

تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت

أ.د. مفتاح صالح
جامعة محمد خيضر، بسكرة/الجزائر
smeftah2010@gmail.com

أ. حياة عوايدجيا¹
جامعة محمد خيضر، بسكرة/الجزائر
hayat-insp@hotmail.fr

The development of the contracts of the financial derivatives in Kuwait Stock Exchange

*Meftah salah & Hayat aouaidjia
University of Mohamed Khider; Biskra /ALGERIA*

Received: 09/02/2017

Accepted: 20/06/2017

Published: 31/12/2017

ملخص:

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع ولقد ساهم في تسارع ثورة المشتقات المالية ظاهرة العولمة المالية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال المستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة فضلا عن التنافس بين المؤسسات المالية والتسابق بينها على ابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية و طرحها في الأسواق ، فالمشتقات المالية هي التي عظمت المخاطر، وعمدت على تحويلها من مستثمر لآخر، كما بينت الدراسة أن سوق الكويت للأوراق المالية لم يتأثر بشكل كبير وأن تأثرها جاء متأخرا، كما لم تؤثر تداولات المشتقات المالية في السوق، وذلك راجع إلى محدودية حجم التعامل بهذه الأدوات وإن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بالكويت يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه الأسواق لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين، وذلك من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم بهدف الوفاء لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، عقود الخيارات.

الترميز الاقتصادي (JEL) : G15

Abstract:

The industry of financial derivatives has become increasingly important in the last two decades so that it has included a wide range of financial contracts for all types of securities and commodities. There are some factors which participates in the acceleration of the revolution of the financial derivatives such as: The financial globalization, the removal of restrictions that limit the activity of financial institutions and the transfer of capital benefiting from the universal revolution of information and communication, In addition to the competition between financial institutions in innovating the latest products and financial tools to place them on the market. The financial derivatives have increased risks, by transferring them from one investor to another. The study also showed that the Kuwait Stock Exchange Market was not significantly affected and its impact was late. Moreover, the regulatory securities did not affect market, due to the limited volume of dealing with these tools. Also, the integration of dealing with derivatives in the stock market in Kuwait is important in developing the dealings in these markets to make it adapt with the desire of investors, by providing them the appropriate financial products in order to meet the requirements of the efficiency of the stock market.

Key-words: the financial derivatives, Kuwait financial stock market, options contracts.

(JEL) Classification : G15

□ مقدمة:

يعد موضوع المشتقات المالية من أكثر المواضيع أهمية بالنسبة للأسواق المالية التي تستخدم معظمها في المضاربة على الأسعار، حيث أدت إلى تركيز على المخاطر بدلا من تقليلها، والمخاطر الناشئة عن استخدام المشتقات المالية هي أكبر من المخاطر الأصلية حيث تشكل أدوات للقمار أو الرهان، وهي تفصل الخطر عن الأصل ذي العلاقة، ومن ثم تصير المخاطرة سلعة تتم المتاجرة بها مما يؤدي إلى خسارة مضاعفة في سوق المشتقات الأمر الذي يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسواق المالية وإحداث فقاعات وانهيارات وأزمات والحقيقة أن تداول المشتقات المالية في السوق المالي للكويت في 28 مارس 2005 لعب دورا بالغ الأهمية في النمو المفرط للأنشطة المالية وبالتالي في تحقق الانفصال مابين الأنشطة الاقتصادية الحقيقية والأنشطة المالية.

1. إشكالية الدراسة: استنادا لما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:

ما دور الأدوات المالية المشتقة في تطور السوق المالي للكويت خلال الفترة (2006-2010)؟

2. **فرضية الدراسة:** ينطلق البحث من فرضية مفادها أن المشتقات المالية تحتوي على عدد كبير من الأدوات المالية والتي يصعب عدّها، وهي أدوات للتغطية ضد المخاطر وتتميز سوق الكويت للأوراق المالية بتداول كبير للمشتقات المالية.

3. **أهمية الدراسة:** تلعب سوق الأوراق المالية دورا مهما في توفير السيولة اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، وتعتبر تلك الأسواق من أكثر الأسواق تأثرا بالأحداث الاقتصادية العالمية، ومن المفارقات العجيبة أن هذه السوق بالغة الأهمية وفي نفس الوقت بالغة الخطورة، حيث يشهد لها بالمساهمة البارزة في كل تقدم ونمو من جهة.

4. **الدراسات السابقة:**

♦ دراسة بوعكاز نوال، الموسومة ب: حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011 هدفت هذه الدراسة إلى إظهار مختلف الجوانب المتعلقة بالابتكارات المالية وعلاقتها بالهندسة المالية ثم التطرق على الهندسة المالية الإسلامية انطلاقا من المفهوم إلى الأسس ثم الواقع و التحديات.

