام العديد من الباحثين في دراساتهم منذ سنوات عديدة، حيث يكمن دور المشتقات المالية في الحد والتقليل من المخاطر المالية التي تؤثر على الأداء المالي في سوق الأوراق المالية، أما فيما يخص الأدبيات التطبيقية للدراسة والتي تم فيها التطرق إلى الدراسات السابقة، فقد وجدنا أن جل الدراسات سعت لاكتشاف ما إذا كان للمشتقات المالية تأثير لتغطية المخاطر المالية، وقد تميزت جميع الدراسات بالتنوع وهو ما نأمل للوصول إليه من أجل جعل الموضوع ثري ومحاولة إزالة الغموض وإبراز دور المشتقات في إدارة المخاطر المالية.

بعد عرض أهم الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة، يتم في الفصل الثاني استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية عمان للفترة (2023-2024)، فيتم مقارنة الأسهم التي تتداول المشتقات المالية على المدى القصير والطويل خلال فترة الدراسة، بالاعتماد على بيانات المؤشرات لذات الفترة، لمعرفة مدى مساهمة المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية في بورصة عمان.

دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر

في سوق عمان للأوراق المالية



## تمهيد

بعد التطرق في الفصل الأول إلى أهم المفاهيم والأدبيات النظرية والتطبيقية المتعلقة بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية والمخاطر المالية والعلاقة بينهما، وكذا عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع من كلا جانبيه، تم المحاولة من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، ومن ثم تحليل ومناقشة النتائج المتحصل عليها من خلال دراستنا.

ولإتمام الجانب التطبيقي إرتأينا أن نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين، حيث يتناول الأول تعريف ببورصة عمان وما تضمه من مجال مكاني يتعلق بعينة الدراسة، بالإضافة إلى عرض أهم الأدوات والطرق المعتمدة في الدراسة من نماذج وأدوات، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتحليل ومناقشة النتائج المتعلقة بتطبيق المشتقات المالية في بورصة عمان وذلك على النحو الآتي:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة؛

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.

### المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى تحديد العينة التي تكون محل الدراسة من خلال المطلب الأول، وكذا تحديد الأدوات المستخدمة في جمع بيانات الدراسة في المطلب الثاني، وكذا التعرف على متغيرات الدراسة في المطلب الثالث.

#### المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

يتم في هذا المطلب التعرف على مجتمع الدراسة والذي هو بورصة عمان بالإضافة إلى تحديد العينة هي بعض الشركات المدرجة في بورصة عمان التي تكون محل الدراسة والتحليل.

#### أولاً: مجتمع الدراسة

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعيينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وبموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتمثل المهام الرئيسية بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة، ولتحقيق غاياتها تضع البورصة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها إنشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات إستراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير حكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها.

### ثانياً: عينة الدراسة

تم اعتماد مجموعة من المعايير لإختبار عينة الدراسة من بينها أن هذه الشركات تتعامل بالمشتقات المالية في القطاع البنكي إضافة إلى أن هذه الشركات تتداول في سوق منظم على مدار فترة الدراسة، وبعد تبويب الشركات تم اختيار:

#### 1-البنك الاردني الكويتي (JOKB) (<https://sa.investing.com/equities/jor-kuwait-ban,s.d>)

يقدم البنك الأردني الكويتي، إلى جانب الشركات التابعة له، منتجات وخدمات مصرفية ومالية إلى الشركات الخاصة والصغيرة والمتوسطة والعملاء من الشركات والأفراد. ويقدم البنك العديد من الحسابات، مثل حسابات التوفير والحسابات الجارية وحسابات الودائع الثابتة وشهادات الإيداع، والقروض، بما في ذلك القروض الشخصية وقروض السيارات والإسكان والجيش والقروض المكتبية والعيادات الطبية، بالإضافة إلى القروض الشخصية للأطباء؛ وبطاقات الائتمان والخصم والبطاقات المدفوعة مسبقاً؛ وخدمات التأمين على الحياة والتأمين العام؛ وخدمات أخرى مثل صرف الأرباح، وصناديق الودائع الآمنة، وخدمات التحويلات المالية والخصم المباشر. كما تقدم الشركة أيضاً تمويل رأس المال العامل وتمويل الأصول الثابتة، والقروض المخصصة، وتمويل خطاب الاعتماد، وتمويل الصادرات، والتمويل العقاري، وتمويل المشاريع والأصول الثابتة، والسحب على المكشوف، والسحب على المكشوف، والفواتير للتحويل، وخطابات الضمان، وخطابات اعتماد الاستيراد والتصدير، والتأجير التمويلي؛ والقروض المباشرة وخطوط الائتمان؛ وبرامج ضمان القروض، وبرامج تمويل البنك المركزي الأردني، وبرامج بنك الاستثمار الأوروبي، وقروض المرأة وغيرها من البرامج. بالإضافة إلى ذلك، تقدم الشركة خدمات الوساطة، والمنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وصناديق المؤشرات المتداولة، وصناديق الاستثمار المتداولة، وصناديق الاستثمار المشتركة، والأسهم، والدخل الثابت، وإدارة المحافظ، وإدارة الأصول، والخدمات المصرفية الاستثمارية، وتخطيط الثروات. علاوة على ذلك، تقدم الشركة خدمات الخزينة والاستثمار، بما في ذلك خدمات صرف العملات الأجنبية، والتداول بالهامش، والمشتقات المالية، وسوق المال وسوق رأس المال، والاستثمار، والمؤسسات المالية، والخدمات المصرفية الدولية. بالإضافة إلى ذلك، تقدم الشركة خدمات التأجير التمويلي والوساطة المالية وخدمات الاستشارات؛ كما تقوم بتطوير المشاريع العقارية. تأسست الشركة في عام 1976 ويقع مقرها الرئيسي في عمان، الأردن. يعمل البنك الأردني الكويتي كشركة تابعة لشركة الروابي المتحدة القابضة.

2- بنك الإتحاد (UBSI) (<https://sa.investing.com/equities/bank-al-etihad,s.d>)

يقدم بنك الإتحاد العديد من المنتجات والخدمات المالية والمصرفية المتنوعة. فهو يقبل العديد من الودائع، مثل الحسابات الجارية وحسابات الرواتب وحسابات التوفير، بالإضافة إلى الودائع لأجل وشهادات الإيداع. كما تقدم الشركة أيضاً حزم تحويلات الشركات الصغيرة والمتوسطة، وقروض الشركات الناشئة، وقروض الشركات الناشئة، وقروض أعمالي، والإقراض الخاص بكل قطاع، والتمويل التجاري، وتمويل رأس المال العامل، وتمويل الأصول الثابتة وتمويل التوسع، وخدمات السحب على المكشوف بالإضافة إلى خدمات السحب على المكشوف؛ وقروض السيارات والرهن العقاري والقروض الشخصية بدون ضمانات. بالإضافة إلى ذلك، توفر الشركة بطاقات الخصم والائتمان والبطاقات مسبقة الدفع؛ وخدمات التحويل المصرفي وويسترن يونيون وخدمات تحويل ACH؛ والخدمات المصرفية الرقمية. علاوة على ذلك، تعمل الشركة في إدارة الثروات والتداول وأنشطة التحويل المصرفي وتحويل غرفة المقاصة الآلية ACH؛ كما تقدم تمويل سلسلة التوريد وبطاقات الائتمان والخدمات المصرفية عبر الهاتف المحمول. تأسست الشركة في عام 1978 ويقع مقرها الرئيسي في عمان، الأردن.

3- بنك القاهرة عمان (CABK) (<https://sa.investing.com/equities/cairo-amman-ba,s.d>)

يقدم بنك القاهرة عمان خدمات مصرفية ومالية متنوعة للعملاء من الشركات والمؤسسات في الأردن وعلى الصعيد الدولي. ويعمل البنك من خلال القطاعات التالية: الخدمات المصرفية للأفراد، والخدمات المصرفية للشركات، والخزينة. تقدم الشركة الحسابات الجارية وحسابات الودائع والتوفير والإشعارات؛ وبطاقات الخصم والائتمان والبطاقات المدفوعة مسبقاً. كما تقدم أيضاً مجموعة من منتجات القروض، بما في ذلك قروض التجزئة والشركات وقروض الطاقة المتجددة، بالإضافة إلى تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمتناهية الصغر. وبالإضافة إلى ذلك، تقدم الشركة خدمات الاستثمارات، مثل صرف العملات الأجنبية، والمشتقات، والتحوط، والحفظ، وتحويل الأموال، وصناديق الأمانات وصناديق الأمانات وأجهزة الصراف الآلي المتنقلة، وخدمات دفع الفواتير عبر الإنترنت، وأسعار الفائدة، وخدمات العمولات والرسوم، وخدمات الوساطة وإدارة الاستثمار، والتأجير التمويلي، والخدمات المصرفية الإسلامية، وخدمات الرسائل النصية القصيرة، والهاتف المحمول، والخدمات المصرفية عبر الإنترنت. تعمل الشركة من خلال شبكة من الفروع المتعددة في الأردن وفلسطين والبحرين. تأسست الشركة في عام 1960 ويقع مقرها الرئيسي في عمان، الأردن.

## المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

لمعرفة دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية يتم استخدام المنهج الوصفي، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات والمؤشرات، وفيما يلي توضيح ذلك.

## أولاً: أدوات الدراسة

تم جمع البيانات وذلك باستخدام مايكروسوفت أوفيس أكسل (Microsoft office Excel)، الذي يعتبر من أكثر برامج الجداول الإلكترونية استخداماً على مستوى العالم، ويعتبر من أحد البرامج ضمن حزمة أوفيس الشهيرة التي تنتجها شركة مايكروسوفت ويستخدم البرنامج في العديد من المهام المرتبطة بالأرقام والعمليات الحسابية والاحصائية والمالية وتحليل وعرض البيانات على شكل مخططات ورسوم بيانية، وتكمن قوة برنامج الاكسل في تعامله مع المعدلات والعمليات الحسابية البسيطة والمعقدة على جداول البيانات "قاعدة البيانات" المخزونة في بيئته. (حسين و حسام، جاسم، 2010)

## ثانياً: المؤشرات المستخدمة في الدراسة

1-مؤشر شارب Sharp model: قدم ويليام شارب عام 1966 مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يقوم على أساس قياس العائد والخطر ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد. ويقاس مقدار الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية. (عمر، ربيعة، و بوفليح، 2017، صفحة 104) ويتم حسابه وفقاً للمعادلة التالية:

$$S = \frac{(TRp - Rf)}{\delta p}$$

حيث أن:

TRp : معدل العائد على الاستثمار

Rf : معدل العائد الخالي من الخطر

$\delta p$  مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف

2- مؤشر ترينور **Treynor Model** قدم ترينور في عام 1965 نموذج الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنويعاً جيداً وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة. (علي، 2012، صفحة 263) ويتم حسابه بالصيغة التالية:

$$T = \frac{(TRp - Rf)}{\beta p}$$

3- مؤشر جنسن **Jonson Model**: قدم جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرته على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطرة. (محمد، 2002، صفحة 242) ويعبر عنها كالتالي:

$$\alpha = (Rp - Rf) - \beta(Rm - Rf)$$

4- العائد المتوقع ( $R_i$ ): هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة إمتلكه أو بيعه من أدوات الإستثمار، ويحسب كالتالي:

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

5- العائد المطلوب (**CAPM**): هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الإستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الإستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للإستثمار، (قاسم و إبراهيم، 2005، صفحة 6،5) ويحسب كالتالي:

$$ER = Rf + (Rm - Rf)\beta i$$

#### 6- الانحراف المعياري **Standard Deviation**

هو أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً للمخاطر الكلية، كما أنه أيضاً يمثل الجذر التربيعي للتباين، فهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير المالي موضوع الإهتمام حول القيمة المتنبئة، كما أنه يعتبر مؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، إذ أنه كلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على إرتفاع مستوى الخطر، (بن موسى، 2012، صفحة 8) يحسب كالتالي:

$$\delta = \sqrt{\sigma^2}$$

### 7- المدى Range

هو مقياس للمخاطر الكلية يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي، ونستطيع وضع المدى على أنه مؤشر من أجل الحكم على نسبة مستوى الخطر، إذ كلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على إرتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضوع الإهتمام والعكس صحيح. (يزيد و ينجار، 2023، صفحة 20)

$$R = \text{MAX}i - \text{MIN}i$$

### 8- معامل التباين أو الاختلاف Coefficient of variation

هو مقياس نسبي أو معياري لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاسا بالانحراف المعياري) وبين العوائد (مقاسا بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الإختلاف أكثر دقة وتفصيلا عن الإنحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينهما من حيث العائد والخطر، إن معامل الإختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على إرتفاع مستوى الخطر، (يزيد و ينجار، 2023، صفحة 21) يحسب كالتالي:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{r}}$$

### 9- معامل بيتا Beta Coefficient

هو مقياس للمخاطر المنتظمة يقيس مدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، فمثلا يكن قياس درجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة، وبدل إرتفاع قيمة معامل بيتا على إرتفاع درجة الحساسية وبالتالي إرتفاع مستوى الخطر، (بن موسى، 2012، صفحة 8) يحسب كالتالي:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

## المبحث الثاني: عرض ومناقشة الدراسة

تم تخصيص هذا المبحث للدراسة التطبيقية، من خلال دراسة دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية ببورصة عمان، وذلك من خلال ما يلي:

## المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

يتم في هذا المطلب عرض نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها، وتلخيصها ومعالجتها من خلال البرنامج الإحصائي (Excel).

## أولاً: عرض نتائج مؤشرات الأداء

يتم عرض نتائج الأداء من حيث مؤشرات الجودة والعائد في الأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

## 1- عرض نتائج مؤشرات جودة الأسهم

بعد تبويب البيانات ومعالجتها احصائياً، يتم في هذا العنصر عرض نتائج مؤشرات الجودة لأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

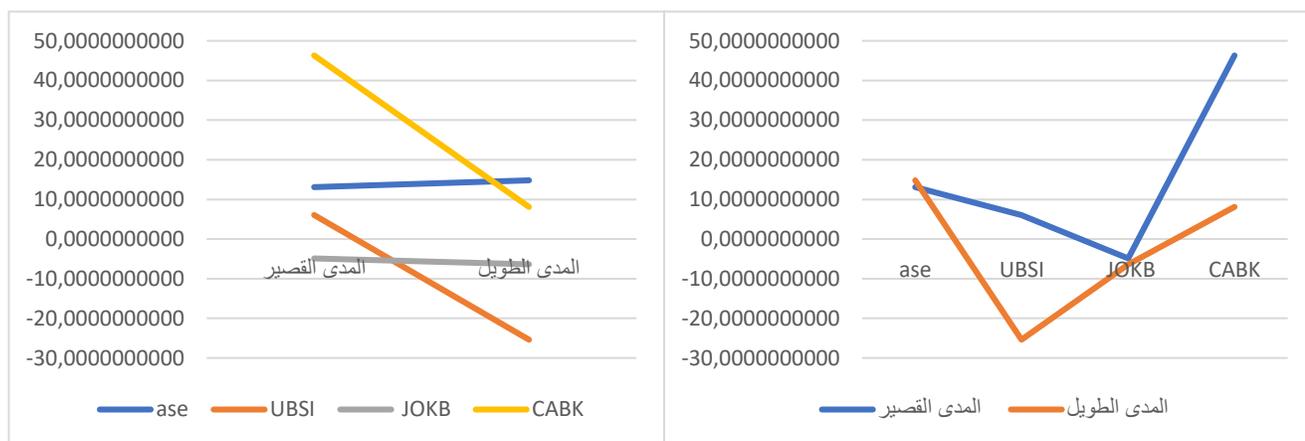
## الجدول رقم 1: نتائج مؤشرات جودة الأسهم على المدى القصير والطويل

المدى القصير	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
مؤشر شارب(S)	7,13	13,0898176436	6,0553635560	-4,8948240750	46,3050369769
مؤشر ترينور(T)	7,13	0,0727248891	0,1675614150	-0,1446855614	0,7858142751
مؤشر جانسن( $\alpha$ )	7,13	0,1454497782	0,0902403332	-0,0429035893	0,8130604756
المدى الطويل	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
مؤشر شارب(S)	6,762	14,8060934633	-25,3893193989	-6,3775018367	8,0868178181
مؤشر ترينور(T)	6,762	0,0645753677	1,1681982120	-0,1161696172	2,0624978369
مؤشر جانسن( $\alpha$ )	6,762	-0,0027021573	-0,2727063975	-0,1774824869	0,0636864928

المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على مخرجات برنامج (Excel)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (01) من حيث مؤشر شارب (S) أن أداء السوق (Ase) جيد مقارنة بالمعدل الخالي من المخاطرة (Rf) سواء على المدى القصير أو الطويل، كما يلاحظ أن هناك تباين في أداء الأسهم عينة الدراسة حيث يتمتع السهم (CABK) بأداء جيد على المدى القصير والطويل، بينما يتمتع السهم (UBSI) بأداء متوازن على المدى القصير وأداء جيد على المدى الطويل، بينما كان أداء السهم (JOKB) سيئ في المديين القصير والطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الآتي:

