



The Role of the Financial Derivatives in Financial Market Efficiency (An Applicative study on NASDAQ Dubai Financial Market for the Period from 2/1/2018 until 30/4/2019)

دور المشتقات المالية في كفاءة السوق المالي

(دراسة تطبيقية على سوق ناسداك دبي المالي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠)

*م. وسام فؤاد عباس

Abstract: The objective of the research is to identify the financial derivatives instruments traded on the NASDAQ Dubai market and to determine whether the NASDAQ Dubai market is efficient or inefficient at the weak level of efficiency, and thus determine the role of derivatives in the efficiency of the financial market and, to achieve the objectives of the research and testing the hypotheses, The researcher depended on the daily closing prices for a sample of futures contracts for the period from 2/1/2019 until 30/4/2019 and the daily closing price of NASDAQ Dubai Financial Market Index (FTSE) for the same period to determine the daily returns of derivatives and the market index adopted in financial analysis during the research period, and the research reached a number of conclusions, the most important of which is that NASDAQ Dubai market is efficient at the weak level of efficiency and that derivatives have an important role in the efficiency of the financial market, and in light of the conclusions reached a set of recommendations, the most important of which is necessity of using the financial derivatives from investors as a hedging instrument more of using it as a speculating instrument .

Key Words : Financial Derivatives , Financial Market Efficiency .

المستخلص: يهدف البحث الى التعرف على أدوات المشتقات المالية المتداولة في سوق ناسداك دبي المالي، وتحديد فيما اذا كان سوق ناسداك دبي المالي كفوء أم غير كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة ، ومن ثم تحديد دور المشتقات المالية في كفاءة السوق المالي ، ومن أجل تحقيق أهداف البحث واختبار فرضياته ، اعتمد الباحث أسعار الاغلاق اليومية لعينة من عقود المستقبلات المالية للمدة من ٢٠١٩/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ وأسعار (لنفس المدة ، وذلك لتحديد العوائد اليومية للمشتقات FTSE الاغلاق اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي) المالية ولمؤشر السوق التي تم اعتمادها في التحليل المالي خلال مدة البحث ، وتوصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها أن سوق ناسداك دبي المالي كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة وأن المشتقات المالية لها دور مهم في كفاءة السوق المالي ، وفي ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل إليها تم وضع مجموعة من التوصيات من أهمها ضرورة استخدام المشتقات المالية من قبل المستثمرين كأداة للتحوط أكثر من استخدامها كأداة للمضاربة .

الكلمات المفتاحية : المشتقات المالية ، كفاءة السوق المالي .

المقدمة: تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تمويل الاقتصاد الوطني لأي دولة ، وإن تعرض الأسواق المالية للمخاطر يعني تعرض الاقتصاد الوطني للمخاطر ، وإن أغلب مخاطر السوق المالي تتمثل بالتقلبات في أسعار الصرف وفي معدلات الفائدة وفي أسعار الموجودات المالية .

من هنا ظهر مفهوم المشتقات المالية بوصفها أدوات مالية جديدة ومبتكرة تلبي احتياجات ورغبات المستثمرين وتساهم في حل بعض المشاكل المالية وتساهم في تغطية المخاطر المالية في السوق ، لذا جاء البحث الحالي في محاولة لتحديد دور المشتقات المالية في كفاءة السوق المالي .

تأسيساً لما تقدم سيتم تناول البحث من خلال المباحث الآتية :

المبحث الأول : منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة .

المبحث الثاني : الاطار المفاهيمي للبحث .

المبحث الثالث : الجانب العملي للبحث .

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات .

المبحث الأول

منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة

أولاً : منهجية البحث

١- مشكلة البحث

تعد زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية ضرورة لا بد منها من أجل تفعيل دوره في تمويل الاقتصاد الوطني والتنمية الاقتصادية ، وبخلافه فإن عدم كفاءة السوق المالي تؤدي إلى نشوء المخاطر المالية التي تؤثر سلباً في السوق ومن ثم في الاقتصاد الوطني ، من هنا تم ابتكار بعض الأدوات كالمشتقات المالية كمحاولة لزيادة كفاءة السوق المالي ، لذا يمكن تجسيد مشكلة البحث بالتساؤل الرئيس الآتي :

هل يوجد دور للمشتقات المالية في كفاءة السوق المالي ؟

فضلاً عن التساؤلات الآتية :

- أ- ما هي المشتقات المالية وما هي أهم أنواعها وما هي كفاءة السوق المالي وما هي أشكالها .
- ب- ما هي أدوات المشتقات المالية المتداولة في سوق ناسداك دبي المالي ؟
- ج- هل يعد سوق ناسداك دبي للأوراق المالية كفوء أم غير كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة؟
- د- هل يوجد ارتباط ذات دلالة إحصائية بين عوائد المشتقات المالية وعوائد مؤشر سوق ناسداك دبي المالي ؟
- هـ- هل يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لعوائد المشتقات المالية في عوائد مؤشر سوق ناسداك دبي المالي ؟

٢- أهمية البحث

تنبع أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي تناوله وأهمية متغيراته ، من خلال توضيح أهمية المشتقات المالية في زيادة كفاءة السوق المالي بوصفه مصدراً هاماً من مصادر تمويل الاقتصاد ، بالإضافة إلى بيان أهمية استخدام المشتقات المالية في إدارة وتغطية المخاطر المالية في السوق ، فضلاً عن تسليط الضوء على سوق ناسداك دبي للأوراق المالية بشكل خاص من خلال بيان حجم التعامل بالمشتقات المالية في هذا السوق ومدى كفاءته .

٣- أهداف البحث

يهدف البحث إلى تحقيق هدف أساسي وهو تحديد دور المشتقات المالية في كفاءة السوق المالي . فضلاً عن الأهداف الآتية :

- أ- تقديم إطار مفاهيمي عن المشتقات المالية وأنواعها وعن كفاءة السوق المالي وأشكالها .
- ب- التعرف على أدوات المشتقات المالية المتداولة في سوق ناسداك دبي المالي .
- ج- تحديد ما إذا كان سوق ناسداك دبي للأوراق المالية كفوء أم غير كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة .
- د- اختبار علاقة الارتباط بين عوائد المشتقات المالية وعوائد مؤشر سوق ناسداك دبي المالي .

هـ - اختبار تأثير عوائد المشتقات المالية في عوائد مؤشر سوق ناسداك دبي المالي .

٤- حدود البحث

أ- الحدود المكانية للبحث : سوق ناسداك دبي المالي .

ب- الحدود الزمنية للبحث : وتمثلت بأسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) وأسعار الاغلاق اليومية لعينة من عقود المستقبلات للمصرف التجاري أبو ظبي المتداولة في السوق للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ ، علماً أن المصرف التجاري أبو ظبي يمثل أحد أهم الشركات التي تتداول المشتقات المالية (عقود المستقبلات) في سوق (بورصة) ناسداك دبي المالي الدولي وإن بياناته متوفرة طيلة مدة البحث .

٥- فرضيات البحث

يستند البحث على الفرضيتين الرئيسيتين الآتيتين :

أ- إن سوق ناسداك دبي المالي يعد كفوءاً عند المستوى الضعيف للكفاءة .

ب- يوجد دور للمشتقات المالية في كفاءة السوق المالي .

