

تحليل أثر المشتقات المالية على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال في ظل معايير التقارير المالية الدولية

محمد أحمد محمود أحمد ندا

المخلص:

أستهدفت هذا البحث تحليل أثر التحوط بالمشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر على القيمة السوقية للبنوك المدرجة بالبورصة المصرية وتحقيقاً لأهداف البحث واختبار فروضة قام الباحث بتحليل القوائم المالية للبنوك التجارية المدرجة بالبورصة المصرية وعددهم (٨) بنوك بعد استبعاد البنوك الإسلامية وذلك لاختلاف طبيعة نشاطها عن البنوك التجارية خلال الفترة من ٢٠١٥ الى ٢٠١٦ وذلك من خلال استخدام التحليل الوصفي المتمثل بالوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف متغيرات البحث ، بالإضافة إلى استخدام التحليل الاستدلالي لاختبار فروض البحث من خلال استخدام أسلوب الانحدار المتعدد

وتوصل الباحث إلى وجود تأثير معنوي بين استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر على القيمة السوقية للبنوك التجارية بالإضافة الى أن الوسط الحسابي للقيمة السوقية للبنوك التي تتحوط بالمشتقات المالية أعلى من غير المستخدمين للمشتقات المالية خلال فترة البحث .

Abstract:

The aim of this study is to analyze the impact of hedge accounting using financial derivatives as a tool to manage risk on the market value of commercial banks listed on the Egyptian Stock Exchange, and in order of doing so and to test the research hypothesis the researcher analyzed the financial statements of 8 commercial bank listed on the Egyptian stock exchange after excluding Islamic bank due to the heterogeneity between Islamic and commercial banks activities, during the period 2015 and 2016, using both descriptive statistics methods mean, standard deviation, and inferential statistics methods including multiple

regression method

The results show that hedge accounting using financial derivatives has a significant impact on the market value of commercial banks market value also the mean of the market value of the banks that use hedge accounting using financial derivatives is found to be greater than the mean of the market value of the banks that don't use hedge accounting using financial derivatives during the research period.

أولاً: طبيعة ومشكلة البحث:

أن المنشآت في مصر تعمل في ظل بيئة اقتصادية تتسم بعدم الاستقرار وتتصف بعدم الكفاءة والثبات، ويترتب على ذلك التعرض للعديد من المخاطر، من أهمها مخاطر التغير في أسعار الفائدة، مخاطر التغير في أسعار العملات الأجنبية، مخاطر السيولة، مخاطر الائتمان، ومخاطر السوق ويؤدي التعرض لهذه المخاطر إلى التقلبات في التدفقات النقدية والأرباح.

ومع زيادة حدة المنافسة وارتفاع درجة المخاطر فإنه لا يمكن للمنشآت المالية القائمة حالياً الاستمرار إلا مع توافر إدارة المخاطر المصرفية ذات هيكل متكامل يحتوي على مجموعة فعالة من الاستراتيجيات والسياسات للتحوط من المخاطر المصرفية، ومن ثم أصبحت عملية التحوط من المخاطر المصرفية عن طريق أنشطة التحوط بالمشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر هي السبيل لمواجهة المخاطر المرتفعة وفي ضوء تطور الاقتصاد العالمي وبصفة خاصة في مصر والتوجه نحو تطوير الأداء المصرفي واستحداث منتجات مصرفية جديدة تماثل المنتجات المصرفية العالمي

ومما سبق تتمثل جوانب المشكلة البحثية في استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر وأنعكاسها على القيمة السوقية للمنشأة حيث توصل العديد من الباحثون من خلال الدراسات التطبيقية والنظرية أن إدارة المخاطر بالمشتقات المالية تؤدي إلى العديد من المخاطر التي تتمثل في تقلبات التدفقات النقدية وتقلبات الأرباح والتي تظهر تعرض العديد من المنشآت إلى وجود مخاطر عديدة بما يؤثر في انخفاض القيمة

السوقية لتلك المنشآت لذلك لا تعد المشتقات المالية أداة فعالة في إدارة المخاطر بل تؤدي إلى نتائج عكسية (1)

في حين يرى البعض الآخر أن المشتقات المالية تعد أداة فعالة في إدارة المخاطر وتؤدي إلى نتائج عظيمة تتمثل في ارتفاع القيمة السوقية وانخفاض المخاطر التي تعرض لها المنشآت ولكن شروط الاعتراف والقياس والافصاح بها من قبل معايير المحاسبية الدولية (IAS) قد تؤدي إلى اظهار مخاطر عديدة تتعرض لها المنشآت من استخدام استراتيجيات التحوط المختلفة وهي مخاطر غير حقيقية ناتجة عن المعالجة المحاسبية لطرق الاعتراف بالمكاسب والخسائر عن المشتقات المالية (2).

ومن هنا - تتبلور مشكلة هذا البحث - من وجهة نظر الباحث - في الإجابة عن التساؤلات التالي:

1. هل تقوم المنشأة باستخدام أنشطة التحوط للحد من مخاطر المنشأة أم لأغراض المضاربة؟
2. هل تؤثر أنشطة التحوط على الحد من المخاطر التي تواجهها المنشأة؟
3. هل تؤثر أنشطة التحوط كأداة لإدارة المخاطر على القيمة السوقية للمنشأة؟

ثانياً: الهدف من البحث:

يتمثل الهدف الأساسي من هذا البحث في بيان تحليل أثر المحاسبة عن أنشطة التحوط بالمشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر على القيمة السوقية للمنشأة وفقاً لمتطلبات معايير التقارير المالية (IFRS) وذلك من خلال تحليل الاطار المفاهيمي للمشتقات المالية وعلاقتها بإدارة المخاطر وإجراء دراسة تطبيقية على عينة من البنوك المدرجة بالبورصة .

ثالثاً: أهمية البحث:

يمكن إبراز أهمية الدراسة إلى أهمية علمية وأهمية عملية كما يلي:

(1) الأهمية العلمية:

تكمن الأهمية العلمية للبحث فيما يلي:

- أ. حداثة موضوع المحاسبة عن التحوط وفقاً لمعايير التقارير الدولية (IFRS) حيث يعتبر من الموضوعات التي تأتي على قائمة أولويات البحث العلمي.

ب. ندرة الدراسات في إطار تأثيرات أنشطة التحوط بالمشتقات المالية على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال في ظل متطلبات معايير التقارير المالية الدولية (IFRS) الأمر الذي يحظى بأهمية كبيرة على الساحة العالمية.

ت. معرفة أثر استراتيجيات التحوط على القيمة السوقية في أسواق الدول النامية ومن خلال بيئة جديدة وهي البيئة المصرية.

(٢) الأهمية العملية:

تكمن الأهمية العملية للبحث فيما يلي:

أ. يستمد البحث أهميته من مساهمة المحاسبة عن التحوط وفقاً لمعايير التقارير المالية الدولية (IFRS) في تقديم المزيد من الإفصاح والقياس المحاسبي الكافي لاحتياجات مستخدمين القوائم المالية؟

ب. يستمد البحث أهميته من مساهمة المحاسبة عن التحوط وفقاً لمعايير التقارير المالية الدولية (IFRS) لقرارات الجهات الإدارية بالقطاع المصرفي للبيئة المصرية من اتخاذ القرارات التي ترها مفيدة بشأن تطبيق سياسات التحوط.

ت. التأكيد على أهمية أنشطة التحوط باستخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر وتحليل أثرها على القيمة السوقية، وذلك في ظل التغيرات التي تحدث في المعايير المحاسبية.