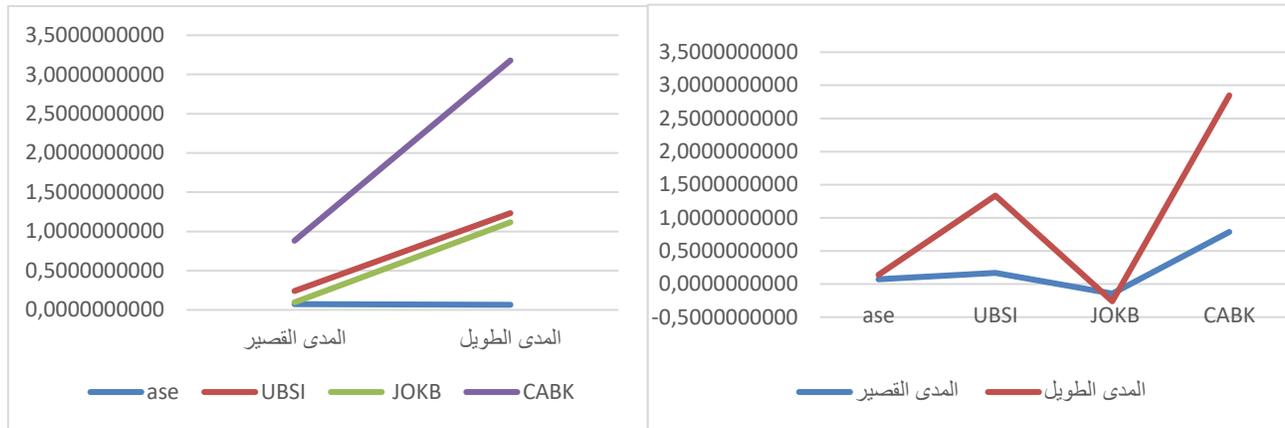
الشكل رقم 1: التمثيل البياني لمؤشر شارب على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (01) من حيث مؤشر ترينور (T) أن أداء السوق (Ase) متوازن مقارنة بالمعدل الخالي من المخاطرة (Rf) سواء في المدى القصير أو الطويل، كما يتبين أن هناك تباين في أداء الأسهم، حيث تمتع السهم (CABK) بأداء جيد على المدى القصير وال المدى الطويل، وتمتع السهم (UBSI) بأداء متوازن في المدى القصير وأداء جيد على المدى الطويل، على غرار السهم (JOKB) الذي تمتع بأداء سيء في المديين القصير والطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الموالي:

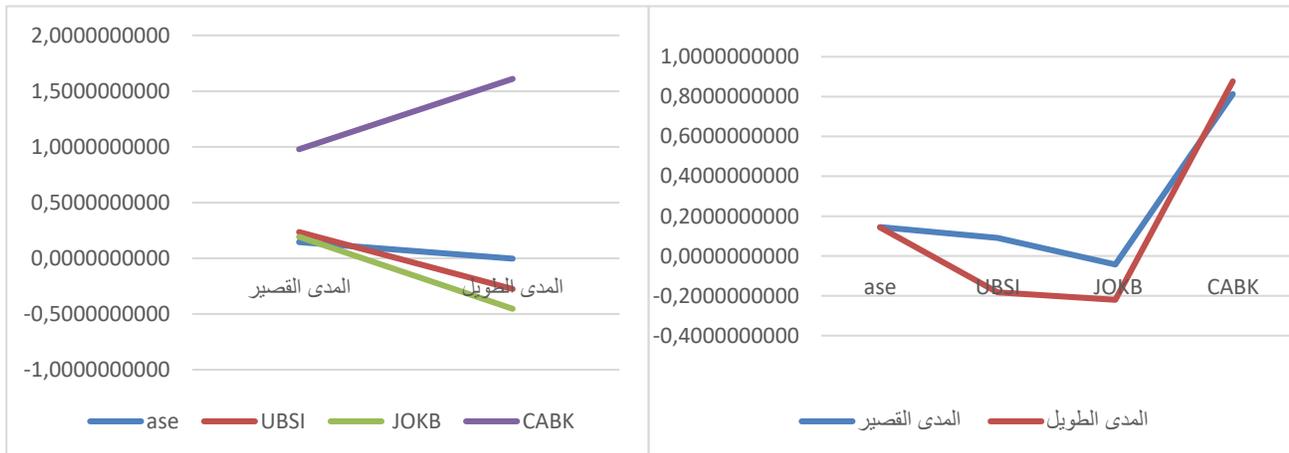
الشكل رقم 2: التمثيل البياني لمؤشر ترينور على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (01) من حيث مؤشر جانسن ( $\alpha$ ) أن أداء السوق (Ase) جيد في المدى القصير بينما كان أداء السوق سيء على المدى الطويل، بينما تمتع السهم (CABK) بأداء جيد على المدى القصير والطويل، وتمتع السهم (UBSI) بأداء متوازن على المدى القصير على عكس المدى الطويل حيث تدهور أدائه، على غرار السهم (JOKB) الذي تمتع بأداء سيئ على المدى القصير والطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الآتي:

الشكل رقم 3: التمثيل البياني لمؤشر جنسن على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01)

## 2- عرض نتائج عوائد الأسهم

بعد تبويب البيانات ومعالجتها احصائيا، يتم في هذا العنصر عرض نتائج عوائد الأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

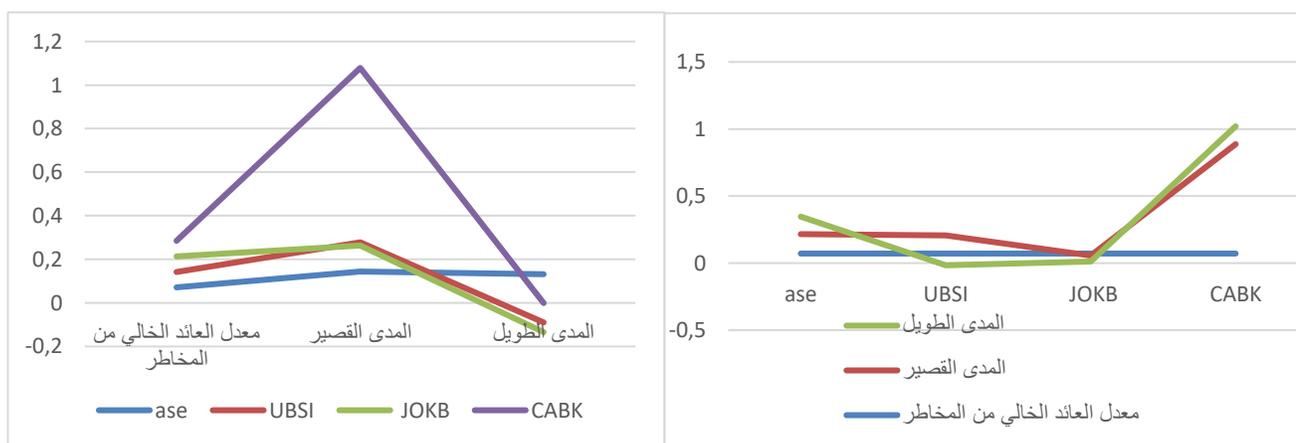
الجدول رقم 2: مؤشرات عوائد الأسهم على المدى القصير والطويل

في الأجل القصير	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
متوسط العائد (Ri)	7,13	0,1440248891	0,1342282554	-0,0149628114	0,8154879822
في الأجل الطويل	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
متوسط العائد (Ri)	6,762	0,1321953677	-0,2217515503	-0,0447724435	0,1334539597

المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على مخرجات برنامج (Excel)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن متوسط عائد السوق (Ase) يتميز بأداء جيد أكبر من المعدل الخالي من المخاطرة سواء على المدى القصير أو الطويل، كما يلاحظ تباين في عوائد الأسهم عينة الدراسة، بالنسبة للسهم (CABK) حقق عوائد جيدة على المدى القصير وعوائد متوازنة على المدى الطويل، أما السهم (UBSI) حقق عوائد متوازنة على المدى القصير لتراجع عوائده على المدى الطويل، بينما تكبد السهم (JOKB) خسائر رأسمالية على المدى القصير والطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الآتي:

الشكل رقم 4: التمثيل البياني لمتوسط العائد على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (02)

## ثانياً: عرض نتائج مؤشرات المخاطرة

يتم عرض نتائج المخاطر من حيث أدوات قياس المخاطر في الأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

## 1- المخاطر الكلية

بعد تبويب البيانات ومعالجتها احصائياً، يتم في هذا العنصر عرض نتائج مؤشرات قياس المخاطر الكلية لأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