٦- أدوات جمع البيانات والمعلومات

بهدف الحصول على المعلومات اللازمة لتحقيق أهداف البحث واختبار فرضياته ، فقد اعتمد الباحث في عملية جمع البيانات والمعلومات الأدوات الآتية :

أ- أدوات الاطار المفاهيمي : اعتمد الباحث في اغناء الاطار المفاهيمي للبحث مصادر علمية متنوعة من الكتب والمجلات والرسائل والأطاريح الجامعية وباللغات العربية والأجنبية ، فضلاً عن الاستفادة من الشبكة العالمية للمعلومات (الانترنت) .

ب- أدوات الجانب العملي : اعتمد الباحث في الجانب العملي للبحث البيانات المالية التاريخية الخاصة بأسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) (يشمل المؤشر أسهم ٢٠ شركة يتم تداولها في ناسداك دبي وسوق دبي المالي وبورصة أبو ظبي للأوراق المالية) وكما مبين في ملحق (١) ، وأسعار الاغلاق اليومية للمشتقات المالية المتمثلة بعينة من عقود المستقبلات للمصرف التجاري أبو ظبي في السوق للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ وكما مبين في ملحق (٢) ، وتم حساب العائد اليومي لمؤشر السوق لمدة البحث وكما مبين في ملحق (٣) ، بالإضافة إلى حساب العائد اليومي للمشتقات المالية (عقود المستقبلات) وكما مبين في ملحق (٤) ، وتم حساب العوائد اليومية لمدة البحث لاستخدامها في الجانب العملي للبحث ، ولابد من الإشارة إلى أن الباحث اختار سوق ناسداك دبي المالي لكونه سوق يتم تداول المشتقات فيه واستطاع الباحث الحصول على البيانات المالية الخاصة بمؤشر السوق وعقود المستقبلات (النوع الوحيد من المشتقات المالية التي يتم تداولها في السوق مجتمع البحث) لكونها متوفرة طيلة مدة البحث ، فضلاً عن أنه تم اختيار عقود المستقبلات الخاصة بالمصرف التجاري أبو ظبي لكون

أسعارها متوفرة في جميع جلسات التداول وطيلة مدة البحث ، وتم الحصول على البيانات الخاصة بالجانب العملي من الموقع الرسمي لسوق ناسداك دبي المالي .

٧- وصف مجتمع البحث (نبذة عن سوق ناسداك دبي المالي)

ناسداك دبي هي البورصة المالية الدولية في الشرق الأوسط ، إنها تتيح للشركات الاستفادة من مجموعة فريدة من المستثمرين تجمع بين الثروة الإقليمية والدولية ، مما يجعلها منصة فريدة من نوعها عالمياً للشركات لجمع الأموال وللمستثمرين لإيجاد فرص مثيرة ، وتشكل دبي جسراً بين الشرق والغرب وتتفوق في مجالات مثل التجارة والنقل والسياحة والعقارات وكذلك الخدمات المالية. في ناسداك دبي ، يجمع بين أفضل المعايير الدولية مع المعرفة والتفاهم الإقليمي ، ودعم نمو الشركات المدرجة في المنطقة وخارجها .

إن قاعدة المستثمرين الواسعة في البورصة تميزها عن غيرها ، بالإضافة إلى المستثمرين في دولة الإمارات العربية المتحدة والمنطقة ، يمكن للمستثمرين في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا وأماكن أخرى بسهولة تداول أوراقها المالية. هذا يمنح الشركات المدرجة في البورصة اعترافاً ووضوحاً فورياً في جميع أنحاء العالم ، بدعم من اسم علامة ناسداك الدولية ، ولأصحاب الشركة حرية جمع رأس المال بالطريقة التي تناسبهم ، ويمكنهم اختيار السعر الذي سيتم به بيع الأسهم في الاكتتاب العام ، والتحكم في الشركة بعد ذلك. إن الأساس الذي تقوم عليه البورصة هو إطار تنظيمي لا يعلى عليه ، ويعطي الثقة للمصدرين والمستثمرين على حد سواء بأن مصالحهم يتم الاعتناء بها ، وبوصفها شركة رائدة في مجال الابتكار ، تقدم ناسداك دبي مجموعة واسعة من المنتجات. يمكن للشركات جمع رأس المال من خلال الأسهم والصكوك والسندات. يمكن إدراج وتداول الصناديق المتداولة في البورصة والمشتقات والسلع المتداولة في البورصة وكذلك صناديق الاستثمار العقاري (REIT).

ناسداك دبي مثالية للعديد من أنواع الشركات ، من الشركات العائلية إلى التكتلات والجهات الحكومية والشركات ذات النمو المرتفع ، وتقع البورصة في مركز دبي المالي العالمي (DIFC) ، الذي لديه نظام قانوني تجاري مستقل قائم على القانون الإنجليزي. تنظم البورصة هيئة دبي للخدمات المالية (DFSA) ، والتي تعمل وفقاً لأعلى المعايير الدولية ، وإن المساهم الأكبر في بورصة ناسداك دبي هو سوق دبي المالي بحصة الثلثين.

تملك بورصة دبي ثلث الأسهم (<https://www.nasdaqdubai.com/exchange/about-us/overview>) .

٨- الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث

من أجل الإجابة عن مشكلة البحث وأهم تساؤلاته ، ومن أجل اختبار فرضياته تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية فضلاً عن استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS ، إذ تم الحصول على أسعار إغلاق المشتقات المالية المتمثلة بعينة من المستقبلات المالية المتداولة في سوق ناسداك دبي المالي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية

٢٠١٩/٤/٣٠ وأسعار إغلاق أسهم مؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) لنفس المدة ، وتم تحليلها باستخدام الأساليب الاحصائية الآتية:

أ- **قياس عائد الورقة المالية :** يتم قياس عائد الورقة المالية خلال مدة زمنية معينة بحساب الفرق بين سعر الورقة المالية في نهاية زمن محدد وبين سعرها في نهاية الزمن السابق ومن ثم يقسم الناتج على سعر الورقة المالية في نهاية الزمن السابق وذلك حسب المعادلة الآتية :

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

إذ أن :

R_t : عائد الورقة المالية في نهاية الزمن t

P_t : سعر الورقة المالية في نهاية الزمن t

P_{t-1} : سعر الورقة المالية في نهاية الزمن $t-1$

وفي البحث الحالي تم حساب العوائد اليومية للمشتقات المالية ولمؤشر السوق خلال مدة البحث وذلك لاعتمادها في الاختبارات الإحصائية الأخرى .

ب- **اختبار الأحداث المتشابهة أو اختبار الدورات (Runs Test) :** إذ يفحص هذا الاختبار درجة استقلالية عوائد الأوراق المالية ومدى تتابع التغيرات المتشابهة (موجبة ، سالبة ، صفر) في أسعار الاغلاق ، وبذلك تم اعتماد هذا الاختبار في البحث الحالي لقياس درجة استقلالية العوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي خلال مدة البحث ومن ثم الحكم هل السوق المالي كفوء أم غير كفوء .

ج- **اختبار التوزيع الطبيعي (1-Sample K-S) :** وتم استخدامه لاختبار فيما إذا كانت العوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي خلال مدة البحث تتبع التوزيع الطبيعي (Normal Distribution) أم لا وبالتالي الحكم هل أن السوق المالي كفوء أم غير كفوء .

