

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان:

## دور الهندسة المالية في تعزيز الاستقرار المالي

دراسة حالة النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

2015-2008

تحت إشراف الأستاذة:

الدكتورة: عديلة مريم

من إعداد الطلبة:

خديجة عميار

عبد الحق شكاطي

السنة الجامعية: 2017/2016.

## شكر وعرّفان:

اللهم لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك ولك  
الشكر والمنة أن يسرت السبل ووفقتنا لإتمام هذا العمل والصلاة  
والسلام على سيد المرسلين وخاتم النبيين محمدا.

ثم جزيل الشكر والعرّفان للأستاذة المشرفة: الدكتورة عديلة  
مريمات والتي لم تبخل علينا بالتوجيهات والنصائح القيمة لإنجاز  
هذه المذكرة.

وجزي الله كل من ساعدنا من قريب أو بعيد على إنجاز هذا  
العمل.

وفق الله الجميع لما يحبه ويرضاه.

# فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
II	شكر وعرافن
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ-ز	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: التأصيل النظري للهندسة المالية</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية
03	المطلب الأول: نشأة وتعريف الهندسة المالية
03	الفرع الأول: نشأة الهندسة المالية
05	الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية
06	المطلب الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية
06	الفرع الأول: أهمية الهندسة المالية
07	الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية
08	المطلب الثالث: آليات الهندسة المالية
08	الفرع الأول: أسس الهندسة المالية
09	الفرع الثاني: فلسفة الهندسة المالية
10	الفرع الثالث: استراتيجيات الهندسة المالية
11	المطلب الرابع: أبعاد الهندسة المالية
11	الفرع الأول: مجالات الهندسة المالية
12	الفرع الثاني: مسؤوليات الهندسة المالية
12	الفرع الثالث: استخدامات الهندسة المالية
14	المبحث الثاني: أدوات الهندسة المالية
14	المطلب الأول: ماهية أدوات الهندسة المالية
14	الفرع الأول: ظهور أدوات الهندسة المالية

## فهرس المحتويات

16	الفرع الثاني: مفهوم أدوات الهندسة المالية
17	المطلب الثاني: تطبيقات أدوات الهندسة المالية ومستخدموها
17	الفرع الأول: تطبيقات أدوات الهندسة المالية
19	الفرع الثاني: مستخدمو أدوات الهندسة المالية
20	المطلب الثالث: التوريق
20	الفرع الأول: نشأة وتعريف التوريق
21	الفرع الثاني: أطراف عملية التوريق
22	الفرع الثالث: آلية التوريق
23	المطلب الرابع: المشتقات المالية
23	الفرع الأول: عقود الخيارات
26	الفرع الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية
28	الفرع الثالث: عقود المبادلات
29	<b>المبحث الثالث: تقييم الهندسة المالية</b>
29	المطلب الأول: فوائد ومخاطر تطبيق الهندسة المالية
29	الفرع الأول: فوائد تطبيق الهندسة المالية
29	الفرع الثاني: مخاطر تطبيق الهندسة المالية
30	المطلب الثاني: آثار الهندسة المالية
30	الفرع الأول: الهندسة المالية والسياسة النقدية
30	الفرع الثاني: الهندسة المالية والمؤسسات المالية
31	الفرع الثالث: الهندسة المالية والأسواق المالية
31	المطلب الثالث: واقع الهندسة المالية
31	المطلب الرابع: الآفاق المستقبلية للهندسة المالية
33	خلاصة
<b>الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي</b>	
35	تمهيد
36	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي
36	المطلب الأول: تعريف الاستقرار المالي
38	المطلب الثاني: مميزات الاستقرار المالي