رابعاً: فرض البحث:

في ضوء طبيعة مشكلة البحث، والمستهدف من دراستها يتم اختبار عينة من البنوك التجارية المدرجة في البورصة المصرية وذلك لأختبار فروض البحث الذي حددها الباحث في الفرض التالي " لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للتحوط باستخدام المشتقات المالية على القيمة السوقية للبنوك التجارية في ظل متطلبات معايير التقارير المالية الدولية (IFRS).

خامساً: منهج البحث:

اعتمد الباحث على المنهج المعاصر القائم على المزج بين المنهجين المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي:

(١) حيث يعتبر المنهج الاستقرائي هو منهج الصعود من الجزئيات إلى العموميات وذلك باتباع الخطوات الرئيسية لهذا المنهج والمتمثلة في:

أ. ملاحظة الظاهرة موضوع الدراسة والتمثلة في دور التحوط بالمشتقات المالية في الحد من إدارة المخاطر وانعكاسها على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال وذلك بالاطلاع على الدراسات العلمية ذات الصلة بموضوع البحث محل الدراسة.

ب. تكوين الإطار النظري للبحث ثم وضع الفروض العلمية والتي تكون حلول مبدئية.

ت. تحديد المنهجية الملائمة للقيام بالدراسة التطبيقية اللازمة وذلك من خلال تحديد نوع، البيانات المطلوبة وتصميم أداة الدراسة التطبيقية حيث يتم الاستعانة في هذا البحث بالبيانات الفعلية من القوائم المالية، وتحديد مجتمع البحث والعينة المناسبة من المجتمع، وطريقة الجمع، ووسائل الحصول على تلك البيانات المطلوبة وبالتالي الوصول لنتائج الدراسة.

ث. اختبار فروض البحث استقرائياً وتحليل البيانات وتفسير النتائج للوصول إلى حقائق التعميمات العلمية.

(٢) أيضاً يعتبر المنهج الاستنباطي هو منهج الهبوط من العموميات إلى الجزئيات، حيث يتم اشتقاق نتائج جزئية من النتائج التي تم التوصل إليها استقرائياً ويقوم هذا المنهج باستنباط حل لمشكلة البحث وذلك من خلال تفسير وتحليل نتائج البيانات للإطار النظري للمشكلة، بعد اختباره عملياً والتأكد من قابليته للتطبيق واستخدم الباحث هذا المنهج بهدف الكشف عن النتائج المنطقية المترتبة على اختبار الفروض الأساسية للبحث، وذلك من خلال الدراسة التطبيقية.

سادساً: خطة البحث:

في إطار مشكلة البحث وأهميتها وتحقيقاً لأهدافه تم تقسيم هذا البحث إلى ما يلي :

أولاً: تحليل وتقييم الدراسات السابقة

ثانياً استراتيجيات إدارة المخاطر المصرفية:

ثالثاً: استراتيجية التحوط بالمشتقات المالية وعلاقتها بإدارة مخاطر منشآت الأعمال.

رابعاً: تحليل نتائج الدراسة التطبيقية وأختبار الفروض .

خامساً: النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية .

أولاً: تحليل وتقييم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث

١. دراسة (allyannis.G . el al , 2011)⁽³⁾:

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر التحوط بالمشتقات المالية على القيمة السوقية للشركة في ظل تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وذلك بهدف التأكد من عدم وجود ممارسات لإدارة الأرباح.

وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ارتباط قوية للتحوط من مخاطر المعاملات بعملات أجنبية وقيمة المنشأة ويظهر ذلك في ظل وجود حوكمة شركات قوية، بينما تقل قوة الارتباط بينهما في ظل ضعف حوكمة الشركات.

٢- دراسة (Bartram el al,2011)⁽⁴⁾ :

استهدفت هذه الدراسة معرفة تأثير استخدام المشتقات المالية على المخاطر الكلية للمنشأة وانعكاسها على القيمة السوقية،
وتوصلت الدراسة إلى أن المنشأة التي تستخدم المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر الكلية تزداد القيمة السوقية لديها حيث أوضح مؤشر القيمة السوقية (Tobns Q) زيادة القيمة السوقية بمعدل ٧% عن تلك التي لا تستخدم المشتقات المالية في التحوط.

٢. دراسة (2015 Kiy)⁽⁵⁾:

استهدفت هذه الدراسة معرفة تأثير اعتماد محاسبة التحوط باستخدام الأدوات المالية المشتقة على كلا من إدارة المخاطر وقيمة المنشأة.

توصلت الدراسة الى أن اعتماد محاسبة التحوط يرتبط سلبا بالقيمة السوقية حيث أظهرت مؤشر القيمة السوقية (Tobin's Q) أن الشركات التي تتحوط لديها قيمة سوقية أقل من الشركات التي لا تتحوط حيث أن متوسط القيمة السوقية للشركات التي تتبنى محاسبة التحوط كان (١.٥) بينما متوسط القيمة السوقية للشركات التي لا تتبنى محاسبة التحوط كان (١.٨).

٣. دراسة (Ayturk et al 2016)⁽⁶⁾:

استهدفت هذه الدراسة معرفة مدى أثر العلاقة بين استخدام المشتقات المالية سواء كانت مشتقات العملة، أسعار الفائدة، أسعار السلع على القيمة السوقية للشركات التركية غير المالية.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين استخدام التحوط

باستخدام عقود أسعار الصرف والقيمة السوقية بأحدى القطاعات الصناعية الفردية وهو قطاع التغذية والمشروبات ، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير بين التحوط بالمشتقات المالية والقيمة السوقية بأختبار جميع القطاعات الصناعية معاً حيث أظهر مؤشر القيمة السوقية Tobin's Q أن القيمة السوقية للشركات التي لا تستخدم المشتقات المالية أكبر من الشركات التي تنطبق المشتقات المالية .

٤. دراسة (Alam & Afzak, 2017)⁽⁷⁾:

استهدفت هذه الدراسة تأثير استخدام المشتقات المالية على مخاطر الشركة وقيمتها من خلال استخدام بيانات عينة من الشركات الباكستانية والماليزية. وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية كبيرة بين استخدام المشتقات وقيمة الشركات الباكستانية ، عدم وجود علاقة تأثير بين استخدام المشتقات المالية والقيمة السوقية للشركات في حالة ماليزيا، ويشير ذلك إلى أن الشركات الماليزية أكثر تحوطاً من الناحية التشغيلية.

٥. دراسة (Akpınar, 2018)⁽⁸⁾:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان استخدام المشتقات في التحوط من المخاطر في الشركات التركية له تأثير على قيمة الشركة. وتوصلت الدراسة الى إن الشركات التي تستخدم المشتقات المالية لإدارة مخاطر أسعار الفائدة معرضة لخطر أكبر وأعلى في جميع الفترات من الشركات التي لا تستخدمها. هذه النتيجة تدعم الافتراض بأن المشتقات تستخدم بكثرة في إدارة المخاطر المالية ، إن الوسط الحسابي للقيمة السوقية للشركات التي تستخدم المشتقات المالية أقل باستمرار من تلك التي لا تستخدمها، تتوافق هذه النتيجة مع وجهة النظر القائلة بأن المشتقات المالية لها نتيجة سلبية على قيمة الشركة.