د- **اختبار معامل الارتباط بيرسون (Pearson Correlation Coefficient) :** وتم استخدامه بين العوائد اليومية للمشتقات المالية والعوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي ، للحكم على وجود علاقة ارتباط بين المشتقات المالية وكفاءة السوق المالي أم عدم وجودها .

هـ - نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Liner Regression) : وتم استخدامه لاختبار تأثير المتغير المستقل (المشتقات المالية) في المتغير التابع (كفاءة السوق المالي) .

ثانياً : بعض الدراسات السابقة

تتضمن هذه الفقرة عرضاً موجزاً لأهم الدراسات السابقة العربية والأجنبية ذات الصلة بموضوع البحث من خلال توضيح طبيعة هذه الدراسات وأهدافها وأهم الاستنتاجات التي توصلت إليها .

١- الدراسات المتعلقة بالمشتقات المالية

يمكن توضيح أهم الدراسات السابقة المتعلقة بالمشتقات المالية من خلال الجدول (١) .

جدول (١)

بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمشتقات المالية

ت	الباحث	عنوان الدراسة	السنة	مجتمع الدراسة	هدف الدراسة	أهم الاستنتاجات
أ	Mano	The Impact of the Derivatives' use , as a Hedging Instrument, in the European Banking Sector تأثير استخدام المشتقات كأداة للتحوط في القطاع المصرفي الأوروبي	٢٠١٣	مجموعة من المصارف التجارية والاستثمارية من ١٥ دولة في الاتحاد الأوروبي وسويسرا	تحديد تأثير المشتقات كأداة للتحوط من المخاطر في القطاع المصرفي	إن تأثير استخدام المشتقات على المخاطرة الغير نظامية غير هام اقتصادياً ، في حين أن تأثير استخدام المشتقات على المخاطرة الاقتصادية هام اقتصادياً
ب	Li & Marinč	The Use of Financial Derivatives and Risks of U.S. Bank Holding Companies استخدام المشتقات المالية ومخاطر	٢٠١٤	الشركات القابضة للمصرف في الولايات المتحدة من ١٩٩٧ - ٢٠١٢	اختبار تأثير المشتقات المالية على المخاطرة النظامية للشركات القابضة لمصرف الولايات المتحدة	إن استخدام المشتقات المالية يرتبط إيجابياً وبشكل ملحوظ بالتعرض للمخاطرة النظامية بالنسبة للشركات القابضة لمصرف الولايات المتحدة

ج	Tashfeen	الشركات القابضة لمصرف الولايات المتحدة		الولايات المتحدة	
		Value and Risk Effects of Financial Derivatives : Evidence of Corporate Governance on Hedging, Speculation and Selective Hedging Strategies تأثيرات القيمة والمخاطرة للمشتقات المالية : دليل حوكمة الشركات على استراتيجيات التحوط ، المضاربة ، والتحوط الانتقائي	2016	شركتين من الشركات العامة المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية	تحديد تأثير المشتقات في قيمة الشركات ، وتحديد تأثير حوكمة الشركات في العلاقة بين المشتقات وتقلب التدفقات النقدية وتقلب عائد الأسهم ومخاطرة السوق
		إن مستخدمي المشتقات المالية يظهرون قيمة عالية للشركة ، وإن تأثير حوكمة الشركات يتباين بالاستناد إلى الأنواع المختلفة من المخاطر ، وبشكل عام إن آليات الحوكمة تقلل من تقلب عائد الأسهم لغرض تحقيق فاعلية التحوط .			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على الأدبيات السابقة .

٢- الدراسات السابقة المتعلقة بكفاءة السوق المالي :

يمكن توضيح أهم الدراسات السابقة المتعلقة بكفاءة السوق المالي من خلال الجدول (٢) .

جدول (٢) بعض الدراسات السابقة المتعلقة بكفاءة السوق المالي

ت	الباحث	عنوان الدراسة	السنة	مجتمع الدراسة	هدف الدراسة	أهم الاستنتاجات
أ	Guo & Wang	Market efficiency anomalies A study of seasonality effect on the Chinese stock exchange شذوذ كفاءة السوق : دراسة التأثير الفصلي على بورصة الاسهم الصينية	٢٠٠٧	بورصة أسهم شنغهاي الصينية	لتحديد التأثير الفصلي لشذوذ كفاءة السوق في سوق بورصة الاسهم الصينية	إن العائد في يوم الاثنين مختلف تماماً عن عوائد الأيام الأخرى وعادة يكون سلبي ، بسبب الاخبار السيئة التي تصدر في عطلة نهاية الاسبوع مما يجعل المستثمرين يتضايقون من استخدام يوم الاثنين كفرصة للبيع ، ووجدت الدراسة أيضاً من خلال دراسة الشذوذ الفصلية ان معدل العائد في يوم الجمعة أعلى مقارنة بالعوائد في الأيام الأخرى.
ب	Yavrumyan	Efficient Market Hypothesis and Calendar Effects: Evidence from the	٢٠١٥	سوق أوسلو للأوراق المالية	تحديد مستوى كفاءة سوق أوسلو للأوراق المالية ومعرفة الارتباط المتسلسل في العائدات مع كفاءة السوق	إن سوق أوسلو للأوراق المالية كفوء بشكل ضعيف ، وإن جزء السوق المتمثل بالشركات ذات الأوراق المالية الأكثر سيولة المدرجة على مؤشر OBX و OSEAX ، لكن جزء السوق المتمثل بالشركات الصغيرة يظهر كفاءة أقل ، وإن

الارتباط المتسلسل في العائدات يرتبط عكسياً مع كفاءة السوق				Oslo Stock Exchange فرضية السوق الكفاءة والتأثيرات التقويمية : الدليل من بورصة أسهم أوسلو		
إن مستوى كفاءة السوق المالي يختلف قبل الأزمة المالية عن مستوى الكفاءة بعد الأزمة المالية، إذ اتضح أن مستوى كفاءة السوق المالي يقل في أوقات الأزمات المالية	اختبار سلوك كفاءة الأسواق المالية خلال الأزمة المالية الحديثة	السوق المالي الأوكراني	٢٠١٤	Behavior of Financial Markets Efficiency During the Financial Market Crisis: 2007-2009 سلوك كفاءة الأسواق المالية خلال أزمة السوق المالي : ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩	Mynhardt et al	ج

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على الأدبيات السابقة .

٣- ما يميز البحث الحالي عن الدراسات السابقة

اهتم البحث الحالي بمتغيرين لم تجمع الدراسات السابقة التي تم استعراضها بينهما في دراسة واحدة ، فضلاً عن تطبيق البحث الحالي على سوق ناسداك دبي المالي الذي لم تعتمد الدراسات السابقة كمجتمع للدراسة .

المبحث الثاني

الاطار المفاهيمي للبحث

أولاً : المشتقات المالية

١- مفهوم المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها عبارة عن أدوات مالية لها قيمة تعتمد على قيم متغيرات أساسية أخرى (Naor , 2003 : 4) .

وكذلك عرفها (Mano,2013:7) على انها ورقة مالية لها قيمة تبادلية تشتق من قيمة موجودات أساسية أخرى وإن الأنواع الأكثر شيوعاً من الموجودات الأساسية تشمل الموجودات المالية ، السلع ، أسعار الصرف ، معدلات الفائدة ، مؤشرات السوق ، وأحياناً سعر ورقة مالية مشتقة أخرى .
وتعرف أيضاً على أنها اتفاق بين طرفين له قيمة تعتمد على قيمة موجود أساسي آخر (Gottesman , 2016 : 3) .

