

# تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة The Effect of Using Financial Derivatives on the Firm Value

م.د. غضنفر عباس حسين  
جامعة التقنية الوسطى / معهد تقني بعقوبة  
م.د. أحمد جواد الدهلكي  
وزارة المالية / مركز التدريب المالي والمحاسبي

رقم التصنيف الدولي ISSN 2709-2852

٢٠٢١/٨/٢٥ تاريخ قبول النشر:

٢٠٢١/٧/٢٤ تاريخ استلام البحث:

## المستخلص

يهدف البحث الى قياس تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة و التعرف على نسب استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط من جهة والمتاجرة من جهة اخرى في الواقع العملي ومدى توافقها مع الغرض الرئيس لهذه العقود وهو ادارة المخاطرة والتحوط. ولغرض تحقيق هدف البحث تم اختيار السوق المالية الامريكية كمجتمع للبحث كونها تمثل افضل مجال للبحث في المشتقات المالية لكبر تعاملات هذه الاسواق بعقود المشتقات المالية، وتم اختيار مصرفي (U.S BANK) و (State Street BANK) لتتوفر البيانات اللازمة لتطبيق البحث الحالي في هاتين المصرفيين فضلا عن ان المصرفيين تعدان من المصارف النشطة في تعاملات المشتقات المالية لمدة من سنة (٢٠٠٤) الى سنة (٢٠١٦). واظهرت نتائج الدراسة ابعاد المؤسسات المالية في الواقع العملي عن الغرض الرئيس لاستخدام عقود المشتقات المالية وهو التحوط واستخدامها هذه العقود لأغراض المتاجرة وبنسبة كبيرة فضلا عن ذلك فان استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط لا يؤدي الى زيادة قيمة المنشأة دائمًا في حين تؤثر استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض المتاجرة في قيمة المنشأة.

**الكلمات المفتاحية:** المشتقات المالية، عقود التحوط،

عقود المتاجرة، قيمة المنشأة



مجلة العلوم المالية والمحاسبية  
العدد الثالث / ايلول ٢٠٢١  
الصفحات ١٨١ - ٢٠٠

## Abstract

The research aims to measure the impact of using the financial derivatives on the firm value also to identify the percentages using of financial derivative contracts for risk management and hedging in one hand, and trading on the other hand in practical way and to show their compatibility with the main purpose of these contracts, which is risk management and hedging .

To achieve the research goal , the American financial market was chosen as a society for the research, as it represents the best field of financial derivatives for the largest transactions of these markets with financial derivative contracts ,The U.S Bank & State Street Bank and was chosen to provide the necessary data to implement the research in these two banks, in addition to that these two banks are the active banks in derivatives transactions for the period from 2004 to 2016 .

The study results showed the removed of financial institutions, in practical applied ,from the main purpose of using financial derivative contracts, which is hedging, also using these contracts for trading purposes in a large percentage. In addition to that use the financial derivative contracts for risk management purposes and hedging does not always lead to increase the firm value, while the use of derivative contracts for trading affects the value of firm.

**Key Words:** Financial Derivatives, Hedging Contracts, Trading Contracts, Firm Value

## المبحث الاول منهجية البحث اولا: مشكلة البحث

بعد موضوع استخدام المشتقات المالية وعلاقته بقيمة المنشأة من المواضيع الاكثر جدلا بين الباحثين والمتعاملين بأدواتها والتي اصبحت ظاهرة تدرس في البحوث المالية نظرا لزيادة استخدامها في السنوات الاخيرة من قبل الشركات والمؤسسات المالية خاصة قبل الازمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ . ويشكل هذا الموضوع احد المشاكل النظرية والمعرفية في مجال الادارة المالية وادارة المصارف، وعلى الرغم من

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

الغرض الاساسي لاستخدام المشتقات المالية في الادبيات المالية وهو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط من المخاطرة عن طريق نقلها الى أطراف أخرى، الا انه يتم استخدام هذه الادوات بصورة كبيرة لاغراض المتاجرة، ولم يتوصل الباحثون والمحتمون في هذا المجال الى توافق او اجماع في الاراء حول ما اذا كانت هناك علاقة بين استخدام المشتقات وقيمة المنشأة سواء في مجال استخدامها لغرض ادارة المخاطرة والمتاجرة او في مجال استخدامها لغرض المتاجرة، ومن هنا يظهر البعد الاول من مشكلة البحث والمرتبط بالاطار المعرفي والمتصل بالجدل الفكري حول استخدام المشتقات المالية وتاثيرها في قيمة المنشأة. اما البعد الاخر من المشكلة فيرتبط بالبعد التطبيقي لها والمتعلق بمدى توافق استخدام المشتقات المالية في الواقع العملي مع الغرض الرئيس لهذه الادوات وهو ادارة المخاطرة والتحوط فضلا عن مقدار تأثير استخدام المشتقات سواء أكان لغرض ادارة المخاطر والتحوط ام لغرض المتاجرة في قيمة المنشأة.

### ثانياً: أهمية البحث

تبين أهمية البحث من تناوله لاحد المجالات الأساسية في الادارة المالية الحديثة والذي يرتبط بالمشتقات المالية في ظل تزايد التعامل بأدواتها في الاسواق والمؤسسات المالية والشركات. كما ان أهمية البحث تتجل في المساعدة في تراجع الجدل الفكري حول تأثير استخدام المشتقات المالية لأغراض المتاجرة والتحوط في القيمة السوقية للمنشأة اذ لا يزال هناك عدم توافق بين الباحثين والكتاب في هذا المجال حول تأثير استخدام المشتقات في القيمة السوقية.

### ثالثاً: اهداف البحث

يسعى البحث الى تحقيق مجموعة من الاهداف هي:

أ. التعرف على نسب استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط من جهة المتاجرة من جهة اخرى في الواقع العملي ومدى توافقها مع الغرض الرئيس لهذه العقود وهو ادارة المخاطرة والتحوط.

ب. قياس تأثير استخدام المشتقات المالية لأغراض المتاجرة والتحوط في قيمة المنشأة.

### رابعاً: فرضيات البحث

يستدد البحث على ثلاثة فرضيات أساسية هي:

أ. **الفرضية الرئيسية الاولى:** انخفاض نسب استخدام المشتقات لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط مقارنة بتلك المستخدمة لأغراض المتاجرة.

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

ب. الفرضية الرئيسية الثانية: يؤثر استخدام عقود المشتقات المالية لاغراض المتاجرة في قيمة المنشأة.