## الجدول رقم 3: مؤشرات قياس المخاطر الكلية على المدى القصير والطويل

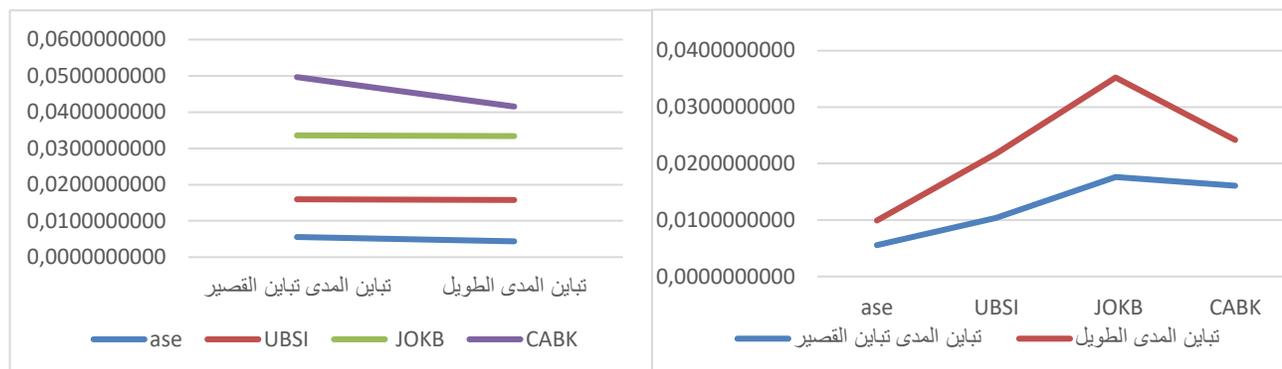
في الأجل القصير	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
الانحراف المعياري ( $\delta$ )	7,13	0,0055558367	0,0103921515	0,0176232711	0,0160714262
المدى (R)	7,13	0,0225321168	0,0315798222	0,0729621747	0,0590618337
في الأجل الطويل	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
الانحراف المعياري ( $\delta$ )	6,762	0,0043614048	0,0113973733	0,0176232711	0,0081408981
المدى (R)	6,762	0,0390299934	0,1303462834	0,0729621747	0,0993970715

المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على مخرجات برنامج (Excel)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن الانحراف المعياري ( $\delta$ ) للأسهم أكبر من الانحراف المعياري للسوق (Ase) أي مخاطر الأسهم تتعدى مخاطر السوق، كما يلاحظ أن السهم (JOKB) ينطوي على مخاطر مرتفعة سواء على المدى القصير أو الطويل، تليه مخاطر السهم (CABK) في المدى القصير لتتخفف على المدى الطويل، ثم يليه السهم (UBSI) بأقل مخاطر على المدى القصير والطويل.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن المدى (R) للأسهم أكبر من المدى للسوق (Ase)، أي مخاطر الأسهم تفوق مخاطر السوق، كما يلاحظ أن السهم (JOKB) ينطوي على مخاطر مرتفعة سواء على المدى القصير أو الطويل، تليه مخاطر السهم (CABK) على المدى القصير لترتفع على المدى الطويل، ثم يليه السهم (UBSI) بأقل مخاطر على المدى القصير لترتفع على المدى الطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الموالي:

الشكل رقم 5: التمثيل البياني للمخاطر الكلية على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (03)

## 2- المخاطر المنتظمة

بعد تبويب البيانات ومعالجتها احصائيا، يتم في هذا العنصر عرض نتائج مؤشرات قياس المخاطر المنتظمة لأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

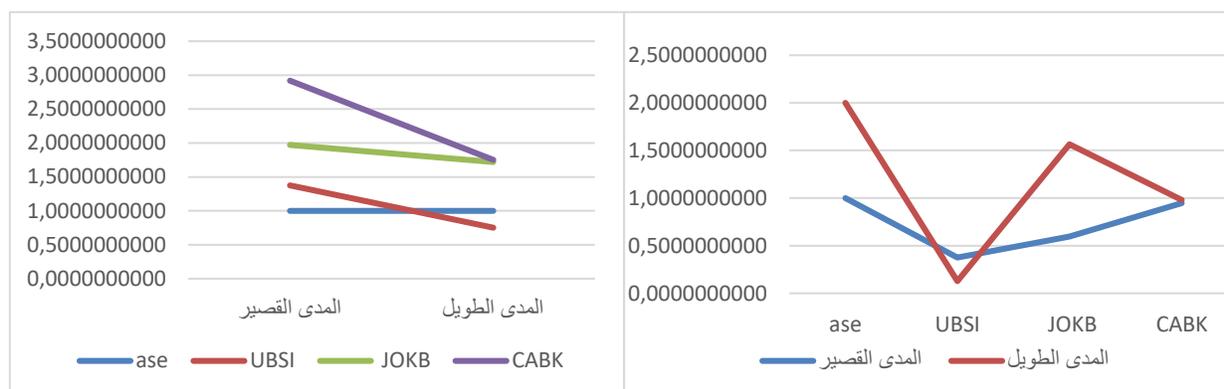
الجدول رقم 4: مؤشرات المخاطر المنتظمة على المدى القصير والطويل

في الأجل القصير	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
بيتا ( $\beta$ )	7,13	1,0000000000	0,3755533780	0,5962088447	0,9470278230
في الأجل الطويل	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
بيتا ( $\beta$ )	6,762	1,0000000000	-0,2477075785	0,9674857007	0,0319195291

المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على مخرجات برنامج (Excel)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن جميع قيم بيتا ( $\beta$ ) موجبة وهذا يدل على أن مخاطر الأسهم تتحرك في نفس إتجاه السوق، كما يلاحظ أن السهم (CABK) درجة مخاطره كادت تساوي درجة مخاطر السوق على المدى القصير لتصبح أقل على المدى الطويل، تليه مخاطر السهم (JOKB) في المدى القصير التي كادت تساوي مخاطر السوق على المدى الطويل، على عكس السهم (UBSI) الذي إنطوى على أقل درجة مخاطر على المدى القصير، ليتخذ إتجاه معاكس لإتجاه السوق على المدى الطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الموالي:

الشكل رقم 6: التمثيل البياني للمخاطر المنتظمة على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 04

### 3- المخاطر غير النظامية

بعد عرض مؤشرات المخاطر المنتظمة على المدى القصير والطويل، يمكن استنتاج المخاطر غير المنتظمة لأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

الجدول رقم 5: مؤشرات المخاطر غير المنتظمة على المدى القصير والطويل

في الأجل القصير	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
مخاطر غير منتظمة	7,13	0,0000000000	0,6244466220	0,4037911553	0,0529721770
في الأجل الطويل	Rf	Ase	UBSI	JOKB	CABK
مخاطر غير منتظمة	6,762	0,0000000000	1,2477075785	0,0325142993	0,9680804709

المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على مخرجات برنامج (Excel)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (05) أن أكبر درجة مخاطر غير منتظمة كانت عند السهم (UBSI) على المدى القصير ثم استمرت في الإرتفاع على المدى الطويل، تليه مخاطر السهم (CABK) بدرجة أقل على المدى القصير والطويل، ثم يليه السهم (JOKB) بدرجة مخاطر منخفضة على المدى القصير والطويل، وهذا ما تم ملاحظته في التمثيل البياني رقم 06.

## ثالثاً: عرض نتائج مؤشرات العلاقة بين العوائد والمخاطر

بعد تبويب البيانات ومعالجتها احصائياً، يتم عرض نتائج العلاقة بين العائد والمخاطر للأسهم لعينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان.

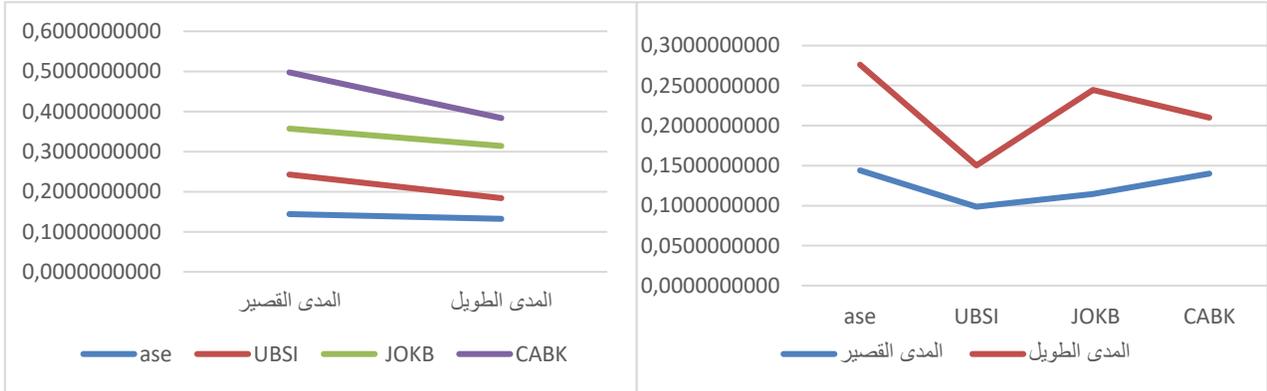
## الجدول رقم 6: مؤشرات العلاقة بين العائد والمخاطر على المدى القصير والطويل

في الأجل القصير	Rf	ASE	UBSI	JOKB	CABK
معدل العائد المطلوب (CAPM)	7,13	0,1440248891	0,0986120778	0,1146592221	0,1401724934
معامل الاختلاف (CV)	7,13	4,9762436003	9,9873721700	-151,9368185630	2,5422986221
في الأجل الطويل	Rf	Ase	UBSI	JOKB	CABK
معدل العائد المطلوب (CAPM)	6,762	0,1321953677	0,0516241920	0,1300957448	0,0696812153
معامل الاختلاف (CV)	6,762	12,7349565818	-19,839257388	-151,936818563	23,546597407

المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على مخرجات برنامج (Excel)

يلاحظ من خلال الجدول (06) أن معدل العائد المطلوب (CAPM) للسهم (CABK) حقق عوائد جيدة مقارنة بمعدل العائد المطلوب (Rf) على المدى القصير والطويل، يليه السهم (UBSI) الذي حقق عوائد سيئة في المدى القصير وتكبد خسائر رأسمالية على المدى الطويل، تليه عوائد السهم (JOKB) الذي تكبد خسائر رأسمالية على المدى القصير والطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الموالي:

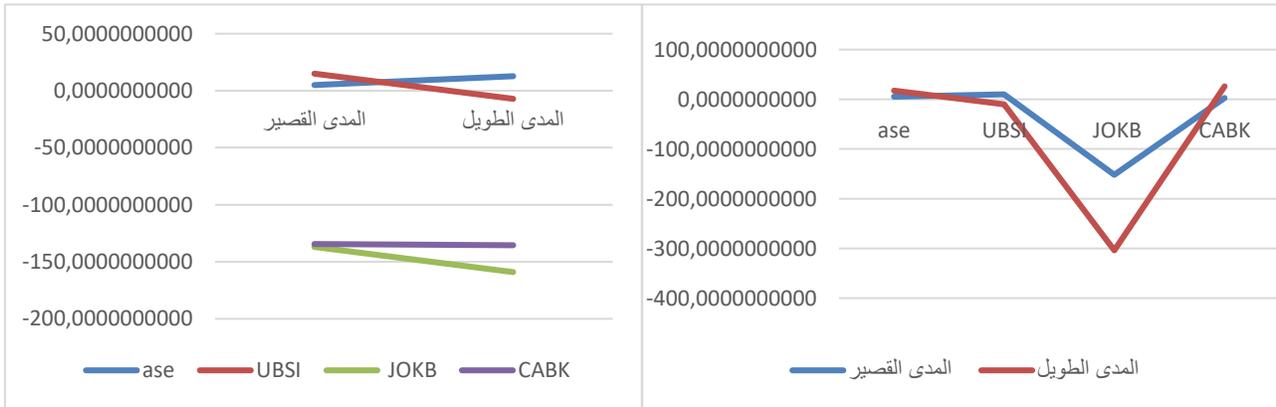
الشكل رقم 7: التمثيل البياني للعائد المطلوب على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (06)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أن معامل الإختلاف (CV) للأسهم أكبر من معامل إختلاف السوق أي مخاطر الأسهم تفوق مخاطر السوق على المدى القصير والطويل، كما يلاحظ أن السهم (JOKB) ينطوي على مخاطر مرتفعة على المدى الطويل والقصير، تليه مخاطر السهم (UBSI) في المدى القصير لترتفع على المدى الطويل، ثم يليه السهم (CABK) بأقل مخاطر على المدى القصير لترتفع على المدى الطويل، وهذا ما يوضحه التمثيل البياني الآتي:

الشكل رقم 8: التمثيل البياني لمعامل الاختلاف على المدى القصير والطويل



المصدر: إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (06)

### المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

في هذا المطلب تم تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان والتي تكشف على مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضيات البحث، وذلك بالاعتماد على التحليل الإحصائي الذي يعتبر أداة التحليل الأنسب لذلك.

#### أولاً: تحليل ومناقشة مؤشرات الأداء

بعد عرض نتائج الأداء من حيث مؤشرات الجودة والعائد في الأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان. يتم تحليلها ومناقشتها.

#### 1- تحليل ومناقشة مؤشرات جودة الأسهم

يتبين من خلال نتائج التحليل المتوصل إليها من جدول مؤشرات جودة الأسهم، التي تتطلب الفهم الدقيق لمتطلبات السوق والقدرة على تحليل البيانات، لاتخاذ قرارات إستراتيجية فعالة وذلك لاختيار جودة الأسهم، حيث يتضح من خلال مؤشر شارب (sh) أن السهم (CABK) تميز بأداء جيد على المدى القصير قدر بـ46,3050369769 أي حقق عوائد إضافية، ليتراجع أدائه على المدى الطويل بـ8,0868178181، بينما قدر أداء السهم (UBSI) بـ6,0553635560 أي تميز بأداء متوازن ثم تدهور أدائه على المدى الطويل حيث قدر بـ(-25,3893193989)، بينما قدر أداء السهم (JOKB) بقيمة سالبة على المدى القصير (-4,8948240750) وهو أداء سيء، وتدهور على المدى الطويل وقدر أدائه بـ(-6,3775018367) أي حقق أداء أسوأ.

بينما يتبين من خلال مؤشر ترينور (Tr) أن السهم (CABK) حقق أداء جيد قدر بـ0,7858142751 في المدى القصير وهو يشير إلى إرتفاع أداء السهم مقارنة بأداء السوق الذي قدر بـ0,0727248891 واستمر في تحقيق عائد جيد قدر بـ2,0624978369، ثم يليه أداء السهم (UBSI) الذي قدر بـ0,1675614150 على المدى القصير ليرتفع بـ1,1681982120 محققاً عوائد جيدة على المدى الطويل، عكس السهم (JOKB) حيث قدر عائده بـ(0,1446855614) على المدى القصير أي تعرض لأداء سيء، ونفس الحال على المدى الطويل قدر عائده بـ(-0,1161696172) أي إستمر في تحقيق عائد سيئ.

كما يتبين من خلال مؤشر جانسن ( $\alpha$ ) أن (CABK) تميز بأداء جيد قدر بـ 0,8130604756 في المدى القصير ليحافظ على أدائه على المدى الطويل ولو بتراجع نسبيا بـ 0,0636864928، يليه أداء السهم (UBSI) بـ 0,0902403332. على المدى القصير، ثم تدهور أدائه على المدى الطويل بـ (-0,2727063975)، أما السهم (JOKB) الذي كان أدائه سيء قدر بـ (-0,0429035893) على المدى القصير فقد تدهور أدائه على المدى الطويل بـ (-0,1774824869).

## 2- تحليل ومناقشة مؤشرات العوائد

يتبين من خلال نتائج التحليل المتوصل إليها من جدول مؤشرات العوائد أن متوسط عائد الأسهم ( $R_i$ ) قد اختلف بين قيم موجبة وأخرى سالبة، حيث سجل أعلى متوسط عائد عند السهم (CABK) وقدر بـ 0,8154879822 أي تميز بأداء جيد على المدى القصير، وبقي محافظ على أدائه ولو بتراجع ليصل لـ 0,1334539597 على المدى الطويل، أما بالنسبة للسهم (UBSI) سجل متوسط عائده بـ 0,1342282554. على المدى القصير أي أنه حقق أداء متوازن ثم انخفض بـ (-0,2217515503) على المدى الطويل ليتكبد خسائر رأسمالية، في حين أن متوسط عائد السهم (JOKB) تكبد خسائر رأسمالية قدرت بـ (-0,0149628114) على المدى القصير وارتفعت الخسائر الرأسمالية في المدى الطويل لتصل لـ (-0,0447724435).

يتضح من خلال مؤشرات الجودة ومؤشر العوائد أن الأسهم عينة الدراسة تختلف من حيث أدائها سواء في المدى القصير أو الطويل، فمنها ما يتميز بأداء جيد (CABK)، ومنها ما يتميز بأداء متوازن (UBSI)، ومنها ما تميز بأداء سيء (JOKB)، كما لوحظ أن أداء الأسهم تراجع في المدى الطويل نتيجة لسلوك المستثمرين عند تداولهم بالمشتقات المالية.

## ثانياً: تحليل ومناقشة مؤشرات المخاطرة

بعد عرض نتائج مؤشرات المخاطرة الكلية والمنتظمة وغير المنتظمة لأسهم عينة الدراسة المدرجة في بورصة عمان. يتم تحليلها ومناقشتها.

## 1- تحليل ومناقشة المخاطر الكلية

يتبين من خلال نتائج التحليل المتوصل إليها من جدول مؤشرات المخاطر أن قيمة الانحراف المعياري ( $\delta$ ) الذي يعتبر مؤشر للخطر الكلي للسهم (CABK) تتعدى قيمة الانحراف المعياري للسوق (Ase) وهذا يدل على أن

مخاطر الأسهم تتعدى مخاطر السوق، إذ يتبين أن السهم (CABK) ينطوي على مخاطر مرتفعة قدرت بـ0,0160714262 على المدى القصير وهذا ما يدل على استخدام المشتقات المالية في المضاربة عن طريق محاولة إستغلال التقلبات السوقية المتوقعة، بينما انخفض مستوى الخطر على المدى الطويل وقدر بـ0,0081408981 وهذا يدل على استخدام المشتقات المالية في التحوط بهدف حماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة أي إدارة مخاطرها المالية بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية، أما السهم (JOKB) ينطوي على مخاطر مرتفعة قدرت بـ0,0176232711 سواء على المدى القصير أو الطويل وذلك نتيجة حدوث تقلبات سوقية نتيجة لسلوكيات المضاربة في الأسعار، بينما قدرت أدنى قيمة للانحراف المعياري عند السهم (UBSI) بـ0,0103921515 نتيجة لاستغلال فرص المراجعة في المدى القصير، ولسلوكيات المضاربة في المدى الطويل.