♦ دراسة بن عيسى عبد القادر، الموسوم ب: اثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012 هدفت هذه الدراسة على التعريف بالمشتقات المالية من مفاهيم إلى استخدام وكذا المخاطر الناجمة عن استخدام هذا النوع من العقود.

♦ دراسة ربيع بوضيغ العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحفظة المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، 2012 تم من خلال هذا البحث التطرق إلى الهندسة المالية ودورها في الأسواق المالية وإلى أهم منتجا

الهندسة المالية من مشتقات وتوريق، وكذا التطرق لبعض أشهر الطرق في تسعير عقود الخيار هما بلاك وشولز والنموذج الثنائي.

أولاً. الإطار النظري لعقود المشتقات المالية وسوق الكويت المالي 1. الأسس النظرية للمشتقات المالية :

أدى التغيير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وتضم أدوات الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة، ومن بينها المشتقات المالية.

1.1 تعريف المشتقات المالية:

قدمت للمشتقات المالية عدة تعاريف من أهمها:

المشتقات المالية⁽¹⁾ هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع) لتتسأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

ويعرفها البعض⁽²⁾ بأنها الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند، وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية.

وتعرف أيضاً⁽³⁾ على أنها عقود مالية تتعلق بفترات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

وتعرف المشتقات المالية على أنها⁽⁴⁾ عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، فالعقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات وقد يربط الطرفين بطريقة ملزمة، أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.

وقد عرف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي⁽⁵⁾ المشتقات المالية بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الاسعار أو العوائد فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري، وهكذا فإن مفهوم المشتقات يتلخص فيما يلي:

هي عقود، يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، تعتمد قيمتها (المكاسب، الخسائر) على الأصل المعني، أي الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات المالية، ويتضمن العقد:

- ♦ تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- ♦ تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- ♦ الزمن الذي يسري فيه العقد.

♦ تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محددة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار.

2.1 التطور التاريخي للمشتقات المالية: (6)

شهدت صناعة المشتقات المالية خلال السنوات الماضية نموا كبيرا ومتسارعا سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة أو على صعيد تنوع هذه الأدوات، بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات، وتشير الدراسات إلى أن ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان هم أول من استخدم أدوات الهندسة المالية (العقود الآجلة) بشكل منظم، إذ طوروا أسلوبا يسمح بموجبه بتداول إيصالات بإنتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية، وكان التعامل في العقود الآجلة يتم في الأسواق غير النظامية لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور الوسيط بين المتعاملين، ولكن في القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم ومؤطر في شكل قائمة وكان ذلك في الولايات المتحدة عام 1865، إذ تم فيه صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربين والمستهلكين، وتشير الأدبيات أيضا إلى أن التعامل بأدوات الهندسة المالية بصورة تجارية بدأ في الولايات المتحدة في عام 1973 عندما افتتح أول سوق للخيارات في شيكاغو وعمل ذلك السوق منذ افتتاحه على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق، ومن أهم هذه التعديلات شروط التعاقد التي تتضمن ترميط الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية وكذلك دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش، ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة فيما يلي:

- ♦ إن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوسائل المختلفة (الفاعلية).
- ♦ عن طريقها يمكن إيجاد أنواع جديدة من الأوراق المالية وبذلك مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة.
- ♦ يمكن عن طريقها التغلب على الكثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في بلد دون آخر.

3.1 طبيعة المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة بعض الأصول مثل الأسهم، السندات، السلع، كما أنها ترتبط بمؤشرات سوقية معينة، ولما كان مفهوم المشتقات يقوم بصورة أساسية على بناء ترتيبات جديدة من مفاهيم تعاقدية معروفة، فقد أدى ذلك إلى ظهور مصطلح جديد هو الهندسة المالية للدلالة على الأسلوب الإنشائي في تكوين هذه الأوراق والتي تحقق للمتعاملين الاستفادة من مزايا لم تحققها الأدوات التقليدية.

