

مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في

سوق الكويت للأوراق المالية: (دراسة تطبيقية)

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

الدكتور علي عبد الغاني اللايذ الدكتور ابراهيم علي عبد الله القاضي الأستاذ طلال مزيد العرادة
جامعة الشرق الأوسط - عمان الأردن

تصنيف JEL: G20,G32,L10 تاريخ الاستلام: 2014/11/30 تاريخ قبول النشر: 2015/06/29

المخلص :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية. تكون مجتمع الدراسة من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، أما عينة الدراسة فتم اختيارها من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة وتكونت من (142) مستجيباً. أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك من وجهة نظر عينة الدراسة. وعلى ضوء تلك النتائج أوصت الدراسة بضرورة التحوط عند استخدام المشتقات المالية إلى المخاطر الناجمة عن تغير مستوى الأسعار. وضرورة القيام بتقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية عند استخدام المشتقات المالية والتأكد من قدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد.

كلمات مفتاحية: المشتقات المالية، الأداء، الشركات المساهمة.

Abstract :

This study aimed to know the risks of using derivatives on the performance of joint stock companies in the Kuwait Stock Exchange. The study population consisted of financial intermediaries who work in brokerage firms that invest in joint stock companies listed on the Kuwait Stock Exchange, the study sample selected from brokers who work in brokerage firms that invest in joint stock companies and consisted of 142 respondents. The results of the statistical analysis of the impact of the presence of a statistically significant risk for the use of financial derivatives (market risk , credit risk, operational risk , regulatory, legal risks) on the performance of joint-stock companies on the Kuwait Stock Exchange and so from the standpoint of the study sample. In light of these findings the study recommended the need to hedge when using financial derivatives to the risks arising from the change in the price level. And the need to estimate the creditworthiness of the counterparties and commitment ceilings for certain credit risk when using financial derivatives and to make sure the borrower's ability to meet its obligations to the lender on time .

Key Words: *Financial Derivatives, Performance, Companies.*

المقدمة:

تشكل التقلبات الاقتصادية الكبيرة وغير المتوقعة خطراً كبيراً على الشركات، مما أدى إلى ظهور ابتكارات مالية جديدة، من أجل التعامل مع تلك المخاطر والتغيرات السعرية التي ترافقها، وسميت هذه الابتكارات بالمشتقات المالية التي أتاحت ظروفًا أفضل للتغطية ضد هذه المخاطر، وبالرغم من أن التعامل في المشتقات يهدف للحد من مخاطر التقلبات في أسعار السلع والعملات وأسعار الصرف والفائدة والأسهم والسندات وكذلك معدلات العائد، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها. كما أصبحت التقلبات في الأسعار أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات عن تغيرات هيكلية شهدتها هذه الاقتصاديات في منتصف ونهاية السبعينيات والتي منها التغير في السياسات النقدية من استهداف استقرار أسعار الفائدة إلى استهداف نمو القاعدة النقدية، وكذلك رفع الحواجز عن تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال (كراسنة، 2006، ص32).

ونتيجة لذلك فقد شهدت أسواق المشتقات المالية نمواً سريعاً خلال العقود الماضية خاصة مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي، وقد شجع هذا التطور أطرافاً عديدة على الدخول في هذه الأسواق ويأتي في مقدمتها المنشآت التي دخلت هذه الأسواق وشاركت فيها بشكل إيجابي إما في صورة وسطاء ماليين أو مستخدمين نهائيين أو الاثنين معاً، وقد تم استخدام المنشآت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظ الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي (الخطيب، 2007، ص41).

مشكلة الدراسة:

لاحظ الباحثون من خلال متابعتهم للأحداث الاقتصادية في دولة الكويت أن المشتقات المالية أصبحت قضية فيها الكثير من الالتباس، وذلك من خلال عدم فهم المتعاملين فيها وفي مخاطرها التي تشمل مخاطر السوق والمخاطر الائتمانية والمخاطر التشغيلية أو التنظيمية والمخاطر القانونية. كذلك استخدم هذا المصطلح بأسلوب تهويلي، خصوصاً بعد