التعليق على الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية:

(١) التعليق على الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الباحث للدراسات السابقة يتضح ما يلي:
أ. اتفقت معظم الدراسات التي تناولت التحوط بالمشتقات المالية والقيمة السوقية معاً مثل دراسة كلاً من (Allyannis. G. el al,2011) ، (Bartram el) ، (Alam & Afza,2017) ، (al,2011)

على أن استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر يخلق قيمة سوقية للمنشأة كما يحد من المخاطر التي قد تؤدي بالمنشأة إلى التعرض للعسر المالي أو

الإفلاس، واطهرت تلك الدراسات وجود علاقة ارتباط بين استخدام التحوط لإدارة المخاطر وقيمة المنشأة مما يعنى ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة السوقية. **ب. بينما اختلفت مع الدراسات السابقة دراسة كلاً من دراسة (Akpınar, 2018) (Kiy, 2015)، (Ayturk et al,2016):** حيث أظهرت عدم وجود علاقة بين التحوط بالمشتقات المالية والقيمة السوقية، حيث أظهرت تلك الدراسات إلى أن التحوط بالمشتقات المالية غير مُجدي بالنسبة لارتفاع القيمة السوقية للمنشآت ولا يخلق قيمة لها.

٢) تحديد الفجوة البحثية:

أ. تم قياس العلاقة بين محاسبة التحوط والقيمة السوقية في الأسواق التي تتميز بأسواق متطورة دون التركيز على الأسواق النامية وهو ما يجعل هناك فجوة في تلك الاسواق بشكل نسبي. **ب. لم تتطرق معظم الدراسات بشكل عام الى قياس أثر التحوط بالمشتقات المالية على القيمة السوقية بالدول العربية.**

وبناء عليه ما سبق يتضح وبعد تحليل الدراسات السابقة أن هناك ندرة للأبحاث التي قامت بقياس محاسبة التحوط وتأثيرها على القيمة السوقية بالدول النامية وأخص بالذكر البيئة المصرية لذلك يتضح بأن الفجوة البحثية التي لم تتناولها الدراسات السابقة تتمثل في تحليل أثر استخدام المشتقات المالية على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال في ظل معايير التقارير المالية الدولية بالبيئة المصرية وهذا ما يمكن اعتباره فجوة بحثية هامة تتطلب المزيد من الأبحاث.

ثانياً استراتيجيات إدارة المخاطر المصرفية:

وسوف يتناول الباحث عرضاً لاستراتيجيات إدارة المخاطر المصرفية فيما يلي^(٩) :

١) تجنب المخاطر المالية (Avoid financial risks): نجد أن العديد من المنشآت تعمل على تجنب مخاطر معينة ويرجع ذلك لعدم تحمل المزيد من الخسائر المصاحبة لهذه المخاطر على سبيل المثال تجنب استثمارات معينة وتفضيل استثمارات أخرى تكون أقل خطورة.

ويرى الباحث أن هذه الاستراتيجية تعد سلبية حيث تؤدي إلى ضياع الفرص وتحرم المنشأة من تحقيق أرباح محتملة الحدوث

٢) تخفيض المخاطر (Risk reduction): وتعنى إمكانية تنويع المخاطر التي

تتعرض لها الوحدة الاقتصادية وذلك بهدف خفض احتمالات حدوث تلك المخاطر ومن ثم تقليل الخسائر، ومن أمثلة ذلك في المنشآت المالية، قيام المصرف بتنوع القروض وكذلك أسعار الفائدة المرتبطة بكل نوع منها. ويرى الباحث أن هذا الأسلوب يعد غير فعال في إدارة المخاطر في المنشآت المالية لاختلاف طبيعة النشاط بين كل منشأة والأخرى.

٣) **تقسيم المخاطر (Risk division):** وهو يعنى توزيع وتقسيم المخاطر المالية بين الوحدات الاقتصادية نتيجة اعتراف تلك الوحدات جميعاً بخسائر محتملة من حدوث الخطر المشترك فيما بينهما،

ويرى الباحث أن هذه الاستراتيجية في التعامل مع المخاطر المالية تناسب الوحدات الاقتصادية التي تعمل في ظل مجموعة اقتصادية استثمارية وبالتالي لا يناسب المنشآت المالية نظراً لاختلاف طبيعة النشاط.

٤) **تحمل المخاطر (Take risk):** يقصد بهذه الاستراتيجية قبول تحمل المخاطر في حالة عدم القدرة إلى تفادي المخاطر وعندما يكون تأثيرها منخفض ومحدود على المنشأة بمعنى قبول المنشأة لتحمل المخاطر البسيطة وما تسفر عنه خسائر محتملة، ويتم مواجهة تلك الخسائر من خلال تكوين احتياطات لمواجهة هذه الخسائر المحتملة وتعد هذه الطريقة بمثابة تأمين ذاتي ضد المخاطر.

٥) **نقل المخاطر (Risk transfer):** وهو يعنى إمكانية تحويل الخطر وعبء تحمله إلى طرف آخر (شركات التامين) قادر على تحمله وذلك من خلال علاقة تعاقدية مقابل ثمن معين.

ويرى الباحث أن هذه الاستراتيجية في إدارة المخاطر تؤدي إلى ارتفاع تكلفة إدارة المخاطر الناتجة عن ممارسة أنشطة التشغيل المختلفة للوحدة الاقتصادية.

٦) **التحوط من المخاطر (Risk hedging):** يقصد بالتحوط هو استخدام أساليب تؤدي إلى تحقيق عائد إيجابي يحتوي على تضحية بفرص بديلة من الربحية لتغطية مقدار العائد السلبي المحقق نتيجة حدوث المخاطر المالية، وبالتالي يمكن التأثير على العائد المتوقع ودرجة المخاطرة بشكل إيجابي دون تحمل تكلفه مباشرة لإدارة المخاطر المالية.

ويرى الباحث أن هذه الاستراتيجية من الأساليب الحديثة في التعامل مع المخاطر المالية والتي تنتهجها المنشآت المالية ذو الكفاءة والفاعلية في إدارة الأنشطة المصرفية الدولية وتعد استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية في

الأنشطة المصرفية من الطرق الفعالة.

ثالثاً: استراتيجية التحوط بالمشتقات المالية وعلاقتها بإدارة مخاطر منشآت الأعمال.

ومن خلال استقراء العديد من الدراسات وآراء الباحثين يبرز الباحث استراتيجية التحوط بالمشتقات المالية وعلاقتها بإدارة المخاطر من خلال ما يلي:

(١) ماهية المشتقات المالية (Financial derivatives).

وتناولت العديد من الدراسات والجهات المعنية مفاهيم المشتقات المالية وسوف يستعرض الباحث بعضها وأكثرها أهمية من وجهة نظر الباحث فيما يلي:

يرى (حماد، ٢٠١١)^(١٠) المشتقات المالية بأنها " أدوات مالية مستقبلية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد مالي أو مؤشر ما، وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي، أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار.

فحين يرى (الجبري، ٢٠١٣)^(١١) أن المشتقات المالية هي عقود مالية تتعلق بالمستقبل وتشتق قيمتها من قيمة الأوراق المالية، ويترتب على هذه العقود نقل المخاطر من طرف إلى طرف آخر يرغب في تحملها، وتستخدم في التحوط من المخاطر أو المضاربة لتحقيق أرباح.

كما عرفت لجنة المعايير المحاسبية الدولية (IASB) ^(١٢) من خلال معيار التقرير المالي الدولي (IFRS,9) المشتق بأنه أداة مالية تتغير قيمتها استجابة للتغير في سعر فائدة محددة، أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة، أو سعر صرف إحدى العملات، أو إحدى الأسعار، أو أي متغير مماثل، كما أنها لا تتطلب صافي استثمار مبدئي أو تتطلب صافي استثمار مبدئي ضئيل إذا ما قورنت بالعقود الأخرى التي لها نفس الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق، كما أنها تسوى أو تسدد في تاريخ مستقبلي

ومن خلال المفاهيم السابقة يرى الباحث أن المشتقات المالية هي عقود تشتق من أصلاً أو التزاماً وفقاً لاتفاق بين طرفين حتى تنفيذ العقد لإدارة المخاطر المالية (التحوط)

(٢) أهداف المشتقات المالية .