ووصفها كل من (Kolb & Overdahl , 2003 : 1) على أنها عقد قابل للاشتقاق يحدد أداة مالية ، أو معدل فائدة ، أو معدل صرف أجنبي ، كأساس للتعاقد .

ومن خلال ما سبق من تعاريف الكتاب والباحثين يرى الباحث أن المشتقات المالية هي ((أدوات مالية وليست موجودات مالية أو عينية وإنما هي عقود تمثل اتفاقاً بين طرفين لها قيمة مشتقة ومعتمدة على قيمة موجودات مالية أو عينية أو أخرى ويتم تنفيذها في وقت لاحق وفقاً لما هو مجدول لها)) .

٢- استخدامات المشتقات المالية

أشار كل من (Boyle & McDougall , 2011 : 15) إلى أن المشتقات تستخدم من قبل المستثمرون لأغراض عديدة ، من أهمها ما يأتي :

- أ- التحوط أو التخفيف من المخاطرة في الموجودات الأساسية التابعة ، من خلال الدخول في عقد مشتق له قيمة تتحرك باتجاه معاكس لموقعهم الأساسي التابع وذلك بهدف التحوط وتخفيض المخاطرة .
- ب- المضاربة وانتاج الربح إذا كانت قيمة الموجود الأساسي التابع تتحرك بالطريقة المتوقعة .
- ج- تزويد الرافعة ، مثل تلك الحركة الصغيرة في قيمة الموجود الأساسي التابع يمكن أن تسبب فرق (أو اختلاف) كبير في قيمة المشتقات .

- د- تحديد مخاطرتها ، إذ أن التجار يمكن أن يستخدموا الخيارات لإعطائهم تحديد للتعرض للمخاطرة ، مثل وضع خسارة قصوى للحالة (أو الموقف) .
- هـ - ضبط التعرض للمخاطرة ، فتجار المشتقات يمكن أن يتخذوا مواقف الربح إذا كانت حركات الموجودات الأساسية التابعة في اتجاه معين تبقى في أو خارج مدى محدد أو تصل لمستوى معين .

٣- دوافع استخدام المشتقات المالية

أشار (Sihvonon , 2014 : 15) بأن دوافع المتعاملين في السوق المالي لاستخدام المشتقات كما يأتي :

المتحوطون يستخدمون المشتقات لحماية أنفسهم من الحركات المستقبلية في أسعار السوق ، وإن المظهر الأساسي للتحوط هو لتخفيض المخاطرة ، وهذا التخفيض يتحقق بالدخول في عقود المشتقات التي تمكن المتحوط لمعرفة السعر الدقيق للموجود في أوقات مستقبلية ، ولا يوجد ضمان أن التحوط يقدم نتيجة مالية إيجابية ، بل هو فقط يساهم في التخلص من حالات عدم التأكد عن الأسعار المستقبلية .

أما **المضاربون** فيهدفون إلى تحقيق الربح على السوق من خلال المشتقات ، انهم يراهنون على سعر الموجود أما بالارتفاع أو بالانخفاض .

أما **المراجحون** يحاولون الحصول على ربح خالي من المخاطرة من خلال الدخول الانفي في عمليات مالية متعددة في أدوات مالية متشابهة في أسواق متعددة ، دخلهم يتم توليده من خلال فروقات السعر البسيطة بين الأسواق .

٤- أنواع المشتقات المالية

توجد أربعة أنواع أساسية من المشتقات المالية هي (Durbin , 2011 : 2) :

أ- **العقود الآجلة** : وهي أبسط المشتقات المالية ، وإن العقد الآجل هو اتفاقية لبيع موجود من قبل طرف لطرف آخر بوقت محدد في المستقبل مقابل سعر معين مسبقاً عند إبرام العقد ، الطرف الذي يوافق على شراء الموجود يشار إليه بأنه يتخذ مركزاً طويلاً ويسمى مشتري العقد ، أما الطرف الذي يوافق على بيع الموجود يشار إليه بأنه يتخذ مركزاً قصيراً ويسمى محرر العقد ، وإن السعر العائم هو السعر الحالي للموجود في أي وقت ، أما السعر التفاوضي للعقد الآجل فيسمى سعر التسليم (سعر التنفيذ) ، وسعر العقد الآجل هو الذي يتم الاتفاق عليه ، وتاريخ التسوية هو التاريخ الذي يتم فيه تسليم الموجود (Naor,2003 : 5) .

وهناك مخاطر تتضمنها العقود الآجلة ولا تتعلق هذه المخاطر بطرف دون طرف آخر ، فكل طرف من طرفي التعاقد يتحمل مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته ويطلق عليها مخاطرة الائتمان أو مخاطرة

عدم الوفاء ، وبذلك تختلف العقود الآجلة عن عقود الخيارات والتي يتحمل فيها مخاطرة عدم الوفاء مشتري حق الخيار فقط (حسن ، ٢٠٠٥ : ٢٠٥) .

ب- عقود المستقبلية : وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام موجود مالي أو عيني في وقت معين في المستقبل ويتحدد السعر وقت التعاقد ، وتوسع التعامل بعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها لتنظيم قواعد المتاجرة بها ، والهدف من المستقبلية هو تقليل المخاطر ، وهي قابلة للتداول في البورصة ، وتعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع موجود مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في وقت لاحق في المستقبل ، ويترتب على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة لحماية كل منهما من مخاطر عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر (اللايد وآخرون ، ٢٠١٥ : ٤٨) .

وإن هناك تشابهاً كبيراً بين العقود الآجلة وعقود المستقبلية ، إلا أن الاختلاف بينهما هو أن عقود المستقبلية نمطية ومنظمة ويتم تداولها في البورصات ، على عكس العقود الآجلة التي يتم تداولها غالباً في الأسواق غير المنظمة (خارج البورصة) وهي عقود شخصية غير نمطية ، أما فيما يخص أركان العقد المستقبلي فهي نفس أركان العقد الآجل وهي (مريم ، ٢٠١٢ : ٢٤ - ٢٥) :

- **بائع العقد :** وهو الطرف الملتزم بتسليم محل العقد مقابل الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الآخر (مشتري العقد) في التاريخ المحدد في المستقبل .
- **مشتري العقد :** وهو الطرف الملتزم باستلام محل العقد مقابل دفع السعر المتفق عليه إلى الطرف الأول (بائع العقد) في التاريخ المحدد في المستقبل .
- **محل العقد :** ويعني الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد ، والذي قد يكون سلع مادية ، أوراق مالية ، مؤشرات أسهم ، أسعار صرف العملات ، أو أسعار الفائدة أو أشياء أخرى .
- **سعر التسوية :** ويسمى أيضاً السعر المستقبلي أو سعر التنفيذ وهو السعر الذي يتم الاتفاق عليه بين طرفي العقد لإتمام الصفقة محل العقد في المستقبل .
- **تاريخ التسليم :** ويسمى أيضاً تاريخ التسوية وهو التاريخ الذي يتم الاتفاق عليه من قبل طرفي العقد لإتمام عملية التبادل .
- **فضلاً عن ، الكمية ومكان وطريقة التسليم .**

وأشار (الربيعي وآخرون ، ٢٠١١ : ٥٢ - ٥٣) إلى مجموعة من الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من أهمها أن العقود الآجلة هي عقود غير معيارية بالمدة والحجم وتاريخ التسليم وتمثل عقوداً شخصية خاصة بين طرفي العقد ويتم التعامل بها غالباً في السوق غير المنظمة (السوق الموازية) فضلاً عن أنها تتضمن

مخاطرة نكول أي من الطرفين (البائع أو المشتري) وعدم وفاء بالتزامه تجاه الطرف الآخر ، في حين أن العقود المستقبلية هي عقود معيارية بالمدة والحجم وتاريخ التسليم وتمثل عقوداً غير شخصية و لا تتضمن مخاطرة نكول أي من الطرفين (البائع أو المشتري) لكون التعامل بين البائع والمشتري يتم عن طريق دار التسوية وغالباً ما يتم التعامل بها في السوق المنظمة .

