

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الأسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الأسهم وانعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

Analysis of the impact of speculation cases and financial hedge in the stock trading and its reflection on investors study in a sample of companies listed in the Iraqi market for securities

د.سعاد عدنان نعمان¹، د.الهام محمد واثق²، د. شعبان فرج³

¹ كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق ، suadadnan101@gmail.com

² كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة العراقية، العراق ، iiham.ismael@aliraqia.edu.iq

³ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البصرة، الجزائر، cferedj@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 2019/07/05 تاريخ القبول: 2019/11/24 تاريخ النشر: 2019/12/31

ملخص:

هدف البحث إلى كيفية توظيف الأدوات المالية لأغراض التحوط المالي والمضاربة لجعل المخاطر المرافقة للعوائد بأدنى مستوياتها، كما يسعى للربط بين عقود المشتقات والتحوط والمضاربة والكيفية التي منها تتداخل هذه الاستراتيجيات في إنماء القطاعات الحيوية في سوق العراق للأوراق المالية، وقد جاءت هذه الدراسة للوقوف على القطاع المبحوث وتحديد مشكلاته المالية الأساسية ووضع الحلول المناسبة لها وبالشكل الذي يجعل من هذه الشركات قادرة على الوقوف بوجه المنافسة الدولية أو العالمية في مجال قطاعها الانتاجي وتم الاستنتاج بأنه بالإمكان اعتماد المضاربة في الشركات المشمولة بالبحث في مجال الاستثمار بأسعار الفائدة (العائمة) باعتماد هذه الشركات فرق أسعار الفائدة على الودائع الثابتة لديها بواسطة شراء عدد من العقود التي يمكن من تنفيذها عند انخفاض أسعار الفائدة عن الودائع الثابتة لديها وكذا الحال في مجال الاقتراض ويوصي الباحثون بالتوسع باستعمال استراتيجية المضاربة بما يتعدى راس المال وأسعار الأسهم، ليشمل فقرات أخرى من الميزانية، لما لها من أهمية قصوى في اغتنام الفرص الاستثمارية المربحة.

كلمات مفتاحية: المضاربة، التحوط المالي، المشتقات المالية.

تصنيف JEL: G1 ، N2.

Abstract: *The aim of the research is to use financial instruments for the purposes of financial hedging and speculation to make the risks associated with the returns at their lowest levels. on this basis came this study to identify the sector surveyed and identify the basic financial problems and the development of appropriate solutions to them and in such a way that makes these companies able to stand up to international or global competition in the sector of production and concluded that it is possible to adopt speculation in Companies involved in research in the field of investment in interest rates (Floating) by taking advantage of these companies fixed interest rates on fixed deposits through the purchase of a number of contracts that can be implemented at low interest rates on fixed deposits as well as The researchers recommend expanding the use of the Mudaraba strategy beyond capital and stock prices to include other sections of the budget, as it is of paramount importance to seize profitable investment opportunities*

Keywords: *financial hedging; speculation; financial derivative.*

Jel Classification Codes: *G1 ، N2*

شعبان فرج ، الإيميل: cferejd@yahoo.com

1- المقدمة

تعتبر الأسواق المالية أحد الركائز الأساسية في التنمية الاقتصادية في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء وتشكل الشركات المسجلة ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد معدلات الرفاه الاقتصادي فضلا عن كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام للدولة. حيث تعد بورصة الأوراق المالية من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤثرات في اقتصاديات الدول. وقد حظي موضوع التضارب في عمليات التداول في الأسواق المالية باهتمام كبير من قبل الكتاب والباحثين حيث أن هناك أسباب كثيرة تدفع إلى حصول المضاربة في عمليات التداول، وينصرف مفهوم التلاعب في الأسواق المالية

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

إجمالاً إلى التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود في الأسعار بهدف الربح ، ركزت مشكلة البحث على ما تواجهه الوحدات الاقتصادية ومنها الشركات الخاصة للإنتاج الحيواني والزراعي من منافسة كبيرة مع غيرها العاملة في قطاع الزراعة والإنتاج الحيواني نفسها، وما زاد من حدة المنافسة انفتاح القطر على البيئة الدولية والعالمية حيث الوحدات الاقتصادية المعتمدة في تنفيذ أنشطتها المالية وغير المالية على تقنيات متطورة كثيرة تفتقر إليها الشركات العراقية المعتمدة في ممارسة أنشطتها على آليات متقدمة كثيرا لا يمكن لها دعم الشركات وجعلها في محط المنافسة الدولية، الأمر الذي يستلزم منها اعتماد برامج عمل متطورة وتقنيات مالية حديثة، منها الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، فأتباع عملية التحوط يجعل من هذه الشركات في وضع مالي آمن أمام هذه المنافسة الخارجية والتحديات الكبيرة التي تواجهها، كما وتمكن المضاربة المستثمر من تحديد الفرص الاستثمارية والاحاطة بها للإفادة وتحقيق الأرباح منها ضمن استراتيجية المضاربة، كما يشجع المستثمر لاغتنام الفرص الاستثمارية المختلفة الناجمة عن التقلبات المستمرة في اسعار الادوات المالية على اختلاف انواعها .

أهمية البحث:

تتأتى أهمية البحث من أهمية موضوع المضاربة واستعمال أدوات الهندسة المالية وكيفية تطبيقها في قطاع حيوي مهم مثل قطاع الشركات الخاصة للإنتاج الحيواني والزراعي العراقية ، بهدف تغطيته من المخاطر المالية وجعلها في ادنى مستوياتها، لما لذلك من أهمية كبيرة في المحافظة على وضع الشركة، ومن ثم نموه وتوسعه كثيرا بتحقيق أقصى ما يمكن من العوائد باقل درجة من المخاطرة، بالشكل الذي يظهر إيجابا على سعر السهم ومن زيادة القيمة السوقية للشركة وجعلها في موقف منافسة قوي مع نظيراتها

أهداف البحث:

يسعى البحث من خلال ذلك إلى تحقيق هدف أساس يتمثل بتطبيق إستراتيجيات التحوط والمضاربة في بيئة الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية من خلال توظيف أدوات الهندسة المالية، وتتفرع عن هذا الهدف المهام البحثية الآتية منها توضيح المفاهيم والأدبيات الخاصة بالهندسة المالية وأدواتها المتمثلة بالعقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات وإستراتيجيات التحوط

والمضاربة وتوضيح النماذج والأساليب الرياضية المتقدمة في تحديد العقود المستقبلية والعقود الاجلة والخيارات والمبادلات وكيفية اعتماد إستراتيجيات التحوط والمضاربة في بيئة السوق الشركات العاملة وتوضيح أطر وإفتراضات عملية من شأنها الاسهام في تطبيق الجوانب النظرية المذكورة في البيئة المحلية وإعتماد النماذج الرياضية المتقدمة في تقويم أدوات الهندسة المالية ضمن نماذج فرعية تكاملية. على افتراض إمكانية ممارسة عمليات المضاربة وإستعمال أدوات الهندسة المالية للشركات في القطاع الحيواني والزراعي عينة البحث الذي يوفر لهذه الشركات قدرة على تعزيز موقفها المالي ومن ثم قدرتها على مواجهة المنافسة من خلال اعتماد أسعار الفائدة العائمة بدلا من أسعار الفائدة الثابتة والاستفادة من الفرق بين الفائدتين .