ج. الفرضية الرئيسية الثالثة: يؤثر استخدام عقود المشتقات المالية لاغراض ادارة المخاطرة والتحوط في قيمة المنشأة.

## خامساً: مجتمع وعينة البحث

للغرض تحقيق اهداف البحث تم اختيار مجتمع مناسب تتوفر فيه مجموعة من الخصائص التي تسمح بتطبيق البحث بأفضل صورة ممكنة، اذ تم اختيار السوق المالي الامريكي كمجتمع للدراسة لأنها تمثل المجال الافضل للبحث في المشتقات المالية لما تتميز به هذه الاسواق من ضخامة التعاملات في الادوات المالية المشتقة والتي توفر المعلومات الازمة لتطبيق البحث، وتم اختيار قطاع المصارف كونه الاكثر استخداماً للمشتقات المالية وبعد البحث عن البيانات الازمة للبحث في اكبر خمسين مصرف من حيث قيمة الموجودات، تم اختيار مصرفي (U.S BANK) و (State Street BANK) لتوفر البيانات الازمة لتطبيق البحث الحالي في هاتين المصرفين فضلاً عن ان المصرفين تعدان من المصارف النشطة في تعاملات المشتقات المالية خلال مدة الدراسة.

## سادساً: مدة الدراسة

امتدت مدة البحث من سنة (٢٠٠٤) الى سنة (٢٠١٦) موزعة على اساس ثلاثة عشر سنة، تم خلالها تحليل عقود المشتقات المالية حسب طبيعة استخدامها لاغراض المتاجرة والتحوط للمصرفين عينة الدراسة فضلاً عن تحليل القيمة السوقية للمصرفين ومدى تأثير عقود المشتقات في القيمة السوقية، وتم اختيار هذه السنوات لزيادة تعامل المصارف بالمشتقات المالية.

## سابعاً: اساليب التحليل المالي والاحصائي

اعتمد البحث على مجموعة من المقاييس المالية والاساليب الاحصائية والتي تمثلت بما يأتي:

أ. الوزن النسبي: تم حساب الوزن النسبي للتعرف على نسب العقود حسب طبيعة استخدامها في المصرفين عينة الدراسة:

الوزن النسبي للعقود حسب طبيعة استخدامها = قيمة عقود المشتقات المالية حسب طبيعة استخدامها / مجموع قيم عقود المشتقات المالية ... (١)

ب. القيمة السوقية: تم حساب القيمة السوقية للمصرفين عينة الدراسة على وفق المعادلة الآتية:

العدد : ٣  
٢٠٢١ / لسنة

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبى  
قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

القيمة السوقية للمصرف = عدد الاسهم المتداولة × سعر السوق للسهم الواحد ... (٢)

ج. معامل ارتباط (Pearson) ( $R$ ): وهو مقياس رقمي يوضح العلاقة بين متغيرين محصور بين الصفر والواحد الصحيح الموجب عندما تكون العلاقة طرية والصفر والواحد الصحيح السالب عندما تكون العلاقة سلبية وحسب المعادلة الآتية:

معادلة معامل الارتباط بيرسون :-

$$r = \frac{n \sum x_i y_i - \sum x_i \bar{y} \sum y_i \bar{x}}{\sqrt{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2} \sqrt{\sum y_i^2 - (\sum y_i)^2}} \quad \dots (3)$$

د. معامل التحديد ( $R^2$ ): وهو مقياس رقمي محصور بين الصفر والواحد الصحيح يعكس مدى نجاح نموذج الانحدار الخطي البسيط في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع ، وكلما اقتربت قيمته من الواحد الصحيح دل ذلك على ازيداد صلاحية العلاقة الخطية في تمثيل العلاقة بين المتغيرات المستخدمة واستخدم نموذج الانحدار البسيط لقياسه بحسب المعادلة الآتية:

معادلة نموذج الانحدار البسيط :-

ثامناً: مصادر بيانات البحث

تم الحصول على البيانات الازمة لاستكمال اهداف البحث والوصول الى نتائج بالاعتماد على المصادر الآتية:-

١. الاطار النظري: تم الاعتماد على الكتب والدراسات والرسائل والاطاريج المتخصصة بمحال البحث.

٢. الاطار التطبيقي: تم الاستعانة بشبكة المعلومات الدولية (الانترنت) في الحصول على بيانات الجانب التطبيقي وذلك من خلال المواقع المتخصصة ببيانات المالية.

## تاسعاً: التعريف الاجرامية للبحث

١. المشتقات المالية (Financial Derivatives): عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) يمكن استخدامها لاغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتعلق بفقدان التزامات خارج الميزانية العمومية.

٢. **التحوط (Hedging):** اسلوب يستخدم لتحقيق مستوى الخطر المطلوب من خلال اتخاذ موقف عكسي في اسواق معينة لتعويض الخسائر المحتملة في الاسواق القائمة للمحافظة على السعر المطلوب.

٣. **المتاجرة (Trading):** عملية مالية تهدف الى الاستفادة من تغيرات السوق من خلال التنبؤ بتغيرات الاسعار وقيمها من اجل تحقيق عوائد غير اعتيادية.

٤. **قيمة المنشأة (Firm Value):** هي عبارة عن حاصل ضرب الاسهم المتداولة للمنشأة في سعر السهم في السوق.

### المبحث الثاني

#### الاطار النظري

#### اولاً: اساسيات المشتقات المالية

#### ١. مفهوم المشتقات المالية وانواعها

شهدت تعاملات المشتقات المالية نمواً كبيراً في العقود الأخيرة سواءً من ناحية عدد المشاركين في الأسواق التي تتعامل بها أو حجم التعامل بهذه الأدوات. وترافق ظهور المشتقات المالية مع زيادة تقلب أسعار الفائدة واسعار صرف العملات الأجنبية ويشكل كبير، والتي اسهمت في عملية توزيع ونقل المخاطرة (Deng, 2018:77). وعلى الرغم من ان الهدف الاساس للمشتقات المالية هو الحد من المخاطرة التي تواجه المتعاملين في الاسواق المالية (التحوط) الا انه يتم استخدام المشتقات المالية بصورة اساسية لأغراض المتاجرة وبصورة كبيرة تصل الى اكثر من ٩٠٪ من مجموع التعاملات بالمشتقات المالية في العالم (الزهيري، ٢٠١٧:٨). ويمكن تعريف المشتقات المالية بانها (عقود مالية تستنقذ قيمتها من قيمة مرعية (موجود ضمني) يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتعلق بفقدان التزامات خارج الميزانية العمومية) (الفريجي، ٢٠٠١:٦). وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود التي تصنف على وفق طبيعتها ومخاطرها واجلها، وتصنف حسب استخدامها الى عقود سلعية وعقود مالية كما تصنف

