

تأثير المشتقات المالية في أسعار الأسهم -دراسة تحليلية قياسية باستخدام منهج تصحيح الخطأ على الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين للفترة 2013 - 2020

**The Effect of Financial Derivatives on Shares Prices -
An Empirical analytical study using error correction
approach on Qatar Insurance and Reinsurance
Company for the period 2013-2020**

ياسر بن يونس¹، يوسف شرع²، أحلام بوعبدلي³

1- جامعة غرداية-الجزائر- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

benyounes.yasser@univ-ghardaia.dz

2- جامعة غرداية -الجزائر- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

charaa.y@univ-ghardaia.dz

3- جامعة غرداية-الجزائر- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مخبر السياحة، الاقليم والمؤسسات

bouabdelli.ahlam@univ-ghardaia.dz

تاريخ الاستلام: 2021/03/14 تاريخ القبول: 2021/11/05 تاريخ النشر: 2022/06/09

ملخص

تهدف الدراسة الى التعرف على دور المشتقات المالية في الشركات الاقتصادية وتحديد تأثيرها في سعر السهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين خلال الفترة من الربع الثاني لسنة 2013 إلى الربع الثالث لسنة 2020 وباستخدام برمجية Eviews10.

توصلت الدراسة من الناحية النظرية إلى وجود علاقة طردية بين المشتقات المالية وسعر السهم فكلما تزداد المشتقات ويزداد التنوع فيها يؤدي ذلك إلى زيادة التحوط من المخاطر، مما يساهم في زيادة الطلب على أسهم الشركات، والنتيجة ارتفاع أسعارها، ومن جهة أخرى توصلت الدراسة إلى وجود علاقتين قصيرة وطويلة الأجل بين متغيري الدراسة

من خلال نموذجين مقبولين اقتصاديا، احصائيا وقياسيا كما توصلت إلى عدم وجود سببية بين متغيري الدراسة.

كلمات دالة: مشتقات مالية، سعر السهم، شركة قطرية للتأمين وإعادة التأمين، تكامل مشترك، نموذج تصحيح الخطأ، اختبار استقرارية.

Abstract:

The study aims to identify the role of financial derivatives in economic companies and determine their effect on the share price in Qatar Insurance and Reinsurance Company From the second quarter of 2013 to the third quarter of 2020 and by using Eviews10 software.

The study found, that there is a direct relationship between financial derivatives and the share price, so whenever the derivatives go up with the increase in diversification, this leads to an increase in hedging of risks, which contributes to an increase in the demand for companies 'shares, and the result is a rise in their prices. On the other hand, The study found that there are short and long term relationships between the study variables through two economically, statistically, and empirical acceptable models, and also concluded that there is no causation between the study variables.

Key words: derivatives, share price, covalent integration, error correction model, stability testing.

مقدمة

عرفت المشتقات المالية انتشارا واسعا في الأسواق المالية العالمية لتصل الى بعض الدول العربية التي تعرف أسواقها المالية نشاطا كبيرا، حيث وفرت هذه الأدوات المالية طرقا جديدة في التسيير المالي، بحيث تتيح فرصا لتحقيق الأرباح أما من خلال المضاربة أو المراجحة، بالإضافة الى كونها أداة للتحوط من المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسات المالية جراء الاستثمار في الأسواق المالية، كمخاطر تقلبات أسعار الصرف، تقلبات أسعار العملات، أسعار الفائدة... ويعتبر الاقتصاد القطري واحد من أغنى الاقتصادات في العالم تبعا للنتائج المحلي الإجمالي للفرد، حيث تعتمد على النفط والغاز كأساس لقوام اقتصادها، لذا قامت قطر بإعداد خطة للتخلص من التبعية النفطية من خلال إطلاق سوق للمشتقات المالية في بورصة قطر ضمن عملية تعزيز البيئة الاستثمارية للسوق المالية، ويعد سوق التأمين القطري من أنشط الأسواق وأسرعها نموا خليجيا من حيث اجمالي أقساط التأمين المكتتب فيها، وهذا راجع لاستثمار هذه الأخيرة في المشتقات المالية خاصة عقود المبادلات.

- **مشكلة الدراسة:** تتمحور مشكلة الدراسة حول تقلبات قيمة المشتقات المالية وتأثيرها في أسعار أسهم الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين، والتي تعتمد بنسبة كلية على التأمين في مختلف القطاعات كالطاقة، السيارات، البناء والنار...، وتقدم الشركة خدمات التأمين للشركات في صناعة النفط والغاز ومعظم أعمالها في قطاع الطاقة، وعلى ضوء ما سبق يمكننا طرح الاشكال الآتي: **ما تأثير المشتقات المالية في تقلبات أسعار الأسهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين خلال الفترة 2013-2020؟**

ولتوضيح الإشكالية أكثر يمكننا طرح التساؤلات الفرعية الآتية:

- ✓ هل هناك علاقة تكامل مشترك بين المشتقات المالية وأسعار الأسهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين؟
- ✓ هل هناك علاقة سببية بين المشتقات المالية وأسعار الأسهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين؟
- ✓ ما اتجاه العلاقة بين المشتقات المالية وأسعار الأسهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين؟