الإشكالية:

كيف يمكن توظيف الأدوات المالية لأغراض التحوط المالي والمضاربة لجعل المخاطر المرافقة للعوائد بأدنى مستوياتها بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

2- الاستعراض المرجعي

ركز كل من (Scheinkman and Xion , 2003) في دراستهم على تحليل سهم A- B الصيني وأثره في تحليل المكونات الأساسية في أسعار الأسهم خلال الفترة من 1993-2000 ، وعرض فئتين من الأسهم الفئة A وهي الاسهم التي لا يمكن أن يحتفظ بها إلا المستثمرون المحليون والفئة B وهي الاسهم التي لا يمكن تداولها إلا من قبل الاجانب، وعلى الرغم من حقوقهم المتماثلة كان متوسط أسعار سهم فئة A أعلى بنسبة 400% مقارنة بالأسهم من الفئة B. تم إستخدام نموذج ثقة المستثمر Scheinkman and Xion 2003 التي تنتج علاقات متبادلة بين الاسعار وتقلب ودوران ولتوضيح هذه الزيادة من خلال اعتماد طريقة الانحدار نجد أن معدل دوران الاسهم A قادر على توضيح 20% من الاختلاف المقطعي في الزيادة في اسهم A-B. وتم إجراء إختبار العلاقة بين العائمة ومعدل دوران الاسهم

ركز (FILIPESCU ,2011) في بحثه على طبيعة المضاربة في مؤشر الأسهم في رومانيا مع التركيز على القواعد و المخاطر الأساسية المرتبطة بالمعاملات المالية ويذكر أنه من ناحية يمكن إعتبار طبيعة المضاربة بمثابة سمة الزامية لسوق الاوراق المالية وأغراض دعم نظام المخزون المنصف

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

العادل والفعال ، ومن ناحية أخرى يشير إلى الجانب السلبي لمصلح المضاربة الذي يتزامن مع التلاعب في السوق أو إساءة استخدامه ، وأشار إلى ما يتعلق بالتشريع الاوربي بهذا الشأن .
وأشار كل من (Lensberg, -Hoppé 2012, AND Ladley) إلى تحديد آثار التنظيم المالي في نموذج التوازن في إدارة المحافظ الاستثمارية . وتعمل الصناديق الاستثمارية في مجال إدارة الصناديق في سوق مليء بالطلب، وتخضع للضرائب المخفضة والقيود على البيع على المكشوف والرافعة المالية وأظهرت النتائج على خصائص التوازن الخاصة باختيار المحفظة، ونوع التجارة في السوق وحركة الاسعار في ظل الانظمة المختلفة ووجدوا أن قيود البيع على المكشوف تقلل من تقلبات الاسعار على المدى القصير والتقلبات الطويلة في الاسعار المتعسرة ، في حين ان الضرائب المخفضة لا تؤدي إلى إرتفاع جيد .

أشارت في دراستها (Tesi di Laurea , 2013) إلى شيوع استخدام الادوات المالية ومنها المشتقات وعلى الرغم من ذلك يواجهون صعوبات في فهم التعقيد المحيط بهذه الادوات وطرق استخدامها ، وأن تعرض الشركات لمخاطر أسعار صرف العملات الاجنبية هو في تزايد مع تزايد وتيرة تقلبات اسعار هذه العملات . وهدف البحث إلى فهم كيفية تحوط الشركات لمخاطر العملات الخاصة بها واي نوع من إستراتيجيات التحوط هو متاح لهم .وتشير إلى أن المشتقات والعقود الاجلة والمستقبليات والخيارات والمقايضات هي من أكثر الادوات إستخداما في المضاربة والتحوط .فالمضاربة تركز على شراء المشتقات المالية لتوقع ربح مستقبلي ، أما التحوط فيركز على شراء هذه الادوات للحماية ضد الأزمات المرتبطة بالدائرة اليومية للتدفقات النقدية للشركات وينطوي التحوط على تحمل مخاطر جديدة بدلا من المخاطر الموجودة بالفعل .

قدمت دراسة (Li &Marinč 2014) تأثير المشتقات المالية على المخاطر من الشركات القابضة المملوكة من قبل البنوك الامريكية للفترة من 1997 - 2012 ووجدت الدراسة إرتباط المشتقات المالية إيجابيا بمقاييس BHCs للمخاطر . ولوحظ الاستخدام العالي لمشتقات سعر الفائدة ومشتقات سعر الصرف ومشتقات الائتمان وتم تحليل تأثير الازمة المالية العالمية على العلاقة بين المشتقات والمخاطر .

ذكرت (Maria Carmen Huian , 2015) في دراستها حول مدى ملائمة المعلومات المحاسبية القائمة على المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية فيما يتعلق بالأدوات المالية التي تقدمها الشركات الرومانية في بورصة بوخارست للأعوام 2011-2013 وتم استخدام نموذج Ohlson المعدل لإظهار العلاقة التجريبية بين اسعار سوق الاوراق المالية وأرقام الحسابات . وكانت المعلومات حول الاصول المالية أكثر قيمة من تلك المتعلقة بالالتزامات واهتمام المستثمرين كان بالأصول المالية أكثر منه في الالتزامات . وأظهرت نتائج الدراسة تفوق الحسابات الخاصة بالشركة الأم على الحسابات الموحدة من حيث اهمية قيمة معلومات الادوات المالية .

كما أشار كل من (Jianguo Xu , Tang Pan, 2015) إلى دراسة تأثير تداول الاسهم في المضاربة على عوائد الاسهم باستخدام بيانات الاسهم الصينية ، وقاموا بتطوير معدل دوران غير طبيعي متغير الحجم من خلال عزل تداول المضاربة من السيولة والمكونات الاخرى . وبعد عدة إختبارات تم التوقع السلبي بعوائد الاسهم المستقبلية وتكون القدرة على التنبؤ هذه معتمدة على التحكم في عوامل الخطر الشائعة والصدمات المعلوماتية . وأشاروا إلى أن نتائج المضاربة هذه تؤثر على أسعار الاصول .

3- المضاربة وأدوات الهندسة المالية

3-1 إستراتيجية المضاربة

المضاربة ببساطة هي تحمل الشخص مخاطر تجارية غير عادية املا في الحصول على مكاسب كبيرة, ولا يوجد تعريف متفق عليه للمضاربة في الاسواق المالية. فالمضاربة تعني تحمل درجة عالية من المخاطر ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر املا في تحقيق ارباح رأسمالية في الغالب (رمضان, 2007: 14), وتنطوي هذه الاستراتيجية على درجة عالية من الرفع, وهو ما يجذب العديد من المضاربين, وذلك أن تغيرا بسيطا في سعر المؤشر بأقل من واحد بالمائة (1%) يمكن أن يقود الى تغير كبير بقيمة العقد تعادل (15%) خمسة عشر بالمائة او اكثر (العارضي , العبادي, 2012: 126), و تعد استراتيجية التحوط الاكثر شيوعا في اسواق المشتقات المالية, ولكن تتطلب الاسواق الناجحة ان يكون هناك طرف الجانب الاخر من المعاملة وعادة يكون هذا الطرف هو المضارب Speculation ، فعلى النقيض من المتحوظين، يسعى المضاربون الى تحقيق بعض العوائد من بيع او شراء العقود، إذ يرغبون بتحمل مخاطر تقلبات

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

الأسعار املا في تحقيق الارباح الناتجة عن هذه التقلبات، علما أنه ليس لدى المضاربين أي مركز في السوق الا في بعبارة اخرى لا يمتلك المضاربون السلعة او الاداة المالية المتضمنة في العقد في أغلب الأحوال (Jones, 2000: 493).