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

على وفق الالزام الى عقود ملزمة لحامليها (مشتريها) ومصدرها (بائعها) وهي عقود المستقبلات والمبادلات والعقود الآجلة، وعقود ملزمة لمصدرها فقط وهي الخيارات، ويمكن تصنيفها ايضا على وفق النمطية او المعيارية الى عقود منمنطة من حيث الحجم وتاريخ الاستحقاق وهي المستقبلات وعقود غير منمنطة وهي العقود الآجلة والخيارات والمبادلات، وتصنف على وفق النوع الى عقود المستقبلات والعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المتبادلات، كما يمكن تصنيفها على وفق اغراض استخدامها الى عقود تستخدم لغرض ادارة المخاطرة والتحوط وعقود تستخدم لأغراض المتاجرة (استثمار ومضاربة) وهو التصنيف الانسب لأغراض هذا البحث (Madura,2018:355-371) (Hull,2015:6-8) (هindi، ٢٠١٥: ٢٧-٣٩).

### ٢. خصائص المشتقات المالية

على الرغم من تعدد واختلاف المشتقات المالية الا انها تشتراك في مجموعة من الخصائص التي يمكن استنتاجها من الابيات التي تناولت هذه الادوات ومن ابرز هذه الخصائص (الفرجي، ٢٠٠١: ٢٢-٢٤) :

- أ. عقود مالية تصبح شروطها ملزمة للمتعاقدين حال الاتفاق عليها.
- ب. تشقق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) كأن يكون ورقة مالية او مؤشرا ماليا او اي موجود اخر يكون محل التعاقد ولذلك سميت بالمشتقات، اي ان هذه الادوات لا تمتلك قيمة بحد ذاتها وانما تستمد هذه القيمة اساسا من قيمة الموجود الذي يتم التعاقد عليه وثم تبدأ العوامل الاخرى في التأثير على قيمة هذه الادوات مثل العرض والطلب وتاريخ الاستحقاق وغيرها من العوامل.
- ج. ان قيمتها تكون اكثرا تقلبا من قيمة الموجود الضمني وذلك بسبب ان قيمتها هي انعكاس لقيمة الموجود الضمني في مدة مستقبلية مقبلة فضلا عن العوامل الاخرى المؤثرة في قيمة هذه الاداة ذاتها.
- د. يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والمتاجرة (الاستثمار والمضاربة).
- هـ. انها ادوات مرنة، اذ تكون اغلب هذه الادوات ذات قابلية على التصميم على وفق متطلبات الزيون من ناحية الحجم وتاريخ الاستحقاق ويمكن الدخول بمراكيز متعددة وبناء تشكيلات فائقة التعقيد من خلال الجمع بين اداة واحدة متعددة الاشكال او ادوات متعددة منها.

## **تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة**

و. ان هذه الادوات تتميز بإمكانية تحقيق ارباح عالية قد تصل الى ١٠٠% من حجم الاموال المستثمرة، وكذلك قد تحقق خسائر كبيرة يمكن ان تؤدي الى الانفلاس وذلك يعني تميزها بالمخاطر المرتفعة.

ز. انها تتعلق بفترات خارج الميزانية العمومية وهي جزء من الالتزامات العرضية للجهات المتعاملة بها، اذ انها لا تظهر ضمن فترات الميزانية العمومية للجهات المتعاملة بها على الرغم من انها تشكل جزءاً مهماً من التزاماتها وحقوقها بل ان حجم الالتزامات والحقوق قد يفوق فعلاً حجم الميزانية العمومية لبعض المصادر الكبيرة المتعاملة بها.

### **٣. اغراض استخدام المشتقات المالية**

ان الغرض الاساسي للمشتقات المالية في الادبيات المالية هو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها الى اطراف أخرى، الا ان استخدامات هذه الادوات قد توسيع بصورة كبيرة واصبحت تستخدم لاغراض المتاجرة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الاتي (Hull,2015:11-16, 2017:13-16, Kim, 2014:11, هندي، 2014:20):

أ. التحوط وإدارة المخاطرة: يمكن من خلال المشتقات المالية ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطرة، اذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المتجمعة في الادوات المالية التقليدية، مثل مخاطر تقلب الاسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر اسعار صرف العملات الاجنبية، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر على حد من خلال عملية التحوط والتي تعرف على انها اسلوب يستخدم لتحقيق مستوى الخطر المطلوب من خلال اتخاذ موقف عكسي في اسواق معينة لتعويض الخسائر المحتملة في الاسواق القائمة للمحافظة على السعر المطلوب. ومن خلال عملية التحوط يتم نقل المخاطرة من اطراف غير راغبة في تحملها الى اطراف اخرى مستعدة لتحملها مقابل الحصول على علاوات محددة. وتنتمي عملية التحوط من مخاطر تقلب الاسعار واسعار الفائدة واسعار صرف العملات الاجنبية من خلال استخدام المستقبليات والعقود الاجلة والخيارات للتحوط، كما يمكن استخدام المبادلات والسلع والعقود وغيرها في ادارة مخاطر تقلب اسعار الفائدة وتحديد مستويات تكاليف الفائدة.

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

ب. المتاجرة (الاستثمار والمضاربة): تساهم المؤسسات المالية في تحسين ادائها من خلال توفير أدوات استثمارية جديدة لزيادة الارباح وتخفيض التكاليف. ويتم استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض المتاجرة لتحقيق عوائد غير اعتيادية، كما يمكن من خلال استخدام عقود المشتقات المالية تحسين كفاءة الاسواق المالية كونها تعمل على تحقيق سيولة مرتفعة للأسواق المالية فضلا عن ان تكاليف المعاملات لهذه العقود منخفضة مقارنة بالأدوات المالية الرئيسة مما يجعلها اكثر جاذبية للمستثمرين. لذلك فان عقود المشتقات المالية تعزز من فرص تحقيق الابادات الاضافية وزيادة الارباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتتوسيع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة الاسواق وتكوين المراكز المالية، فضلا عن توسيع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين و بما يخدم اغراضهم في بناء المحافظ المرغوبة، الامر الذي من شأنه زيادة عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات.