الخسائر التي تكبدها بنك الخليج الكويتي في العام 2008 بسبب المضاربة في المشتقات المالية، بعد أن أصبحت هذه المشتقات تثير تحفظات لدى بعض الأطراف الذين يتعاملون مع المشتقات المالية. وبناءً على ما تقدم فإنه يمكن تحقيق الغرض من هذه الدراسة وذلك بالإجابة على التساؤل الرئيس الآتي: ما مخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

هدف الدراسة:

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

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من حقيقة أنها تتناول موضوع المشتقات المالية التي تُعد كأدوات للتحوط المالي، وبالتالي فإنه يمكن أن تستفيد من نتائجها فئات المتعاملين بها ومنهم: الفئة الأولى: المستثمرون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الإحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الإستثمار، وصناديق التقاعد. الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبيون احتياجات المستثمرين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

فرضيات الدراسة: تستند هذه الدراسة إلى:

الفرضية الرئيسية:

الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد أثر لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضيات الفرعية:

الفرضية الفرعية الأولى:

الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد أثر للمخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية .

الفرضية الفرعية الثانية:

الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد أثر للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية .

الفرضية الفرعية الثالثة:

الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد أثر للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية .

الفرضية الفرعية الرابعة:

الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد أثر للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية .

نموذج الدراسة:

المتغير التابع:

أداء الشركات المساهمة:
- الربحية،
- الحصة السوقية.

المتغيرات المستقلة:

المشتقات المالية:
- مخاطر السوق،
- المخاطر الائتمانية،
- المخاطر التشغيلية أو التنظيمية،
- المخاطر القانونية.

الشكل (1)

نموذج الدراسة

منهجية الدراسة:

تعتبر هذه الدراسة من الدراسات الميدانية والتي اتبع فيها الباحثون الأسلوب الوصفي التحليلي، بهدف التعرف على مخاطر استخدام المشتقات المالية الآجلة على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية.

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والتي تستثمر في المشتقات المالية البالغ عددها (14) شركة. أما عينة الدراسة فتم اختيارها من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة وتكونت من (142) مستجيباً.

الدراسات السابقة:

أجرى علي دراسة في العام (2010) خلصت إلى انه إذا كانت أية معاملة مالية تتطوي على مخاطرة، فإن السعي إلى التحوط ضد المخاطر أو إدارتها يعتبر مطلباً ملحا، لهذا فانه منذ أن ظهرت المشتقات لا تزال تثير الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية.

أما دراسة، محمود، (2010) فقد توصلت إلى أن الهدف من استراتيجيات المشتقات هو تقليل التعرض لمخاطر سعر الفائدة، أسعار الصرف وتقلبات الأسعار، إذ من خلال الدخول في هذه العقود، تستطيع المصارف أو المؤسسات الأخرى تغطية مخاطر السوق التي تتعرض لها.

وتوصل نور، والكبيسي في دراستهما التي أجريت في عام (2011)، إلى إن معايير المشتقات المالية وهي أكثر المعايير إثارة للجدل تعتبر المتهم الأول في حدوث الأزمة المالية ومن البراهين على ذلك إن اثر المشتقات في الأزمة المالية اكبر واعم من غيرها من الأسباب حيث قدرت قيمتها بحوالي نصف مليون ترليون دولار كانت من أبرز أسباب الأزمة لان هذا المبلغ يعادل حوالي نصف حجم الأثر المالي للأزمة على الاقتصاد العالمي الذي يقدر بنحو الف ترليون (ما يعادل كوادريون) دولار.

وقد أكدت نتائج دراسة (Berkman et al, 2012) أن الرافعة المالية وحجم المنشأة يمثلان المتغيرات التفسيرية الأساسية لاستخدام المشتقات المالية، وأنه كلما زادت الأسهم المملوكة من جانب المديرين دل ذلك على تنوع أقل وبالتالي احتمال أكبر بشأن الحاجة إلى التغطية.

الإطار النظري:

مفهوم المشتقات المالية:

تستخدم المشتقات المالية للعديد من الأغراض منها إدارة المخاطر والتحوط، بالإضافة إلى المضاربة، وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها، والمشتقات المالية هي أدوات في قائمة المركز المالي، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا إنها لا يترتب عليها أي تدفق نقدي مبدئي أو أنها في الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي للربح ولذلك فإن البعض يطلق على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية. وتعرف المشتقات المالية بأنها " أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية، أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع" (حماد، 2010، ص5).