ج- **عقود المبادلات** : ظهرت المبادلات لأول مرة في بداية الثمانينات واستخدمت لتغطية مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف ، وعقد المبادلة هو اتفاقية يتم التفاوض عليها خارج السوق الرسمية ، أي في السوق الموازية ما بين طرفين من أجل تبادل التدفقات النقدية في تواريخ مستقبلية محددة مسبقاً . ومن أهم أنواع المبادلات هي (العامري ، ٢٠١٣ : ٤٧٢-٤٧٧) :

- **مبادلات سعر الفائدة** : يمكن استخدام المبادلة لتغيير سلسلة الدفعات (أو المقبوضات) بالسعر العائم إلى دفعات (أو مقبوضات) بسعر ثابت ، وإن الهدف من مبادلات سعر الفائدة هو تقليل التعرض إلى تقلب أسعار الفائدة .

- **مبادلات العملة** : إن مبادلة العملة تشتمل على طرفين يتبادلان الدين المتعين في عملات مختلفة ، وإن الهدف من مبادلات العملة هو تقليل التعرض إلى تقلب أسعار الصرف الأجنبي .

د- **عقود الخيارات** : الخيار هو عقد بين طرفين مشتري حق الخيار وبائعه ، وللمشتري حرية ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته مقابل دفع ثمن معين يطلق عليه علاوة إلى البائع مقابل تحمله الخسائر التي قد تنشأ عند ممارسة هذا الحق . وتشمل عقود الخيارات الأسهم والسندات ومؤشرات الأسهم والعملات الأجنبية والسلع ومعدلات الفائدة في المستقبل ، وتقسم وفقاً لما يأتي (بومدين ، ٢٠١٣ : ١٢٩ - ١٣١) :

- **حسب موعد التنفيذ** : وتقسّم إلى نوعين :

• **الخيار الأمريكي** : وهو يمنح لحامله الحق في شراء أو بيع موجود ما بسعر متفق عليه ، ويمكنه من تنفيذ العقد خلال المدة من تاريخ التعاقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه ، ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من مشتري الحق .

• **الخيار الأوروبي** : وهو يختلف عن الخيار الأمريكي فقط في موعد التنفيذ ، إذ لا يمكن لمشتري الحق في الخيار الأوروبي تنفيذ العقد إلا في التاريخ المحدد مسبقاً ، ويمتاز هذا النوع بانخفاض قيمة المكافأة التي يدفعها المشتري لكونه لا يمنحه مدة زمنية مرنة.

- **حسب طبيعة وشروط العقد** : وتقسّم إلى :

• **خيار الشراء أو الطلب** : وهو عقد يمنح لمشتري الحق بشراء عدد معين من الأوراق المالية أو السلع أو مؤشرات الأسهم أو العملات الأجنبية بسعر محدد وقت إبرام العقد يطلق عليه (سعر التنفيذ) ، أما

في اليوم الأخير للعقد أو طيلة المدة المنصوص عليها في العقد ، ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد ، وعلى محرر الخيار التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك .

- **خيار البيع أو الدفع :** وهو عقد قابل للتداول يمنح لمشتريه الحق ببيع لمحرر عقد الخيار (بائع حق الخيار) عدداً معيناً من الأوراق المالية أو السلع أو مؤشرات الأسهم أو العملات الأجنبية بسعر معين متفق عليه (سعر التنفيذ) خلال مدة زمنية محددة وبعلامة متفق عليها .

ثانياً: كفاءة السوق المالي

١- مفهوم كفاءة السوق المالي

تعني كفاءة السوق المالي حسب فرضيات السوق المالي بأن كل المعلومات المتوفرة تنعكس في أسعار الأوراق المالية، جاعلة من غير الممكن التفوق على السوق باستمرار (Yavrumyan , 2015 : 1) . وأكد (Malkiel , 2003 : 5) بأن الأسواق المالية الكفوءة هي التي لا تسمح للمستثمرين بالحصول على عوائد أعلى من المعدل بدون قبول مخاطر أعلى من المعدل .

وتعني كفاءة السوق أيضاً أن أسعار الأسهم تعكس بشكل تام كل المعلومات المتوفرة في السوق والمستثمرون لا يستطيعون أن يستخدموا المعلومات المتوفرة أو أي قواعد متاجرة لتحقيق عوائد غير عادية لاستغلال السوق

(Yadirichukwa & Ogochukwa , 2014 :1203) .

وأشار كل من (Degutis & Novickyte , 2014 : 8) نقلاً عن (Brealey and Myers) بأن السوق يعرف على أنه كفوء عندما يكون من غير الممكن تحقيق عائد أعلى من عائد السوق.

ويرى كل من (Guo & Wang , 2007 : 3) أن كفاءة السوق تعني أن أسعار الأوراق المالية تعكس بشكل تام المعلومات المتوفرة ، وإن المستثمرين مشتري الأوراق المالية في السوق الكفوء يجب أن يتوقعوا تحقيق معدل عائد متوازن .

ومن خلال ما سبق من تعريف الكتاب والباحثين يرى الباحث أن **كفاءة السوق المالي** يقصد بها ((أن أسعار الأسهم تعكس بشكل تام كل المعلومات المتوفرة في السوق والمستثمرون لا يستطيعون تحقيق عوائد غير عادية باستخدام المعلومات المتوفرة بسبب عدم إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم على الإطلاق ، وعوائد الأسهم مستقلة واحدة عن الأخرى)) .

٢- أنواع كفاءة السوق المالي

هناك نوعان من الكفاءة للأسواق المالية هما (مسعداوي ، ٢٠١٤ : ١٢٥) :

أ- **الكفاءة الكاملة** : وتشير إلى قدرة السوق على جعل أسعار الموجودات المالية تتعدل بشكل فوري بالاستناد إلى المعلومات الواردة إلى السوق دون فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج فيما يتعلق بالسعر العادل (السعر التوازني) للورقة المالية .

ولكي يتسم السوق بالكفاءة الكاملة توافر الشروط الآتية :

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وبنفس الوقت ودون تكاليف .
- أن لا يكون هناك قيود على التعامل كتكاليف المعاملات أو الضرائب .
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء أي عدد من الأسهم بسهولة ودون شروط .
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق ولا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده على سعر الورقة المالية .
- ان المستثمرين يتصفون بالرشد من خلال سعيهم إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من استغلال ثرواتهم .

ب- **الكفاءة الاقتصادية** : وتعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها وإن تلك المعلومات تنعكس في أسعار الورقة المالية ، أي أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق على المستثمر الانتظار لبعض الوقت بعد حصوله على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات في أسعار الورقة المالية ، مما يعني وجود فرق بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية أو الاستثمارية لمدة زمنية معينة ، ولكن نتيجة تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير ليحقق المستثمر منه أرباحاً غير عادية على المدى الطويل .