### ثالثا: علاقة استخدام المشتقات المالية بقيمة المنشأة

يعد موضوع استخدام المشتقات المالية وعلاقتها بقيمة المنشأة من المواضيع الاكثر جدلا بين الباحثين والمتعاملين بأدواتها والتي اصبحت ظاهرة تدرس في البحوث المالية نظرا لزيادة استخدامها في السنوات الاخيرة من قبل الشركات والمؤسسات المالية خاصة قبل الازمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨. ويشكل هذا الموضوع احد المشاكل النظرية والمعرفية في مجال الادارة المالية وادارة المصارف، وعلى الرغم من الغرض الاساسي لاستخدام المشتقات المالية في الادبيات المالية وهو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها الى اطراف أخرى، الا انه يتم استخدام هذه الادوات بصورة كبيرة لاغراض المتاجرة، ولم يتوصل الباحثون والمختصون في هذا المجال الى توافق او اجماع في الاراء حول ما اذا كانت هناك علاقة بين استخدام المشتقات وقيمة المنشأة سواء في الغرض الاساسي لاستخدامها وهو ادارة المخاطرة والتحوط او في مجال استخدامها في المتاجرة (Wen et al,2021:1-3).

وفي مجال استخدام عقود المشتقات لأغراض المتاجرة فان استخدام المشتقات يؤثر في قيمة المنشأة كون المنشأة قد تحقق من جراء المتاجرة في هذه العقود عوائد غير اعتيادية مما يؤثر ايجابا في قيمة المنشأة لكن بالمقابل فان المتاجرة في عقود المشتقات المالية يتميز ايضا بالمخاطر الكبيرة نظرا لارتفاع درجة التقلبات في اسعارها والتي قد تقلب بشكل اكبر من قيمة الموجود الضمني لهذه العقود، ويعود السبب في

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

ذلك الى ان هذه الاسعار تحدد اساسا على التوقعات المستقبلية لأسعار هذه العقود واسعار الموجودات الضمنية المرتبطة بها في الاسواق المالية. فضلا عن ذلك فان هذه الادوات سوف تؤدي الى خسائر كبيرة اذا ما تحركت اسعار الموجودات الضمنية بالاتجاه المعاكس للتوقعات المستقبلية لأسعار الامر الذي يؤثر بشكل سلبي في العوائد وبالتالي التأثير السلبي في قيمة المنشأة، لذلك يتوجب على المتعاملين في عقود المشتقات المالية لأغراض المتاجرة مراقبة وقياس المخاطرة التي يتعرضون لها نتيجة تقلب اسعار العقود والموجودات الضمنية لها لتجنب الخسائر الكبيرة. لذلك فان استخدام عقود المشتقات لأغراض المتاجرة وتأثيره في قيمة المنشأة يعتمد على عائد ومخاطر هذه العقود والموجودات الضمنية لها، ويتم تعظيم قيمة المنشأة عند تحقيق اعلى عائد عند مستوى من المخاطرة او تحقيق ادنى مخاطرة عند مستوى محدد من العائد.

اما فيما يخص استخدام المشتقات المالية لأغراض التحوط ونقل المخاطرة الذي يعد الغرض الاساسي للهندسة المالية وعلاقته بقيمة المنشأة لم يتوصل الباحثون والمختصون في هذا المجال الى توافق او اجماع في الآراء حول ما اذا كانت هنالك علاقة بين سياسة استخدام المشتقات المالية لأغراض التحوط وقيمة المنشأة وحول اذا ما كان التحوط يوفر معلومات ايجابية للمستثمرين عن قيمة المنشأة. ومع صحة افتراضات (Modigliani and Miller, 1958) المعتمدة على الاسواق المالية الكفؤة فان السياسات المالية للشركات ليس لها اي علاقة وتأثير في قيمتها، وذلك يعني ان سياسة استخدام المشتقات لأغراض التحوط لا يمكن ان تضييف قيمة اذا كانت الاسواق المالية كفؤة على افتراض استخدام مبدأ رافعة التمويل الشخصية والقيام بعمليات البيع والشراء في آن واحد في السوق وبالتالي فان سياسة التحوط لا تضييف قيمة للشركة. بالمقابل تشير النظريات المالية الحديثة الى ان هناك ظروف معينة يمكن بموجبها لسياسة التحوط باستخدام المشتقات ان تضييف قيمة للمنشأة، واستندت هذه النظريات على استبعاد بعض افتراضات الاسواق المالية الكفؤة اي مع وجود الاسواق المالية غير الكفؤة والتي يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية (Ayturk et al, 2016:109-110) (Alam and Afza, 2017:223-226) (Júnior and Laham, 2008:78)

### ١. المواتف الضريبية للتحوط (Tax Incentives to Hedge) (Graham and

Smith, 1999) و (Smith and Smithson, 1993) ان التحوط يزيد من قدرة الشركات على

المديونية ذات الوفر الضريبي، وتسمح هذه القدرة المتزايدة للشركات الحصول على المزيد من

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

الديون. وأشار (Smith and Stultz, 1985) إلى أن التحوط يؤدي إلى زيادة الرفع المالي للشركات في دراسته حول ما إذا كانت الشركات تتحوط من المخاطر استجابة للوفر الضريبي وكيف يؤثر ذلك في القيمة السوقية للشركة. وبالتالي فإن الشركات ذات الرفع المالي المرتفع هي الأكثر احتمالاً للتتحوط باستخدام المشتقات مع وجود نظام ضريبي (Campbell and Kracaw, 1987) (Modigliani and Miller, 1983) (Tufano, 1996) (Dolde, 1995) للشركات بتخفيض الفائدة على القروض من الدخل الخاضع للضريبة وذلك يؤدي إلى تخفيض كمية الضريبة المدفوعة مما يزيد من دخل الشركة بعد خصم الضرائب مما ينتج عنه تأثير إيجابي في قيمة الشركة.