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

ويرى الباحثون أن المشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها اسمها، فان قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر، فقيمة عقد خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية،

وسعر العقد المستقبلي لشراء مادة معينة يتوقف على سعر هذه المادة في السوق الحاضر الذي يتداول فيه.

المتعاملون مع المشتقات المالية:

يُقسم المتعاملون مع المشتقات المالية إلى تسعة فئات وهي:

1- المضاربون: وهم الذين يتعاملون بالمشتقات المالية من خلال المراهنة وهم فئة يقومون بالمراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك تستخدم المشتقات من جانب المضاربين لمحاولة تحقيق مكاسب، وتتعلق معظم المشتقات المقتناة لأغراض المضاربة بالمتاجرة بالمبيعات، وأخذ المراكز، وموازنة أسعار الصرف (مطر، 2013).

2- المتحفظون: وهم الفئة الثانية الذين يكون جل اهتمامهم هو تخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، ويتبع البنك نظام شامل لقياس وإدارة المخاطر والتحوط والتي يتعلق جزء منها بإدارة المخاطر التي يتعرض لها البنك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العملات ولتقليل مخاطر أسعار العملات لتكون ضمن المستويات المقبولة التي يقررها مجلس الإدارة، وذلك بوضع مستويات معينة لمخاطر العملات، وكذلك حدوداً للتعامل مع الأطراف الأخرى ولمخاطر مراكز العملات (محمود، 2010، ص74).

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

4- الشركات: وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تلجأ إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار بالفائض النقدي. وتدخل الشركات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، كذلك من أجل الحصول على أرباح إضافية (حوالي 50 من إرباحا للشركات ناتجة عن المضاربة المالية) (محمود، 2010). في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه الشركات فهي عملية خارج قائمة المركز المالي وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات الشركة.

5- **صناديق المعاشات:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها لحماية العائد على الاستثمار في السندات، وذلك من أجل تأمين محفظة الأوراق المالية ضد التعرض لمخاطر السوق.

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

7- **تجار التجزئة:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

8- **المصدرون والمستوردون:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.

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

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

أنواع المشتقات المالية:

هناك أنواع عديدة من المشتقات المالية من أهمها ما يلي:

أولاً: عقود الخيارات: يعرف عقد الخيار بأنه عقد يعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مالي، أو عيني أو عملة أجنبية قبل تاريخ لاحق في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه حين التعاقد ويسمى بسعر التعاقد خلال فترة زمنية محددة، وذلك نظير دفع علاوة للبائع والذي يطلق عليها محرر الاختيار ولا ترد هذه العلاوة سواء تم تنفيذ العقد، أو لم يتم تنفيذه، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، إذ يهدف المنتجون لهذه المشتقات إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين، وعقود الخيارات تختلف عن العقود المستقبلية في كون هذه الأخيرة واجبة التنفيذ (كما سيرد ذكره لاحقاً) بينما تعطي عقود الخيارات الحق لمشتريها في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه (حنفي، 2008، ص357).

ثانياً: العقود المستقبلية: وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية، كما انها قابلة للتداول في البورصة، وهذه العقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في الوقت لاحق، كما أنه يترتب على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر (هندي، 2011، ص631).

ثالثاً: العقود الآجلة: العقود الآجلة أو الأمامية هو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقاً عند إبرام العقد، والتسليم أو التسوية تتم مستقبلاً، في تاريخ يتم تحديده عند إبرام العقد، و تعتبر العقود الآجلة، وهذه

العقود يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، وهي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية، وتعتبر العقود الآجلة بمثابة أدوات للحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار، وهي عقود شخصية تفاوضية، وتعتبر أبسط المشتقات المالية ولا يتم تداولها في البورصة كثيراً (هندي، 2011، ص667).

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

مخاطر التعامل في المشتقات المالية: يمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات هي:

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

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

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

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

4- المخاطر القانونية: وهذه المخاطر تنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها، أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية. وكذلك تؤدي

التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر، وترجع هذه المخاطرة إلى كون العقود ليست ملزمة قانوناً وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية، كما ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد، أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية (حماد، 2010، ص264).