2-3 مفهوم أدوات الهندسة المالية وأبعادها:

شهد حقل الإدارة المالية في السبعينات والثمانينات من القرن العشرين على الصعيد الفكري والأكاديمي تطورا سريعا نتج عنه إضافة معرفية معاصرة كبيرة جدا تمثلت بظهور الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد وتطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة والحلول المبتكرة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف التي تمتاز بالتعقيد وسرعة التغيير و التي تتسم بها الأسواق في الوقت الحاضر (العامري, 2013: 585) فضلاً عن زيادة حالة عدم التأكد التي تعني زيادة المخاطرة التي تواجهها هذه الوحدات الاقتصادية، كما تركز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى الأرباح بأقل مخاطرة، ومحاولة التغيير في الأدوات المالية وتعديلها لاجتناب المخاطر وزيادة العائد , ونظرا لحاجة الوحدات الاقتصادية ولاعتبارات الكفاية الاقتصادية، فهي مفهوم جديد في عالم المال لذلك تحتاج الوحدات الاقتصادية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، مع توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات الأسواق المالية (العامري, 2013: 502). وفي هذه المدة بالذات التي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد المالية إلى السوق المالي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فإن ذلك يفرض ضغوطا تنافسية حادة قد تكون غير متكافئة بالنسبة للمنظمات وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية. (العامري, 2013: 517) ولكون الهندسة المالية بنفس الوقت مفهوم قديم الجذور، لكنه يبدو حديث بشكل نسبي من حيث التخصص في المجالات الواسعة ولأنها تشير دوما إلى التعرف بأنها (التصميم والتطوير وتطبيق الأدوات المالية التي يتم استعمالها في التعاملات المالية الخاصة بشان المنشآت المالية) فلذلك يستدعي بالضرورة تطوير أدوات مالية مستحدثة تضمن للوحدات الاقتصادية قدرا من المرونة ونصييا سوقيا واسعا يساعدها على الاستمرار بفعالية. للحماية من مخاطر تقلب اسعار الفائدة أو مؤشرات الأسهم التي تشهدها اليوم بيئة الأعمال. (الراوي, 2009: 84) وعرفت الهندسة المالية تعاريف

عديدة من مجموعة من الباحثين عارضين مضمونها لتكون واضحة المعاني والدلالات ليتم تطبيقها في المنظمات المالية ولاستيعاب تنفيذ أدواتها بادراك واضح لذلك عرفت الهندسة المالية بأنها (التصميم والتطوير لأدوات مالية وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل) ، و يشير التعريف إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة:

- 1- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان.
- 2- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري بوساطة الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية.
- 3- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان.

3-3 المشتقات المالية

ويمكننا توضيح تعريف المشتقات بأنها أدوات مالية مشتقة، بمعنى انه ليس لها قيمة في ذاتها وإنما تستمد قيمتها من الأصول محل التعاقد، والأصول التي تكون موضوع العقد تتضمن أصول حقيقية مثل (المنتجات الزراعية، المعادن...الخ) أو أصول مالية مثل (الأسهم، السندات، العملات، مؤشرات الأسواق....الخ).

وقد نشأت المشتقات من علم الرياضيات وهي تشير الى متغير يشتق من متغير آخر (Gangadhar&Rameshbabu,2006:438) ، وتقوم الهندسة المالية على أساس استعمال المشتقات في إدارة المخاطر وتحقيق العوائد المناسبة وتلبية احتياجات المستثمرين، لأنها تعطي المستثمر فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من استبدال موجود معين بوجود آخر بسعر محدد وفي موعد أو قبل موعد محدد في المستقبل(Alton,2009:23)، وقد أسهمت في حل العديد من المشاكل المتعلقة بالاستثمار والأسواق المالية من خلال تنوع الأدوات المالية المتاحة للتداول ومن ثم تخفيض الكلف والمخاطر، ويمكن استعمال المشتقات أيضا لتخفيض المخاطر والوقاية والأمان والمضاربة والاستثمار، كما ان أسعارها تتغير تبعا لتغير أسعار الموجودات الرئيسة التي اشتقت منها، ويكون تداولها في الأسواق المالية المنظمة والأسواق الموازية.

والمشتقات المالية هي عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتنوع هذه العقود على وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها (أخوري،2007: 4)، وتخول المشتقات لحاملها الحصول على سلسلة من المدفوعات

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

النقدية في مرحلة أو وقت محدد في المستقبل من البائع وربما في بعض الأحيان يتم تسليم أصل بدلا من الدفع النقدي (Chyi& Ming, 2010: 151).

4- الاطار التطبيقي / توظيف أدوات الهندسة المالية لأغراض المضاربة

تواجه الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية فرص استثمارية عدة ناجمة عن تقلبات الأسعار وخاصة أسعار أسهمها وأسعار الفائدة عند الاقتراض والاستثمار، لذا كان لزاما على هذه الشركات إستعمال إستراتيجية المضاربة باستخدام الهندسة المالية لغرض الافادة من هذه الفرص وتحقيق أرباح .

وقد إستقر الرأي إلى أن يكون إعتقاد هذه الاستراتيجية باعتماد إستراتيجيات وأدوات المشتقات ضمن إطار الهندسة المالية، وكالاتي :

4-1 تطبيق إستراتيجية المضاربة بالخيارات:

بالإمكان إعتقاد الخيارات المالية لأغراض المضاربة وتحقيق الارباح أو التخلص من الخسائر، ويكون ذلك من خلال تبني إستراتيجيات المضاربة في بيئة الشركات العراقية الخاصة من المحاور الآتية :

أ : تحليل إستراتيجية المضاربة من رأس المال وأسعار الأسهم :

يظهر الجدول (1) البيانات الأساس للشركات المختارة المتمثلة براس المال، وقد حققت شركة (الشرق الاوسط للأسماك) المستوى الأول في راس المال، إذ كان بمقدار (25.5) مليون دينار يليه شركة (انتاج وتسويق اللحوم) براس المال (8.09) مليون دينار، أما بقية الشركات فقد جاءت بمستويات أدنى، ومن الجدول المذكور أيضا، يتبين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق لعام 2015,2016، وقد عبر عن سعر الافتتاح بالسعر الآني وسعر الإغلاق بالسعر المستقبلي، بعد ذلك أمكن حساب ربح و خسارة الشركات المختارة من خلال حساب (ربح أو خسارة السعر الآني) الذي حسب من الفرق بين سعر الافتتاح لعام 2015، سعر الافتتاح لعام 2016، أما ما يتعلق بعمود ربح وخسارة السعر المستقبلي، فقد تم حسابه من الفرق بين (سعر الإغلاق لعام 2015 وسعر الإغلاق لعام 2016)، بعد ذلك أمكن حساب ربح أو خسارة الشركة من (ربح أو خسارة السعر الآني و ربح وخسارة السعر المستقبلي × راس المال)