٢. تكاليف العسر المالي أو الإفلاس (**Costs of Financial Distress**): بينت دراسة (Smith and Stultz, 1985) أن الإفلاس أو العسر المالي يؤدي إلى عدم قدرة شركة على مواجهة التزاماتها في تواريخ استحقاقها. وتزداد احتمال تعرض الشركات إلى الإفلاس مع زيادة الاقتراض بسبب ارتفاع معدل الفائدة على القروض الذي يطلب المقرضين والتي تسمى بتكليف الإفلاس. وفي حال وجود تكاليف الإفلاس فإن التحوط من شأنه أن يقلل من احتمال دفع هذه التكاليف وذلك عن طريق زيادة قدرة الشركات على المديونية بالإضافة إلى أن الشركات والمؤسسات المالية وخاصة المصارف تستطيع من خلال التحوط أن تقلل من احتمال إفلاسها بسبب مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر تقلب أسعار الفائدة واسعار الصرف وغيرها من أنواع المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها وبالتالي القليل من تكاليف الإفلاس والذي يعكس بصورة إيجابية على قيمة الشركة. وتشير النظريات التحوطية الحديثة أن استخدام المشتقات لادارة المخاطر يمكن أن يقلل من تكاليف الإفلاس وبالتالي يزيد من قيمة الشركة.

٣. تكاليف نقص الاستثمار (**Underinvestment Costs**): بين (Froot et al, 1993) أن كثافة استخدام المشتقات المالية تتعلق بالعلاقة بين التدفق النقدي للمنشأة

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

وفرض الاستثمار المستقبلية، وتطور الباحثين نموذجا في ظل عدم كفاءة الأسواق المالية يجعل كلفة رأس المال مناسبة للتدفقات النقدية، لغرض حماية التدفقات النقدية للمنشأة لأنها في حالة حدوث صدمة سلبية فإن على المنشأة إما أن تفترض بمعدل أعلى للحفاظ على استثماراتها أو أن تقلل من استثماراتها مما يسبب مشكلة نقص الاستثمار.

٤. **التعويضات الإدارية (Managerial Compensation)**: فيما يتعلق بتفصيلات مدراء المنشأة وسياسات التحوط أشار (Stulz, 1984)، أن المدراء يتجنبون المخاطرة إذا كان دخلهم يرتبط بالنتائج المالية للشركة، إذ سيكون لهم الحافز لحماية دخلهم من خلال عمليات التحوط كونها ستقلل من تقلب التدفقات النقدية للمنشأة مما يقلل من تعرضهم لمخاطرة تقلب الأسعار أو تقلب سعر الفائدة أو تقلب أسعار صرف العملة الأجنبية، مع ملاحظة أن التحوط في هذه الحالة قد لا يضيف قيمة للشركة لأنها سيفيد المدير فقط وليس المساهم.

٥. **المعلومات غير المتماثلة (Asymmetric Information)**: أوضح (DeMarzo and Duffie, 1995) أن مع امكانية حصول المساهمين على حماية أنفسهم من المخاطرة تقلب الأسعار أو تقلب سعر الفائدة أو تقلب أسعار صرف العملة الأجنبية، فإن التحوط من المخاطرة يكون مثاليًا عندما يكون لدى مدراء المنشآت معلومات خاصة حول أرباح المنشأة ويريدون اظهارها للمساهمين، وقد تكون جودة المعلومات التي يتلقاها المساهمون تؤثر على قيمة اختيارهم سواء أكانوا سيستمرون في المشروع الاستثماري أو لا يستمرون، عندئذ يكون التحوط الامثل نتيجة المفاضلة بين مستوى المعلومات حول الأرباح وتكليف التحوط.

## المبحث الثالث الاطار العلمي

اولاً: **تحليل عقود المشتقات المالية حسب طبيعة الاستخدام**  
تعمل المشتقات المالية على الحد من المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسات المالية من خلال عمليات التحوط ولكن هذه الأدوات شهدت تعاملات كبيرة لها بهدف المتاجرة في الأسواق من أجل تحقيق الأرباح، وفيما يلي سيتم تحليل هذين النوعين للمصرفيين عينة البحث:

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشآة

### أ. تحليل عقود المتاجرة

يوضح الجدول (1) ان عقود المشتقات المتاجر بها للمصارف عينة البحث اخذت اتجاهها تصاعديا خلال مدة البحث وهو ما يعكس مدى رغبة هذه المصارف في تحقيق الارباح من خلال هذه العقود، كما اظهرت بيانات الجدول ان مصرف (U.S BANK) كان اقل تداولا من مصرف (State Street BANK) حيث سجل هذا المصرف متوسطا عاما في هذه العقود بلغت قيمته (72953) مليون دولار خلال المدة، واظهرت النتائج ايضا ان هذا المصرف استطاع ان يحقق اعلى قيمة تداول في هذه العقود في عام (2016) حيث بلغت (235685) مليون دولار نتيجة الاتساع الكبير في انشطة المصرف مما ساعد على زيادة تداول هذا النوع من العقود، كما نلاحظ ايضا ومن خلال الجدول ان ادنى قيمة تداول لهذه العقود حققها هذا المصرف بلغت (20025) مليون دولار وتحديدا في العام الاول من عمر البحث. كما وتظهر نتائج التحليل ان معدلات تداول هذه العقود اخذت بالارتفاع منذ السنوات الاولى وبمعدلات متغيرة لتشهد انخفاضا ملحوظا في عام (2010) اذ انخفضت قيم هذه العقود الى (44300) مليون دولار عاما كانت عليه في العام السابق والتي سجلت قيمة (55509) مليون دولار وهذا هو الانخفاض الوحيد ل التداولات هذه العقود خلال مدة البحث وسبب هذا الانخفاض هو محاولة المصرف من زيادة استخدام عقود التحوط في ادارة المخاطر ، لتعود تداولات هذه العقود الى الارتفاع مجددا حتى العام الاخير من عمر البحث. بينما بلغ المتوسط العام لهذه العقود في مصرف (State Street BANK) حوالي (915202) مليون دولار ، وان اعلى قيمة تداول في هذه العقود تحققت كانت عام (2016) حيث بلغت (1456350) مليون دولار كما حقق المصرف ادنى قيمة تداول له في هذه العقود في عام (2004) حيث بلغت (375860) مليون دولار وان هذا الانخفاض هو نتيجة لضعف الانشطة الاستثمارية بهذه الاحداث في تلك المدة. وقد بينت نتائج التحليل ايضا ان عقود المتاجرة للمصرف شهدت ارتفاعا ملحوظا خلال السنوات الاولى لتشهد انخفاضا بسيطا في عام (2009) بسبب الازمة المالية العالمية لتعود بعدها بالارتفاع لتسجل اعلى قيمة لها في عام (2016) لزيادة الاستثمار بعقود المتاجرة لرغبة المصرف من المضاربة في هذه العقود.