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

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

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

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

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

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

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

6- **مخاطر الإحلال:** وهي لا تتعلق بإخفاق أحد الاطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو ما يضطر الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته مع تحمله لخسائر جسيمة تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها. يتضح مما تقدم أن المشتقات المالية وإن كانت تساهم في خلق الأزمات، فإنها أيضاً قد تكون من الخطورة بمكان إذا لم يحسن التعامل معها، وكان للأخطاء الجسيمة التي قد تلحق الضرر بالشركات والأمثلة على ذلك كثيرة.

مفهوم الأداء:

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

يعتبر الأداء المحور الرئيس الذي تنصب حوله جهود كافة الشركات، فهو يشكل أهم أهدافها، فالمنظمات تتوقع أن تؤدي وظائفها بكفاءة وفاعلية، وبالتالي فإن تقييم الأداء يتم من خلاله التعرف على نقاط القوة والضعف في أداء المنظمة (بلوط، 2002، ص359).

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

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

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

أساليب قياس الأداء:

يعتبر تقييم الأداء للشركات والذي يتم عن طريق قياس الربحية والحصة السوقية تحصيلاً مالياً، وهذا التقييم هو عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط المشروع الاقتصادي التي تسهم في تحديد أهمية وخواص الأنشطة التشغيلية والمالية للمشروع، وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية ومصادر أخرى كي يتم استخدام هذه المؤشرات بعد ذلك في تقييم أداء المنشأة واتخاذ القرارات (مطر، 2010، ص3).

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

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

وتشير (العارف، 2005، ص 409) في هذا المجال إلى أن المعيار المستخدم في الأداء ينبغي أن يكون قابلاً للقياس وأن المعايير التي تنتبأ بالنتائج قد تكون أكثر أهمية من تلك التي توضح الوضع الحالي. وتعتمد عملية التقييم على معايير كمية ونوعية يتوقف اختيارها على حجم الشركة وطبيعة عملها وفلسفة إدارتها واستراتيجياتها المتبعة. وتشير العارف أيضاً إلى أن المعايير الكمية الشائعة الاستخدام في مجال تقييم الأداء هي النسب المالية التي يستخدمها الإستراتيجيون في مقارنة أداء الشركة، مثل العائد على الاستثمار والمبيعات ونمو الأصول وإيرادات السهم وغيرها من النسب المالية. وقد اتخذت هذه الدراسة متغيري الربحية والحصة السوقية حيث إن الأول يندرج ضمن الأهداف المالية للشركات، بينما الآخر يدخل ضمن الأهداف الإستراتيجية، وكما يلي:

أولاً: الربحية:

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

إلا أن اعتماد هذه المؤشرات على الأرباح المحاسبية المعدة وفقا لأساس الاستحقاق فقط، يجعل النظام المحاسبي وما يقدمه من معلومات للمستخدمين يشوبه القصور وأوجه النقص، خاصة وان هناك العديد من الانتقادات وأوجه القصور يتم توجيهها إلى الأرباح المعدة وفقا لأساس الاستحقاق المحاسبي، كما أن الاعتماد على الأرباح المحاسبية فقط لقياس العائد على استثمارات الوحدة الاقتصادية، وقياس ربحيتها يحجب عن مستخدمي القوائم المالية مقدار ما حققته من تدفقات نقدية تشغيلية (في مقابل الدخل التشغيلي) على هذه الاستثمارات (عطية، 2004).

عرف (الصيرفي، 2007، ص83) الربحية بأنها "مدى نجاح المنظمة في تخفيض التكاليف وقياس قدرة المنظمة في تخفيض التكاليف وقياس قدرة المنظمة على توليد الأرباح من المبيعات". ويتم قياس الربحية عن طريق الفرق بين الإيراد الإجمالي والتكلفة الإجمالية المتغيرة الحجم. ولذلك تعتبر الربحية أحد مؤشرات قياس الأداء للشركات (مرعي ومرعي، 2010، ص126).