وعلى هذا الأساس أمكن تطبيق استراتيجية المضاربة في الشركات المختارة باعتماد راس المال وأسعار الأسهم، ويكون ذلك بقيام الشركات ببيع عقود مساوية تماماً لراس المال لديها، إذ باعت الشركة (الشرق

الايوسط للأسماك) عقد بقيمة (25.5) مليون دينار، وأيضاً باعت الشركة (انتاج وتسويق اللحوم) عقوداً بقيمة (8.09) مليون دينار، وهكذا بقيت الشركات المختارة، بعد ذلك أمكن الاعتماد على أسعار الأسهم الآنية والمستقبلية ومن ثم التوصل إلى صافي الربح أو الخسارة، الذي تبين منه، إن أغلب الشركات المختارة قد حققت أرباحاً كبيرة، كان في مقدمتها شركة (الشرق الاوسط للأسماك) بمقدار (140.25) مليون دينار، يليه شركة (انتاج وتسويق اللحوم) بمقدار (26.9397) مليون دينار، وهكذا بقيت الشركات، على خلاف الشركات الأخرى المختارة التي حققت خسارة مالية بلغت في أعلى مستوياتها في شركة (الاهلية للإنتاج الزراعي) بمقدار (-0.2184) مليون دينار، وعند البحث عن أسباب الخسارة في الشركات المختارة، نلاحظ إنها تتحدد بارتفاع أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق للسنة التالية عن أسعار الافتتاح والإغلاق للسنة السابقة، وهذا مؤشر يشير إلى ارتفاع أسعار الأسهم (الافتتاح والإغلاق) في أغلب الشركات المختارة، مما يعني إن الشركات عند بيعها أسهمها في السنة السابقة سواء بأسعار الافتتاح أو بأسعار الإغلاق فأنها تتعرض إلى خسارة، والأمر نفسه ينطبق تماماً عند عزوف الشركات عن شراء الأسهم سواء بأسعار الافتتاح أو الإغلاق فأنها ستتعرض إلى خسارة في السنة اللاحقة، وهذا ما تم الوقوف عليه في هذه الفقرة من البحث.

ويظهر الجدول (1) المذكور أيضاً، إن هناك فرق قليلاً وليس واسعاً بين أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق في عموم الشركات المختارة، و يدل على استقرار أسعارها وإن تحديدها كان مبنياً على جوانب علمية تتسم بالدقة العالية، والأمر نفسه ينطبق على أسعار الافتتاح للسنتين (2015-2016) وأسعار الإغلاق للسنتين المذكورتين.

وعلى هذا الأساس يمكن تطبيق إستراتيجية المضاربة في الشركات المختارة، وعلى أساسها يمكن تحديد الفرص الاستثمارية المرشحة وغير المرشحة فيها .

ب- اعتماد إستراتيجية المضاربة في مجال الاستثمار

يشير الجدول (2) إلى اعتماد إستراتيجية المضاربة في مجال الاستثمار بأسعار الفائدة ضمن الشركات المختارة التي تتوقع ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة التي تتعامل معها هذه الشركات، وهذا ما ينسجم مع افتراضات البحث التي تؤكد إن الفوائد تعتمد أسلوب الفائدة العائمة لا الفائدة الثابتة، وهذا ما يتيح المجال أمام الشركات المختارة للإفادة من فرق أسعار الفائدة عن الودائع الثابتة لديها التي تبلغ (12%) في عموم

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

هذه الشركات، وعلى هذا الأساس قامت الشركات المختارة بشراء عدد من العقود اعتماداً على عدد الأسهم فيها، الذي يظهر في العمود (2) من الجدول المذكور، ومن هذا المنطلق يمكن للشركات من اغتنام هذه الفرص لتحقيق أرباح من اعتماد استراتيجية المضاربة، وتجنب الخسائر المذكورة أيضاً باعتماد إستراتيجية التحوط .

ج: تحليل اعتماد استراتيجية المضاربة في مجال الاقتراض

يتبين من الجدول (3) اعتماد الشركات المختارة استراتيجية المضاربة، إذ يتضح من العمود(1) مبالغ القرض (مليون دنائير)، وقد كان الإقراض في أقصاه في شركة (العراقية لإنتاج البذور) بمقدار (11977) مليون دينار يليه شركة (الحديثة للإنتاج الحيواني) بمقدار(19) مليون دينار . ولم يعتمد بقية الشركات على القروض، إذ لم تعتمد فقرة القروض في كشوفاتها المالية .

ولغرض أفادة الشركات المختارة من الفرص الاستثمارية، فقد حددت عقود خيارات لأغراض المضاربة، بنيت أساساً على مبالغ القروض ($19 \times 100000 \times 1000000$ /) للشركة (الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني) وهكذا بقية الشركات، ومن العمود (1) يتضح إن عدد العقود بلغ في أقصاه في شركة (العراقية لإنتاج البذور)، إذ بلغ عدد العقود (119770) ألف عقد، ذلك إن قيمة العقد كانت (100000) دينار لكل عقد. والهدف كان الافادة من تغيرات أسعار الفائدة على القروض، إذ من الواجب على الشركات المختارة الاستفادة من تغيرات أسعار الفائدة عند الارتفاع، من الاقتراض مسبقاً ومن ثم إعادة إقراضه بأسعار فائدة أعلى، أو الاقتراض بأسعار فائدة منخفضة قبل ارتفاع أسعار الفائدة .

ومن الجدول (3) المذكور، يتضح بان هناك فرص أمام الشركات المختارة، يتوجب عليها الافادة منها واغتنامها، وهي تتحدد أساساً بانخفاض أسعار الفائدة (12 - 11) لكل عقد، اي ارتفاعها من (13 - 12) لكل عقد، وعند بيع الشركات المختارة عقوداً متاحة أمامها تبلغ (190) ألف عقد في شركة (الحديثة للإنتاج الحيواني)، (119770) ألف عقد في شركة (العراقية لإنتاج البذور)، وكانت قيمة العقود في بقية الشركات المختارة مساوية للصفر، والهدف من بيع هذه العقود هو لغرض تحقيق أرباح نتيجة اقتراض الشركات بسعر فائدة منخفضه (11) بدلا من (12)، وهذا بطبيعته يعوض خسارة بيع عقود الخيارات بمبلغ (88) بدلا من (89) هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فان الشركات قد تتعرض إلى حالة أخرى مضادة أكثر مخاطرة وهي ارتفاع أسعار الفائدة (13) كما هو مذكور، وهذا سوف يولد

خسارة نتيجة اقتراض الشركات بأسعار فائدة مرتفعة، لكن هذه الخسارة سوف تعوض ببيع العقود بأسعار أعلى (88) بدلا من (87) عند سعر فائدة (13) .