يمكن أن يستخلص أهداف التحوط كما يلي^(١٣):

- أ. **هدف التحوط (Hedge Purpose):** حيث يمكن للمؤسسة المالية أو البنكية استخدام المشتقات في إدارة المخاطر من خلال التحكم في درجة المخاطر التي ترغب تلك المؤسسات بالنسبة لاستثماراتها وبالتالي تحقيق معدلات مرتفعة من الأرباح، عن طريق تقليل الخسائر المرتبطة بتحقيق المخاطر المغطاة بواسطة عمليات التحوط بالمشتقات المالية
- ب. **هدف المضاربة (Speculation Purpose):** بهدف إمكانية توليد، أو تحقيق دخول من خلال التعامل في تلك المشتقات أو من خلال التداول في الأسواق.

٣ المتعاملون في المشتقات المالية:

يتم تصنيف مستخدمين المشتقات المالية إلى مجموعتين كما يلي^(١٤):

المجموعة الأولى: المستخدمون النهائيون (End users):

تسعى هذه الفئة إلى تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها عقود المشتقات المالية وينقسمون إلى ما يلي:

- أ. **المؤسسات التي ترغب في التحوط من المخاطر:** وهي التي تقوم بأبرام عقود المشتقات من أجل التحوط من المخاطر المحتملة وتتضمن (البنوك، شركات التأمين، شركات الاستثمار، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات).
 - ب. **المؤسسات التي ترغب في المضاربة:** وهي المؤسسات التي تقبل تحمل المخاطر المحسوبة بغرض تحقيق أرباح مقابل ذلك.
- #### المجموعة الثانية مقتنص الفرص (Arbitrager):

وهما عبارة عن السماسرة والوسطاء الذين يتواجدون في الأسواق المنتظمة وغير منتظمة حيث يلعبوا دور الوسيط بين مشتري العقد وبائع العقد مقابل عموله.

٤ أدوات المشتقات المالية وعلاقتها بالتحوط من المخاطر.

يمكن تقسيم أدوات المشتقات المالية وعلاقتها بإدارة المخاطر كما يلي:

١. العقود الآجلة (Forward Contracts):

تعرف العقود الآجلة بأنها عقود يتم بموجبها بيع أو شراء أصول في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد إلى المشتري في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه في تاريخ إبرام العقد ويسمى سعر التنفيذ^(١٥).

ويوضح الجدول التالي تصنيفات أنواع العقود الآجلة وعلاقتها بالتحوط من

جدول رقم (١) تصنيفات العقود الآجلة وعلاقتها بإدارة المخاطر

م	تصنيفات العقود الآجلة	تعريفها	التحوط من خلال العقود الآجلة (Hedging Through Forwards)
١	العقود الآجلة لأسعار الفائدة:	وهي اتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل، ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.	تستخدم العقود الآجلة للتحوط من تقلب الأسعار السوقية للسلع، أو السندات أو القرض، أو حتى أسعار الفائدة، حيث أن المؤسسة التي تريد الحصول على قرض معين مثلاً، تدخل في شراء عقد أجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وبذلك تضمن حماية نفسها من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة.
٢	العقود الآجلة لأسعار الصرف:	وهو اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية في تاريخ أجل وبسعر صرف يتم الاتفاق عليه عند تحرير العقد، ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ.	كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية

٢. عقود المبادلات (Swaps Contracts):

تعرف عقود المبادلات بأنها اتفاق تعاقدية يتم بواسطة وسيط بين الطرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعاً كل منها لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منها تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول^(١٧).

ويوضح الجدول التالي تصنيفات عقود المبادلات وعلاقتها بالتحوط من المخاطر⁽¹⁸⁾.

جدول رقم (٢) تصنيفات عقود المبادلات وعلاقتها بإدارة المخاطر

م	تصنيفات عقود المبادلات	تعريفها	التحوط من خلال عقود المبادلات (Hedging Through) (Swaps)
١	عقود مبادله أسعار الفائدة (interest rate swaps)	تهدف تلك النوعية من عقود المبادلة إلى التحوط من مخاطر تغير أسعار الفائدة حيث تعتمد على ست أسس هي، معدل الفائدة الثابتة، معدل الفائدة المتغيرة، دافع الفائدة الثابتة، دوافع الفائدة المتغيرة، التسوية: قيمه عقد المبادلة:	<p>١. استراتيجية مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps:</p> <p>تعتمد تلك الاستراتيجية على إبرام عقود مبادله تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو علما</p> <p>٢. استراتيجية مبادلة أوراق مالية ذات معدل فأنده متغير ومقيد Floors:</p> <p>تقوم تلك الاستراتيجية على إبرام عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محدده بحد معين.</p> <p>٣. استراتيجية المبادلة المختلطة Collars:</p> <p>تعتمد هذه الاستراتيجية على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Cap وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floor.</p>

<p>تقوم عملية التحوط من خلال مبادلات العملات على استراتيجيتين رئيسيتين هما:</p> <p>١. استراتيجية التحوط من خلال مبادله متوسط او طويله الاجل وتستخدم تلك الاستراتيجية في أسواق رأس المال ويطلق عليها مصطلح مبادلات رأسمالية وتلجأ اليها عادة المؤسسات المالية بهدف الاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.</p> <p>٢. استراتيجية التحوط من خلال مبادله قصيره الاجل وتستخدم تلك الاستراتيجية في أسواق النقد ويتم بوسطتها التحوط عن طريق تحقيق الأرباح من جراء التقلبات الشديدة لأسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات لتغطيه الخسائر المحققة في عملات اخرى.</p>	<p>تهدف عقود مبادلة العملات إلى التحوط من مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في اسعار صرف العملات. وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عمله مقابل عمله اخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.</p> <p>ومعظم عقود مبادله العملات مرتفعة القيمة تنشأ بين البنوك</p>	<p>٣ عقود مبادله العملات (Currency Swaps)</p>
---	---	---

٣. العقود المستقبلية (Futures contracts)

هي عقود يتم الاتفاق عليها في أسواق منتظمة، وتستخدم في التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة ومخاطر تغير الأسعار، وتعتبر هذه العقود عبارة عن اتفاق على بيع أو شراء كمية محددة من الأدوات المالية في تاريخ محدد مستقبلاً، وبسعر سبق تحديده عند إبرام العقد^(١٩).

ويوضح الجدول التالي تصنيفات العقود المستقبلية وعلاقتها بإدارة المخاطر^(٢٠).

جدول رقم (٣) تصنيفات العقود المستقبلية وعلاقتها بإدارة المخاطر

م	تصنيفات العقود المستقبلية	تعريفها	التحوط من خلال العقود المستقبلية (Hedging Through Futures)
١	العقود المستقبلية لأسعار الصرف:	حيث يتم من خلال تلك العقود تداول العملة المحلية مقابل العملات الاجنبية.	وتتمثل أهم استراتيجيات للتحوط من خلال العقود المستقبلية فيما يلي: ١. استراتيجية التحوط بمركز طويل الأجل. (Long Futures)
٢	العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة:	يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على القروض أو الودائع، وغالبية تلك العقود يتم احلالها قبل تاريخ الاستحقاق بشكل عكسي عن الذي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول موضوع العقد.	تقوم تلك الاستراتيجية على شراء عقد مستقبلي للتحوط من ارتفاع الأسعار من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه التغطية طويلة الأجل. ٢. استراتيجية التحوط بمركز قصير الأجل. (Short Futures)
			وهو أن يتم التعامل ببيع عقد مستقبلي للتحوط من انخفاض سعر الأصل المملوك أو المتوقع امتلاكه وهو ما يطلق عليها التغطية قصيرة الاجل ٣. استراتيجية التحوط القابلة للتجديد.