- **فرضيات الدراسة:** على ضوء الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الفرضيات الآتية:
- ✓ وفق نموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ فإنه توجد علاقة طويلة الأجل بين المشتقات المالية وأسعار الأسهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين؛
 - ✓ حسب سببية غرانجر فإنه توجد علاقة سببية بين المشتقات المالية وأسعار الأسهم في المؤسسة القطرية للتأمين وإعادة التأمين؛
 - ✓ هناك تأثير في الاتجاه المباشر وغير المباشر للمشتقات المالية على سعر السهم على المدين القصير والطويل في المؤسسة القطرية للتأمين وإعادة التأمين.
- **أهمية الدراسة:** تكمن أهمية الدراسة في كونها تتناول موضوع المشتقات المالية التي تعد أدوات مالية يختلف دورها باختلاف مستخدميها، فالبعض يراها أداة للتحوط من المخاطر، والآخر يراها أداة لإدارة المخاطر، فيما يعتبرها آخرون أداة لتحقيق الأرباح وتعظيم الثروة من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار بين البيع والشراء، وبالتالي فيمكن لعدد كبير من المتعاملين الاستفادة نتائجها.
- **أهداف الدراسة:** نلخصها في النقاط الآتية:
- ✓ تحديد الإطار النظري للمشتقات المالية؛
 - ✓ وصف وتحليل تطور كل من قيمة المشتقات المالية وسعر السهم خلال فترة الدراسة للشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين؛
 - ✓ اختبار العلاقة بين قيمة المشتقات المالية وسعر السهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين باستخدام أدوات التحليل القياسي من خلال تحديد تأثير المشتقات المالية في سعر السهم.
- **منهجية الدراسة:** يعتمد البحث على المنهجين الوصفي التحليلي لعرض تطور كل من قيمة المشتقات المالية وسعر السهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين، والأسلوب الاحصائي القياسي لتقدير العلاقة بين قيمة المشتقات المالية وسعر السهم باستخدام برنامج EViews10 وقد تم تناول الدراسة من خلال النقاط الآتية:
- ✓ أولاً: الإطار النظري للدراسة؛
 - ✓ ثانياً: دراسة وصفية، تحليلية واحصائية لتأثير المشتقات المالية في سعر السهم؛
 - ✓ ثالثاً: دراسة قياسية تطبيقية لتأثير المشتقات المالية في سعر السهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين للفترة 2013/2020.

– **الدراسات السابقة:** من الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع نجد ما يلي :

✓ جمال معتوق، سعيدي يحيى، سنة 2015، مقال بعنوان قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية، دراسة مقارنة سوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات المالية في الفترة 1994 الى 2015. حيث هدف المقال اجراء مقارنة في البورصة التركية قبل استخدام المشتقات المالية وبعد استخدامها، وذلك باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وقياس التباين والانحراف المعياري لعوائد السوق المالي، وتوصلت الدراسة الى أن تداول المشتقات المالية يؤثر إيجابا في الاستثمار المالي، عن طريق تخفيض الحسائر المالية، خاصة في مؤشر المؤسسات الكبيرة؛

✓ علي عبد الغاني اللايد، ابراهيم علي عبد الله القاضي وطلال مزيد العرادة، سنة 2015، مقال بعنوان مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية سنة 2015)، هدف المقال الى التعرض لمخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك بالاعتماد على التحليل الاحصائي لكل من المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للحصة السوقية وتحليل الانحدار الخطي المتعدد لأثر مخاطر استخدام المشتقات المالية مجتمعة على أداء الشركة وتحليل نتائج اختبار الانحدار البسيط للفرضيات الفرعية، وتوصلت نتائج هذه الدراسة الى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر السوقية والائتمانية والتشغيلية والقانونية للمشتقات المالية على أداء الشركات ؛

✓ علام عثمان، حملة عز الدين، سنة 2016 مقال بعنوان استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي، هدف المقال الى التعرض إلى مختلف المشتقات المالية واستخداماتها للتحوط وإدارة المخاطر في السوق المالي كون ذلك مهما لتحقيق الاستمرارية والتطور، حيث قامت هذه الدراسة بتسليط الضوء على كيفية استخدام المشتقات المالية لإدارة مخاطر السوق المالي بطريقة نظرية، وتوصلت النتائج الى أن المشتقات المالية أدوات للتحوط ضد الخطر الا أن المجازفة أمر غالب فيها مما يجعلها من أسباب الأزمات المالية، وأن استراتيجيات التغطية باستخدام المشتقات المالية تكون فعالة اذا تم استخدامها بشكل صحيح كون المخاطر التي تصاحب المشتقات المالية لا تعود الا المشتقات وانما ترجع الى المتعاملين بها.

أولا: الإطار النظري للدراسة

1- المشتقات المالية: توجد عدة تعاريف مختلفة للمشتقات المالية نذكر منها:

هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري". (عبد المنعم رضوان، 2005، الصفحات 59-60)

كما تعرف بأنها: "عقود مالية تتم بين طرفين، وتكتسب قيمتها من الأصول المادية. أو المالية التي يتم التعاقد عليها. وتحدد بفترة زمنية معينة. مع الاتفاق على بعض الشروط بين المشتري والبائع. ومن بين الأصول التي يتم التعاقد عليها نجد العقارات. والسلع، الأسهم والسندات، العملات الأجنبية، معدل الفائدة، مؤشرات البورصة". (قايدى و الحسن، 2015، الصفحات 28-30) بتصرف.