عليه نستخلص من كل مما تقدم، امكانية تطبيق استراتيجية المضاربة على مستوى الخيارات المالية في الشركات العراقية، ويقود إلى تثبيت مستوى الاقتراض في حالتي ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة .

4-2 تطبيق إستراتيجية المضاربة بالعقود الآجلة والمستقبليات

أ. مناقشة وتحليل استراتيجية المركز الطويل

يتخذ المركز الطويل Long Position على عقد لسلعة معينة عندما تشير التوقعات إلى حركة صعوديه في أسعار عقود تلك السلعة أو أي أصل مالي آخر.

والشركات المشمولة بالبحث حالها حال بقية منشآت الأعمال الهادفة إلى تحقيق الأرباح سواء من نشاطها الصناعي أم عن طريق المضاربة لشراء الأسهم، السندات وأذونات الخزنة وإعادة بيعها لتحقيق المكاسب والمنافع.

ولغرض الوقوف على طبيعة هذه الاستراتيجية وكيفية اعتمادها من قبل الشركات المشمولة بالبحث. يتعين تحديد بعض البيانات الأساس في تنفيذ هذه الاستراتيجية، ومنها سعر الافتتاح في بداية العام 2016 وكما يظهره الجدول (4)

وإكمالاً للتحليل السابق فيما يتعلق بإستراتيجية المركز الطويل، فقد اشترت الشركات المشمولة بالبحث عدداً من العقود وقد تم الإشارة إلى ذلك في الجدول السابق

وهذا ما يتضمنه الجدول (5) المشار إليه في الملحق 1، الذي يعرض البيانات المتعلقة بحساب الأرباح الصافية الناجمة عن شراء أسهم الشركات المشمولة بالبحث من بعضها البعض.

وبعد تحديد البيانات الأساس لحساب إستراتيجية المركز الطويل في جدول (5) أمكن تحديد الأرباح الصافية الناجمة عن اعتماد الاستراتيجية المذكورة، وذلك باعتماد مضمون الجدول (9) الذي منه يتضح أربعة أعمدة هي، الإيرادات في العمود (1) التي حسبت من خلال المعادلة: (عدد العقود × عدد الأسهم في العقد × السعر المستقبلي) ، والملاحظ على إيرادات الشركات المشمولة بالبحث إنها كانت جميعاً أقيماً موجبة، مما يظهر حقيقة تحقيق إيرادات جراء المضاربة بأسهمها في سوق المال العراقي.

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

ومن الجدول (6) المذكور، يلاحظ بأن كثيراً من الشركات المشمولة بالبحث قد تحملت تكاليف منخفضة، كانت تقل عن الإيرادات المتحققة، مما جعلها تحقق مجمل ربح، وهذه الحقيقة شملت الأعم الأغلب من الشركات باستثناء شركة الاهلية للإنتاج الزراعي التي حققت خسارة بلغت (8320-).
الجدير ذكره إن التكاليف هنا تم حسابها من المعادلة:

$$(\text{عدد العقود} \times \text{عدد الأسهم في العقد} \times \text{السعر الحاضر})$$

ولغرض حساب صافي الربح يتوجب طرح عمولة السمسرة البالغة (0,08) من مجمل الربح، وعلى هذا الأساس أمكن حساب الأرباح الصافية كما في العمود الأخير من الجدول المشار إليه.
وعند تحليل أسباب حصول الخسارة، نجد أنها ناجمة عن ارتفاع السعر الحاضر عن السعر الآجل، وعدم ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات مستقبلاً.

إن النتيجة المهمة التي أمكن الوصول إليها من التحليل السابق إن عوائد المركز الطويل تعتمد أساساً على مقدار الأسعار الحاضرة للأسهم وكذلك الأسعار الآجلة فضلاً عن عدد العقود وعدد الأسهم في كل عقد.

وإن تحقيق الشركات المشمولة بالبحث للأرباح الصافية أو الخسائر يكون مؤشراً على مدى تقدم أو تراجع أسعار أسهم هذه الشركات.

ب: تحليل تطبيق استراتيجية المركز القصير

يكون اللجوء إلى اعتماد استراتيجية المركز القصير Short Position من بيع عقد مستقبلي على سلعة ما أو أصل مالي وغيره عند توقع ميل أسعارها باتجاه الهبوط، وفي حال تحققت توقعاته فإنه يلجأ إلى إقفال مركزه بشراء عقدٍ مماثل والجدول (7) يعرض البيانات الخاصة بتحديد كيفية تبني هذه الاستراتيجية .

يمكن تحديد الإيراد الذي تسعى الشركات المشمولة بالبحث إلى تحقيقه والنتائج عن:

$$\text{عدد العقود} \times \text{عدد الأسهم} \times \text{الأسعار الآتية}$$

بعد ذلك أمكن حساب التكلفة عن طريق المعادلة:

$$\text{عدد العقود} \times \text{عدد الأسهم} \times \text{الأسعار الآجلة}$$

والملاحظ من الجدول (7) المذكور إن الشركات المشمولة بالبحث جميعها قد حققت إيرادات ناجمة عن بيع أسهمها لتوقعها إنها سوف تنخفض أسعارها بنسبة (10٪) بحسب ما تمت الإشارة إليه انفاً، وذلك لغرض إقفال مراكزهم من شراء عقود مماثلة، ويتضح أيضاً إن التكاليف تزيد كثيراً عن الإيرادات المتحققة والسبب في ذلك ناجم عن ثبات المتغيرات المعتمدة في هذا الجانب وهي (عدد العقود، عدد الأسهم في العقود) فضلاً عن ثبات نسبة الانخفاض في الأسعار الآنية البالغة (10٪) للمصارف المشمولة بالبحث جميعاً، مما أدى إلى تحقيق مجمل ربح سالب (خسارة) لأغلب الشركات باستثناء شركة (الاهلية للإنتاج الزراعي)، إذ أنها حققت ربح بمقدار (8320)، وبالإمكان أيضاً من التوصل إلى صافي الربح من طرح عمولة السمسة البالغة (0,08) من مجمل الربح كما تم حسابها في استراتيجية المركز الطويل.

ج: تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار في السهم من خلال العقود الآجلة

بالإمكان الوقوف على مؤشر الربحية عند اعتماد استراتيجيات العقود الآجلة، بعد حساب الأرباح

الصافية في استراتيجيات المركز الطويل والمركز القصير، وكالآتي:-

✓ ربحية العقود الآجلة:

تتمثل ربحية الشركات المشمولة بالبحث بمعدل التقلب في سعر العقد في عام 2016، ويمكن حسابها

من المعادلة:

$$\text{الربحية (العائد/ الاستثمار)} = \frac{\text{سعر السهم في آخر المدة} - \text{سعر السهم في أول المدة}}{\text{المستوى الفعلي للهامش}}$$

ومن هذه المعادلة أمكن الوقوف على ربحية الشركات المشمولة بالبحث باعتماد البيانات الأساس

المعروضة في جدول (8)، ومنه يتضح بأن أغلب الشركات المشمولة بالبحث قد حققت أقياماً موجبة

ناجمة عن ارتفاع سعر آخر المدة عن أول المدة، وهذا ما ينجم عنه مجمل ربح .