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

جدول (1)  
عقود المشتقات المالية على وفق نوع طبيعة الاستخدام للمصرفين عينة الدراسة  
(المبالغ بملايين الدولارات)

المجموع	%	State Street BANK		مصرف U.S BANK		السنوات	ـ	
		عقود التحوط Hedging Contracts	%	عقود المتاجرة Trading Contracts	%			
380567	1.3	4707	98.7	375860	54558	63.3	20025	2004 1
442005	1.3	5724	98.7	436281	57075	53	30225	2005 2
521872	0.6	2902	99.4	518970	62871	52.3	32857	47.7 30014 2006 3
800067	0.5	3640	99.5	796427	98352	58.4	57457	41.6 40895 2007 4
800867	0.4	3019	99.6	797848	112585	49.7	55919	50.3 56666 2008 5
644389	0.4	2577	99.6	641812	93975	40.9	38466	59.1 55509 2009 6
793438	0.3	1886	99.7	791552	85090	48	40790	52 44300 2010 7
1411538	0.5	6485	99.5	1405053	109144	50.3	54845	49.7 54299 2011 8
959335	0.7	6630	99.3	952705	128495	48.3	62042	51.7 66453 2012 9
1164899	0.7	8004	99.3	1156895	109615	39.1	42849	60.9 66766 2013 10
1273370	0.7	8782	99.3	1264588	140165	29.5	41392	70.5 98773 2014 11
1317198	1.1	13913	98.9	1303285	202416	24.9	50260	75.1 152156 2015 12
1475083	1.3	18733	98.7	1456350	282290	16.5	46605	83.5 235685 2016 13
11984628	0.8	87002	99.2	11897626	1536631	38.3	588240	61.7 948391 المجموع 2017 14
921894	0.8	6692	99.2	915202	118202	38.3	45249	61.7 72953 المعدل 2018 15

### بـ. تحليل عقود التحوط

توضح بيانات الجدول (1) ان كل من مصرف (State Street BANK) ومصرف (U.S BANK) حققا اتجاهها تصاعديا في تعاملات عقود التحوط خلال مدة البحث، فضلا عن ذلك ان مصرف (BANK) سجل معدلات تداول عالية في تعاملات هذه العقود تفوق المعدلات التي يستخدمها مصرف (State Street BANK)، اذ بلغ متوسطة العام في هذه العقود حوالي (45249) مليون دولار، وان اعلى قيمة تداول حققها في تعاملات هذه العقود كانت في عام (2012) اذ بلغت (62042) مليون دولار بسبب اتساع حجم ونشاط المصرف وقد استخدم هذه العقود لإدارة المخاطر التي قد يتعرض لها بسبب هذه التطورات، كما نلاحظ ايضا من خلال بيانات الجدول ان هذه العقود اخذت بالتراجع في عام

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشآة

ليسجل هذا العام ادنى قيمة تداول لهذه العقود اذ بلغت (30225) مليون دولار. كما وتشير النتائج ايضا الى ان عقود التحوط في هذا المصرف بدأت بالتراجع ايضا بعد حدوث الازمة المالية بسبب الاثار السلبية التي افرزتها هذه الازمة لتعود الى الارتفاع مجددا بعد عام (2010) وبمستويات مقاربة حتى نهاية عمر البحث. بينما بلغ المتوسط لعقود التحوط في مصرف (State Street BANK) ما قيمته (6692) مليون دولار خلال مدة البحث، وان اعلى قيمة تداول في هذه العقود كانت في عام (2016) وبلغت (18733) مليون دولار ويعود سبب ذلك الى تنامي عمليات المصرف وبشكل كبير الامر الذي ادى الى زيادة استخدام هذه العقود من اجل ادارة المخاطر. وتبيّن نتائج التحليل ايضا ان حركة تداول هذه العقود كان متذبذبا خلال مدة الدراسة وان هذه المعدلات اخذت بالارتفاع والانخفاض لتسجل ادنى قيمة تداول لها في عام (2010) حيث بلغت (1886) مليون دولار، وهذا الانخفاض هو بسبب تعافي المصرف من الاثار السلبية للازمة المالية مما دعاه الى زيادة الاستثمار في عقود المتابعة لتحقيق الارباح عوضا عن عقود التحوط.

إشارة الى ما سبق نلاحظ ان كلا المصرفين كانا يستخدمان عقود المتابعة بنسب اكبر من عقود التحوط بهدف تحقيق الارباح ولكن نسب استخدام هذه العقود كان مختلفا بين المصرفين اذ نلاحظ ان مصرف (State Street BANK) كان اكثر تداولا لهذه العقود مقارنة مع عقود التحوط اذ بلغت النسبة العامة لاستخدامه عقود المتابعة (٦٩٩.٢٪) من مجموع عقود المشتقات، وهو ما يعني ان هذا المصرف اكثر عرضة للمخاطر، بالمقابل نلاحظ ان مصرف (U.S BANK) كان اقل تداولا لعقود المتابعة مقارنة مع مصرف (State Street BANK) ولكن ايضا بنسبة اكبر من عقود التحوط، اذ بلغت نسبة عقود المتابعة (٦١.٧٪) من مجموع عقود المشتقات وهذا يعني ان المصرف يتبع سياسة متوازنة نوعا ما في استخدام كل من عقود المتابعة والتحوط وهو بذلك اقل تعرضا للمخاطر المالية. وتبيّن هذه النتائج قبول الفرضية الرئيسية الاولى للبحث والتي تنص على "انخفاض نسب استخدام المشتقات لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط مقارنة بتلك المستخدمة لأغراض المتابعة".

### ثانياً: تحليل القيمة السوقية للمصرفين عينة الدراسة

يوضح الجدول (2) أن حركة واتجاه القيمة السوقية العام للمصرفين عينة الدراسة كان تصاعديا خلال مدة الدراسة وان كلا المصرفين تعرضوا الى انخفاض القيمة السوقية في عام (2009,2008) بسبب الازمة المالية العالمية وتأثيراتها التي اصابت معظم المؤسسات المالية، حيث تشير هذه البيانات الى ان مصرف (U.S BANK) كان هو الاقل قيمة مقارنة مع مصرف (State Street BANK) خلال مدة الدراسة،