<p>(Futures Renewable)</p> <p>تظهر أهمية تلك الاستراتيجية، حينما تكون الفترة المخططة لتملك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة. حينئذٍ تتطلب عملية التغطية إبرام عقود مستقبلية بتاريخ استحقاق قصيرة، على أن تتم تسويتها قبل تواريخ التسليم، ثم إحلالها بعقود مستقبلية أخرى تمتد لتواريخ لاحقة، إلى أن يتم بلوغ نهاية الفترة المخططة لامتلاك الأصل. هذا النوع من التغطية لا بد وأن يدخل في نطاق التغطية بأخذ مراكز قصيرة على الأصل.</p>	<p>هو بمثابة عقد يلتزم بمقتضاه أحد طرفي العقد تسليم الطرف الآخر مقداراً محدداً من سلعه معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.</p>	<p>العقود المستقبلية على السلع:</p>
	<p>ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.</p>	<p>العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم:</p>

٤. عقود الخيارات (Options Contracts):

تعتبر عقود الخيارات واحدة من أهم المشتقات المالية التي يتم تداولها في السوق الحاضرة، حيث أنها تهدف إلى حماية المستثمرين من مخاطر التقلبات في أسعار الأصول^(٢١).

وتعرف تلك العقود بأنها اتفاق بين طرفين يعطى الحق لأحد طرفي العقد في شراء أو عدم شراء أصل معين، أو الحق في بيع أو عدم بيع أصل معين، وذلك خلال فترة زمنية معينة في المستقبل.

ويوضح الجدول التالي تصنيفات عقود الخيارات وعلاقتها بإدارة المخاطر^(٢٢):

جدول رقم (٤) تصنيفات عقود الخيارات وعلاقتها بإدارة المخاطر

التحوط من خلال عقود الخيارات (Hedging Through) (Options)	تعريفها	تصنيفات عقود الخيارات		م
		تصنف الى	أساس التصنيف	
<p>وتتمثل أهم استراتيجيات للتحوط من خلال عقود الخيارات فيما يلي:</p> <p>١. استراتيجية التحوط قصيرة الاجل.</p> <p>عندما تمتلك المنشأة اصلاً ما وتخشى انخفاض ذلك الأصل فتقوم بإبرام عقد من عقود المشتقات المالية يتصف بالمقدرة على التحوط من مخاطر انخفاض الأسعار التي يتعرض لها هذا الأصل، فذا انخفض سعر الأصل فإن سعر المشتقة المالية سوف ينخفض في أسواق المشتقات ويطلق على هذه الصفقة بتغطية البيع</p> <p>٢. استراتيجية التحوط طويلة الاجل.</p> <p>عندما تريد المنشأة شراء أحد الأصول في تاريخ مستقبلي وتتوقع ارتفاع سعر الأصل فأنها تقوم بإبرام عقد باستخدام احدى المشتقات المالية بهدف التحوط من ارتفاع أسعار الأصل في تاريخ الحصول عليه فإذا ارتفع سعر الاصل في السوق الحاضر، فإن سعر العقد سوف يرتفع في أسواق المشتقات المالية وينتج ربحاً سوف يعوض التكلفة المالية لشراء الأصل ويطلق على هذه الاستراتيجية بتغطية الشراء</p>	<p>وهو عبارة عن عقد بين طرفين محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار. بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد معين من أصل معين أو لا يشتري.</p>	<p>خيار الشراء Call) (Option</p>	<p>وفقاً لطبيعة عقد الخيار :</p>	١
	<p>وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار. بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع.</p>	<p>خيار البيع Put) (Option</p>		

<p>هو عقد الخيار الذي يكون فيه محرر العقد مالكا للسهم (الأصل) موضوع العقد.</p>	<p>خيار الشراء المغطى Covered Call) (Option</p>	<p>وفقا لاعتبارات التغطية تصنف الى:</p>	<p>٢</p>
<p>هو عقد الخيار الذي لا يمتلك فيه المحرر السهم (الأصل) موضوع العقد، ومن ثم يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد.</p>	<p>خيار الشراء غير المغطى Naked Call) (Option</p>		
<p>هي عقود يلتزم بمقتضاها أحد طرفي العقد (بائع الحق) بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حالة قيام مشتري الحق بالاستثمار) أو بالجمع بين النظامين وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.</p>	<p>خيارات أسعار الفائدة Interest Rate) (Option</p>	<p>وفقا للسلعة أو الأداة موضوع العقد تصنيف إلى:</p>	<p>٣</p>
<p>هي عقود تعطى لحائزها الحق في عملية شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية في تاريخ محدد في المستقبل، ومن ثم فإن مشتري العقد يكون له الحق في شراء أو بيع كمية معينة من العملة الأجنبية مقابل علاوة تدفع لمحرر العقد.</p>	<p>خيارات أسعار الصرف FOREX) (Option</p>		

ويستنتج الباحث من خلال ما سبق ما يلي:

١. يخرج عن نطاق الدراسة العقود المستقبلية حيث تنص تعليمات البنك المركزي المصري عدم تطبيقها في البنوك المدرجة لديها حيث انها تتطلب أسواق منتظمة.
٢. يسمح البنك المركزي المصري باستخدام البنوك للعقود الآجلة بالقدر اللازم فقط لتغطية متطلبات البنوك من العملات الأجنبية أو متطلبات عملاء البنوك لتغطية

التزاماتهما من العملات الأجنبية.

٣. إن التحوط من خلال المشتقات المالية وأدواتها المشتقة عملية فعالة في إدارة

المخاطر التي تواجه القطاع المصرفي

رابعاً: تحليل نتائج الدراسة التطبيقية وأختبار الفروض .

تسعى الدراسة إلى إجراء إختبار تطبيقي يوفر سندا موضوعياً داعماً للإطار النظري الذي تم تأصيله خلال الدراسة ، وذلك عن طريق الإختبار الإحصائي لفروض الدراسة ، وذلك للإستدلال على مدى تأثير التحوط بالمشتقات المالية على القيمة السوقية للمنشأة ، وسيتناول الباحث فيما يلي تحليل نتائج الدراسة التطبيقية ، وإختبار الفروض من خلال عرض النقاط التالية :

١. الهدف من الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى الحصول على دليل تطبيقي لأثر التحوط باستخدام المشتقات المالية على القيمة السوقية للبنوك المدرجة في البورصة المصرية في ظل معايير التقارير المالية الدولية (IFRS) وذلك من خلال تحليل القوائم المالية للبنوك محل الدراسة والقيمة السوقية لها، ومدى أثر التحوط باستخدام المشتقات المالية عليها في ظل تلك المعايير وذلك من خلال اختبار فروض البحث.

هذا وتساهم الدراسة أيضاً في تقديم دليل لإرشاد البنوك والمؤسسات المالية والتي تستهدف أو تقوم بممارسة أنشطة التحوط باستخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر إلى أثر تلك الممارسات على القيمة السوقية لأسهمها وذلك في ظل معايير التقارير المالية الدولية (IFRS).

٢. حدود الدراسة التطبيقية:

أ. يخرج من نطاق الدراسة التطبيقية استراتيجيات التحوط التي لا تعتمد على المشتقات المالية، وذلك نظراً لاختلاف الطبيعة المحاسبية الخاصة بتلك الاستراتيجيات عن استراتيجيات التحوط باستخدام المشتقات المالية.

ب. تقتصر الدراسة التطبيقية بتأثير التحوط باستخدام المشتقات المالية فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقط متمثلة في سعر السهم السوقى (سعر الإغلاق) في ظل معايير التقارير المالية الدولية (IFRS)، دون انعكاساتها على المتغيرات الأخرى المرتبطة بالمنشأة أو بالأطراف الخارجية.