3-4 تطبيق إستراتيجية المضاربة بعقود المبادلات

يتم تحديد سعر العملات الاجنبية عند إبرام العقد المتعلق بمبادلة هذه العملات، وبموجب هذه

الاسعار يتم احتساب تدفق الأموال بينهما وهو غالباً ما يمثل الاسعار الآنية في مدة العقد، تدفع كل

طرف للآخر فائدة العملات التي استلمها ويكون احتساب الفائدة لكلا العمليتين إما على أساس سعر

ثابت أو متغير أو على أساس سعر ثابت لعملة مقابل سعر متغير للعملة الاخرى.

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

وكل الطرق تسبب مراكز مفتوحة بالعملات الأجنبية لكلا الطرفين (اصحاب عقد المبادلة) ومن ثم تتعرض الى تقلبات أسعار العملة، والحل الاخر هو اجراء تبادل عملات بسعر ثابت (Fixed currency swap) التي يكون أشبه بعملية بيع ولكن بإعادة تبادل هذه المبالغ في نهاية مدة العقد (حبش، 1998، 283).

ملاحظة: احتسبت العملة الاجنبية بسعر المزاد ليوم 3-11-2015 والبالغ (1220) دينار للدولار الامريكي الواحد.

يلاحظ من الجدول (9) المتضمن مجموع مصادر التمويل الفعلية للشركات المشمولة بالبحث لعام (2016)،

وأن الافتراضات التي تقوم عليها هذه الفقرة هي أن معدل الفائدة على الدينار العراقي (12%) وهي مساوية لما هو مدفوع من قبل المصارف التجارية على الودائع الثابتة، وأن الفائدة المدفوعة على الدولار تساوي (14%) بحسب مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والنشرة الصادرة عنه لعام (2016).

ولغرض تبسيط الحسابات وإجراء عملية مبادلة العملات بين الشركات المشمولة بالبحث فقد اعتمد البحث طريقة مبادلة العملة المحلية بالدولار الأمريكي وذلك لشيوع استعمال هاتين العملتين دون سواهما على المستوى المحلي، واعتمادهما كأساس لإصدار نشرات سوق العراق للأوراق المالية، والجدير ذكره هنا، أن عمليات تبادل العملات الاخرى لا تختلف عن ذلك وكما سيرضه البحث ولمدة خمس سنوات مستقبلية. وتكون عمليات المبادلة بين الشركات المشمولة بالبحث كالتالي:

أ- مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني والشركة الاهلية للإنتاج الزراعي.

يبين الجدول (10) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدينار مقابل الدولار) (4450) مليون دينار إلى شركة الاهلية للإنتاج الزراعي التي بدورها تلتزم بدفع (3.648) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الاهلية للإنتاج الزراعي فائدة الدولار البالغة (0.14) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (0.12) إلى شركة الاهلية للإنتاج الزراعي، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الاولى، حيث تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مبلغاً قدره (228) مليون دينار الى شركة الخليج

التجاري، حيث تعمل الاخيرة على دفع (0.187) مليون دولار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (0.12) الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (0.14) على الدولار الى شركة الاهلية للإنتاج الزراعي.

ب. مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة الشرق الأوسط للأسماك.

يبين الجدول (11) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (4450) مليون دينار إلى شركة الشرق الاوسط للأسماك التي بدورها تلتزم بدفع (3.648) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (0.14) إلى شركة الشرق الاوسط للأسماك التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (0.12) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الاولى، حيث تدفع شركة الشرق الاوسط للأسماك مبلغاً قدره (809) مليون دينار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الاخيرة على دفع (0.663) مليون دولار الى شركة الشرق الاوسط للأسماك مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (0.12) الى شركة الشرق الاوسط للأسماك التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (0.14) على الدولار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

ج- مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة العراقية لإنتاج البذور.

يبين الجدول (12) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (4450) مليون دينار إلى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك والتي بدورها تلتزم بدفع (3.648) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (0.14) إلى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (0.12) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الاولى، حيث تدفع شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك مبلغاً قدره (18423) مليون دينار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الاخيرة على دفع (15.1) مليون دولار الى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (0.12) الى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (0.14) على الدولار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

د. مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة انتاج وتسويق اللحوم.

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

يبين الجدول (13) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (4450) مليون دينار إلى شركة انتاج وتسويق اللحوم والتي بدورها تلتزم بدفع (3.648) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (0.14) إلى شركة انتاج وتسويق اللحوم التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (0.12) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الاولى، حيث تدفع شركة انتاج وتسويق اللحوم مبلغاً قدره (8547) مليون دينار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الاخيرة على دفع (7.006) مليون دولار الى شركة انتاج وتسويق اللحوم مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (0.12) الى شركة انتاج وتسويق اللحوم التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (0.14) على الدولار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

هـ . مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة تسويق المنتجات الزراعية.

يبين الجدول (14) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني (4450) مليون دينار إلى شركة تسويق المنتجات الزراعية التي بدورها تلتزم بدفع (3.648) مليون دولار إلى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (0.14) إلى شركة تسويق المنتجات الزراعية التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (0.12) إلى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الاولى، حيث تدفع شركة تسويق المنتجات الزراعية مبلغاً قدره (1082) مليون دينار الى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الاخيرة على دفع (0.887) مليون دولار الى شركة تسويق المنتجات الزراعية مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (0.12) الى شركة تسويق المنتجات الزراعية التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (0.14) على الدولار الى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

وعلى هذا الأساس يمكن إجراء المبادلات مع الشركات الاخرى المتبقية بعضها مع البعض الآخر وعلى الترتيب نفسه، والهدف من ذلك هو المضاربة وتحقيق الارباح عبر الإفادة من سعر صرف الدينار مقابل الدولار

5- الاستنتاجات

- استنادا إلى ما تم التوصل إليه من نتائج في الجانب التطبيقي للبحث وما أجري من مناقشات وتحليلات كمية، فقد تم التوصل إلى الاستنتاجات الآتية:
- أمكن تطبيق المضاربة في الشركات المشمولة بالبحث باعتماد رأس المال وأسعار الأسهم ، بقيام الشركات المذكورة ببيع عقود مساوية تماما لرأس المال لديها.
 - واجهت بعض الشركات المشمولة بالبحث خسارة مالية كانت ناجمة عن ارتفاع أسعار الافتتاح والإغلاق في السنة التالية عن سابقتها ولأغلب الشركات المشمولة بالبحث، والخسائر هنا تكون بعدم استثمار الارتفاع بأسعار الاسهم من قبلها وتحقيق أرباح .
 - أمكن اعتماد المضاربة في الشركات المشمولة بالبحث في مجال الاستثمار بأسعار الفائدة (العائمة) باعتماد هذه الشركات فرق أسعار الفائدة على الودائع الثابتة لديها بواسطة شراء عدد من العقود التي يمكن من تنفيذها عند انخفاض أسعار الفائدة عن الودائع الثابتة لديها وكذا الحال في مجال الاقتراض.
 - تعتمد المضاربة في الشركات المشمولة بالبحث عند توقع ارتفاع أسعار عقود أسهم تلك الشركات، ومن ثم شراء تلك الأسهم وإعادة بيعها لتحقيق الأرباح (المكاسب الرأسمالية)، ويحصل العكس أي تبني استراتيجية المركز القصير عند توقع انخفاض الأسعار الآجلة للأسهم , من بيع عقد مستقبلي على سهم أو مجموعة من أسهم الشركات المذكورة، عند توقع هذه الشركات انخفاض أسعار أسهمها مستقبلاً، وعند تحقق هذا التنبؤ يتم إقفال مركزها لشراء عقد مماثل، وهذا يمكن الشركات المشمولة بالبحث من تحقيق أرباح ناجمة عن انخفاض التكاليف عن الإيرادات المتحققة مع ثبات عدد العقود وعدد الأسهم التي تتضمنها.
 - إن بيع العقود الآجلة في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة يثبت مستوى القرض في حالتي الارتفاع والانخفاض لأسعار الفائدة.
 - تشكل مبادلة العملات بين الشركات المشمولة بالبحث حلاً لمقابلة حاجات الاطراف من العملات، لكن هذه الحلول تسبب مراكز مفتوحة بالعملات الأجنبية للأطراف المتعاقدة يعرضها إلى