2- خصائص المشتقات المالية: تتميز عقود المشتقات المالية بجملة من الخصائص يمكن ابراز أهمها فيما يلي: (كتاف و لطرش، 2017، الصفحات 383-384) بتصرف

- ✓ تستمد عقود المشتقات المالية قيمتها الكامنة من قيمة كيان آخر؛
- ✓ تشتق قيمة عقود المشتقات المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية موضوع التعاقد؛
- ✓ يتم تسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ لاحق مستقبلي؛
- ✓ لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية، بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد؛
- ✓ تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول؛
- ✓ تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد في وقت التعاقد ليتم تسليمها أو تبادلها بنفس هذا السعر في المستقبل.

3- أنواع المشتقات المالية: تتعدد أنواع عقود المشتقات المالية وتختلف ومن أشهرها:

3-1- عقود الخيارات: "عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما يباع أو شراء لأصل مالي في تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحديد العقد لا تكون قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه، ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش لدى بيت السمسرة التي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة". (عيساوي و مرغاد، 2014، الصفحات 150-151)

3-2- عقود المبادلات: " هي العقود التي تحتوي على مبادلة معدل فائدة مقابل معدل فائدة آخر لفترة متفق عليها مقدما وتكون هذه المبادلة عن طريق معدل ثابت مقابل معدل متغير، معدل متغير مقابل معدل ثابت أو مؤشر مرجعي مقابل مؤشر مرجعي آخر، يجب الإشارة الى أن مبادلة معدل ثابت مقابل معدل ثابت آخر ممنوع بحسب القوانين، هذا التبادل يمكن أن يسري خلال كل المدة المتبقية للقروض المعطاة أو على جزء منها"؛ (علام و حملة، 2016، صفحة 160)

3-3- العقود الآجلة: "هي عقود بين طرفين أساسيين اما لبيع أو لشراء أصل معين وبتاريخ معين في المستقبل، وتستخدم البنوك والمستثمرون هذه العقود لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية"؛ (محمد رزق، 2008، صفحة 158)

3-4- عقود المستقبلية: "اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين، بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد: نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يمكن تداولها، التاريخ الذي يتم فيه تبادل هذا الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل، وعلى خلاف العقود الآجلة يتم تبادل عقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة في العقد". (شلالي و قاشي، 2013)

4- أسواق المشتقات المالية: يتم التعامل بالمشتقات المالية في أسواق مالية، والتي تكون اما منظمة أو غير منظمة.

4-1- السوق المنظمة: تعرف هذه السوق بالسوق الآجلة للبورصة، وهي سوق تتصف بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كالشروط المتعلقة بالتسليم، التسوية، الحد الأقصى لعقود المضاربة الذي يمكن أن يجوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل... الخ؛ (بدوي، 2001، صفحة 466)

4-2- السوق غير المنظمة: تعرف هذه السوق بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، وذلك لأن الصفقات في مثل هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين، ولا تخضع لأي رقابة ولا تملك غرفة مقاصة، مما يجعل العمليات فيها غير منظمة وغير نمطية، والقرار فيها يتخذ بشكل مشترك بين الطرفين المعنيين ولا تتطلب وضع أي هامش ضمان، أي أنها مهيكلة حسب إدارة الطرفين. (سرامه، 2012، الصفحات 14-15)

5- المتعاملون في أسواق المشتقات المالية: توفر هذه الأسواق الإمكانيات اللازمة لإدارة المخاطر وتلبية الحاجات التمويلية من خلال إدارة السيولة وغيرها من المميزات، الا انها غير متاحة للجميع بل تقتصر على فئات معينة من المتعاملين، من أبرزهم ما يلي (سرامه، 2012، صفحة 4) بتصرف :

5-1- المؤسسات: تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، وأيضاً من أجل الحصول على أرباح إضافية، حيث ان حوالي 50% من أرباح المؤسسات الكبرى ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية.

5-2- المضاربون: يدخلون سوق المشتقات المالية لتحسين وضعيتهم المالية وتوسيع مراكزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، ويتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً مقارنة بقيمة العقد، اذ يبلغ في المتوسط 3% من قيمة الأصل محل التعاقد، ويحاولون كذلك تسجيل أرباح مهمة جداً إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.

5-3- مسيرو المحافظ: يدخل مسيرو المحافظ أو مسيرو صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي... الخ، أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم. فكلما كان للصندوق إمكانيات أكبر كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضعية العامة لهذه الأسواق.

5-4- المتحوظون: هم المتعاملون الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، اذ يرغبون في التغطية من خطر تقلب الأسعار، والمشتقات المالية تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج (سرامة، 2012، صفحة 16) بتصرف.

5-5- المراجحو: هم المتعاملون الذين يحاولون الاستفادة من تغيرات الأسعار في مختلف أسواق المشتقات، حيث يدخلون عندما يكون هناك فرق في سعر أصل معين بن سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة. (سرامة، 2012، صفحة 16)

6- الأوراق المالية: تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول على أموال لتمويل استثماراتها، ومن أهم الأوراق المصدرة نجد الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات.