ولا يقتصر تقييم المشتقات المالية على قيمة الأدوات المالية الأساسية المرتبطة بها فقط، وإنما يعتمد كذلك على طبيعة السوق التي يتم فيها تداول تلك الأدوات، فعلى سبيل المثال عندما تزداد تقلبات الأسعار للأدوات المالية الأساسية ويزداد عنصر عدم التأكد أمام المتعاملين، فإن الإقبال على التعامل في المشتقات ينخفض بدرجة كبيرة نظرا لارتفاع تكلفة الوفاء بمتطلبات تلك المشتقات. وتشمل المشتقات المالية عدة أنواع هي:

♦ **الخيارات:** وهو حق استبدال أصل معين بأصل آخر وذلك بسعر محدد وفي موعد محدد أو قبل موعد محدد، وتنقسم إلى عدة أنواع أهمها:

❖ خيار الشراء: يعطي لحامله حق شراء أصل معين بسعر في (قبل تاريخ معين)

❖ خيار البيع: يعطي لحامله حق بيع الأصل بسعر معين في (قبل تاريخ معين).

♦ **المبادلة:** هي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد.

♦ **عقود المستقبلية:** اتفاق على شراء أو بيع كميات نمطية من أدوات مالية (أسهم، سندات، مؤشرات بورصات، عملات) لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين.

♦ **العقود الآجلة:** عقد بين طرفين أساسيين لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، وتستخدم المؤسسات المالية العقود الآجلة بكثرة لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية أو التمويل الدولي.

4.1 خصائص المشتقات المالية:

هناك عدة خصائص تتميز بها المشتقات المالية هي⁽⁷⁾:

♦ **ذات طبيعة خارج الميزانية:** يتم الارتباط في معظم الأحيان للمشتقات مقابل مبلغ نقدي قليل أو بدون مقابل على الإطلاق، وعلى ضوء ذلك فإن المبالغ المدونة بدفاتر المؤسسة التي تتعامل بالمشتقات لا تعكس قيمة الارتباط الحقيقية المترتبة على الدخول في تعاقدات المشتقات، بالإضافة إلى ذلك فإن التغيرات في قيمة عقود المشتقات في سوق الأوراق المالية قد لا تظهر خسائر أو مكاسب في دفاتر المؤسسة بسبب عدم تسجيل تلك التغيرات بدفاتر المؤسسة.

♦ **الرفع:** يقوم مفهوم الرفع على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة، ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطا وثيقا حيث يمكن لمستخدم المشتقات المالية أن يحقق أرباحا عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن هناك جانبا سلبيا للرفع والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها عقود المشتقات.

♦ **انخفاض درجة السيولة:** تعاني بعض أسواق المشتقات من انخفاض في درجة السيولة مما يجعل من الصعب تصفية المراكز المفتوحة، فضلا عن المصاعب الناتجة عن تلك المشكلة عند تقييم المشتقات التي يتم تداولها.

♦ **عدم الإفصاح:** عدم وجود نظم محاسبية وضريبية متكاملة لإثبات المشتقات المالية بالدفاتر والإفصاح عنها بصورة سليمة خاصة في ظل التنوع المستمر في المشتقات المالية وإضافة استخدامات جديدة لتلك الأدوات والتي لم تكن معروفة من قبل.

♦ **مخاطر التعاقد والطرف المقابل:** وترتبط هذه المخاطرة باحتمال عدم قدرة الطرف الآخر من الوفاء بالالتزامات

الناشئة عن عقود المشتقات، وتجدر الإشارة إلى أن الكثير من المتعاملين لا يعتمدون بصورة كاملة على تقييم وكالات ترتيب الائتمان، بل يقومون بأنفسهم بتقييم القدرة الائتمانية للطرف الآخر للعقد.

♦ عدم وضوح القواعد المحاسبية⁽⁸⁾: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للأثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة، والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنه.

5.1 أهمية المشتقات المالية:

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية:⁽⁹⁾

- ♦ تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية: تعد عقود المشتقات أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق المشتقات بل إنها السبب في وجود تلك الأسواق.
- ♦ أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم حيث تسمح استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.
- ♦ إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد.
- ♦ إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين: يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها، ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه.
- ♦ تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01 بالمئة من قيمة العقد ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، وكما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.
- ♦ سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: لعقود المشتقات ميزة أخرى تتمثل في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية وذلك نظرا لمرونتها وسيولتها الكبيرة.

2. الاسس النظرية لسوق الكويت للأوراق المالية:

يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أهم وأحدث الأسواق في المنطقة وفي العالم من خلال توفير كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعله محل اهتمام وجذب للمستثمرين المحليين والأجانب للتعامل بالأوراق المالية التي تمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق.