٣- متطلبات كفاءة السوق المالي

لغرض تحقيق التخصيص الكفوء للموارد المالية المتوفرة يجب تحقق المتطلبات الآتية لتحقيق كفاءة السوق المالي (باخوص ، ٢٠١٥ : ٥٩) :

أ- **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)** : وتعني سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق المالي دون فاصل زمني كبير ، وبدون تكاليف عالية مما يؤدي إلى جعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة ، وجميع المستثمرين لديهم الفرصة في الحصول على تلك المعلومات وتحقيق نفس مستوى الأرباح ، وبذلك لا يستطيع أي من المستثمرين أن يحققوا أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين ، لأن أي وسيلة للربح المميز تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين .

ب- **كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) :** وتعني قدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكاليف باهظة للسמسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق أرباحاً غير عادية ، وتعتمد كفاءة التسعير على كفاءة التشغيل ، والتي يقصد بها أن قيمة الورقة المالية تعكس المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون عند حدها الأدنى ، مما يدفعهم إلى بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية .

٤- أشكال كفاءة السوق المالي (فرضيات السوق الكفوء)

في عام ١٩٧٠ وضع Fama فرضية السوق الكفوء والتي قبلت بشكل واسع وحاول العديد من الباحثين اختبارها باستخدام نماذج عملية مختلفة ، قال Fama ((السوق الذي فيه تستطيع الشركات أن تتخذ قرارات الانتاج – الاستثمار ، ويستطيع المستثمر أن يختار ما بين الأوراق المالية التي تمثل ملكية لنشاطات الشركة بافتراض أن أسعار الورقة المالية في أي وقت تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتوفرة)) . وان الفرضية تعتمد على الشروط الآتية (Guo & Wang 2007:7) :

أ- لا توجد كلف للعمليات المالية الخاصة بالتجار بالأوراق المالية .

ب- جميع المعلومات المتوفرة هي متوفرة بدون كلف لجميع المشاركين في السوق .

ج- الجميع يتفق على مضامين المعلومات الحالية للسعر الحالي وتوزيعات الاسعار المستقبلية لكل ورقة مالية .

وصنف Fama أنواع كفاءة السوق من خلال أنواع المعلومات التي تنعكس في أسعار الاسهم ومن خلال سرعة تعديل الاسعار للمعلومات الجديدة . وبالاستناد الى (Fama (1970 هناك ثلاثة أنواع من أشكال كفاءة السوق هي (Yavrumyan , 2015 :8-9) :

أ- الشكل الضعيف لكفاءة السوق

ويعني أن المعلومات المضمنة في الأسعار التاريخية (مثل مقسوم الأرباح ، أحجام التداول) تنعكس في الأسعار الحالية ، وهذا يعني أن الأخبار الحالية فقط (والتي يمكن أن تكون إما إيجابية أو سلبية وبدون نمط منتظم) تؤثر في انخفاض أو زيادة الأسعار . عندما يظهر السوق كفاءة بالشكل الضعيف فإن من غير الممكن الحصول على عوائد غير عادية من التحليل الفني بالاعتماد على حركات الأسعار التاريخية ، أي أنه لا يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية بالاعتماد على الأسعار التاريخية ، ومعدلات العائد مستقلة واحدة عن الأخرى . استقلالية معدلات العائد وسلوك الأسعار العشوائي وغير القابل للتنبؤ هي عوامل تشير إلى الشكل الضعيف لكفاءة السوق . وإن فرضية السوق الكفوء في شكلها الضعيف لها صلة بفرضية السير العشوائي ، وإن فرضية

السير العشوائي تشير إلى أن أسعار الأسهم تتبع عملية السير العشوائي وإن من غير الممكن التنبؤ في تغيرات الأسعار المستقبلية بتحليل حركات الأسعار التاريخية .

ب- الشكل شبه القوي لكفاءة السوق

ويشير إلى أن كل المعلومات المتوفرة (مثل القوائم المالية ، الاعلانات) تؤخذ في الحسبان في أسعار الأسهم و لا التحليل الفني ولا الأساسي (الليدان يعتمدان على المعلومات المتاحة بشكل عام) يمكن أن تستخدم للتنبؤ بحركات الاسعار المستقبلية أو تحديد الأسهم المسعرة بشكل خاطئ ، وتجدر الملاحظة إلى أن الشكل شبه القوي لكفاءة السوق يشمل الشكل الضعيف لكفاءة السوق ، إذ أن كل المعلومات التاريخية متاحة بشكل عام .
الشكل شبه القوي لكفاءة السوق أيضاً يرتبط بسرعة تعديل الأسعار للمعلومات الجديدة المتاحة بشكل عام . ، إنه يعتبر أن الأسعار تعدل بشكل فوري .

ج- الشكل القوي لكفاءة السوق

ويشير إلى أن كل المعلومات (التاريخية والعامة أو الخاصة) تنعكس في أسعار الأسهم ، أي أنه إذا كان لدى شخص ما معلومات داخلية (مثل معلومات عن مقدار الأرباح المستقبلية) ويمكن استخدامها في التداول ، فإنه سوف لن يكون قادراً على تحقيق عوائد غير اعتيادية ، إذ أن كل المعلومات في ذلك الحين تنعكس في أسعار الأسهم ، والشكل القوي لكفاءة السوق يشمل الشكل الضعيف والشكل شبه القوي لكفاءة السوق .

المبحث الثالث

الجانب العملي للبحث

يتضمن هذا المبحث استعراض وتحليل ومناقشة نتائج الاختبارات الإحصائية التي تم استخدامها لاختبار فرضيات البحث وكما يأتي :

أولاً : اختبار الفرضية الأولى لقياس كفاءة سوق ناسداك دبي للأوراق المالية

لاختبار الفرضية الأولى تم استخدام أسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) والذي يتضمن أسعار إغلاق (٢٠) شركة (وهي كافة الشركات المكونة لمؤشر السوق) للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ وبواقع ٣٣٦ مشاهدة وكما مبين في ملحق (١) ، ومن خلال هذه الأسعار تم استخراج العوائد اليومية لمؤشر السوق (تم استخراجها بحساب الفرق بين سعر المؤشر لليوم الحالي مطروحاً منه سعر المؤشر لليوم السابق مقسوماً على سعر المؤشر لليوم السابق) التي تم اعتمادها في التحليل الاحصائي ومثلت حجم العينة البالغ (٣٣٥) وكما مبين في ملحق (٣) .

وتم اختبار الفرضية الأولى باستخدام الاختبارات الآتية :

١- اختبار الدورات (Runs Test) : وهو أحد الاختبارات الإحصائية اللامعلمية (Nonparametric Test) الذي يمكن من خلاله قياس استقلالية عوائد الأسهم أو عدم استقلاليتها لمدد زمنية متتالية على أن تكون بيانات المتغير المطلوب تحليله أكثر أو تساوي ٣٠ وحدة تحت مستوى معنوية ٥% .
ويبين الجدول (٣) نتائج اختبار الدورات (Runs Test) لاختبار الأحداث المتشابهة للعوائد اليومية لأسعار إغلاق أسهم مؤشر سوق ناسداك المالي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠.