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

ثانيا: الحصة السوقية:

يمكن التعبير عن الحصة السوقية بنصيب الشركة من السوق، حيث تعكس الحصة السوقية صورة دقيقة عما تقوم الشركة به من أعمال. وتعتبر الحصة السوقية عن قدرة الشركة وكفاءتها في السيطرة على السوق من خلال الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة لزيادة حجم المبيعات في السوق وعلى حساب المنافسين. وأن الزيادة في المبيعات ترجع

إلى تطور الاستراتيجيات والسياسات التسويقية الخاصة بالشركة مقارنة بالمنافسين لها. وبالتالي فإن تحقيق الشركة تفوقاً على منافسيها يعني ارتفاع حصتها السوقية والعكس أنه بحال انخفاض نصيبها من السوق يعني خسارتها لجزء من حصتها في السوق (الصميدعي، 2011، ص191).

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن زيادة حجم المبيعات لا يعني دائماً زيادة حصة الشركة السوقية فقد يرجع السبب إلى تحسن عام وشامل في الاقتصاد الوطني، وبالتالي تشترك جميع الشركات في زيادة الحصة السوقية نتيجة هذا التحسن (عبد المحسن، 2010، ص23).

تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

1- النتائج المتعلقة بمخاطر السوق:

جدول (1)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمخاطر السوق

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
1	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى مخاطر تتجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط.	4.0423	.75205	1	مرتفع
2	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى مخاطر تتجم عن تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد.	3.9155	.89516	3	مرتفع
3	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى نقص السيولة وتدهور أسعار بعض الأصول.	3.5000	1.0964	5	متوسط
4	ينجم عن استخدام المشتقات المالية مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة.	3.9300	.9576	2	مرتفع
5	يسهم استخدام المشتقات المالية بمخاطرة السيولة التي ترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز.	3.8169	.71081	4	مرتفع
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.7725	.46252		مرتفع

يُظهر الجدول رقم (1) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير مخاطر السوق والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (4.0423) و(3.5000). وقد جاءت فقرة " يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى مخاطر تتجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط" في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (4.0423) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.75205). وجاءت الفقرة التي تنص على أنه " يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى نقص السيولة وتدهور أسعار بعض الأصول " بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.5000) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.0964).

ويرى الباحثون أن استخدام المشتقات المالية قد ينتج عن مخاطر السوق الناجمة عن تحرك الأسعار وعن التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات بسبب تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، أو نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمواجهة هذا التدهور.

2- النتائج المتعلقة بالمخاطر التشغيلية أو التنظيمية:

يُظهر الجدول رقم (2) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير المخاطر التشغيلية أو التنظيمية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (4.1761) و(3.4225). وقد جاءت فقرة " يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (4.1761) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.85302). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " استخدام المشتقات المالية يساعد في تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقف معينة للمخاطر الائتمانية" بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.4225) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.90172).

جدول (2)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
6	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها	4.1761	.85302	1	مرتفع
7	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة المخاطر الائتمانية التي تحدث في حال التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية.	3.6901	.85206	2	مرتفع
8	يساعد استخدام المشتقات المالية في تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية.	3.4225	.90172	4	متوسط
9	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة خسائر المقرض التي تشمل تكاليف الفرصة الضائعة والمصاريف والتكاليف المتعلقة بمتابعة القروض المتعثرة	3.5634	1.0616	3	متوسط
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.6620	.50857		مرتفع

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

3- النتائج المتعلقة بالمخاطر الائتمانية:

جدول (3)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر الائتمانية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
10	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة.	3.2113	1.0094	4	متوسطة
11	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى الإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية.	3.3944	1.1420	3	متوسطة
12	خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.	3.8592	.98637	1	مرتفع
13	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة مخاطر الخطأ البشري، الغش والتزوير، قصور النظم.	3.4648	1.2471	2	متوسطة
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.4921	.64742		متوسطة

يُظهر الجدول رقم (3) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير المخاطر الائتمانية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.8592) و(3.2113). وقد جاءت فقرة " خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.8592) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.98637). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة

" بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.2113) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.0094).

ويرى الباحثون أن استخدام المشتقات المالية قد ينجم عنه مخاطر الائتمان التي تنشأ عن عدم الالتزام بالعقد، حيث يلجأ المتعاملون إلى توفير عدد من الأدوات الرقابية لتوفير التقدير المسبق للمخاطر وتقدير الجدارة الائتمانية للطرف الآخر وتوفر الضمانات.