ت. تركز الدراسة التطبيقية على تحليل القوائم المالية للبنوك التجارية

المصرية خلال الفترة من (٢٠١٥: ٢٠١٦) وهي الفترة التي شهدت تطبيق معايير التقارير الدولية (IFRS).

٣. تحديد مجتمع البحث واختيار العينة محل الدراسة:

يمثل قطاع البنوك المدرجة في البورصة المصرية مجتمع البحث، وقام الباحث باختيار عينة الدراسة التطبيقية من مجتمع البحث حيث اشتملت عينة البحث على (٨) بنوك تجارية وهما (بنك التجاري الدولي - بنك قناة السويس - بنك قطر الوطني- بنك الكويتي الوطني - بنك التعمير والإسكان - البنك المصري لتنمية الصادرات - بنك الاتحاد الوطني - كريدي أجري كول)

٤. متغيرات الدراسة ورموزها ومصادرها

يتضح من الجدول التالي متغيرات الدراسة ورموزها وطريقة حسابها ومصدرها

جدول (٥) متغيرات الدراسة، رموزها، طريقة حسابها، ومصدرها

المتغير	الرمز	طريقة الحساب	نوع المتغير	المصدر	وفقاً لدراسة
القيمة السوقية لسعر السهم (متغير تابع)	P	لوعار يتم التوزيع الطبيعي لأسعار المعنة ببورصة المصرية	كمي	البورصة المصرية	Onur Akpınar (2018)
استخدام المشتقات المالية (متغير مستقل)	Use	البنوك التي لا تمارس أنشطة التحوط بالمشتقات المالية تأخذ القيمة (٠) البنوك التي تمارس أنشطة التحوط بالمشتقات المالية تأخذ القيمة (١)	متغير ثنائي Binary		Onur Akpınar (2018) Ayturk et al (2016) Allayannis and Weston (2001)
الرافعة المالية (متغير حاكم)	FL	حقوق الملكية / إجمالي الأصول	كمي		القوائم المالية المرجعية Onur Akpınar (2018) Ayturk et al (2016) عبد الحكيم (٢٠١٤)
نصيب السهم من الأرباح (متغير حاكم)	EPS	صافي الدخل / عدد الاسهم القائمة في نهاية الفترة	كمي		Alam (2017) Onur Akpınar (2018)

Ayturk et al (2016)		كمي	صافي الدخل / إجمالي الأصول	ROA	العائد على الأصول (متغير حاكم)
Onur Akpınar (2018)					
Ayturk et al (2016)		كمي	(إجمالي الأصول - إجمالي أصول الفترة السابقة) / إجمالي الأصول الفترة السابقة	GR	معدل النمو (متغير حاكم)
Onur Akpınar (2018)					
Alam (2017)		كمي	لوغاريتم التوزيع الطبيعي إجمالي الأصول	Size	الحجم (متغير حاكم)
Onur Akpınar (2018)					

٥. مصادر البيانات:

اعتمدت الدراسة على مصدرين رئيسيين من مصادر البيانات للدراسة التطبيقية يتمثلان فيما يلي:

أ. المصدر الأول: التقارير المالية الربع سنوية المنشورة للبنوك التجارية المقيدة بالبورصة المصرية وتم الحصول على هذه التقارير من المواقع الرسمية لكل بنك بالإضافة إلى موقع شركة مصر لنشر المعلومات.

ب. المصدر الثاني: الموقع الرسمي للبورصة المصرية وذلك من أجل الحصول على أسعار الأسهم لكل بنك من البنوك محل الدراسة.

٦. الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

اعتمد الباحث على مجموعة من الأساليب الإحصائية باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS/21) من هذه الأساليب ما يلي:

أ. الإحصاء الوصفي Descriptive statistics وهي تلك الأساليب التي تعني إعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة في التحليل بهدف تحديد السمات واتجاهات عينة البحث نحو فروض الدراسة ومنها: الوسط الحسابي (Mean)، الانحراف المعياري (Std. Deviation).

ب. معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) وهو اختبار ارتباط معلمي بغرض التعرف على مدى قوة أو ضعف العلاقة بين كل من المتغيرات محل الدراسة

ت. اختبار الانحدار المتعدد (Multiple Regression) وهو اختبار إحصائي مبني على فروض طريقة المربعات الصغرى (OLS)، ويقوم بتحديد الأثر والسببية بين متغير أو أكثر من المتغيرات المستقلة وأخر تابع.

٧. نتائج التحليل الإحصائي لإختبار الفرض

سوف يقوم الباحث بعرض نتائج التحليل الإحصائي، وإختبار مدى صحة الفروض التي يقوم عليها البحث، وذلك من خلال العرض التالي:

أ. نتائج إختبار الفرض:

ينص الفرض على " لا يوجد إثر معنوية ذو دلالة إحصائية بين التحوط باستخدام المشتقات المالية والقيمة السوقية للمنشأة في ظل متطلبات معايير التقارير المالية الدولية "

• نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

ويوضح الجدول التالي الوسط الحسابي والانحراف المعياري والحددين الأدنى والأقصى للمتغيرات، ويمكن توضيح المقاييس الإحصائية للمحور الأول من خلال الجدول رقم (٧) التالي:

جدول رقم (٧) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للفرض الرئيسي الثاني

المتغير	الرمز	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأدنى	الأقصى
القيمة السوقية لسعر السهم	St1P	64	2.6299	.87833	1.12	4.29
استخدام المشتقات المالية	St1Use	64	.6094	.49175	.00	1.00
الرافعة المالية	St1FL	64	9.2876	1.86400	5.92	15.03
نصيب السهم من الأرباح	St1EPS	64	.7766	.48192	.00	1.75
العائد على الأصول	St1ROA	64	1.9953	.96795	.00	3.63
معدل النمو	St1GR	64	26.7780	18.46991	.00	87.51
الحجم	St1Size	64	24.4378	.86289	23.11	26.31

يتضح من الجدول السابق عدة ملاحظات تتمثل في التالي:

١. الوسط الحسابي للقيمة السوقية لسعر السهم (St1P) بلغ (2.6299) وهو ما يقترب من الحد الأدنى تقريباً ويشير ذلك إلى أن معظم البنوك محل الدراسة أسهمها منخفضة القيمة نسبياً، وقد يرجع ذلك إلى أن هناك فروقات في أسعار الأسهم ناتجة عن اختلاف حجم البنوك حيث بلغ الوسط الحسابي لحجم البنوك (Size) (24.4378) وهو يميل تقريباً إلى الحد الأدنى نسبياً حيث وجد الباحث من خلال تحليل القوائم المالية أن البنوك ذات الحجم الكبيرة لديها قيمة سوقية لأسعر أسهمها مرتفعة في البورصة المصرية مثل البنك التجاري الدولي (CIB) وصل سعر السهم إلى (٧٣.٠٨) جنية في الربع الرابع من عام ٢٠١٦ مقارنة بباقي البنوك وهو ما يدل أيضاً على أن الحجم يؤثر في القيمة السوقية لأسعار الأسهم للبنوك كما وجد الباحث ان البنوك التي تستخدم المشتقات المالية لديها ارتفاع في القيمة السوقية لأسعار اسهمها مقارنة بالبنوك التي لا تستخدم المشتقات المالية مما يشير الى قدرة المشتقات المالية في إضافة قيمة للبنوك التجارية

٢. ارتفاع الوسط الحسابي للبنوك التي تستخدم التحوط بالمشتقات المالية (St1Use) حيث بلغ (0.6094) وهو ما يقترب من إلى الحد الأقصى مما يعني ان اغلب البنوك محل الدراسة تقوم بالتحوط من المخاطر باستخدام المشتقات المالية.