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

اذ سجل متوسطا عاما فيها بلغ (6122) مليون دولار، وان اعلى قيمة سوقية حصل عليها المصرف بلغت (8733) مليون دولار وتحديدا في عام (2016) والسبب في ذلك هو زيادة سعر السهم الواحد لهذا المصرف اذ نلاحظ انه على الرغم من انخفاض عدد الاسهم المملوكة من قبل المصرف عن السنة التي سبقتها الا ان هذا العام سجل اعلى قيمة سوقية نتيجة زيادة سعر السهم الواحد لهذا المصرف، كما تشير النتائج ايضا ان القيمة السوقية لهذا المصرف اخذت بالزيادة حتى عام (2007) لتبدأ بالانخفاض تدريجيا بسبب ظهور بوادر الازمة المالية لتسجل ادنى قيمة لها في عام (2009) اذ بلغت (4299) مليون دولار نتيجة انخفاض سعر السهم الى ادنى مستوى له خلال مدة البحث. بينما بلغ المتوسط العام للقيمة السوقية لمصرف (State Street BANK) حوالي (26555) مليون دولار خلال مدة البحث، في حين سجل هذا المصرف اعلى قيمة سوقية له في عام (2014) اذ بلغت قيمتها (39564) مليون دولار نتيجة زيادة عدد الاسهم المملوكة وسعر السهم في نفس الوقت، كما ان ادنى قيمة سوقية حصل عليها هذا المصرف كانت في عام (2004) حيث بلغت (16553) مليون دولار. وعند متابعة حركة القيمة السوقية لهذا المصرف نجد انها نمت وبشكل ملحوظ في السنوات الاربع الاولى من عمر الدراسة لكنها انخفضت في عام (2008) لتسجل ما قيمته (16991) مليون دولار، بسبب انخفاض قيمة السهم الواحد الى ادنى مستوى لها خلال مدة الدراسة على الرغم من زيادة عدد الاسهم المملوكة. من خلال نتائج تحليل القيمة السوقية للمصارف عينة الدراسة يتضح لنا ان هذه المصارف عملت وبشكل جيد على ادارة انشطتها وخاصة تلك الأنشطة المتعلقة بالعقود المالية المشتقة الامر الذي انعكس ايجابا على قيمتها السوقية.

**جدول (2)**  
**القيمة السوقية لمصرفين عينة الدراسة (المبالغ بملايين الدولارات)**

مصرف State Street BANK			مصرف U.S BANK			السنوات	ت
القيمة السوقية	سعر الاغلاق للسهم الواحد	عدد الاسهم العادي (ملايين)	القيمة السوقية	سعر الاغلاق للسهم الواحد	عدد الاسهم العادي (ملايين)		
16553	49.12	337	5826	31.32	186	2004	1
18683	55.44	337	5440	29.89	182	2005	2
22727	67.44	337	6261	36.19	173	2006	3
32318	81.20	398	5491	31.74	173	2007	4
16991	39.33	432	4402	25.01	176	2008	5
21552	43.54	495	4299	22.51	191	2009	6
23263	46.34	502	5178	26.97	192	2010	7
20316	40.31	504	5167	27.05	191	2011	8

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشآة

23646	47.01	503	5973	31.94	187	2012	9
36989	73.39	504	7393	40.40	183	2013	10
39564	78.50	504	7956	44.95	177	2014	11
33445	66.36	504	7467	42.67	175	2015	12
39171	77.72	504	8733	51.37	170	2016	13
345218	766	5861	79586	442	2356	المجموع	
26555	59	451	6122	34	181	المعدل	

### ثالثاً: التحليل الاحصائي لعلاقات الارتباط والتأثير لمتغيرات المشتقات المالية والقيمة السوقية

تم استخدام معامل الارتباط البسيط (بيرسون) لاختبار مدى امكانية وجود علاقة ارتباط بين متغيرات البحث ويمتوى معنوية (0.05)، وتوضح نتائج التحليل الاحصائي لعلاقات الارتباط بين عقود المشتقات المتاجر بها لمصرفي (State Street BANK) و(U.S BANK) والقيمة السوقية للمصرفين وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة وقوية، اذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.747) و(0.692) على التوالي وبدرجة معنوية (0.003) و(0.009) على التوالي وهو يمثل مستوى جيد لأغراض البحث الاحصائي وكما موضح في الجدول (٣). اما فيما يخص علاقة ارتباط عقود التحوط بالقيمة السوقية فتوضح النتائج وجود علاقة ارتباط ولكنها ضعيفة وغير معنوية بين عقود التحوط لمصرف (U.S BANK) والقيمة السوقية للمصرف وبدرجة بلغت (0.055)، في حين كانت علاقة ارتباط عقود التحوط لمصرف (State Street BANK) والقيمة السوقية لها معنوية موجبة وقوية وبدرجة بلغت (0.683).

ولغرض قياس تأثير استخدام المشتقات المالية في القيمة السوقية للمصرفين عينة البحث خلال مدة البحث تم استخدام انموذج الانحدار الخطى البسيط (Simple linear regression)، اذ توضح نتائج البحث وجود تأثير معنوى لاستخدام عقود المتاجرة في القيمة السوقية لمصرفي (State) و (U.S BANK) على وفق قيم معامل التحديد المرتفعة والتي بلغت (0.558) و(0.479) على التوالي وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرئيسية الثانية للبحث والتي تنص على "يؤدي استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض المتاجرة الى زيادة قيمة المنشآة". اما بالنسبة لتأثير عقود التحوط في القيمة السوقية للمصرفين، فتوضح النتائج عدم وجود تأثير بين المتغيرين في مصرف (U.S BANK) اذ كانت قيمة

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

معامل التحديد ضعيفة وغير معنوية وبقيمة بلغت (0.003)، في حين كان هناك تأثير معنوي لاستخدام عقود التحوط في القيمة السوقية لمصرف (State Street BANK) على وفق معامل التحديد وبقيمة مرتفعة بلغت (0.446). وتبين هذه النتائج عدم قبول الفرضية الرئيسية الثالثة اي ان استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض التحوط لا يؤدي الى زيادة قيمة المنشأة دائمًا، لذلك لا نستطيع الجزم بوجود تأثير لاستخدام عقود المشتقات لأغراض التحوط في القيمة السوقية بناء على النتائج الحالية التي اظهرت وجود تأثير لاستخدام عقود التحوط في مصرف (State Street BANK) وعدم وجود تأثير في مصرف (U.S BANK). وتبقي نتائج البحث الجدل قائما فيما يخص تأثير استخدام المشتقات المالية لأغراض التحوط في القيمة السوقية وذلك يتطلب اجراء المزيد من البحوث العلمية الواسع والاكثر دقة في المستقبل.