كما يتبين أن قيمة المدى (R) الذي يعتبر مؤشر للحكم على نسبة مستوى الخطر الكلي عند السهم (CABK) قدرت بـ0,0590618337 على المدى القصير، ثم ارتفعت بـ0,0993970715، تليه نسبة مستوى خطر السهم (UBSI) بـ0,0315798222 على المدى القصير، بينما على المدى الطويل حظى بأعلى نسبة خطر قدرت بـ0,1303462834 وبأدنى نسبة خطر يأتي (JOKB) السهم بـ0,0729621747 على المدى القصير والطويل، وبذلك تتعامل هذه الأسهم بالمشتقات المالية على المدى القصير بهدف التحوط بينما على المدى الطويل تستخدم بهدف المضاربة، وهو ما يدعم نتائج مؤشر الانحراف المعياري.

## 2- تحليل ومناقشة المخاطر المنتظمة

يتبين من خلال نتائج التحليل المتوصل إليها من جدول مؤشرات المخاطر المنتظمة ( $\beta$ ) التي تتمثل في ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها السهم الاستثماري والتي تسببها التقلبات السوقية، حيث يتبين أن جميع قيم بيتا موجبة على المدى القصير، وهذا يدل على أن مخاطر الأسهم تتحرك في نفس اتجاه السوق (Ase)، فنجد قيمة بيتا لسهم (CABK) تقدر بـ0,9470278230 أي أن السهم حساس بدرجة كبيرة جدا بأي تغير يحدث على مستوى عائد السوق (Ase)، وبالتالي إرتفاع مستوى الخطر النظامي في المدى القصير، بينما تنخفض قيمة بيتا في المدى الطويل لتصل بـ0,0319195291 أي تدني نسبة المخاطر النظامية، وبالتالي فإن مخاطر السهم أقل حساسية من مخاطر السوق. وسجل سهم (UBSI) أدنى مستوى خطر بـ0,3755533780 في المدى القصير، كما انخفضت أكثر في المدى الطويل (-0,2477075785) حيث كانت مخاطر السهم أقل حساسية من مخاطر السوق، وفي عكس اتجاه السوق.

أما بالنسبة لسهم (JOKB) فبلغت قيمة بيتا بـ 0,5962088447 ودل ذلك على أن مخاطره أقل حساسية من مخاطر السوق في المدى القصير لترتفع قيمة بيتا إلى 0,9674857007 في المدى الطويل لتصبح مخاطر السهم حساسة بدرجة كبيرة جدا بأي تغير يحدث على مستوى عائد السوق (Ase).

### 3- المخاطر غير منتظمة

يتبين أن المخاطر النظامية التي تؤثر على الأسهم ولا تؤثر على نظام السوق ككل، عند السهم (CABK) قدرت بـ 0,0529721770 على المدى القصير ثم ارتفع مستوى الخطر غير النظامي في المدى الطويل بـ 0,9680804709، وهو مؤشر على إمكانية التحكم في مخاطره، حيث أن هذه المخاطر مستقلة عن العوامل التي تؤثر في السوق، وبالتالي يمكن إدارتها عن طريق التنوع، وتوزيع الأموال المستثمرة في محفظة استثمارية على أكثر من أداة استثمار وحيدة. ونفس الحال بالنسبة لسهم (UBSI) والذي يمكن التحكم في مخاطره في المدى القصير والطويل، بينما السهم (JOKB) فقد مستوى خطره غير النظامي 0,4037911553 على المدى القصير لينخفض في المدى الطويل إلى 0,032514299، وبذلك لا يمكن التحكم فيها.

### ثالثا: تحليل ومناقشة مؤشرات العلاقة بين العائد والمخاطر

يتبين من خلال نتائج التحليل المتوصل إليها من جدول مؤشرات العلاقة بين العائد والمخاطر أن معدل العائد المطلوب (CAPM) الذي يعوض المستثمر عن حرمانه من إستغلال أمواله لتحقيق أو إشباع منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار في السهم (CABK) بلغ 0,1401724934 في المدى القصير ثم انخفض ليصل 0,0696812153 في المدى الطويل، أي أن تكلفة الاستثمار في هذا السهم أقل من تكلفة السوق، فالاستثمار في هذا السهم يحقق منافع، وتستخدم هنا المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر المالية، بينما قدر العائد المطلوب للسهم (UBSI) بـ 0,0986120778 في المدى القصير، وقدر بـ 0,0516241920 في المدى الطويل، وبالتالي فإن تكلفة الاستثمار في هذا السهم أقل من تكلفة السوق، غير أن تكلفة الاستثمار في سهم (JOKB) أكثر من تكلفة السوق، فالاستثمار في هذا السهم لا يحقق منافع.

توضح نتائج معامل الاختلاف (CV) لسهم (CABK) والتي تقدر بـ 2,5422986221 في المدى القصير درجة حساسية عائد السهم للتغيرات في عائد السوق، وهي نتائج تؤكد النتائج السابقة، حيث أنه تم استخدام المشتقات المالية في المدى القصير بغرض المراجعة سعيا وراء فروقات الأسعار لتحقيق أرباح عديمة المخاطرة، وفي المدى الطويل ارتفع ليصل بـ 23,5465974076 وهو أعلى من معدلات السوق. بينما درجة حساسية عائد السهم (UBSI)

للتغيرات في عائد السوق مرتفعة في المدى القصير بـ9,9873721700 لتزداد ارتفاع في المدى الطويل بـ(19,8392573886) نتيجة للمضاربات في الأسعار باستخدام المشتقات المالية، وتعرض السهم (JOKB) لأعلى درجات المخاطر سواء في المدى القصير أو المدى الطويل بمعامل إختلاف 151,9368185630 وذلك نتيجة استخدام المشتقات المالية بهدف المضاربة ومحاولة إستغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة.

### خلاصة الفصل الثاني

تعتبر بورصة عمان من أهم الأسواق العربية لما تتسم به عن غيره من الأسواق، ومن خلال هذا الفصل تم تقديم عينة الدراسة والمتمثلة في مجموعة شركات تتداول المشتقات المالية لمعرفة مدى تطابق الجزء النظري على التطبيقي وهذا باستعانة على بيانات المتوفرة في الموقع الإلكتروني لسوق عمان للأوراق المالية، حيث تم إستعمال مؤشرات إحصائية وتم اختبارها في دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية سوق الأوراق المالية على المدى الطويل والقصير، تم التوصل إلى في الأخير تم تحليل وتفسير النتائج المتحصل عليها من معالجة البيانات المتحصل عليها حيث بينت نتائج الدراسة أن الأسهم التي تستخدم المشتقات المالية بهدف التحوط تسهم بشكل كبير في الحد من المخاطر.

خاتمة عامة



## خاتمة عامة

تتضمن خاتمة هذه الدراسة مجموعة من النتائج والاقتراحات التي يتم إظهارها لبورصة سوق الأوراق المالية بصفة عامة وبورصة عمان بصفة خاصة، إضافة إلى عرض آفاق البحث لغرض فتح مجال البحث في الموضوع وذلك فيما يلي:

## 1- نتائج اختبار الفرضيات

حاولت هذه الدراسة "المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر المالية في سوق عمان للأوراق المالية خلال سنتي 2023-2024"، معالجة الإشكالية الرئيسية المتمثلة في مدى مساهمة المشتقات المالية في إدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية في بورصة عمان، وقد تم وضع مجموعة من الفرضيات، كانت النتائج كما يلي:

يتبين من تحليل مؤشرات الجودة والعوائد أن الأسهم موضوع الدراسة تظهر تفاوتاً في أدائها على المدى القصير والطويل. فبعض الأسهم مثل CABK تحقق أداءً جيداً، بينما تحقق أخرى مثل UBSI أداءً متوازناً، وأخرى مثل JOKB تحقق أداءً سيئاً. كما لوحظ أن أداء الأسهم بشكل عام يتراجع على المدى الطويل بسبب تأثير سلوك المستثمرين عند تداولهم بالمشتقات المالية، وهذا ما يعني قبول الفرضية الأولى والمتعلقة بتفاوت أداء أسهم القطاع المصرفي بين الجيد والمتوازن والسيء، إذ تختلف سلوكيات المستثمرين في المشتقات المالية في المدى الطويل نتيجة لتنوع هذا الأداء؛