4- النتائج المتعلقة بالمخاطر القانونية:

جدول (4)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمخاطر القانونية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
14	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.	3.6549	.97519	2	متوسط
15	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب.	3.2324	1.1023	4	متوسط
16	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد.	3.7535	1.1247	1	مرتفع
17	يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة المخاطر التي تنشأ عن كون العقود ليست لها قوة التنفيذ.	3.5704	1.0612	3	متوسط
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.5141	.75679		متوسط

يُظهر الجدول رقم (4) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص متغير المخاطر القانونية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.7535) و(3.2324). وقد جاءت فقرة " يؤدي استخدام المشتقات المالية إلى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.7535) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ

(1.1247). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " يؤدي استخدام المشتقات المالية الى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب" بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.2324) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.1023).

ويرى الباحثون أن استخدام المشتقات المالية قد ينجم عنه مخاطر قانونية تنشأ نتيجة عدم وجود تشريعات قانونية واضحة ودقيقه تنظم التعامل بالمشتقات المالية، أو عدم وجود قوة قانونية للعقود أو عدم القدرة على تنفيذ العقد وهي تتضمن مخاطر التوثيق غير الدقيق لبعض المعاملات، وعدم صلاحيات الطرف الاخر في التعاقد، وضعف القدرة على التنفيذ القضائي الناتجة عن عدم وجود تشريعات قانونية واضحة ودقيقه .

5- النتائج المتعلقة بالربحية:

يُظهر الجدول رقم (5) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص مؤشر الربحية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.7746) و(3.3803). وقد جاءت فقرة " عزز استخدام المشتقات المالية من قدرة الشركة في استغلال الفرص المتاحة في السوق " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.7746) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (1.0272). وجاءت الفقرة التي تنص على أن " ساهمت المشتقات المالية في تخفيض تكلفة منتجات الشركة " بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.3803) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.81417).

جدول (5)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للربحية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
18	ساهمت المشتقات المالية في تخفيض تكلفة منتجات الشركة.	3.3803	.81417	4	متوسط
19	تعمل المشتقات المالية على زيادة قدرة الشركة في استخدام مواردها المتاحة.	3.6761	.92674	3	متوسط
20	تسهم المشتقات المالية في تطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية.	3.7535	1.0188	2	مرتفع
21	عزز استخدام المشتقات المالية من قدرة الشركة في استغلال الفرص المتاحة في السوق	3.7746	1.0272	1	مرتفع
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.579	.7941		متوسط

2- النتائج المتعلقة بالحصة السوقية:

يُظهر الجدول رقم (6) إجابات أفراد عينة الدراسة عن الفقرات التي تخص مؤشر الحصة السوقية والمتوسطات والانحرافات المعيارية المتعلقة بها، قد تراوحت ما بين (3.7817) و(3.2324). وقد جاءت فقرة " ساهمت المشتقات المالية في زيادة الأسواق المستهدفة لمنتجات الشركة " في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.7817) وهو أعلى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.92342). وجاءت الفقرة التي تنص على أن "ساهمت المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ التوزيع الحالية للمنتجات" بالمرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي بلغ (3.4225) وهو أدنى من المتوسط الحسابي العام، وانحراف معياري بلغ (0.79291).

جدول (6)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للحصة السوقية

ت	المجال	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المرتبة	مستوى التأثير
22	ساهمت المشتقات المالية في زيادة الأسواق المستهدفة لمنتجات الشركة	3.7817	.92342	1	مرتفع
23	ساهمت المشتقات المالية بتطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية	3.6408	.79307	3	متوسط
24	ساهمت المشتقات المالية في طرح المنتجات في منافذ التوزيع الحالية للمنتجات	3.4225	.79291	4	متوسط
25	ساهمت المشتقات المالية في زيادة أعداد الزبائن الشركة	3.6831	.94057	2	مرتفع
	المجموع الإجمالي للدرجة الكلية	3.610	.7151		متوسط

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

نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

اختبار الفرضية الرئيسية الأولى:

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

جدول (7)

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

Sig	df	B	F	R2	R	البيان
مستوى الدلالة	درجات الحرية	معامل الانحدار		معامل التحديد	الارتباط	
.000	1	.956	64.30	.315	.561	أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركات
	140					
	141					

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

3.84.