• نتائج الإحصاء الاستدلالي لمتغيرات الدراسة:

لاختبار العلاقة بين التحوط بالمشتقات المالية والقيمة السوقية لسعر السهم تم إجراء تحليل الارتباط لبيرسون (Pearson Correlation) وقد أظهرت النتائج كما يتضح من الجدول رقم (٨) ما يلي :

جدول رقم (٨) مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson Correlation بعد صدور معايير التقارير المالية الدولية (IFRS)

St1Size	St1GR	St1RO A	St1EP S	St1FL	St1Use	St1P	المتغير	
						1	معامل ارتباط بيرسون	St1P
							المعنوية	
					1	.646**	معامل ارتباط بيرسون	St1Use
						.000	المعنوية	
				1	-.127-	-.217-	معامل ارتباط بيرسون	St1FL

					.319	.085	المعنوية	
			1	-.322*	.428**	.772**	معامل ارتباط بيرسون	St1EPS
				.010	.000	.000	المعنوية	
		1	.688**	.090	.694**	.818**	معامل ارتباط بيرسون	St1ROA
			.000	.479	.000	.000	المعنوية	
	1	-.139-	-.027-	-.084-	-.228-	-.095-	معامل ارتباط بيرسون	St1GR
		.274	.834	.509	.070	.453	المعنوية	
1	-.011-	.593**	.480**	-.190-	.611**	.771**	معامل ارتباط بيرسون	St1Size
	.934	.000	.000	.133	.000	.000	المعنوية	

(*)، (**) يشير إلى مستوى معنوية 5% ، 1% على التوالي بناءً على اختبارات ذات الطرفين

ويوضح الجدول السابق وجود علاقة ارتباط قوية بين كل من القيمة السوقية لسعر السهم (St1P) واستخدام المشتقات المالية (St1Use) حيث بلغ قيمة معامل الارتباط (0.646) وهو ارتباط معنوي عند مستوى $\alpha = 0.05$ وهو ما يشير إلى أن استخدام المشتقات يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لسعر السهم ، كذلك توجد علاقة ارتباط قوية بين القيمة السوقية لسعر السهم (St1P) وكل من نصيب السهم من الأرباح (St1EPS) والعائد على الأصول (St1ROA) والحجم (St1Size) حيث بلغت معاملات الارتباط (0.772) ، (0.818) ، و (0.771) على التوالي وجميعها معنوية عن مستوى $\alpha = 0.05$ ، بينما لا يوجد ارتباط معنوي بين القيمة السوقية لسعر السهم (St1Size) ومعدل النمو (St1GR).

أما عند اختبار الفرض باستخدام نموذج الانحدار المتعدد ، تشير النتائج إلى ما يلي:

جدول رقم (٩) نموذج الانحدار المتعدد للفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني

تفسير المعاملات عند مستوى معنوية (0.05)	T. Test		معاملات الانحدار القياسية	الخطأ المعياري	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات
	القيمة الاحتمالية P-value	قيمة الاختبار				
	.000	-4.542-	-	1.636	-7.433-	Constant
تأثير معنوي موجب	.000	4.953	.295	.108	.540	St1Use
تأثير معنوي غير موجب	.121	-1.573-	-.096-	.029	-.045-	St1FL
تأثير معنوي موجب	.001	3.686	.287	.142	.524	St1EPS
تأثير معنوي موجب	.000	4.237	.419	.090	.380	St1ROA
تأثير معنوي غير موجب	.454	-.754-	-.038-	.002	-.002-	St1GR
تأثير معنوي موجب	.000	5.695	.377	.067	.384	St1Size
معامل التحديد المعدل $0.854 = \text{Adj } R^2$						
معامل التحديد $0.868 = R^2$						
معامل الارتباط المتعدد $0.932 = R$						
قيمة اختبار F من جدول ANOVA = 62.390						
قيمة المعنوية من جدول ANOVA = 0.000						

وبناء على الجدول السابق تأخذ دالة نموذج الانحدار الشكل التالي:

$$St1P = 1.574 + 0.473 St1Use - .063 St1FL + 0.497 St1EPS + 0.596 St1ROA + 0.005 St1Gr + 0.028St1Size$$

ويتضح من الجدول السابق ما يلي:

ثبوت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (F)، وذلك عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ حيث أن المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المذكور، كما وصلت قيمة معامل التحديد للنموذج إلى (R2 = 0.868) تقريباً، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية للنموذج مرتفعة جداً، لأن النموذج يشرح 86.8% من التغير في القيمة السوقية لسعر السهم للبنوك (St1P) والباقي يرجع لعوامل أخرى.

ثبوت معنوية المعامل المقدر، حيث يتضح من اختبار (t) test للمعاملات المقدره لاستخدام المشتقات المالية (St1Use) وفحص معنوية المقابلة له (Sig) نجد أنها أقل من مستوى المعنوية المحدد $\alpha = 0.05$ ، ويشير ذلك لثبوت معنوية هذا المعامل، كما يتضح من النموذج وجود تأثير معنوي للمتغيرات الحاكمة المتمثلة في نصيب السهم الواحد من الأرباح (St1EPS) والعائد على الأصول (St1ROA) والحجم (St1Size) بينما لا يوجد تأثير لكل من معدل النمو (St1GR) أو الرافعة المالية (St1Use).

وفي ضوء النتائج والبيانات السابقة يتم رفض فرض العدم وهو " لا يوجد أثر معنوية ذو دلالة إحصائية بين التحوط باستخدام المشتقات المالية والقيمة السوقية للمنشأة " ويتم قبول الفرض البديل وهو " يوجد أثر معنوية ذو دلالة إحصائية بين التحوط باستخدام المشتقات المالية والقيمة السوقية للمنشأة " .

وتتفق تلك النتائج مع دراسة كلاً من (Alam & AfzaK, 2017) حيث يرى أن في الدول النامية ترتفع القيمة السوقية لسعر السهم للمنشآت التي تستخدم استراتيجيات التحوط بالمشتقات المالية في إدارة المخاطر و دراسة (G. Allyannis and al el, 2011) حيث وجد تأثير للتحوط بالمشتقات المالية على القيمة السوقية كما وجد أن الوسط الحسابي للمنشآت التي تتحوط بالمشتقات المالية أعلى من المنشآت التي لا تتحوط بالمشتقات المالية وهو ما يتفق مع الدراسة الحالية.

خامساً: النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية .

١. النتائج:

- رفض فرض العدم وهو " لا يوجد أثر لأنشطة التحوط باستخدام المشتقات المالية على القيمة السوقية للبنوك التجارية " وقبول الفرض

- البديل وهو " يوجد أثر للتحوط بالمشتقات المالية على القيمة السوقية للبنوك التجارية ".
- توصل الباحث من خلال الإطار النظري إلى أن استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المصرفية يعد أداة فعالة.
- اتضح للباحث من خلال الإطار النظري أن استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر يؤثر على القيمة السوقية للمنشأة مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

٢. التوصيات:

استناداً إلى النتائج التي توصل إليها الباحث في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية، يوصي الباحث بما يلي:

أ. يوصى الباحث باستخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر في البنوك التجارية العاملة بجمهورية مصر العربية وذلك لقدرة تلك الأدوات على خفض المخاطر المصرفية التي تواجه البنوك بالإضافة لكونها أداة فعالة تؤثر على القيمة السوقية للبنوك التجارية جاءت تلك التوصية لتتوافق مع ما توصل إليه الباحث في اختار فروض الدراسة الخاصة.