1.2 تقديم سوق الكويت للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية منذ حوالي ربع قرن وذلك تبعا للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 حيث جاء فيه أن سوق الكويت للأوراق المالية هي مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وله أهلية التصرف في أمواله وفق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل وذلك طبقا للقوانين والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق حيث تدار برئاسة وزير التجارة والصناعة، كما يعين بالسوق مديرا متفرعا بمرسوم أميرى يتجدد كل أربع سنوات، وتقوم لجنة السوق بوضع الخطط التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقاتها، وتضع اللجنة شروط إدراج الشركات في السوق كما تحدد الأدوات الاستثمارية التي يتم تداولها.

2.2 مهام سوق الكويت للأوراق المالية: تتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم ومراقبة السوق المالية، ولها على وجه الخصوص ما يلي⁽¹⁰⁾:

- ♦ تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية.
- ♦ تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين.
- ♦ تطوير السوق المالية على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية.
- ♦ تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

3.2 أهداف سوق الكويت للأوراق المالية: تتمثل أهداف السوق المالية فيما يلي⁽¹¹⁾:

- ♦ العمل على تطوير السوق المالية في الكويت على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية في البلاد، ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وتطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها وسيرها ويوفر الحماية للمتعاملين.
- ♦ إنشاء الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق بما يساعد على سرعة تطوير السوق المالية الكويتية.

4.2 إدارة السوق: بعدما تم التعرف على مهام وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية، يتم التطرق لإدارة السوق المكونة من:

- ♦ لجنة السوق: تعتبر أعلى سلطة في إدارة سوق الكويت للأوراق المالية، ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافآتهم.

- ♦ الأعضاء: تتكون لجنة سوق الكويت للأوراق المالية من عشرة (10) أعضاء وهم⁽¹²⁾:

رئيس اللجنة وهو وزير التجارة والصناعة، نائب الرئيس وهو مدير سوق الكويت للأوراق المالية، عضو من وزارة المالية، عضو من البنك المركزي، عضو من وزارة التجارة، أربعة أعضاء من غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء، عضوان من ذوي الخبرة والكفاءة ويختارهما مجلس الوزراء بترشيح من وزير التجارة والصناعة.

♦ مدير السوق: يتمتع مدير السوق بكافة الصلاحيات اللازمة لإدارة السوق، وإصدار التعليمات الخاصة بذلك ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع الحقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء وهو المسؤول على تنفيذ قرارات اللجنة، كما يعتبر الممثل القانوني للسوق ويحق له التوقيع عنه وتوجد للمدير صلاحيات أخرى هي⁽¹³⁾:

♦ تقديم الاقتراحات للجنة السوق وكذلك الدراسات والأنظمة اللازمة لقيام السوق بالمساهمة مع الجهات المتخصصة في تحقيق التنسيق والتعامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بل وكل ما من شأنه العمل على ازدهار السوق لتحقيق أهدافه على أحسن وجه ممكن.

♦ يحق لمدير السوق اتخاذ ما يراه مناسباً من الإجراءات لوقف أو لإلغاء أو تعديل أية عملية تداول جرت خلافاً للقانون، أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها في السوق.

♦ يحق لمدير السوق تفويض أي موظف بالسوق لمزاولة بعض صلاحياته بعد موافقة اللجنة.

♦ الأجهزة الفنية

يتم على مستوى السوق المالية إنشاء إدارة للدراسات الاقتصادية والمالية في السوق تتضمن كافة الأجهزة الفنية المتخصصة التي تساعد السوق على القيام بمهامه على أحسن وجه ممكن وهي:

♦ جهاز متابعة الأسعار: يتمثل نشاطه الرئيسي في تجميع البيانات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية المقيدة، والمتداولة في السوق، وإعداد المؤشرات الإحصائية الخاصة بتحركات الأسعار لهذه الأوراق.

♦ جهاز مراقبة البيع بالأجل: يتولى حركة البيع بالأجل، واقتراح الأسس والقواعد المناسبة لترشيد عمليات البيع بالأجل من حيث حجم المعاملات وأجلها وأسعارها واتجاهها وتباينها مقارنة بالأسعار الفورية.

♦ جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات: يقوم بالإضافة إلى مهمة جمع وتحليل ونشر المعلومات بإعداد الدراسات وإصدار النشرات اليومية والدورية، ويقوم كذلك بنشر المؤشرات المالية للشركات والمعبرة عن الوضعية المالية لها.

♦ جهاز التحقيقات: يتولى هذا الجهاز التحقيق في الأمور التي يكلفه بها مدير السوق عن مدى صحة المعلومات والبيانات الصادرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق كما يتولى إجراء التحقيقات اللازمة في المنازعات المعروضة للجنة التحكيم، بالإضافة إلى تقديمه تقريراً مفصلاً عن النزاع المعروض للجنة التحكيم، كما قد يكون لهذا الجهاز مهام أخرى محددة من قبل مدير السوق.