6-1- الأسهم العادية: تعرف على أنها مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضاً أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فشركات المساهمة تعتمد اعتماداً يكاد يكون تاماً على اصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين. (حنفي و قرباقص، 2000، صفحة 496)

2-6- الأسهم الممتازة: وهي أحد أنواع الأسهم، سميت بالممتازة لأنها تمكن حاملها من الحصول على عدد من الامتيازات فيما يخص الأولوية في الحصول على التوزيعات، الأرباح غير الموزعة ونواتج التصفية. (بلجبية ، 2010، صفحة 15)

3-6- السندات: السند يمثل جزءا من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة، لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات شركات المساهمة، ويعتبر حامل السند مقرضا، يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل استثمار أمواله في شكل سندات (بلجبية، 2010).

1-7- التعريف بالشركة محل الدراسة: تأسست الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين كشركة مساهمة عام 1979 في الدوحة بقطر، وتخدم جميع أنواع التأمين. من مجالاتها الأساسية: الطاقة، السيارات، البناء والنار. وتقدم الشركة خدمات التأمين للشركات في صناعة النفط والغاز ومعظم أعمالها في قطاع الطاقة بما في ذلك البحري. ولا تزال الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين على عملياتها التأمينية وكذلك الاستثمارات الاستراتيجية داخل دولة قطر، والتفاني في دعم الاقتصاد الوطني. ومع ذلك تتوسع الشركة في أعمالها الأساسية والاستثمارات في المنطقة العربية وشمال افريقيا (emis.com, 2020).

2-7- مميزات الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين: تتمتع الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين بمجموعة من المميزات أهمها: (الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين، 2020)

- ✓ الدعم والخبرة في الاكتتاب التأميني؛
- ✓ تسوية المطالبات بشكل سهل وسريع؛
- ✓ قوة المركز المالي؛
- ✓ تصنيف مالي بدرجة ممتاز بشكل مستمر؛
- ✓ الدعم القوي؛
- ✓ إدارة المواهب والتطوير المهني المستمر؛
- ✓ الميزة التنافسية المستدامة.

ثانيا: دراسة تحليلية وصفية واحصائية لمتغيري الدراسة في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين للفترة 2013-2020: اعتمدنا في دراستنا على متغيرين أحدهما مستقل (المشتقات المالية (FD) المقاسة بالريال القطري (ر.ق. 10^3) والآخر تابع (سعر السهم (SP) المقاسة ر.ق حيث تم الحصول على البيانات من موقع الشركة من بورصة قطر وهي بيانات ربع سنوية.

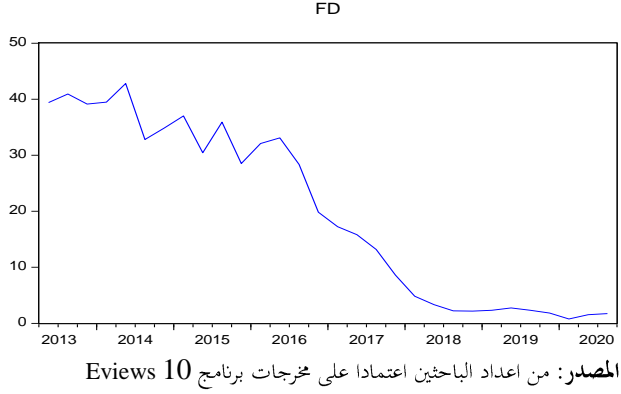
1- دراسة وصفية تحليلية لتطور قيمة المشتقات المالية في الشركة القطرية للتأمين

وإعادة التأمين: الشكل 01 يوضح تطور قيمة المشتقات المالية في الشركة القطرية

للتأمين وإعادة التأمين.

الشكل رقم 01: تطور قيمة المشتقات المالية خلال الفترة Q22013 إلى Q32020

	FD
Mean	19.84377
Median	18.52650
Maximum	42.80000
Minimum	0.771000
Std. Dev.	15.77221
Skewness	0.034127
Kurtosis	1.317742
Jarque-Bera	3.543315
Probability	0.170051
Sum	595.3130
Sum Sq. Dev.	7214.112
Observations	30



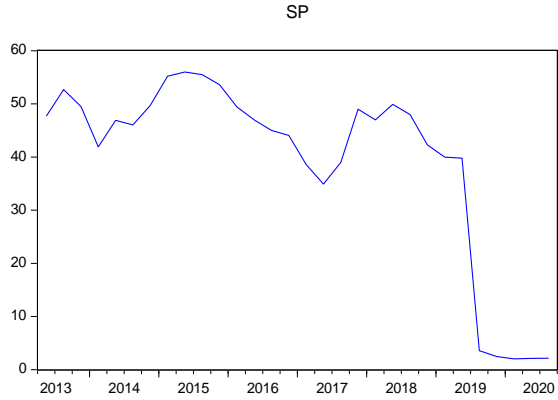
من خلال الجدول نلاحظ تذبذب في بداية الفترة في قيم المشتقات المالية FD مع تراجع طفيف ثم انهيار مع منتصف سنة 2016، ويمكن ارجاع هذا التغير في قيم المشتقات إلى انخفاض حجم وعدد الأصول محل التأمين والمغطاة بالمشتقات المالية هذا من جهة. ومن جهة ثانية يمكن ارجاع أسباب الانهيار في قيمة المشتقات المالية الى انخفاض قيمة الأصول محل التأمين حيث أن قيمة ذمم عقود التأمين قد تراجعت من 228.843 ألف ر.ق في 31 ديسمبر 2013 الى 207.373 ألف ر.ق في جوان 2020 ونظرا لوجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة فان انخفاض قيمة الأصول أدى الى انخفاض نسبة الخطر، وهذا ما دفع المؤسسة الى تخفيض قيمة المشتقات المالية من 39.129 ألف ر.ق في ديسمبر 2013 الى 1.550 ألف ر.ق في جوان 2020.