## فهرس المحتويات

39	المطلب الثالث: أهمية الاستقرار المالي
40	المطلب الرابع: الركائز التي يقوم عليها الاستقرار المالي ومحدداته
40	الفرع الأول: الركائز التي يقوم عليها الاستقرار المالي
41	الفرع الثاني: محددات الاستقرار المالي
42	<b>المبحث الثاني: الاستقرار المالي عدم الاستقرار المالي</b>
42	المطلب الأول: فرضية عدم الاستقرار المالي
42	المطلب الثاني: مظاهر عدم الاستقرار المالي وأسبابه
43	الفرع الأول: مظاهر عدم الاستقرار المالي
45	الفرع الثاني: أسباب عدم الاستقرار المالي
46	المطلب الثالث: تحليل مصادر عدم الاستقرار المالي
49	المطلب الرابع: سياسات تحقيق الاستقرار المالي ورهاناته
50	الفرع الأول: سياسات تحقيق الاستقرار المالي
50	الفرع الثاني: رهانات الاستقرار المالي
53	<b>المبحث الثالث: تحليل الاستقرار المالي باستخدام مؤشرات الحيلة الكلية</b>
53	المطلب الأول: تعريف مؤشرات الحيلة الكلية وأهميتها
53	الفرع الأول: تعريف مؤشرات الحيلة الكلية
53	الفرع الثاني: أهمية مؤشرات الحيلة الكلية
54	المطلب الثاني: مؤشرات الحيلة الجزئية
57	المطلب الثالث: مؤشرات متغيرات الاقتصاد الكلي
60	المطلب الرابع: أثر الهندسة المالية على الاستقرار المالي
62	خلاصة
<b>الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية</b>	
64	تمهيد
65	<b>المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية</b>
65	المطلب الأول: مبررات اختيار النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية
65	المطلب الثاني: مبررات اختيار فترة الدراسة
66	المطلب الثالث: منهج الدراسة التطبيقية
67	المطلب الرابع: مصادر بيانات الدراسة التطبيقية

## فهرس المحتويات

68	المبحث الثاني: مدخل إلى النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية
68	المطلب الأول: لمحة عن النظام المصرفي الكويتي
68	الفرع الأول: بنية القطاع المصرفي الكويتي
68	الفرع الثاني: تطورات القطاع المصرفي الكويتي
70	المطلب الثاني: لمحة عن سوق الكويت للأوراق المالية
70	الفرع الأول: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية
71	الفرع الثاني: مهام سوق الكويت للأوراق المالية
71	الفرع الثالث: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية
72	المطلب الثالث: دراسة مؤشرات الاستقرار المالي للنظام المصرفي الكويتي
75	المطلب الرابع: دراسة لأدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية
75	الفرع الأول: دراسة العقود الآجلة المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية
76	الفرع الثاني: دراسة العقود المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية
77	الفرع الثالث: دراسة عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية
80	المبحث الثالث: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على استقرار النظام المصرفي الكويتي
80	المطلب الأول: تقسيم فترة الدراسة و تحديد النموذج
80	الفرع الأول: تقسيم فترة الدراسة إلى فترات ربع سنوية
81	الفرع الثاني: تحديد النموذج
83	المطلب الثاني: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول
83	الفرع الأول: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول
86	الفرع الثاني: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على السيولة
87	المطلب الثالث: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية
87	الفرع الأول: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على الأصول
89	الفرع الثاني: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على حقوق الملكية
90	المطلب الرابع: تحليل وتفسير النتائج

## فهرس المحتويات

90	الفرع الأول: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول والسيولة
93	الفرع الثاني: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية
94	الخلاصة
96	الخاتمة العامة
100	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق

## فهرس الجداول

فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
24	أركان عقود الخيارات	(1-1)
48	مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة	(1-2)
59	مؤشرات الحيطنة الكلية	(2-2)
69	تطور الميزانية المجمعة للمصارف الكويتية المحلية	(1-3)
73	تطور نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول للقطاع المصرفي الكويتي للفترة: 2008-2015.	(2-3)
76	تطور تداول العقود الآجلة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة: 2014-2009	(5-3)
77	تطور تداول العقود المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة: 2014-2009	(6-3)
78	تطور تداول عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة: 2014-2009	(7-3)

## فهرس الاشكال

فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
10	فلسفة الهندسة المالية	(1-1)
73	تطور مؤشر السيولة للقطاع المصرفي الكويتي للفترة: 2008-2015.	(1-3)
74	تطور معدل العائد على الأصول للقطاع المصرفي الكويتي للفترة: 2008-2015.	(2-3)
75	تطور معدل العائد على حقوق الملكية للقطاع المصرفي الكويتي للفترة 2008-2015.	(3-3)

# المقدمة العامة

### المقدمة العامة:

لقد أضحى وجود أسواق الأوراق المالية ضرورة حتمية خاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث تعتبر أسواق الأوراق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي ومرآة عاكسة للاقتصاد الوطني، إذ تساهم في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنمية كبيرة وتقليل حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي.