5.2 مهام لجنة سوق الكويت للأوراق المالية:

تتمثل المهام أساساً في وضع القواعد والسياسات العامة للسوق في إطار الأهداف المحددة، وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي⁽¹⁴⁾:

♦ وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.

♦ اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها، وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.

♦ النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق.

♦ وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية.

♦ الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية، وتعيين مراقبي الحسابات.

كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقريراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

6.2 نظام التداول في السوق:

بدأ التداول في السوق وفقاً لنظام "المفاوضة" والذي يشبه إلى حد ما النظام العالمي المعروف بالمعاملات على المنضدة وبعد صدور المرسوم الأميري، بإعادة تنظيم السوق في عام 1983، إلى أجهزة الحاسب الآلي المتوفرة لدى مكاتب الوسطاء، ثم عمل التوافق بين عروض الشراء والبيع آلياً بواسطة الكمبيوتر حيث تم تطبيق نظام المزايدة المكتوبة، وذلك بهدف عرض أوامر البيع والشركاء على اللوحات التي أعدت لهذا الغرض وفي الأوقات المحددة لجلسات التداول وتماشياً مع التطورات التكنولوجية الحديثة في عمليات التداول في الأسواق المالية، فقد بدأ السوق منذ أواخر عام 1995 بتحويل نظام التداول إلى نظام التداول الآلي الذي يعتمد على إدخال كافة عروض البيع والشراء.

ثانياً. دراسة دور عقود المشتقات المالية في تطور سوق الكويت المالي:

أن سوق الكويت للأوراق المالية شهدت في السنوات الأخيرة خطوات هامة في مجال تطوير بنيتها التشريعية والتكنولوجية، وتعزيز مكانتها على مختلف الأصعدة المحلية والدولية، كما أولت السوق تطوير البحث العلمي ونشر المعلومات والإحصائيات والمؤشرات المالية، أهمية خاصة لما لها من تأثير على رفع مستوى الوعي المرتبط بسوق رأس المال، وقد شهدت سوق الكويت المالي تطورات على مستوى إدخال أدوات استثمارية جديدة مثل عقود الخيارات الذي تم تطبيقه في 28 مارس 2005.

1. عرض نتائج العائد المحقق لمؤشر سوق الكويت المالي وأسعار عقود الخيارات: بالاعتماد على معطيات مؤشر سوق الكويت المالي المتضمن أسعار إغلاق وأسعار الإقفال عقود الخيارات تم توضيح العائد المحقق في الجدول (01) (15):

يتبين من خلال الجدول أن العوائد المحققة في السوق المالي للكويت عرفت تذبذب كبير بالنسبة لعوائد أسهم عقود الخيارات أما عوائد مؤشر سوق الكويت المالي عرفت تذبذب طفيف، وبالمقارنة نجد أن عوائد عقود الخيارات حققت أعلى عائد قدر ب (5.47) الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر ب (- 0.90) الدينار الكويتي أما بالنسبة لعوائد مؤشر سوق الكويت المالي نجد أنه حقق أعلى عائد قدر ب (0.0293) الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر ب (- 0.29) درهم الكويتي، من خلال المقارنة نجد عقود الخيارات حققت أعلى عائد وأدنى عائد مقارنة ما تم تحقيقه من عوائد مؤشر سوق الكويت المالي.

2. تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بدراسة معدلات العائد المحققة كلا من مؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات :

أن عوائد الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات يتضح لنا التغير الحاصل في عقود الخيارات واضح من خلال الفروق حيث نجد معدل عائد شركات حققت أعلى عائد قدر ب 5.47 الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر ب - 0.90 على خلاف عوائد مؤشر الكويت الذي عرف تذبذب طفيف حيث قدر ب 0.023 الدينار الكويتي كما حققت أدنى عائد قدر ب - 0.29 الدينار الكويتي ففي ما إذا حققت عقود (3.80) ، الخيارات أعلى عائد يحقق مؤشر سوق الكويت المالي أدنى عائد مثلاً : عوائد عقود الخيارات على التوالي (5.47، 3.80، 3.29) درهم الكويتي تقابلها عوائد مؤشر سوق الكويت المالي على التوالي (0.0018، 0.008، 0.0012) درهم كويتي أما في حالة عوائد مؤشر سوق الكويت المالي أعلى عائد نجد عقود الخيارات حققت أدنى عائد مثلاً : عوائد مؤشر سوق الكويت (0.039، 0.029، 0.026) الدينار الكويتي تقابلها عوائد عقود الخيارات على التوالي (0.000) الدينار الكويتي.