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

مخاطر تقلبات أسعار العملة، الامر الذي يوجب على هذه الشركات اعتماد استراتيجية تحوط
بوساطة شراء عمله بالآجل بقيمة الفائدة وتاريخ استحقاقها.

6- المراجع:

• رمضان، زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر عمان، الأردن، 2007.

• العارضي، جليل كاظم، العبادي، هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

• العامري، محمد علي ابراهيم، (الادارة المالية الحديثة)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.

• الراوي، خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009 .

• الخوري، نعيم سبا، معايير المحاسبة عن المشتقات المالية وأنشطة التحوط، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2007

• Jones, Charles, **Investments Analysis and Management**, 7th Ed, John Wiley and Sons, Inc, 2000.

• Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F. & Jordan, Bradford D., **Modern Financial Management**, 8th Ed, McGraw-Hill Irwin, 2008.

• Gandgahr V. & Rameshbabu G., **Investment Management**, An mol Publication PVT, LTD, 2006.

• Alan, E., Waring, Buce, **Financial Hedging**, 4th Ed, New Jersey, 2007.

• Chyi, Lin & Ming, Lee, **Hedging Effectiveness of REIT Futures**, Journal of Finance Review International, Vol. 2, NO.1 : 526 – 749, 2012.

• FILIPESCU, Bogdan-Gabriel, " **The Speculative Nature of Stock Market**", *Economia. Seria Management Volume 14, Issue 2, 2011.*

• Mei, Jianping, A. Scheinkman, José, Xiong, Wei, " **Speculative Trading and Stock Prices: An Analysis of Chinese A-B Share Premia**, June 2003

• Pan, Li, Tang, YA, [Jianguo Xu](#), " **Speculative Trading and Stock Returns**", *Review of Finance*, Volume 20, Issue 5, 1 August 2016, Pages 1835–1865, Published: 14 December 2015

- Lensberg, Terje, Hopp_e, Klaus Reiner Schenk, Ladley, Dan , " Costs and Bene_ts of Speculation", August 2012
- Laurea, Tesi di, " Hedging strategies for currency risk", Financial Markets, Accounting and Management (*ordinamento ex D.M. 270/2004*),2013.
- Huian, Maria Carmen, " The usefulness of accounting information on financial instruments to investors assessing non-financial companies An empirical analysis on the Bucharest Stock Exchange", Accounting and Management Information Systems Vol. 14, No. 4, pp.748-769, 2015
- Li,shaofag , Marinc,Matej, " The Use of Financial Derivatives and Risks of U.S. Bank Holding Companies" , July 2014.

7- الملاحق

جدول (1) تحليل استراتيجية المضاربة من خلال راس المال و أسعار الأسهم

رأس المال مليون	سعر الافتتاح 2015	سعر الإغلاق 2015	سعر الافتتاح 2016	سعر الإغلاق 2016	ربح (خسارة) السعر الآتي	ربح (خسارة) السعر المستقبلي	ربح (خسارة)	اسم الشركة
1.66	1.46	1.5	1.32	1.66	0.14	-0.2	0.5644	الحديثة للإنتاج الحيواني
0.84	1.1	1.1	1.1	0.84	0	0.26	-0.2184	الاهلية للإنتاج الزراعي
25.5	20	20	20	25.5	0	-5.5	140.25	الشرق الاوسط للأسمالك
4.2	2.5	2.5	2.5	4.2	0	-1.7	7.14	العراقية لإنتاج البذور
8.09	7	5.6	6.16	8.09	0.84	-2.49	26.9397	انتاج وتسويق اللحوم
6.5	4.65	4.7	4.65	6.5	0	-1.85	12.025	تسويق المنتجات الزراعية

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

جدول (2) اعتماد استراتيجية المضاربة من خلال الاستثمار بأسعار الفائدة

اسم الشركة	عائد السهم	عدد الأسهم مليون	العائد الكلي	عدد العقود	سعر العقد	تغير سعر العقد	الأرباح	الخسائر	الأرباح الكلية	الخسائر الكلية
الحديثة للإنتاج الحيواني	0.05	93	4.7	205	88	89	1	-1	205	-205
الاهلية للإنتاج الزراعي	0	32	0	156	88	89	1	-1	156	-156
الشرق الاوسط للأسمك	0.29	28	8.1	608	88	89	1	-1	608	-608
العراقية لإنتاج البذور	0.44	137	60	1800	88	89	1	-1	1800	-1800
انتاج وتسويق اللحوم	0	62	0	2013	88	89	1	-1	2013	-2013
تسويق المنتجات الزراعية	0.25	5	1.3	219	88	89	1	-1	219	-219

جدول (3) اعتماد استراتيجية المضاربة من خلال الاقتراض بأسعار الفائدة

اسم الشركة	القرض مليون دينار	عدد العقود ألف عقد	سعر العقد	تغير سعر العقد	تغير سعر العقد	تغير سعر الفائدة	ربح (مليون دينار)	خسارة (مليون دينار)
الحديثة للإنتاج الحيواني	19	190	88	89	-1	1	1900	-1900
الاهلية للإنتاج الزراعي	0	0	88	89	-1	1	0	0
الشرق الاوسط للأسمك	0	0	88	89	-1	1	0	0
العراقية لإنتاج البذور	11977	119770	88	89	-1	1	1197700	-1197700
انتاج وتسويق اللحوم	0	0	88	89	-1	1	0	0
تسويق المنتجات الزراعية	0	0	88	89	-1	1	0	0

جدول (4) بيانات متعلقة بأسهم الشركات الأخرى والتي تحاول الشركات المشمولة بالبحث شراءها

اسم الشركة	سعر الافتتاح	سعر الإغلاق	معدل السعر الحالي	معدل السعر السابق	أعلى سعر	أدنى سعر	آخر سعر شراء	آخر سعر بيع	عدد العقود المنفذة
الحديثة للإنتاج الحيواني	1.32	1.66	1.41	1.46	1.75	1.12	1.46	1.66	205
الاهلية للإنتاج الزراعي	1.1	0.84	0.88	1.1	1.11	0.8	1.1	0.84	156
الشرق الاوسط للأسمك	20	25.5	22.6	20	25.8	16.6	20	25.5	608
العراقية لإنتاج البذور	2.5	4.2	4.62	2.5	6	2.15	2.5	4.2	1800
انتاج وتسويق اللحوم	6.16	8.09	7.79	5.6	9.1	6.16	5.6	8.09	2013
تسويق المنتجات الزراعية	4.65	6.5	6.49	4.65	8.02	4.65	4.65	6.5	219