### جدول (٣)

علاقة الارتباط والتأثير ودرجة المعنوية بين المشتقات المالية والقيمة السوقية

State Street BANK			U.S BANK			قيمة السوقية	
القيمة السوقية		القيمة السوقية		القيمة السوقية			
sig	R <sup>2</sup>	R	sig	R <sup>2</sup>	R		
0.009	0.479	0.692	0.003	0.558	0.747	عقود المتاجرة	
0.010	0.466	0.683	0.858	0.003	0.055	عقود التحوط	

### المبحث الرابع

#### الاستنتاجات والتوصيات

##### اولا: الاستنتاجات

- ابعد المؤسسات المالية في الواقع العملي عن الغرض الرئيس لاستخدام عقود المشتقات المالية وهو ادارة المخاطرة والتحوط واستخدامها وبنسبة كبيرة لأغراض المتاجرة لما توفره استخدام العقود لأغراض المتاجرة من فرص لتحقيق الارباح.
- استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط لا يؤدي الى زيادة قيمة المنشأة دائمًا.

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

٣. يؤثر استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض المتاجرة في قيمة المنشأة وكما اظهرت نتائج الدراسة وقد يعود السبب في ذلك الى تحقيق هذه العقود عوائد كبيرة بالمقارنة مع المخاطرة التي تتعرض لها مما انعكس ايجابا على القيمة السوقية للمنشأة.

### ثانياً: التوصيات

١. تركيز المؤسسات المالية على استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط كونه الغرض الاساس لاستخدام المشتقات المالية على ان يتم وضع سياسات التحوط بما يسهم في تعظيم قيمة المنشأة.
٢. استخدام عقود المشتقات بالشكل الامثل وعدم الافراط في حجم تعاملات هذه العقود في عمليات المتاجرة من قبل المتعاملين بها لأن ذلك يؤدي الى تحملهم مخاطرة كبيرة.
٣. الأخذ بنتائج البحث الحالي والتي اظهرت وجود تأثير لاستخدام المشتقات لأغراض المتاجرة في قيمة المنشأة وترك المجال امام الباحثين لا جراء المزيد من البحوث لاختبار تأثير استخدام المشتقات في قيمة المنشأة وفترات متفاوتة واخذ عينات اخرى.

### المصادر

١. الزهيري، غصنفر عباس، تحليل عائد ومخاطر أدوات الهندسة المالية وتأثيرها في قيمة المنشأة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، ٢٠١٧.
٢. الفريجي، حيدر نعمة، استخدام أدوات الهندسة المالية في ادارة فجوة الميزانية العمومية لعنيفة من المصادر العراقية - دراسة تطبيقية اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، ٢٠٠١.
٣. هندي، منير ابراهيم، أساسيات عقود المشتقات، دار المعرفة للطباعة، مصر، ٢٠١٥.
٤. هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في ادارة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، ٢٠١٤.

## تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة

5. Alam , Atia and Afza, Talat, "Impact of Derivative Usage on Firm's Risk and Value: A Comparative Analysis of Pakistan and Malaysia", ARGUMENTA OECONOMICA, Volume 38, No1, 2017.
6. Aythurk, Yusif and Gurbuz , Ali and Yanik, Serhat, "Corporate Derivatives Use and Firm Value: Evidence from Turkey", Borsa Istanbul Review Volume 16, No 1, 2016.
7. Deng, Rui and Ye,Qiutong and Zhang Wenrui and Chen Si, "The Impact of the Use of Financial Derivatives on Chinese Listed Banks" , Europen Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol.6, No.8, 2018.
8. Hull, John. C, "Options, Futures, and other Derivatives", 9<sup>th</sup>. Ed Pearson Education, USA, 2015.
9. Júnior, J and Laham, J,"The Impact of Hedging on Firm Value: Evidence from Brazil" Journal of International Finance and Economics, Volume 8, No1, 2008.
10. Kim, Hong, "Financial Derivatives Use and Firm Value in East Asian Non-Financial Firms", A Thesis Submitted to Middlesex University in Partial fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, London, 2017.
11. Madura, Jeff, "International Financial Management" 13<sup>th</sup> Ed, Cengage Learning, USA,2018.
12. Wen,Yantao and Kang, Yuanfei and Qin , Yafeng and Kennedy, Jeffrey, "Use of Derivative and Firm Performance: Evidence from the Chinese Shenzhen Stock Exchange" , Journal of Risk and Financial Management, Volume 14, No 2, 2021.

# تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة The Effect of Using Financial Derivatives on the Firm Value

م.د. غضنفر عباس حسين  
جامعة التقنية الوسطى / معهد تقني بعقوبة  
م.د. أحمد جواد الدهلكي  
وزارة المالية / مركز التدريب المالي والمحاسبي

رقم التصنيف الدولي ISSN 2709-2852

٢٠٢١/٨/٢٥ تاريخ قبول النشر:

٢٠٢١/٧/٢٤ تاريخ استلام البحث:

## المستخلص

يهدف البحث الى قياس تأثير استخدام المشتقات المالية في قيمة المنشأة و التعرف على نسب استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط من جهة والمتاجرة من جهة اخرى في الواقع العملي ومدى توافقها مع الغرض الرئيس لهذه العقود وهو ادارة المخاطرة والتحوط. ولغرض تحقيق هدف البحث تم اختيار السوق المالية الامريكية كمجتمع للبحث كونها تمثل افضل مجال للبحث في المشتقات المالية لكبر تعاملات هذه الاسواق بعقود المشتقات المالية، وتم اختيار مصرفي (U.S BANK) و (State Street BANK) لتتوفر البيانات اللازمة لتطبيق البحث الحالي في هاتين المصرفيين فضلا عن ان المصرفيين تعدان من المصارف النشطة في تعاملات المشتقات المالية لمدة من سنة (٢٠٠٤) الى سنة (٢٠١٦). واظهرت نتائج الدراسة ابعاد المؤسسات المالية في الواقع العملي عن الغرض الرئيس لاستخدام عقود المشتقات المالية وهو التحوط واستخدامها هذه العقود لأغراض المتاجرة وبنسبة كبيرة فضلا عن ذلك فان استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض ادارة المخاطرة والتحوط لا يؤدي الى زيادة قيمة المنشأة دائمًا في حين تؤثر استخدام عقود المشتقات المالية لأغراض المتاجرة في قيمة المنشأة.

**الكلمات المفتاحية:** المشتقات المالية، عقود التحوط،

عقود المتاجرة، قيمة المنشأة



مجلة العلوم المالية والمحاسبية  
العدد الثالث / ايلول ٢٠٢١  
الصفحات ١٨١ - ٢٠٠