كما نلاحظ من خلال الشكل عرضا لبعض المقاييس الإحصائية المتنوعة المتعلقة بقيمة المشتقات المالية، حيث أن متوسط قيم المشتقات المالية خلال فترة الدراسة بلغ 19.84 ر.ق 10^3 ، قيمة الوسيط 18.53 ر.ق 10^3 والانحراف المعياري 15.77 ر.ق 10^3 ، مقياس الالتواء فقد كان 0.03، ومعامل التفرطح 1.32 وهو أقل من 3 وعليه فالمنحنى مفلطح.

2- دراسة وصفية تحليلية لتطور سعر سهم الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين: الشكل رقم 02 يوضح تطور سعر السهم في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين.

الشكل رقم 02 تطور سعر السهم خلال الفترة Q22013 إلى Q32020

	SP
Mean	39.36833
Median	46.47500
Maximum	56.00000
Minimum	2.030000
Std. Dev.	17.56240
Skewness	-1.457592
Kurtosis	3.615581
Jarque-Bera	11.09655
Probability	0.003894
Sum	1181.050
Sum Sq. Dev.	8944.701
Observations	30



المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ تذبذب في مجمل الفترة في قيم سعر السهم مع تراجع طفيف ثم انخيار مع نهاية سنة 2019 وسنة 2020 ويمكن ارجاع هذا التغير في قيم سعر السهم إلى تراجع معدلات الطلب على أسهم الشركة بسبب انخفاض معدل أداء الشركة.

كما نلاحظ خلال الشكل عرضا لبعض المقاييس الإحصائية المتنوعة المتعلقة بسعر السهم، حيث أن متوسط سعر السهم خلال فترة الدراسة بلغ 39.37 ر.ق، قيمة الوسيط 46.48 ر.ق والانحراف المعياري 17.56 ر.ق، مقياس الالتواء فقد كان سالبا -1.46 بمعنى أنه مائل لليسر، ومعامل التفرطح 3.62 وهو أكبر من 3.

وعليه يمكن ارجاع أسباب هذا الانخيار في سعر السهم إلى انخفاض ربحية السهم حيث أن قيمة ربحية السهم قد بدأت في التراجع ابتداء من الربع الأول لسنة 2019 (ربح السهم 2.50 ر.ق) لتستمر في الانخيار وتصل إلى الصفر في مطلع سنة 2020 وتبقى على هاته الحالة حتى الربع الثالث لسنة 2020 (ربح السهم 0.00)، والسبب عائد إلى تحقيق الشركة لخسائر بسبب عدة عوامل أهمها:

✓ انخفاض أسعار كل من النفط، الغاز والسيارات بسبب انتشار جائحة كورونا أدى الى تكبد الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين لحسائر وخيمة كونهم المجالات الأساسية التي تمارس فيها الشركة نشاطها؛

✓ زيادة عدد الشركات القطرية الناشطة في جانب التأمينات ابتداء من سنة 2016 أدى الى احتدام المنافسة، وهذا ما يفسر تقلبات ربحية أسهم الشركة ومنه أسعار أسهمها. ثالثا: دراسة قياسية تطبيقية لتأثير قيمة المشتقات المالية في أسعار أسهم الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين

1- اختبارات الاستقرار: يتم تحديد استقراره متغيري الدراسة بالاعتماد على منهجية ديكي فولر المطور ADF، والجدول رقم 01 يوضح نتائج الدراسة.

من خلال البيانات المبينة في الجدول رقم 01 أدناه، يتضح لنا أن السلسلتين غير مستقرتين في المستوى، سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام (حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة) وهذا بالنسبة للاختبارين ADF. PP، كما نلاحظ أن السلسلتين أصبحتا مستقرتين في الفروق الأولى سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام، (حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة) وهذا بالنسبة للاختبارين ADF. PP اذن السلسلتين مستقرتين ومتكاملتين من الدرجة الأولى $I(1)$.

الجدول رقم 01: اختبار الاستقرارية متغيري الدراسة وفق منهجية ديكي فولر المطور ADF

اختبار ADF					
المتغير	اختبار المستوى بقاطع واتجاه عام	اختبار المستوى بقاطع واتجاه عام	اختبار الفروق الأولى بقاطع	اختبار الفروق الأولى بقاطع واتجاه عام	درجة التكامل $I(D)$
اختبار ADF					
SP	-0.214450 .91380	-1.531986 .80490	-5.097040 .00010	-5191937 .00840	$I(1)$
FD	-	2.188218	7.137037	7.029690	$I(1)$
اختبار PP					
SP	-0.336486 .90890	-1.537406 .79630	-5.564515 .00010	-5.900630 .00020	$I(1)$
FD	-2.6114300 .16030	-3.204097 .16030	-11.89484 .00000	-13.411345 .00000	$I(1)$

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج 10 Eviews.