جدول (5) البيانات المتعلقة بحساب الأرباح الصافية الناجمة عن شراء أسهم الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	عدد أسهم العقد (مليون)	سعر السهم الحاضر	سعر السهم الآجل	نسبة الهامش الأولي	عمولة السمسرة
الحديثة للإنتاج الحيواني	453.7	1.32	1.66	0.12	0.08
الاهلية للإنتاج الزراعي	205.1	1.1	0.84	0.12	0.08
الشرق الاوسط للأسمك	46.05	20	25.5	0.12	0.08
العراقية لإنتاج البذور	76.11	2.5	4.2	0.12	0.08
انتاج وتسويق اللحوم	30.8	6.16	8.09	0.12	0.08
تسويق المنتجات الزراعية	22.83	4.65	6.5	0.12	0.08

جدول (6) حساب صافي الربح لاستراتيجية المركز الطويل في الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	الإيراد	التكاليف	مجمّل الربح	صافي الربح
الحديثة للإنتاج الحيواني	154380	122760	31620	29090.4
الاهلية للإنتاج الزراعي	26880	35200	-8320	-7654.4
الشرق الاوسط للأسمك	714000	560000	154000	141680
العراقية لإنتاج البذور	575400	342500	232900	214268
انتاج وتسويق اللحوم	501580	381920	119660	110087.2
تسويق المنتجات الزراعية	32500	23250	9250	8510

جدول (7) البيانات المتعلقة بحساب الأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	الأسهم المتداولة بالملايين	عدد العقود	عدد الأسهم	سعر السهم الآني	سعر السهم الآجل	عمولة السمسرة	الإيراد	التكلفة	مجمّل الربح
الحديثة للإنتاج الحيواني	93	205	453.7	1.32	1.66	0.08	122760	154380	-31620
الاهلية للإنتاج الزراعي	32	156	205.1	1.1	0.84	0.08	35200	26880	8320
الشرق الاوسط للأسمك	28	608	46.05	20	25.5	0.08	560000	714000	-154000
العراقية لإنتاج البذور	137	1800	76.11	2.5	4.2	0.08	342500	575400	-232900
انتاج وتسويق اللحوم	62	2013	30.8	6.16	8.09	0.08	381920	501580	-119660

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

-9250	32500	23250	0.08	6.5	4.65	22.83	219	5	تسويق المنتجات الزراعية
-------	-------	-------	------	-----	------	-------	-----	---	----------------------------

جدول (8) تحليل العائد على الاستثمار في الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	سعر السهم الآني	سعر السهم الآجل	الفرق	الهامش الأولي	الربحية (الخسارة)
الحديثة للإنتاج الحيواني	1.32	1.66	0.34	0.1	3.4
الاهلية للإنتاج الزراعي	1.1	0.84	-0.26	0.1	-2.6
الشرق الاوسط للأسماك	20	25.5	5.5	0.1	55
العراقية لإنتاج البذور	2.5	4.2	1.7	0.1	17
انتاج وتسويق اللحوم	6.16	8.09	1.93	0.1	19.3
تسويق المنتجات الزراعية	4.65	6.5	1.85	0.1	18.5

جدول (9) البيانات المتعلقة بمجموع التمويل لعام (2016) (المبالغ بملايين الدنانير).

اسم الشركة	مجموع مصادر التمويل بعملة الدينار	مجموع مصادر التمويل بعملة الدولار	الفائدة على الدينار	الفائدة على الدولار
الحديثة للإنتاج الحيواني	4450	3.648	0.12	0.14
الاهلية للإنتاج الزراعي	228	0.187	0.12	0.14
الشرق الاوسط للأسماك	809	0.663	0.12	0.14
العراقية لإنتاج البذور	18423	15.1	0.12	0.14
انتاج وتسويق اللحوم	8547	7.006	0.12	0.14
تسويق المنتجات الزراعية	1082	0.887	0.12	0.14

جدول (10) يوضح التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي الناتج عن التبادل في عملية

الدينار مقابل الدولار. (المبالغ بملايين الدنانير)

الحالة الأولى		الحالة الثانية		التاريخ
مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي (الدينار مقابل الدولار)		مبادلة الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)		
التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	
3.648	4450	0.187	228	بداية العقد
(0.14)	(0.12)	(0.14)	(0.12)	نهاية السنة الاولى

(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الثانية
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الثالثة
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الرابعة
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الخامسة

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأرقام المدفوعة

جدول (11) يوضح التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة الشرق الأوسط للأسماك الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدينارين)

الحالة الثانية		الحالة الأولى		التاريخ
مبادلة الشركة الشرق الأوسط للأسماك مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)		مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة الشرق الأوسط للأسماك (الدينار مقابل الدولار)		
التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	
809	0.663	4450	3.648	بداية العقد
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الأولى
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الثانية
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الثالثة
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الرابعة
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الخامسة

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأرقام المدفوعة

جدول (12) يوضح التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة العراقية لإنتاج البذور الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدينارين)

الحالة الثانية		الحالة الأولى		التاريخ
مبادلة الشركة العراقية لإنتاج البذور الزراعي مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)		مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة العراقية لإنتاج البذور (الدينار مقابل الدولار)		
التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	
18423	15.1	4450	3.648	بداية العقد
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الأولى
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الثانية
(0.12)	(0.14)	(0.12)	(0.14)	خاية السنة الثالثة

سعاد عدنان نعمان وآخرون، تحليل أثر حالات المضاربة والتحوط المالي في تداول الاسهم وإنعكاسه على المستثمرين

دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

0.12)	0.14)	0.12)	0.14)	نهاية السنة الرابعة
0.12)	0.14)	0.12)	0.14)	نهاية السنة الخامسة

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأرقام المدفوعة

جدول (13) التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة انتاج وتسويق اللحوم الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار .
(المبالغ بملايين الدنانير)

الحالة الأولى		الحالة الثانية		التاريخ
مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة انتاج وتسويق اللحوم (الدينار مقابل الدولار)		مبادلة الشركة انتاج وتسويق اللحوم مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)		
التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	
3.648	4450	7.006	8547	بداية العقد
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الأولى
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الثانية
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الثالثة
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الرابعة
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الخامسة

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأرقام المدفوعة

جدول (14) التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة تسويق المنتجات الزراعية الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار .
(المبالغ بملايين الدنانير)

الحالة الأولى		الحالة الثانية		التاريخ
مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع شركة تسويق المنتجات الزراعية (الدينار مقابل الدولار)		مبادلة شركة تسويق المنتجات الزراعية مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)		
التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	
3.648	4450	0.887	1082	بداية العقد
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الأولى
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الثانية
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الثالثة
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الرابعة
0.14)	0.12)	0.14)	0.12)	نهاية السنة الخامسة

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأرقام المدفوعة