ب. يوصى الباحث بتطبيق المرحلة الثالثة وهي "محاسبة التحوط" من معيار التقرير المالي الدولي (IFRS,9) بعنوان "الأدوات المالية" والذي يتم العمل به اعتباراً من ٢٠١٨/١/١ ، حيث أعلن البنك المركزي المصرفي تطبيق المعيار اعتباراً من ٢٠١٩/١/١ ولكن سيتم التطبيق للمرحلة الأولى والثانية من المعيار الخاصة بالمخصصات الائتمانية المتوقعة وتم تأجيل تطبيق المرحلة الثالثة من المعيار الخاصة بمحاسبة التحوط لذلك يوصى الباحث بتطبيق المرحلة الثالثة لما لها من أهمية في معالجة الأدوات المالية المشتقة وجاءت تلك التوصية لتتوافق مع ما توصل إليه الباحث في الدراسة النظرية وتحقيقاً لأهداف البحث.

ت. يوصى الباحث بتخفيض التدخل المبالغ فيه للدولة في القطاعات المصرفية مع تبني نظام للإشراف يعتمد على جهاز يقوم بالإشراف على النظم المصرفية الخاصة بالاستراتيجيات التي تنتهجها المؤسسات المالية لأغراض خفض المخاطر المصرفية وذلك لمنع الاخلال بمقومات كل من السوق

المصرفي وسوق الأوراق المالية، فالتحوط باستخدام المشتقات المالية وسيلة فعالة للقضاء على المخاطر ومراكز الضعف في قطاعات الاستثمار المصرفي وجعلة جاهزاً ومستعداً لمواجهة تحديات المستقبل وتنسق تلك التوصية مع كل من مشكلة البحث والأهداف المحددة للبحث.

ث. يوصى الباحث بإضافة قائمة جديدة للقوائم المالية التي يتعين على المؤسسات المصرفية إعدادها ضمن القوائم المالية الختامية تتضمن قائمة الدخل الشامل لما تحويه من رؤية ومنظور شامل للدخل من زاوية المخاطر والالتزامات المتوقع حدوثها وأثرها على الدخل المحقق وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة، وبما يحقق تطبيق معايير التقارير المالية الدولية، وقد جاءت تلك التوصية تحقيقاً لأهداف البحث ومشكلته.

٣. الدراسات المستقبلية:

يرى الباحث في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وجود العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية ومن أهمها ما يلي:

أ. توسع عينة الدراسة لتشمل المقارنة بين القطاعات المصرفية المطبقة لمعايير التقارير الدولية بين الدول العربية مع الأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية المشابهة للتأكيد على النتائج التي توصلت إليها الدراسة والقطاعات المصرفية.

ب. دراسة الأثر الناجم عن تطبيق المحاسبة عن استراتيجيات التحوط على جودة عملية المراجعة في المؤسسات المالية في ظل معايير التقارير المالية الدولية.

هوامش ومراجع البحث :

(1) Akpınar, O., & Fettahoğlu, A. (2018). **"Does the use of derivatives affect firm value? Evidence from Turkey"**. *Journal of Transnational Management*, vol21.No (2), pp. 53-61

(2) Köchling, G., & Posch, P. N. (2018). **"How Does Hedge Accounting Influence Firm Value?"**, University of Dortmund working paper : available at: <https://ssrn.com/abstract=3128333>

- (3) G. allyannis and el al , (2011) , "**Corporate Governance and the Hedging Premium around the world**" , first Edition , Virginia & Indiana University pp. 1 – 36 : Available at <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.195.5731>
- (4) Bartram, S. M & Conrad, J. (2011) "**The effects of derivatives on firm risk and value**". Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 46 no (04), pp 967:980.
- (5) Kiy,F (2015) , "**Effects of the Adoption of Hedge Accounting**" Goethe-University Frankfurt am Main, Faculty of Economics and Business Administration, Accounting Department, Working Paper: Available at , https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2697570
- (6) Ayturk, Y., Gurbuz, A. O., & Yanik, S. (2016) "**Corporate derivatives use and firm value: Evidence from Turkey**" Borsa Istanbul Review, vole 16, ,pp. 108:112.
- (7) Alam, A., & Afza, T. (2017). "**Impact of Derivative Usage on Firm's Risk and Value: a Comparative Analysis of Pakistan and Malaysia**", Argumenta Oeconomica, Vol (38),No (2),pp 221-242.
- (8) Akpınar, O., & Fettahoğlu, A. (2018). "**Does the use of derivatives affect firm value? Evidence from Turkey**". *Journal of Transnational Management*, 21(2), 53-61.

(9) لمزيد من المعلومات يمكن الرجوع الى :

- رضوان، سمير عبد الحميد، (٢٠٠٥) " **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**"، دار النشر للجامعات، مصر، ص ٣١٤ - ٣١٥.
- الجبري، على عبد الله، (٢٠١٣)، " **قياس وتفسير العلاقة بين إدارة المخاطر المصرفية وممارسات إدارة الأرباح**" رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعه عين شمس ، ص ٧٢ : ٧٣.
- بطرس الفرد وديع، (٢٠١٥) " **إطار فكري لتقييم المخاطر المصرفية**" مجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، ص ٥٥٢ : ٥٥٣.
- Kallman, J. (2010). "**Risk financing transfer tools**". *Risk Management*, vol 59, No5

(10) حماد ، طارق عبد العال (٢٠١١) " **المشتقات المالية مفاهيمها وانواعها واستخدامها في دارة**

- المخاطر** "الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص ٢٤٧ .
- (١١) الجبري، على عبد الله (٢٠١٣) "**مرجع سبق زكرة**" ص ١١٧ .
- (١٢) أبو غزالة، طلال ، (٢٠١٥) "**المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية**" دار النشر مؤسسة طلال أبو غزالة ، الجزء (أ) ، ص ٣٧٣ .
- (١٣) بطرس الفرد وديع، (٢٠١٥)، "**أثر استراتيجيات التحوط على جودة القوائم المالية**"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ١٠١ : ١٠٢ .
- (١٤) حماد ، طارق عبد العال (٢٠١١) "**المشتقات المالية مفاهيمها وانواعها واستخدامها في إدارة المخاطر**" الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر، ص ١٤ .
- (١٥) الجبري، على عبد الله (٢٠١٣) "**مرجع سبق زكرة**" ص ١١٨ .
- (16) Zakamulin, V. (2007). "**On the Pricing and Hedging of Options on Commodity Forward and Futures Contracts**". Agder University College Faculty of Economics ، p4:11.
- (١٧) حماد ، طارق عبد العال (٢٠١١) "**مرجع سبق ذكره**" الدار الجامعية، الإسكندرية ، ص ٢٠٥ .
- (18) Da Fonseca, J., Grasselli, M., & Ielpo, F. (2011). "**Hedging (co) variance risk with variance swaps**". *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 14 (06), 899-921.
- (١٩) الجبري، على عبد الله (٢٠١٣) "**مرجع سبق زكرة**" ص ١١٨ .
- (٢٠) **لمزيد من التفاصيل يرجع الى :**
- صالح ، عطية أحمد ، (٢٠١٠) ، "**مشاكل المراجعة في أسواق المال**" ، الدار الجامعية ، القاهرة مصر ، ص ٤٠ : ٤١ .
- صالح الحناوي، محمد إبراهيم العبد، (٢٠١١) "**بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص ١٣٠ : ١٤٠ .
- (٢١) عامر أحمد حسن (٢٠٠٨) "**مرجع سبق ذكره**" ، ص ١٨٠ .
- (٢٢) بطرس ، الفريد وديع (٢٠١٥) ، "**مرجع سبق ذكره**" ، ص ١٠٥ : ١١٠ .