2- قياس تأثير تغير المشتقات المالية في سعر السهم: اعتمدنا في الدراسة التطبيقية القياسية على سلسلة زمنية طويلة نسبيًا 30 مشاهدة ربع سنوية (فصلية) في الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين، حيث يتم الاعتماد على النتائج السابقة لاستقرارية السلاسل الزمنية من أجل اختيار النموذج المناسب للدراسة التي تكون فيها المشتقات المالية كمتغير مستقل ومؤثر على سعر السهم كمتغير تابع، حيث تم الحصول على البيانات المتعلقة بالمتغيرات من القوائم المالية للمؤسسة للفترة

2013-2020. وبالاعتماد على نتائج الاستقرارية للسلاسل الزمنية تم الاعتماد على نموذج التكامل المشترك لتفسير أثر تغير المشتقات المالية على سعر السهم.

3- التكامل المشترك: بما أن السلسلتين مستقرتين في نفس المستوى (الفروق الأولى) فإن أفضل طريقة للتكامل المشترك في حالة سلسلتين هي طريقة التكامل المشترك لأنجل غرانجر.

3-1- تقدير العلاقة في المدى الطويل: الجدول رقم 02 يوضح العلاقة في المدى الطويل

الجدول رقم 02: تقدير العلاقة في المدى الطويل

Dependent Variable: SP
Method: Least Squares
Date: 12/20/20 Time: 13:57
Sample: 2013Q2 2020Q3
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.69683	4.163370	6.172123	0.0000
FD	0.688957	0.165317	4.167501	0.0003
R-squared	0.382826	Mean dependent var		39.36833
Adjusted R-squared	0.360784	S.D. dependent var		17.56240
S.E. of regression	14.04132	Akaike info criterion		8.186226
Sum squared resid	5520.439	Schwarz criterion		8.279639
Log likelihood	-120.7934	Hannan-Quinn criter.		8.216109
F-statistic	17.36806	Durbin-Watson stat		0.336755
Prob(F-statistic)	0.000268			

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج 10 Eviews

من خلال الجدول يمكن استنتاج المعادلة الآتية:

$$SP = 25.6968 + 0.6889*FD$$

$$6.172123 \quad 4.167501$$

$$R = 0.3828 \quad F=17.36806 \quad N=30$$

ولتحديد مدى صلاحية النموذج المقدر لا بد من تحديد مجموعة من الاختبارات.

3-2 اختبار النموذجية الاقتصادية: من خلال المعادلة نلاحظ أن إشارة FD موجبة بمعنى أن العلاقة بين المتغيرين طردية فزيادة المشتقات المالية بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة سعر السهم بـ 0.6889 وحدة.

كما نلاحظ من العلاقة أن الثابت موجب وهو يعبر عن قيمة سعر السهم في غياب المشتقات المالية، وهذه النتائج تتوافق مع مدلول النظرية الاقتصادية فزيادة المشتقات المالية تؤدي إلى زيادة سعر السهم أو بمعنى آخر زيادة التحوط تؤدي إلى زيادة الطلب وارتفاع سعر السهم، وعليه فالنموذج مقبول اقتصادياً.

3-3 اختبار النموذج من الناحية الإحصائية نقوم بإجراء مجموعة من الاختبارات لإثبات مدى معنوية النموذج من الناحية الإحصائية للمعالم وللنموذج ككل.

✓ **معنوية المعالم:** من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة الاحتمال 0.000 بالنسبة لكل من المعلمتين c (الثابت) و c_1 (معلمة المتغير المستقل المشتقات المالية)، وبالتالي للمعلمتين معنوية إحصائية حيث القيمة المحسوبة لاختبار استيوذنت أكبر من قيمتها الجدولية.

✓ **اختبار المعنوية الكلية للنموذج:** يتم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر ومعامل التحديد

معامل التحديد R^2 : من خلال الجدول والمعادلة نلاحظ أن قيمة معامل التحديد هي 0.382، وهي تعبر على أن المتغير المستقل (المشتقات المالية) يعبر عن المتغير التابع سعر السهم بنسبة 38.2 بالمائة والباقي يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

قيمة فيشر: من خلال الجدول كذلك نلاحظ قيمة فيشر F هي 17.37 هي قيمة محسوبة كبيرة، أكبر من قيمتها الجدولية وهو ما تثبته كذلك احتمالية فيشر بـ 0.000.

من خلال الدراستين الاقتصادية والإحصائية نلاحظ أن للنموذج معنوية إحصائية واقتصادية من خلال تأثير المتغير المستقل (المشتقات المالية) على المتغير التابع (سعر السهم) في المؤسسة محل الدراسة.

3-4 الاختبارات القياسية للنموذج المقدر: يتم من خلال الدراسة إجراء مجموعة من الاختبارات للتأكد من صلاحية النموذج من الناحية القياسية.