جدول (٣)

نتائج اختبار الدورات للعوائد اليومية لأسعار إغلاق أسهم مؤشر سوق ناسداك دبي المالي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠

مؤشر سوق ناسداك دبي FTSE	مجموع الحالات	قيمة الوسيط	الحالات الأقل من الوسيط	الحالات الأكثر أو تساوي الوسيط	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig
	335	0	167	168	-0.711	0.477

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS . N=335

بالاستناد إلى المخرجات التي أظهرها اختبار الدورات (Runs Test) الذي تم استخدامه لقياس استقلالية العوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي ، وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول (٣) وتضمنت أن العوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ تتحرك بصورة مستقلة ، وان قيمة الوسيط (0) درهم إماراتي وعدد الحالات الأقل من الوسيط (167) حالة ، وعدد الحالات الأكبر أو تساوي الوسيط (168) حالة ، وان العوائد اليومية لمؤشر السوق تتصف بالاستقلالية ، لأن قيمة مستوى الدلالة (0.477) Significant أكبر من مستوى المعنوية (0.05) ، وهذا يعني أنه بعد تحليل (335) حالة لمدة الدراسة ، كانت النتائج تؤكد على ان العوائد اليومية لمؤشر السوق لا تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك تحقق نظرية السير العشوائي ، وهذا يعني عدم وجود ارتباط متسلسل بين العوائد للمدة الحالية والعوائد لمدة زمنية سابقة بمعنى إن العوائد اليومية للأسهم تتصف بالاستقلالية ، وهذا يشير إلى أن سوق ناسداك دبي المالي كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة .

٢- اختبار التوزيع الطبيعي (Normal Distribution) : وهو أحد الاختبارات الإحصائية اللامعلمية (Nonparametric Test) الذي يمكن من خلاله معرفة فيما إذا كانت الأسعار والعوائد لسلسلة زمنية محددة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ، ولذلك تم استخدام هذا الاختبار لمعرفة هل ان العوائد اليومية لمؤشر

سوق ناسداك دبي المالي تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ومن ثم الحكم على كفاءة السوق من عدمها . ويبين الجدول (٤) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للعوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ .

جدول (٤)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للعوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي حسب أسعار الاغلاق اليومية للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠

قيمة Sig	قيمة Z المحسوبة	الفروقات الأكثر افراطاً			الانحراف	المتوسط	مجموع الحالات	مؤشر سوق ناسداك دبي FTSE
		القيمة السالبة	القيمة الموجبة	القيمة المطلقة				
0.414	0.885	0.048-	0.043	0.048	0.00741	0.0003	335	FTSE

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS . N=335

يتضح من النتائج المبينة في الجدول (٤) أن العوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي تتبع التوزيع الطبيعي ، أي أن الفرق عشوائي بين توزيع العوائد والتوزيع الطبيعي ، إذ ان قيمة مستوى الدلالة Significant (0.414) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) ، وهذا يعني أنه بعد تحليل (335) حالة لمدة الدراسة ، كانت النتائج تؤكد ان العوائد اليومية لمؤشر السوق تتبع التوزيع الطبيعي ، وهذا يدل أيضاً أن سوق ناسداك دبي المالي كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة .

ومن خلال الاختبارات السابقة (اختبار الدورات واختبار التوزيع الطبيعي) يستدل الباحث أن سوق ناسداك دبي المالي كفوء عند المستوى الضعيف للكفاءة ، وبذلك يستدل الباحث على قبول فرضية البحث الثانية التي مفادها ((إن سوق ناسداك دبي المالي يعد كفوءاً عند المستوى الضعيف للكفاءة)) .

ثانياً : اختبار الفرضية الثانية

لغرض اختبار هذه الفرضية تم استخدام أسعار الاغلاق اليومية لعقود المستقبلات للمصرف التجاري أبو ظبي الذي يمثل أحد أهم الشركات المدرجة في سوق ناسداك دبي المالي الدولي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ وكما مبين في ملحق (٢) ، ومن خلال هذه الأسعار تم استخراج العوائد اليومية لعقود المستقبلات (تم استخراجها بحساب الفرق بين سعر العقد المستقبلي لليوم الحالي مطروحاً منه سعر العقد المستقبلي لليوم

السابق مقسوماً على سعر العقد المستقبلي لليوم السابق) التي تم اعتمادها في التحليل الاحصائي ومثلت حجم العينة البالغ (٣٣٥) وكما مبين في ملحق (٤) . ولغرض اختبار الفرضية الثانية تم استخدام الاختبارات الاتية :

١- اختبار الارتباط (Bivariate Correlation) والذي يمثل أحد اختبارات برنامج SPSS الإحصائي الذي يمكن من خلاله حساب معامل الارتباط بيرسون (Pearson's Correlation Coefficient) لقياس الترابط بين المتغيرات الإحصائية ، ولذلك تم اعتماد هذا الاختبار في قياس حدة ونوع الترابط بين المشتقات المالية ممثلة بالعوائد اليومية لعينة من عقود المستقبلات المتداولة في سوق ناسداك دبي المالي للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠ وبين العوائد اليومية لمؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) لنفس المدة ، و يبين الجدول (٥) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون .

جدول (٥)

نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون بين المشتقات المالية (عينة من عقود المستقبلات) وبين مؤشر سوق ناسداك دبي المالي (FTSE) للمدة من ٢٠١٨/١/٢ ولغاية ٢٠١٩/٤/٣٠

مؤشر سوق ناسداك دبي للأوراق المالية Y			المتغير المعتمد
قيمة T الجدولية عند مستوى 1%	قيمة T المحسوبة	معامل الارتباط R	المتغير المستقل
2.6	8.627	0.427	المشتقات المالية (عينة من عقود المستقبلات) X

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS . N=335

يتضح من النتائج الظاهرة في الجدول (٥) ان معامل الارتباط (بيرسون) بين المشتقات المالية ومؤشر السوق بلغ (0.427) ، وهذا يعني أن هناك علاقة ارتباط موجبة ضعيفة وذات دلالة إحصائية بين المشتقات المالية وكفاءة السوق المالي ، وما يدعم علاقة الارتباط هذه إحصائياً هو أن قيمة t المحسوبة بلغت (8.627) وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.6) عند مستوى معنوية (1 %) .

٢- اختبار التأثير باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط

يبين الجدول (٦) نتائج التحليل الإحصائي لاختبار وقياس تأثير المتغير المستقل (المشتقات المالية) في المتغير المعتمد (مؤشر السوق) .

جدول (٦)

نتائج تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد

كفاءة السوق المالي Y			المتغير المعتمد
قيمة F الجدولية عند مستوى 1%	قيمة F المحسوبة	معامل التفسير R^2	المتغير المستقل
1.2317	74.431	0.18	المشتقات المالية X

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS . N=335

بملاحظة النتائج الواردة في الجدول (٦) يتضح وجود تأثير ذو دلالة معنوية للمشتقات المالية في كفاءة السوق المالي ، وما يدعم معنوية هذا التأثير هو أن قيمة (f) المحسوبة والبالغة (74.431) أكبر من قيمتها الجدولية البالغة (1.2317) ، ويتضح أيضاً أن نسبة ما تحدثه المشتقات المالية من تأثير في كفاءة السوق المالي (R^2) بلغت (0.18) ، أما النسبة المتبقية والبالغة (0.82) فإنها تعزى إلى مساهمة متغيرات أخرى .