تشير نتائج تحليل مؤشرات المخاطر إلى أن السهم (CABK) تتجاوز مخاطره الكلية مخاطر السوق، مما يعكس ارتفاع المخاطر على المدى القصير بسبب استخدام المشتقات المالية في المضاربة على التقلبات السوقية المتوقعة. وعلى المدى الطويل، تنخفض المخاطر بفضل استخدام المشتقات المالية للتحوط وإدارة المخاطر المالية بفعالية. وفي المقابل، يظهر السهم (JOKB) مخاطر مرتفعة على كل من المدى القصير والطويل نتيجة تقلبات السوق وسلوكيات المضاربة. بينما يسجل السهم (UBSI) أدنى مستوى من المخاطر بفضل استغلال فرص المراجعة على المدى القصير والمضاربة على المدى الطويل. وهذا ما يعني قبول الفرضية الثانية والمتعلقة بمساهمة سلوكيات المستثمرين في مستوى المخاطر الكلية بين أسهم القطاع المصرفي مقارنة بمخاطر السوق عند استخدام المشتقات المالية لأغراض المضاربة والتحوط؛

تشير نتائج تحليل مؤشرات المخاطر المنتظمة ( $\beta$ ) إلى أن جميع الأسهم المدروسة تظهر قيم بيتا موجبة على المدى القصير، مما يعني أن مخاطر هذه الأسهم تتحرك في نفس اتجاه السوق. سهم (CABK) يظهر حساسية عالية للتقلبات السوقية في المدى القصير، مما يزيد من مخاطره النظامية، بينما تنخفض هذه الحساسية بشكل كبير على المدى الطويل. سهم (UBSI) يسجل أدنى مستوى من المخاطر النظامية في المدى القصير، وتنخفض مخاطره بشكل أكبر وتتحرك عكس اتجاه السوق على المدى الطويل. أما سهم (JOKB)، فتظهر مخاطره أقل حساسية من السوق في المدى القصير، لكنها تزداد بشكل كبير وتصبح أكثر حساسية للتغيرات في عائد السوق على المدى الطويل. وهو ما يعني قبول الفرضية الثالثة والمتعلقة بدرجة تقلب عوائد أسهم القطاع المصرفي بعوائد السوق على المدى القصير والطويل نتيجة استخدام المشتقات المالية؛

تشير النتائج إلى أن المخاطر غير النظامية للأسهم، التي لا تؤثر على السوق ككل، يمكن إدارتها والتحكم فيها من خلال التنوع في بعض الحالات. حيث يظهر سهم (CABK) إمكانية كبيرة للتحكم في مخاطره غير النظامية، إذ ترتفع هذه المخاطر على المدى الطويل مما يشير إلى أهمية التنوع في إدارة هذه المخاطر. نفس الأمر ينطبق على سهم (UBSI)، حيث يمكن التحكم في مخاطره غير النظامية على المدى القصير والطويل. في المقابل، سهم (JOKB) يظهر صعوبة في التحكم في مخاطره غير النظامية، حيث تكون هذه المخاطر أقل قدرة على التنبؤ والإدارة عبر الزمن، ومن هنا يمكن قبول الفرضية الرابعة والمتعلقة بتفاوت التحكم في مخاطره أسهم القطاع المصرفي في المدى القصير والطويل، والذي يرجع إلى مخاطرها غير النظامية؛

تظهر نتائج التحليل أن معدل العائد المطلوب (CAPM) يتغير عبر الزمن للأسهم القطاع المصرفي. ففي السهم (CABK)، كانت تكلفة الاستثمار في المدى الطويل أقل من تكلفة السوق، مما يشير إلى إمكانية تحقيق منافع للمستثمرين. كما أن المستثمرون يستخدمون المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر المالية في هذا السياق. وبالمقابل، يظهر سهم UBSI تكلفة استثمار منخفضة مقارنة بتكلفة السوق في الفترتين القصيرة والطويلة، مما يشير إلى إمكانية تحقيق منافع أيضاً. أما بالنسبة لسهم JOKB، فإن تكلفة الاستثمار فيه تفوق تكلفة السوق، مما يشير إلى أن الاستثمار فيه قد لا يكون مجدداً للمستثمرين. وعليه، فإن معدل العائد المطلوب يسمح باتخاذ قرار الاستثمار في أسهم القطاع المصرفي، وهو ما يعني قبول الفرضية الخامسة.

## 2- نتائج الدراسة

يمكن إيجاز أهم النتائج في النقاط التالية:

- يتم في سوق الأوراق المالية تداول العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كألسهم والسندات ومنها الحديثة مع المستجدات والتطورات في القطاع المالية كالمشتقات المالية؛
- تقوم إدارة المخاطر على المراقبة الشاملة في تحديد المخاطر على مستوى السوق وأخذها بعين الإعتبار عند تحقيق استقرار السوق؛
- تستخدم عقود المشتقات المالية بغرض التحوط ضد مخاطر تقلبات السوق؛
- تساهم المشتقات المالية في دعم كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال توفير السيولة، تشجيع التداول؛
- قد ينشأ عن استخدام المشتقات المالية مخاطر ترتبط بأسباب قانونية، وأخرى تشغيلية.

## 3- التوصيات

يمكن تقديم أهم التوصيات المتعلقة بالدراسة في النقاط التالية:

- ضرورة إدراج التداول بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية لتطوير التعامل في هذه السوق، وبالتحديد في أسواق الأوراق المالية العربية؛
- ضرورة تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية والاستثمار فيها للتقليل من حدة المخاطر المالية؛
- من الأفضل الاستثمار في الأسهم التي تتداول المشتقات المالية في المدى القصير للتغطية ضد المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذه الأوراق المالية.

## 4- الآفاق

يمكن تقديم آفاق أخرى للدراسة في النقاط التالية:

- تحليل أثر استخدام العقود الآجلة للتحوط ضد التقلبات السعرية وتحقيق مكاسب محتملة؛
- تحليل أثر استخدام البنوك والشركات المالية للمشتقات في إدارة مخاطر أسعار الفائدة؛
- دور الابتكارات الحديثة في مجال المشتقات المالية وكيفية تأثيرها على إدارة المخاطر؛
- تحليل الإتجاهات العالمية في استخدام المشتقات المالية وتوقعاتها المستقبلية لإدارة المخاطر المالية.

# قائمة المراجع



## قائمة المصادر والمراجع

- إبراهيم هندي منير. (2003). الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات. مصر.
- أحمد أبو بكر عيد. (2011). شركات التأمين. (الإصدار 1). الأردن: دار صفاء .
- أحمد تومين، و عيسى مكاوي. (2018). إدارة المخاطر المالية في مؤسسات التأمين-دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمينات. 39،40. كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة.
- أحمد قندوز عبد الكريم. (2012). إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية. الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية(9)، الصفحات 12-20.
- الحناوي محمد. (2002). بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. مجموعة النيل العربية.
- الخطيب سمير. (2005). قياس وإدارة المخاطر في البنوك. مصر: دار منشأة المعارف .
- أمنة لعصامي. (2021). توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي-دراسة تحليلية للعقود المستقبلية خلال الفترة (2010-2020). الآفاق للدراسات الإقتصادية، 2(6).
- أمينة ورداني، و محرز خالدية. (2019). دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية-دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2017-2018)(مذكرة ماستر). 46. كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، تيارت: جامعة ابن خلدون.
- آية لبرش، و مروى عوار. (2020). الآليات الحديثة لتداول المشتقات المالية غير المدرجة في البورصة كآلية للحد من الأزمات المالية-دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية (مذكرة ماستر). كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جيجل: جامعة محمد الصديق بن يحي.
- إيمان الشايب، و هاجر السخري. (2022). المشتقات المالية في التشريع الجزائري (مذكرة ماستر). 56. كلية الحقوق والعلوم السياسية، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
- بدوي عبد المجيد براء مازن. (2023). مدى إستخدام عقود المشتقات المالية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالية. 05.
- بلعيد نعيمة، و نصر ضو. (بلا تاريخ). الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر-دراسة حالة البنك الفرنسي خلال الفترة (2005-2019).
- بن علي بلعزوز. (2010). إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. مجلة الباحث(7)، الصفحات 331-344.
- بوشامة بشرى، و خلة خير الدين. (2017). تسعير الأوراق المالية فب ظل نموذجي تسعير الأصول الرأسمالية وابتساعير بالمراجعة-دراسة حالة بورصة تونس للأوراق المالية خلال 2016(شهادة ماستر). 44. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قلمة: جامعة 8 ماي 1945.