✓ **الارتباط الذاتي لتقدير الخطأ العشوائي:** الجدول 03 يوضح نتائج الاختبار

الجدول رقم 03: نتائج اختبار الارتباط الذاتي لتقدير الخطأ العشوائي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.56759	Prob. F(2,26)	0.5762
Obs*R-squared	0.61769	Prob. Chi-Square(2)	0.6343

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمتين الاحتماليتين لاختبار فيشر واختبار LM أكبر من مستويات المعنوية (1، 5) % وبالتالي فالقيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية اذن نقبل فرضية العدم وهي عدم وجود ارتباط ذاتي فيما يخص حد الخطأ.

✓ اختبار عدم ثبات التباين: الجدول 04 يوضح نتائج اختبار عدم ثبات التباين.

الجدول رقم 04: اختبار الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	160945.	Prob. F(1,27)	0.6612
Obs*R-squared	0.16810	Prob. Chi-Square(1)	0.7355

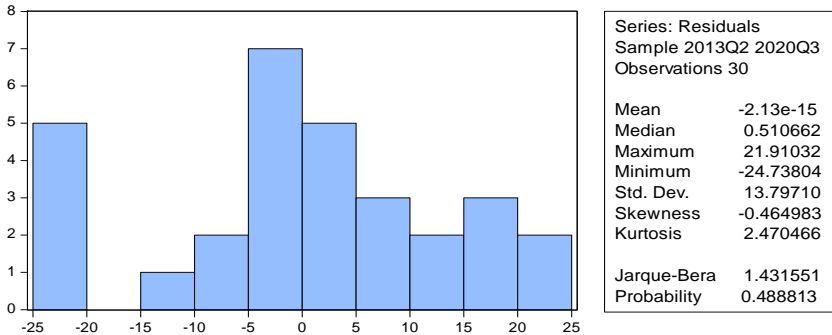
المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمتين الاحتماليتين لاختبار فيشر واختبار ARCH أكبر من مستويات المعنوية (1، 5) % وبالتالي فالقيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية، اذن نقبل فرضية العدم وهي أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

✓ اختبار الكشف عن مشكلة غياب التوزيع الطبيعي: الشكل رقم 03 يوضح نتائج

اختبار غياب التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم 03: اختبار مشكلة غياب التوزيع الطبيعي



المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الشكل نلاحظ أن القيمة الاحتمالية 0.488813 أكبر من مستويات المعنوية (1، 5 و 10) % اذن نقبل فرضية العدم وهو أن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

3-5 اختبار استقرارية سلسلة البواقي: ان استقرارية البواقي تعني وجود تكامل مشترك (مزمن بين المتغيرين) حسب اختبار المرحلتين لأنجل وجرانغر وبعد اجراء اختبار استقرارية البواقي توصلنا الى استقراريتها في المستوى حسب اختبار ADF والجدول رقم 05 يوضح ذلك:

الجدول رقم 05: اختبار ADF لاستقرارية سلسلة البواقي

اختبار ADF			
المتغير	اختبار المستوى بقاطع	اختبار المستوى	درجة التكامل $I(D)$
E	-4.804130	-4.908747	$I(0)$

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول نلاحظ أن سلسلة البواقي مستقرة في المستوى حسب اختبار ADF حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيم الجدولية. وعليه هناك علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرين أو ما يعرف بالتكامل المشترك، وهذا ما يجعلنا نعمل على تقدير نموذج تصحيح الخطأ بعد حساب البواقي في الفترة السابقة.

$$SP = 25.696833213 + 0.68895690773 * FD + e$$

$$E_{t-1} = SP_{t-1} - 0.689FD_t - 25.697$$

3-6 تقدير نموذج تصحيح الخطأ في المدى القصير: نقوم بتقدير نموذج تصحيح الخطأ في المدى القصير حسب العلاقة الآتية:

$$dSP_t = \alpha_1 dFD_t + \alpha_2 e_{t-1} + \mu_t$$

والجدول رقم 06 يوضح نتائج التقدير على المدى القصير

الجدول رقم 06: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM

Dependent Variable: DSP

Method: Least Squares

Date: 12/20/20 Time: 14:45

Sample (adjusted): 2013Q3 2020Q3

Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFD	0.087673	0.379082	10.231278	0.0088
E(-1)	-0.137897	0.110852	-11.243976	0.0042

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج 10 Eviews

وعليه يمكننا من خلال الجدول وضع المعادلة الآتية:

$$DSP = 0.0877 * DFD - 0.1379 * E(-1)$$

من خلال الجدول وبعد اجراء الاختبارات السابقة على النموذج من النواحي الاقتصادية، الإحصائية والقياسية، نلاحظ أن النموذج مقبول اقتصاديا، احصائيا وقياسيا وبالتالي له معنوية فظهور قيمة الخطأ بإشارة سالبة -0.137897 في الفترة t-1 يدل على أن النموذج له معنوية ويجب قبول نموذج تصحيح الخطأ. ويدل على أن قيمة سعر السهم في المدى القصير لا تتساوى مع قيمتها في المدى الطويل، حيث في المدى القصير يكون هناك تصحيح جزئي لهذا الاختلاف، حيث يمثل هذا المعامل مؤشر تعديل القيم الفعلية لسعر السهم اتجاه قيمها التوازنية للفترة الأخرى، فنسبة الاختلال بالنسبة للتوازن في الفترة السابقة t-1 هي 13.79 بالمائة، التي يتم تعديلها خلال الفترة t باتجاه قيمتها التوازنية، وبعبارة أخرى فان سعر السهم يستغرق ما يقارب $(100/13.79=7.25)$ سبع فترات وربع لتصحيح اتجاه قيمته التوازنية.