يوضح الجدول رقم (7) أثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط $R(0.561)$ عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$ ، أما معامل التحديد R^2 فقد بلغ (0.315) . أي أن ما قيمته (31.5) من أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية ناتج عن متغيرات مخاطر استخدام المشتقات المالية، كما بلغت قيمة درجة التأثير $B(0.956)$ مما يعني رفض الفرضية العدمية (H_0) وقبول البديلة (H_1) التي تنص على " وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك من وجهة نظر عينة الدراسة".

أما فيما يتعلق باختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عن هذه الفرضية، فإن النتائج التي يتضمنها الجدول رقم (8) تبين ذلك:

جدول (8)

نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) للفرضيات الفرعية

البيان	R	R ²	T	B	Sig مستوى الدلالة
المخاطر السوقية	.477	.227	6.413	.755	0.000
المخاطر الائتمانية	.564	.319	8.090	.814	0.000
المخاطر التشغيلية أو التنظيمية	.349	.122	4.403	.395	0.000
المخاطر القانونية	.308	.095	3.829	.298	0.000

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

.1.671

يوضح الجدول رقم (8) ما يلي:

1- المخاطر السوقية:

أن قيمة مستوى الدلالة (Sig) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.477) عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$ ، أما معامل التحديد R^2 فقد بلغ (0.227). مما يعني رفض الفرضية العدمية (0H) وقبول البديلة (1H) التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية المخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة".

2- المخاطر الائتمانية:

أن قيمة مستوى الدلالة (Sig) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.564) عند مستوى الدلالة $(\alpha \geq 0.05)$ ، أما معامل التحديد R^2 فقد بلغ (0.319). مما يعني رفض الفرضية العدمية (0H) وقبول البديلة (1H) التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية

للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية من وجهة نظر العينة".

3- المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:

أن قيمة مستوى الدلالة (.Sig) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.349) عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.05$)، أما معامل التحديد R^2 فقد بلغ (0.122). مما يعني رفض الفرضية العدمية (OH) وقبول البديلة (IH) التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة".

4- المخاطر القانونية:

أن قيمة مستوى الدلالة (.Sig) بلغت (0.000) كما بلغ معامل الارتباط R (.308) عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.05$)، أما معامل التحديد R^2 فقد بلغ (0.095). مما يعني رفض الفرضية العدمية (OH) وقبول البديلة (IH) التي تنص على " وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة".

النتائج:

يمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة بالاتي:

1- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر السوقية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة، كما أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمخاطر السوق قد جاءت بمستوى مرتفع، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي إلى مخاطر تنجم عن تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط، وينجم عن استخدامها أيضا مخاطر تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة.

2- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر الائتمانية للمشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية من وجهة نظر العينة. كما أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر الائتمانية قد جاءت بمستوى

متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي إلى خسائر السوق التي لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش، ويؤدي إلى زيادة المخاطر التي تنشأ نتيجة التغيرات في مصاريف التشغيل بشكل مميز عن ما هو متوقع وينتج عنها انخفاض قيمة الشركة.

3- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر التشغيلية أو التنظيمية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة. كما أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر التشغيلية أو التنظيمية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي إلى زيادة الخسائر الاقتصادية التي سينكبدتها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها.

4- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر القانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات من وجهة نظر العينة. كما أظهرت المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بالمخاطر القانونية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية يؤدي إلى زيادة الخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي تبطل صلاحية العقد، ويؤدي إلى زيادة المخاطر التي تنشأ عن عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.

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

6- أن المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للفقرات المتعلقة بمؤشر الحصة السوقية قد جاءت بمستوى متوسط، إذ تبين أن استخدام المشتقات المالية أسهم في زيادة

الأسواق المستهدفة لمنتجات الشركة وفي زيادة أعداد زبائننا، وأسهم أيضا بتطوير استخدامات جديدة للمنتجات الحالية وبإيجاد مستخدمين جدد لمنتجات الشركة.