ومن خلال نتائج الاختبارات السابقة (الارتباط والتأثير) يستدل الباحث على قبول فرضية البحث الثانية والتي مفادها أنه ((يوجد دور للمشتقات المالية في كفاءة السوق المالي)) .

المبحث الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

في ضوء نتائج البحث يمكن التوصل إلى الاستنتاجات الآتية :

- ١- إن المشتقات المالية المتداولة في سوق ناسداك دبي المالي هي عقود المستقبلات فقط .
- ٢- إن سوق ناسداك دبي المالي يعد كفوءاً عند المستوى الضعيف للكفاءة .
- ٣- يوجد دور مهم للمشتقات المالية في كفاءة السوق المالي .
- ٤- إن تداول المشتقات المالية في السوق المالي يسهم في تطويره ورفع مستوى كفاءته .

- ٥- إن استخدام المشتقات المالية لأغراض التحوط يساعد المستثمرين في إدارة وتغطية مخاطر السوق ، مما يؤدي إلى استقرار السوق المالي .
- ٦- إن استخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة يمكن أن يزيد التعرض للمخاطر في السوق .
- ٧- يوجد ارتباط موجب بين عوائد المشتقات المالية وعوائد مؤشر سوق ناسداك دبي المالي .

ثانياً : التوصيات

- بالاستناد إلى الاستنتاجات التي توصل إليها البحث ووفق ما يرى الباحث يمكن وضع التوصيات الآتية :
- ١- ضرورة التعامل بالأنواع الأخرى للمشتقات المالية مثل (العقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلات) والتي تلبي رغبات المستثمرين ومن الممكن أن تسهم في استقرار السوق ورفع مستوى كفاءته .
 - ٢- ضرورة استخدام المشتقات المالية من قبل المستثمرين كأداة للتحوط أكثر من استخدامها كأداة للمضاربة .
 - ٣- لابد من الاعتماد على مؤشر السوق في التحليل وبناء التوقعات وذلك لتقليل المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمرين والمتعاملين بالمشتقات المالية وبالتالي استقرار السوق .
 - ٤- ضرورة أخذ الحيطة والحذر عند التعامل بالمشتقات المالية لاسيما عند استخدامها كأداة للمضاربة لما تحمله من مخاطر كبيرة في هذا المجال .

المصادر

أولاً : المصادر العربية

أ- الكتب

- ١- حسن ، سمير عبد الحميد رضوان ، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها : دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية " ، الطبعة الأولى ، دار النشر للجامعات ، مصر - القاهرة ، ٢٠٠٥ .
- ٢- الربيعي ، حاكم محسن محمد والفتلاوي ، ميثاق هاتف وجوان ، حيدر خضير وفارس علي أحمد ، " المشتقات المالية : عقود المستقبلات ، الخيارات ، المبادلات " ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ٢٠١١ .
- ٣- العامري ، محمد علي ابراهيم ، "إدارة محافظ الاستثمار" ، الطبعة الأولى ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ٢٠١٣ .

ب- الدوريات

- ١- بومدين ، نورين ، " منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية " ، بحث مستل من أطروحة دكتوراه ، مجلة كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة حسبية بن بو علي بالشلف ، المجلد الخامس ، العدد العاشر ، الجزائر ، ٢٠١٣ .
- ٢- اللايد ، علي عبد الغاني والقاضي ، ابراهيم علي عبد الله والعرادة ، طلال مزيد ، "مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية : دراسة تطبيقية" ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، العدد الثالث ، جامعة أم البواقي - جوان ، ٢٠١٥ .
- ٣- مسعداوي ، يوسف ، " كفاءة الأسواق المالية العربية : دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر " ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الثاني والاربعون ، ٢٠١٤ .

ج- الرسائل والأطاريح

- ١- باخوص ، روى ، " دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي : دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية " ، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ، الجمهورية العربية السورية ، ٢٠١٥ .
- ٢- مريم ، سرارمة ، " دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة ٢٠٠٨ : دراسة تحليلية " ، رسالة ماجستير ، جامعة منتوري ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسنطينة ، الجزائر ، ٢٠١٢ .

ثانياً : المصادر الأجنبية

A- Books

- 1- Durbin , Michael , " , All About Derivatives : The easy Way to Get Started " , Fully Revised 2nd Edition , McGraw – Hill Companies , USA , 2011 .
- 2- Kolb , Robert W. , & Overdahl , James A. , "Financial Derivatives" , 3rd , John Wiley & Sons , Inc. , Hoboken , New Jersey , 2003 .
- 3-Gottesman , Aron , " Derivatives Essentials : An Introduction to Forwards , Futures , Options , and Swaps " , John Wiley & Sons , Inc. , Hoboken , New Jersey , 2016 .
- 4-Boyle , Patrick , & McDougall , Jesse , " Trading and Pricing Financial Derivatives : A Guide to Futures , Options , and Swaps " , US , 2011 .

B- Periodicals

1-Malkiel , Burton G. , " The Efficient Market Hypothesis and its Critics " , CEPS Working Paper No. 91 , Princeton University , April 2003 .

2- Degutis , Augustas & Novickyte , Lina , " The Efficient Market Hypothesis : A Critical Review of Literature and Methodology " , ISSN 1392-1258 , Ekonomika , Vol. 93 (2) , Vilnius University , Lithuania , 2014 .

3- Yadirichukwa , Emeh & Ogochukwu , Obi Joseph , " Evaluation of the Weak Form of Efficient Market Hypothesis : Empirical Evidence from Nigeria " , International Journal of Development and Sustainability , ISSN : 2168-8662 , Vol. 3 , No. 5 , 2014 .

4. Mynhardt , H. R. & Plastun , Alex & Makarenko , Inna , "Financial Markets Efficiency During the Financial Market Crisis: 2007-2009 " , MPRA Paper No. 58942 , Ukrainian Academy of Banking , Ukraine , 2014 .

5- Li , Shaofang & Marinc , Matej , " The Use of Financial Derivatives and Risks of U.S. Bank Holding Companies " , University of Ljubljana , 2014 .

C- Theses

1- Guo , Siqi & Wang , Zhiqiang , " Market Efficiency Anomalies : A Study of Seasonality Effect on the Chinese Stock Exchange " , Master Thesis , Umea University , 2007 .

2- Mano , Erifili , " The Impact of the Derivatives' Use , as a Hedging Instrument , in the European Banking Sector " , Master Thesis , Tilburg University , 2013 .

3-Naor , Nir , " Reporting on Financial Derivatives from a Law and Economics Perspective " , Master Thesis , Hamburg University , 2003 .

4-Sihvonen , Touko , " The Impact of Increasing Regulation on the Derivatives Market " , Master Thesis , University of Applied Sciences , 2014 .

5- Tashfeen , Rubeena , " Value and Risk Effects of Financial Derivatives : Evidence of Corporate Governance on Hedging , Speculation , and Selective

Hedging Strategies " , Doctoral Thesis , Victoria University of Wellington ,
2016 .

6-Yavrumyan , Evgenia , " Efficient Market Hypothesis and Calendar Effects :
Evidence from the Oslo Stock Exchange " , Master Thesis , University of Oslo
, 2015 .

D- Internet

- 1- <https://www.nasdaqdubai.com/exchange/about-us/overview>
- 2- <https://www.nasdaqdubai.com/products/ftse>
- 3- <https://www.nasdaqdubai.com/trading/historical-pric>