وتفسر هذه النتائج بأن العوائد المحققة تتحرك عكس الاتجاه، كما أن الشركات التي تتداول عقود الخيارات لا تتداول أسهم العادية والعكس بالنسبة لشركات التي تتداول الأسهم العادية لا تتداول عقود الخيارات ونستنتج أنه رغم قلة متعاملين عقود الخيارات إلا أن معدل عائدها يفوق معدل مؤشر سوق الكويت المالي، ولها تأثير نسبي على مؤشر سوق الكويت المالي.

3. تحليل وتفسير نتائج دراسة ارتباط بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة:

أن النسب المؤوية لأسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت المالي تتحرك بصورة مستقلة عن بعضها البعض وإن قيمة الوسيط والتي تعد معدومة لأسعار مؤشر السوق المالي هو 7694.9200 الدينار الكويتي ما يعادل نسبة % 51.3873 حيث أن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط تعد سالبة وتمثل 7184.7425 الدينار الكويتي وما يعادل نسبة % 21.01 أما الحالات الأكبر من الوسيط تعد موجبة وتمثل 7897.2000 الدينار الكويتي ما يعادل نسبة % 27.5930605 حيث تمثل هذه النسبة قوة تتبع استقلالية حركة الأسعار، وتعتبر أسعار أسهم مؤشر سوق الكويت المالي تتصف بالاستقلالية وهذا يعني أن الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي تتحرك بصفة عشوائية ولا تتأثر ببعضها بعض وبالتالي يعطي ذلك القدر على الحكم بكفاءة سوق الكويت الأوراق المالية عند مستوى معين من الكفاءة مما يعني التغير الحاصل في أسعار إغلاق شركة مدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي لا تتأثر ولا تتأثر بتغير أسعار إغلاق شركة أخرى في نفس مؤشر سوق الكويت المالي.

ثالثاً. تحليل تطور أداء لسوق الكويت للأوراق المالية (2006-2010) ⁽¹⁶⁾ : يوضح الجدول (2) مايلي:

1- خلال 2006 : بلغ المعدل السنوي للمؤشر لسوق الكويت في المتوسط 528.67 نقطة خلال عام 2006 ، وبلغت الوزني ذروته شهر فيفري 579.33 نقطة، وأدنى معدلاته شهر أوت 494.69 نقطة في حين بلغ المعدل السنوي للمؤشر الوزني 568.46 نقطة عام 2005 ، وأقفلت تعاملات عام 2006 على خسائر قاربت 7 بالمئة للمؤشر الوزني وقد تضافرت جملة من عوامل سياسية واقتصادية مؤثرة سلبي على أداء سوق الكويت للأوراق المالية منها : نشوب نزاع ما بين السلطتين التنفيذية والتشريعية والذي عرف بأزمة الدوائر الانتخابية والتي على إثرها تم حل مجلس الأمة وإجراء انتخابات جديدة مما أرحى بظلاله على الأوضاع الداخلية في البلاد بشكل عام وعلى الصعيد

الاقتصادي بشكل خاص، وقد تزامنت هذه المرحلة الداخلية مع تطورات على الصعيد الإقليمي أثرت سلبا على الاستثمارات ليس فقط في دولة الكويت بل في أسواق الخليج أيضا.

2- خلال 2007: بلغ المعدل السنوي للمؤشر لسوق الكويت 667.73 نقطة خلال عام 2007، وقد ارتفع بنسبة 26.30% عن المعدل السنوي خلال عام 2006 وسجل المؤشر أدنى معدلاته خلال شهر جانفي 531.3 نقطة، وأخذ المؤشر في تحسن مستمر إلى أن بلغ خلال شهر أكتوبر ذروته 760.30 نقطة.

3 - خلال 2008: شهد عام 2008 الكثير من الصعود والهبوط المتلاحق لسوق الكويت للأوراق المالية، فقد بلغ المعدل السنوي للمؤشر لسوق الكويت 695 نقطة خلال عام 2008، وقد ارتفع بنسبة 4.08% عن المعدل السنوي المحقق خلال عام 2007، وسجل المؤشر أدنى معدلاته خلال شهر ديسمبر 465.14 نقطة إثر انخفاض مستمر بدء من شهر مارس 800.73 نقطة، حيث سجل المؤشر خلال هذا الشهر مستويات غير مسبقة والتي تعتبر نقطة ذروة خلال عام 2008 بصفة خاصة ولكن مع دخول الأسواق العالمية في أزمة مالية متسارعة التطورات ومع الهبوط الاقتصادي العالمي خلال النصف الثاني من العام واجهت سوق الكويت للأوراق المالية انهيار شديدا في المؤشر نتيجة انهيار أسعار الأسهم الناجم عن الموجة القوية من عمليات البيع وهبوط أسعار النفط وتوسع الأوضاع الائتمانية والقلق إزاء احتمال إعلان الشركات عن نتائج مالية ضعيفة بنهاية العام ونتيجة لذلك شهدت سوق الكويت للأوراق المالية أسوأ عام لها حيث خسر المؤشر 41.90% من قيمته.