3-7 اختبار سببية غرانغر: الجدول رقم 07 يوضح نتائج الاختبار

الجدول رقم 07: نتائج اختبار سببية غرانجر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/21/20 Time: 08:44

Sample: 2013Q2 2020Q3

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DFD does not Granger Cause DSP	27	0.31996	0.7295
DSP does not Granger Cause DFD		0.82639	0.4508

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول نلاحظ أن سببية غرانجر لا تعمل في أي من الاتجاهين حيث قيم الاحتمال أكبر من المستويات المعنوية الثلاث (1 و 5 و 10) بالمائة وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أن المشتقات المالية لا تسبب ولا تتسبب بتغيرات أسعار الأسهم ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود سببية بين المتغيرين.

نتائج الدراسة: نلخصها في النقاط الآتية:

- توجد علاقة طردية بين المشتقات المالية وسعر السهم فكلما تزداد المشتقات ويزداد التنويع فيها يؤدي ذلك إلى زيادة التحوط من المخاطر مما يساهم في زيادة الطلب على أسهم الشركات والنتيجة ارتفاع أسعارها؛
- استقرارية سلسلتي الدراسة في الفروق الأولى وتكاملهما من الدرجة الأولى؛
- وجود علاقتين قصيرة وطويلة الأجل بين المشتقات المالية وسعر السهم من خلال نموذجين مقبولين اقتصادياً، احصائياً وقياسياً (نموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ على التوالي)؛
- عدم وجود علاقة سببية بين متغيري الدراسة حسب سببية غرانجر؛
- تفسر العلاقة الطردية بين المتغيرين أنه كلما زادت الأصول التي على الشركة تأمينها زادت معها العوائد وكلما زادت العوائد زادت المخاطرة وكلما زادت المخاطر زادت قيمة المشتقات المالية للتخفيض من المخاطر وكلما انخفضت المخاطر زادت ربحية السهم مما يؤدي الى زيادة ربحية الشركة ومنه ارتفاع أسهمها والعكس صحيح؛

– وقد أكدت دراستنا ما توصلت اليه دراسة جمال معتوق وسعيد يحيى بأن للمشتقات المالية دورا إيجابيا في الاستثمار المالي، حيث ظهر ذلك من خلال ارتفاع عائد أسهم الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين مما أدى الى ارتفاع أسعار أسهمها.

من أهم توصيات الدراسة ما يلي:

✓ على الشركات المالية التي تنشط في قطاع التأمين تبني المشتقات المالية لما لها من دور في رفع أسعار أسهمها؛

✓ على الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين استخدام المشتقات المالية بصورة عقلانية لكي لا تقع في مخاطر ائتمانية؛

✓ على الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين أن تختار الأصول محل التأمين بعناية؛

✓ على الشركة القطرية للتأمين وإعادة التأمين الاستثمار بالمشتقات المالية لما لها من تأثير على ارتفاع أسعار أسهمها.

قائمة المراجع

1. خميسي فايدى، و عبد القادر لحسن. (2015). دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق حالة الدول الصناعية العشر. *المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية*، 25-43.
2. سمية بلجبلية . (2010). أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006. *مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات. قسنطينة الجزائر، قسم علوم التسيير: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة.*
3. سمية بلجبلية. (2010). أثر التضخم على عوائد الأمم - دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006. قسنطينة: جامعة منتوري - كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير.
4. سمير عبد المنعم رضوان. (2005). *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها. الاسكندرية مصر: دار النشر للجامعات.*
5. سهام عيساوي، و لخضر مرغاد. (2014). استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية. *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، 145-161.
6. سيد طه بدوي. (2001). *عملية بورصة الأوراق المالية والعمورية والآجلة من الوجهة القانونية.* مصر: دار النهضة العربية.

7. شافية كتاف، و ذهبية لطرش. (2017). عقود المشتقات المالية والأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية. مجلة آفاق للعلوم، 384-383.
8. عادل محمد رزق. (2008). الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية. مصر: دار طيبة.
9. عبد الغفار حنفي، و رسمية قرباقص. (2000). أساسيات الاستثمار والتمويل. الاسكندرية مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
10. عبد القادر شلاي، و علال قاشي. (2013). مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية. الملتقى الدولي الأول (صفحة ملتقى حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات الدول). البويرة، الجزائر: جامعة أكلي محمد أولحاج.
11. عثمان غلام، و عز الدين حملة. (2016). استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي. مجلة رؤى الاقتصادية، 149-165.
12. مريم سرارمة. (2012). دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-. الجزائر: جامعة منتوري-قسنطينة-.
13. *emis.com. (2020). QATAR GENERAL INSURANCE AND REINSURANCE COMPANY Q.P.S.C. (QATAR). Retrieved 12 5, 2020, from emis.com: https://www.emis.com/php/company-profile/QA/Qatar_General_Insurance_And_Reinsurance_Company_Q__en_1465012.html*
14. الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين (2020). لماذا نحن مختلفون. تاريخ المعاينة : 2020/12/22، من الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين: <http://qgirco.com/ar/about-us/why-we-are-different>