التوصيات

يوصي الباحثون بما يلي:

- 1- التحوط عند استخدام المشتقات المالية الى المخاطر الناجمة عن تغير مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية واحتمال تدهور أسعار بعض الأصول.
- 2- القيام بتقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة للمخاطر الائتمانية عند استخدام المشتقات المالية والتأكد من قدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته تجاه المقرض في الوقت المحدد.
- 3- العمل على ايجاد المزيد من التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للشركة والتأكيد على عمليات التسوية والمقاصة وكفاءة نظم المعلومات وضوابط الرقابة الداخلية.
- 4- العمل على سن التشريعات والقوانين اللازمة لتوثيق عقود المشتقات المالية وتنفيذها وبشكل تجعل الطرف المقابل يتمتع بالصلاحيات الضرورية للتعاقد وفق وضع قانوني لجميع المعاملات الخاصة بهذه المشتقات وجعلها ملزمة قانوناً.
- 5- قيام المنظمات المهنية للمحاسبة والتدقيق بنشر مفهوم المشتقات المالية بين البنوك والمؤسسات المالية، وحثها على تطوير قدرات وكفاءة العاملين بها للتعامل معها.
- 6- العمل على إعداد كوادر بشرية مؤهلة في مختلف المؤسسات المالية المختلفة سواء البنوك أو شركات التأمين للتعامل مع المشتقات المالية خاصة وان هناك العديد من الأسواق تسعى جاهدة نحو إدخال المشتقات المالية في أسواقها.

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

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

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

- بلوط، حسن، (2002)، إدارة الموارد البشرية من منظور إستراتيجي، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان.
- جواد، شوقي ناجي، (2000). إدارة الاستراتيجية، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع والطباعة.
- حماد، طارق عبد العال، (2010) المشتقات المالية المفاهيم: إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار، (2008). البورصات: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر.
- الخطيب سمير، (2007)، قياس وإدارة المخاطر في البنوك، منشأة المعارف، جمهورية مصر العربية.
- رضوان، سمير عبد الحميد، (2009). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.
- السالم، مؤيد، وصالح، عادل (2003)، إدارة الموارد البشرية مدخل استراتيجي، الطبعة الأولى، اريد: عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع.
- الصميدعي، محمود جاسم (2011). إستراتيجيات التسويق، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع والطباعة.
- الصيرفي، محمد، (2007). إدارة المال وتحليل هيكله، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع.

- الطنطاوي هبة محمود، (2008). التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفي وإستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- العارف، نادية، (2005). التخطيط الاستراتيجي والعولمة، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- عبد المحسن، توفيق محمد، (2010). تقييم الأداء: مداخل جديدة لعالم جديد، الإسكندرية: دار النهضة العربية.
- عطية، صبري إسحاق، (2004) دراسة تحليلية لقائمة التدفقات النقدية ودورها في تقييم أداء الوحدات الاقتصادية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية تجارة: جامعة عين شمس.
- علي، بلعزوز، (2010)، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. مجلة الباحث، الجزائر، العدد 7، ص 331-344.
- كراسنة، ابراهيم، (2006)، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي"، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الإمارات.
- اللهخان طارق، وحبيب أحمد، (2008) إدارة المخاطر: تحليل قضايا الصناعة المالية الإسلامية. البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية.
- محسن، سميرة، (2009). المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة.
- محمود، سحنون، (2010)، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، دراسة مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، الجزائر.
- مرعي، عبد الحي، ومرعي، عطية، (2010)، المحاسبة الإدارية: أساسيات التخطيط واتخاذ القرارات والرقابة وتقييم الأداء، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة.
- مطر، محمد، (2013). إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

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

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

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

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

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

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

- Berkman, H. Bradbury M. E., Hancock P. and Innes C. (2012), "Derivative financial Instrument use in Australia", **Accounting and Finance**, Vo.17, No.1, pp: 109-137.
- Wheelen l. Thomas. and Hunger, l. David (2004). **Strategic Management and Business Policy: Prentice Hall, Upper Saddle River NJ.**
- Zwick, T., (2006), *The impact of training intensity on establishments productivity. Labor Economics*, Vol. 11, pp. 715-740.