4 - خلال 2009: يعتبر عام 2009 أسوأ عام بالنسبة لسوق الكويت للأوراق المالية حيث استمر المؤشر للسوق في الانخفاض إلى أن وصل أدنى مستوياته مسجلا خلال شهر فيفري 345.17 نقطة بعدما سجل 788.3 نقطة خلال فيفري 2008، وذلك بانخفاض قدره 128.38% في حين بلغ المؤشر للسوق خلال العام 407.00 نقطة بانخفاض قدره 41.43% عن المعدل السنوي المحقق خلال عام 2008 وسجل المؤشر أعلى مستوياته خلال شهر سبتمبر 455.16 نقطة وتعتبر هذه النتيجة أقل من أدنى النتائج في المؤشر الوزني للسنوات السابقة وقد تضافرت مجموعة من العوامل التي استمرت بالضغط على مجريات التداول في السوق ومنها:

- ♦ عدم توافر محفزات جديدة من أجل عودة النشاط وتحقيق النمو.
- ♦ تأخر الشركات في الإعلان عن نتائجها الفصلية.
- ♦ ترقب المتعاملين بالسوق لتطورات المشهد السياسي الكويتي ومدى انعكاسها على الوضع الاقتصادي وخصوصا فيما يتعلق بإقرار القوانين الاقتصادية المؤجلة والمعني بمؤشرات التنمية المرتقبة.

5- خلال 2010: بلغ المعدل السنوي للمؤشر لسوق الكويت للأوراق المالية في المتوسط 432.89 نقطة خلال عام 2010 بارتفاع قدره 6.35% عن المعدل السنوي لعام 2009 وقد بلغ المؤشر أدنى مستوياته خلال شهر جانفي 381.74 نقطة، واستمر المؤشر في التحسن حتى وصل إلى مستويات قياسية خلال شهر أكتوبر 474.37 نقطة وهو الأعلى خلال عامين تحديدا، واستقر المؤشر في هذا المستوى خلال الربع الأخير.

وشهد عام 2010 العديد من الأحداث المؤثرة سواء من الناحية الاقتصادية أو السياسية كان لها الأثر البالغ على توجه السوق منها:

- ♦ تم تداول أكبر قيمة في يوم 17 فبراير 2010 بقيمة بلغت 167 مليون دينار كويتي بالمقارنة مع أعلى قيمة تداول في العام قبله والتي بلغت 296 مليون دينار كويتي بتاريخ 7 يونيو 2009 .
- ♦ بلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية الرسمية بنهاية عام 2010 عدد 214 شركة مقارنة مع عدد 206 شركة بعام 2009 ، وعدد 206 شركة بعام 2008 و 196 شركة في عام 2007، و 180 شركة في عام 2006

الخلاصة:

بعد دراسة تجربة السوق المالي للكويت في التعامل بالأدوات المالية المشتقة توصلنا إلى أن أداء سوق الكويت المالي متفوق على أداء بعض البورصات الناشئة في الدول العربية محل مقارنة، في معظم مؤشرات بورصة الأسهم، مثل بورصة فلسطين وإن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في السوق المالي للكويت يعد خطوة مهمة في تطوير المنتجات المالية المناسبة لهم لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، و لم تؤثر المشتقات المالية على إحداث أزمة في سوق الكويت المالي وخير دليل على ذلك عوائد عقود الخيارات أعلى من عوائد مؤشر السوق وبما أن حركة اتجاه أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق الكويت المالي مستقلة ولا تؤثر ببعضها البعض هذا مما يدل على توفر المعلومات بين الشركات وما يزيد من مستوى كفاءة السوق المالي حيث كلما كانت عقود الخيار قائمة على دراسات علمية دقيقة تعتمد على دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة لاتجاهات الأسعار كلما ساهمت عقود الخيار في تغطية مخاطر السوق بشكل جيد، وبالتالي المساهمة في رفع من كفاءة السوق المالي وخلص هذا البحث إلى مجموعة من النتائج من أهمها:

- ♦ المشتقات المالية سلاح ذو حدين فمنهم من يستخدمها للمضاربة فتزيد المخاطرة، ومنهم من يستخدمها لتحوط فتزيد من فعالية وتطوير واستقرار السوق المالي.
- ♦ الهدف من استراتيجيات المشتقات هو تقليل التعرض لمخاطر سعر الفائدة، أسعار الصرف وتقلبات الأسعار إذ من خلال الدخول في هذه العقود، تستطيع المصارف أو المؤسسات الأخرى تغطية مخاطر السوق التي تتعرض لها.
- ♦ شهدت المشتقات هجوما مستمرا عليها باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها ومما لا شك فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور والتي تعرضت لها مجموعة من المنشآت، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات
- ♦ في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر يتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب، وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.
- بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من التوصيات أهمها:
- ♦ تشجيع المستثمرين على تداول المشتقات المالية لما توفره من خصائص وامتيازات التي تفقدها الأوراق المالية الأخرى واستغلال الأمثل للمشتقات المالية من خلال استغلالها في مجال الترويج والتحوط، والابتعاد عن استغلالها في مجال المضاربة.

- ♦ الاستعانة بخبراء الماليين في ميدان المشتقات المالية قبل اتخاذ القرار الاستثماري في عقود المشتقات المالية وذلك من أجل قيامهم بدراسات تحليلية لمؤشر السوق المالي من أجل بناء توقعات على أساس علمي دقيق.
- ♦ ضرورة تشديد رقابة البنك المركزي الكويتي على البنوك المحلية والشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية.
- ♦ تطوير أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان، وإدخال خدمة التداول عن بعد وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

ملحق الجداول والأشكال البيانية :

جدول رقم 1: قيم العوائد المحققة لمؤشر سوق الكويت المالي وعقود الخيارات

أعلى عائد عقود الخيارات	أدنى عائد عقود الخيارات	أعلى عائد مؤشر السوق	أدنى عائد مؤشر السوق
5.47	0	0.0293	- 0.29
3.80	0	0.029	0.00018
3.092	0	0.026	0.008

المصدر: من اعداد الباحثين بناء على التقارير المالية لسوق المالي للكويت

جدول 2: تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2006- 2010

الوحدة: النقاط

2010	2009	2008	2007	2006	
381.7414286	362.1566667	756.4517391	531.0343478	577.3873333	جانفي
405.9836842	345.1755	788.309	535.8445	579.3317647	فيفري
435.4391304	351.3469565	800.7390909	575.9766667	527.4228571	مارس
439.1585714	390.9531818	780.6018182	606.0577273	530.6290909	أفريل
425.4554545	408.9947619	771.0709524	660.1731818	503.4786957	ماي
404.2527273	408.9947619	780.2495455	702.2028571	514.153	جوان
403.1295238	455.3463636	748.3343478	729.3121739	497.2821739	جويلية
427.1286957	454.7745455	734.8838095	737.3455	494.6904545	أوت
451.2313636	455.1690909	664.7677273	749.8261905	513.9495238	سبتمبر
474.3795238	448.9771429	577.8404545	760.3013043	551.8986957	أكتوبر
473.7231818	396.3386364	471.682381	720.232381	537.9857143	نوفمبر
473.1281818	384.2243478	465.1413043	704.4836364	515.8459091	ديسمبر

المصدر: (www.kuait.com) (Consulte le 31/11/2016)

الاحالات والمراجع:

- 1 - محمد مطر، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ص 262.
- 2 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 656.
- 3 - منير إبراهيم هندي، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، بيروت، 1994، ص 15.
- 4 - Gérard Marie Henry, les marchés financières, Armand Colin, Paris, 1999, p 64-65.
- 5 - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 60.
- 6 - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص 63 - 64.
- 8 - سعد عبد الحميد مطاوع، المرجع السابق، ص 70.
- 9 - بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتق: أدوات مستحدثة لتغطي المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادي الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20 - 21 أكتوبر 2009، ص 04.
- 10 - منير ابراهيم هندي، ادارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق والمشتقات المالية، ج2، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص ص 19 - 21.
- 11 - المادة 03 من المرسوم الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والمعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.
- 12 - أهم البورصات في العالم، اتحاد الشركات الاستثمارية، الطبعة الأولى، نوفمبر 2008، ص ص 6 - 7.
- 13 - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2007، ص 217.
- 14 - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2008/ 2009 -، ص ص 171 - 172.
- 15 - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2005/2006، ص 218.

16- <http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx>. □

17- <http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx>.