- بومدين نورين. (2021). محاضرات في الهندسة المالية. كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، الشلف: جامعة حسيبة بن بوعلي.
- جمال معتوق، و يحيى سعدي. (2015). قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية. مجلة العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير(13)، الصفحات 232-250.
- جهيدة نسيلي، و نشنش سليمة. (2020). دور المشتقات المالية في ادارة المخاطر والحد من الأزمات-إشارة إلى الأزمة العالمية 2008. مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 13(1).
- حليمة بزاز، و بن محمد هدى. (2009). المشتقات المالية ومخاطرها. قسنطينة: جامعة الأمير عبد القادر.
- حنان مباركية، و إكرام بوزيان. (2023). محاسبة التحوط عن المشتقات المالية وفق SCF. كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، برج بوعريج: جامعة محمد البشير الإبراهيمي.
- خميسي قايد، و عبد القادر لحسين. (2015). دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق. المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الإقتصادية(6).
- خير الله فرج. (2016). إدارة المخاطر المالية. الأردن: دار إمد للنشر والتوزيع.
- خيرة مجدوب. (2019). إدارة المخاطر المالية. كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت.
- رابح امين المانسبع. (2011). الهندسة المالية واثرها في الأزمة العالمية المالية لسنة 2007 (رسالة ماجستير). 45.
- كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: كلية الجزائر 3.
- زينب كريد، و زين صبرينة. (2021). استخدام نموذج تسعير الأثول الرأسمالية CAPM في تقييم الأصول المالية- دراسة حالة الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (2017-2020)(شهادة ماستر). 15. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جيجل: جامعة محمد الصديق بن يحيى.
- سالم ياسمينه إبراهيم، و هاجر يحيى. (بلا تاريخ). أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية. الصفحات 166-193.
- سرامه مريم. (2012). دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 (مذكرة ماجستير). 71، 72، 73. كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري.
- سعد الله فائزة، و شربال كريمة. (2022). استخدام منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية (مذكرة ماستر). 21. علوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جيجل: جامعة محمد الصديق بن يحيى.
- سعد محمد داود علي. (2012). البنوك ومحافظ الإستثمار "مدخل دعم إتخاذ القرار". دار التعليم الجامعي.
- سعيدة صنية، و فاطمة دحمان. (2017). دور الأسواق المالية في تفعيل التنمي الإقتصادية (مذكرة ماستر). 12.
- كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، أدرار: جامعة أحمد دراية.
- سليم جابو. (2012). تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (رسالة ماجستير). كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.

- سليم جابو. (2024). تحليل العلاقة بين نشاط بورصة الأوراق المالية وأدائها في ظل التقلبات السعرية-دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية. مجلة إقتصاد المال والأعمال، 08(02).
- سليم قط. (2016). مفاضلة الإستثماريين بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-. 256. كلية العلوم للإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة.
- سماح بن موسى. (2012). دراسة مدى تطبيق إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الإقتصادية والتمويلية-دراسة عينة من المؤسسات في الجزائر (مذكرة ماستر). 8. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أدرار: جامعة أحمد دراية.
- سمير عبد الحميد رضوان. (2005). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها (الإصدار 1). مصر: دار النشر للجامعات.
- سهام عيساوي، و فطوم حوحو. (2017). تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة. مجلة إقتصاديات الأعمال والتجارة(4)، الصفحات 336-355.
- سهام عيساوي، و لخضر مرغاد. (2014). إستخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية. أبحاث إقتصادية وإدارية(15)، الصفحات 146-161.
- شابو ربيع، و منصور جابر. (2019). إستخدام عقود الخيارات المالية كمدخل للتحوط من مخاطر الإستثمار في المحافظ المالية (مذكرة ماستر). كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة.
- شاوش سهام. (2022). تحليل تطورات تداول المشتقات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة للفترة (2013-2019). مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، 16(02)، الصفحات 193-212.
- شريفة يزيد، و فاطمة ينجار. (2023). دراسة المخاطر المالية وتسيير خطر القروض باستعمال القرض التنقيطي. 21-22. كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم.
- شقيري نوري موسى. (2015). إدارة المشتقات المالية. 1، 134. عمان: دار المسيرة.
- طارق عبد العال حماد. (2003). المشتقات المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد القادر بن عيسى. (2012). أثر إستخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العلمية-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة (2006-2010)(رسالة ماجستر). كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
- عبد القادر لحسين، و الجوزي جميلة. (2017). حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية. مجلة الإقتصاد الجديد، 17(1)، الصفحات 165-184.
- عبد الكريم قندوز. (2022). المشتقات المالية. أبو ظبي.
- عبو عمر، عبو ربيعة، و نبيل بوفليح. (2017). مؤشرات تقييم أداء المحافظ الإستثمارية. مجلة التنمية والإقتصاد التطبيقي(1)، صفحة 104.

- قاسم أديب. (2018). الأسواق المالية وآثرها في التنمية الاقتصادية. مجلة كلية بغداد ، الصفحات 157-160.
- قايدي خميسي، و عبد القادر لحسين. (2015). دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق. المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، الصفحات 25-43.
- كمال عامر. (2017). إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها. مجلة الإقتصاد الجديد، 2(17)، الصفحات 75-88.
- لإبراهيم غيا دنانيا. (2013). دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها (رسالة ماجستير). 51. كلية الإقتصاد، الجمهورية العربية السورية: جامعة دمشق.
- ماينة دعاء. (2023). تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية -دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2019-2022). 28. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة.
- مباركية حنان، و بورنان إكرام. (2023). محاسبة التحوط عن المشتقات المالية وفق [تقديم مقترح لمحاسبة التغطية عن المشتقات المالية بناء على معايير المحاسبة الدولية ، التجارب الدولية]. 19. كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، برج بوعرييج: جامعة محمد البشير الإبراهيمي.
- محمد أعموري، و بوجمعة كرومي. (2022). مردودية المؤسسة الاقتصادية في ظل استخدام نموذج تسعير الأصول-دراسة حالة بعض الشركات المدرجة (capm) الرأسمالية في بورصة الجزائر. 34. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، أدرار: جامعة أحمد دراية.
- محمد عصام الدين السويدي همت. (2021). مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها. مجلة البحوث المالية والتجارية، 22(3)، الصفحات 366-405.
- مراح سهيلة، و زمولي هندا. (2017). دور الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل المؤسسات المالية الإسلامية في سوق المالي (مذكرة ماستر). 36. كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، تبسة: جامعة العربي التبسي.
- مستجير رمزي شاكرا. (2010). دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الإستثمارات. الكاتب الحديث.
- منال بلعابد، و غافوري ليلي. (2022). المشتقات المالية من تسيير المخاطر المالية إلى خلق القيمة في المؤسسة. مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، 13(2)، الصفحات 54-68.
- مهدي حسين، و حسام، جاسم. (2010). مايكروسوفت أوفيس إكسل . جامعة الأنبار.
- مؤيد عبد الرحمان الدوري، و سعيد جمعة. (2012). إدارة المشتقات المالية. الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
- نايف علوان قاسم، و محمد الزعلوك إبراهيم. (2005). أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CABM. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير(5).

- نصيرة بلي. (2017). دور المشتقات المالية في تغطية خطر سعر الصرف على البنوك-دراسة حالة مجمع سوسيتي جينيرال(مذكرة مستر). كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل.
- نعمة نغم حسين. (بلا تاريخ). المشتقات المالية (مفهومها-تطورها-أنواعها). 7. قسم إقتصاديات الصيرفة والتمويل: ماجستير إدارة الصيرفة والتمويل.
- نهاد خاذر، و معلم عبيير. (2019). إدارة المخاطر المالية كأداة لتفادي تكاليف فشل العمليات المصرفية(مذكرة ماستر). 8،9،10. كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير.
- ياسر بن يونس. (2023). أثر استخدام المشتقات المالية في التخفيف من المخاطر المالية-دراسة حالة الشركة القطرية للتأمين للفترة من (2012-2021)(أطروحة دكتوراه) للفترة من 2012-2021. 13. كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، غرداية: جامعة غرداية.
- Emira Kozarevic ،Izudin Kesetovic ،Kokorovic Jukan و Beriz Civic. (2012). The Usage Of Derivatives Financial Risk Management By Companies In Bosnia And Herzegovina . Journal Of Economie And Business.(2)10 ،
- M Mohammad و S Hashin. (2023). The Study in The Impact Of Financial Derivatives Business On The Profitability Of Listed Commercial Banks In China .Journal of Mathematical Finance.(2)13 ،
- Marinc Matej ،Li Shaofang. (2014). The Use OF Financial Derivatives And Risks Of US Bank Holding Companies .Elsevier Journal.35 ،
- Othman Allan و Azeddine Hamla. (2016). The Use Financial Derivatires In The Financial Market Risk Mngement .Journal Rouaa Economie.(11)
- (s.d.). Consulté le 05 02, 2024, sur <https://sa.investing.com/equities/jor-kuwait-ban>.
- (s.d.). Consulté le 05 02, 2024, sur <https://sa.investing.com/equities/bank-al-etihad>.
- (s.d.). Consulté le 05 02, 2024, sur <https://sa.investing.com/equities/cairo-amman-ba>.
- (s.d.). Consulté le 05 02, 2024, sur <https://sa.investing.com/equities/afaq-energy>.
- (s.d.). Consulté le 05 02, 2024, sur <https://sa.investing.com/equities/jordan-telecom>.
- (s.d.). Consulté le 05 02, 2024, sur <https://sa.investing.com/equities/univ-mod-in>.
- (2018). Consulté le 02 06, 2024, sur <https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures>.

# الملاحق



## بيانات الدراسة