وفي ظل التحرير المالي والاقتصادي وموجات التغيير في أسواق المال العالمية والتقلب في أسعار الصرف وأسعار الفائدة، زاد بشكل كبير تعرض أسواق الأوراق المالية للمخاطر وزيادة حدتها بسبب اشتداد المنافسة والتحول من الصيرفة إلى أسواق رأس المال وبالتالي زيادة حالات عدم الاستقرار والأزمات، والتي أدت بالضرورة إلى البحث عن سبل لإدارة هذه المخاطر والحد من آثارها عن طريق البحث عن ابتكارات مالية جديدة تمثلت في ما أفرزته الهندسة المالية من أدوات مالية مستحدثة، والتي قدمت مجموعة من الحلول للمشاكل التمويلية وإدارة المخاطر، تقليل تكاليف المعاملات وتعزيز فرص تحقيق الربح، كما أن أدوات الهندسة المالية وجدت من أجل الحماية والتخفيف من المخاطر والحفاظ على استقرار الأسواق المالية وتسهيل التعامل فيها، إلا أن هذه الأدوات قد تصبح مصدر خطر في حد ذاتها إذا لم يتم فهم طبيعتها واستخدامها والهدف من وجودها وبالتالي المساهمة في حالة عدم الاستقرار المالي.

### إشكالية الدراسة:

عرفت الأسواق المالية بصفة عامة والأدوات المالية بصفة خاصة تطورات كبيرة ومتسارعة أدت إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة تحقق أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وتضم الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة والتي تعد أدوات مالية جوهرية يتوجب فهمها واعتمادها بطريقة صحيحة للحيلولة دون انعكاسها على الاستقرار المالي. وعليه يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي؟

## المقدمة العامة

ولتوضيح مضامين الموضوع تم إدراج بعض الأسئلة الفرعية والتي يتم الإجابة عليها في لبه:

- ما طبيعة أدوات الهندسة المالية؟
- ما هي أهم المبادئ التي يقوم عليها الاستقرار المالي؟
- ما طبيعة العلاقة التي تربط تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية؟

### فرضيات الدراسة:

اعتمادا على الخلفية النظرية وخدمة للإشكالية المطروحة تم صياغة الفرضيات التالية:

- إن مفهوم أدوات الهندسة المالية مرتبط دائما بالمخاطر وذلك لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة.
- يقوم الاستقرار المالي على وضع آليات مصممة لمنع نشوء كافة المشاكل والاختلالات المالية.
- يوجد ارتباط بين أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية واستقرار النظام المصرفي الكويتي.

### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في محاولة تسليط الضوء على تقنية الهندسة المالية، ومحاولة ازالة الغموض حول أدواتها، وابرار الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات الهندسة المالية في تعزيز الاستقرار المالي كونه مفهوم حديث العهد ومطلب برزت أهميته مؤخرًا.

### أهداف الدراسة:

تتجلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة في النقاط التالية:

- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية للهندسة المالية وآلياتها وابعادها.
- التعرف على أهم الأدوات المالية التي استحدثتها الهندسة المالية.
- محاولة الإمام بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالاستقرار المالي كونه موضوع حديث العهد.
- الوقوف عند مختلف مؤشرات الاستقرار المالي.

— دراسة مدى تأثير تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على استقرار النظام المصرفي الكويتي.

### منهج الدراسة:

من أجل معالجة موضوع الدراسة وبغية الوصول إلى تحقيق مراميه سوف يعتمد على المنهج التاريخي للتعرف على أهم المحطات التي مر بها تطور الهندسة المالية و مختلف أدواتها، وسيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع، ويمكن من توضيح الجوانب النظرية للدراسة، حيث يهتم بتجميع البيانات والمعلومات والاحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية والاستقرار المالي، كما سيتم إتباع المنهج الإحصائي الرياضي في الجانب التطبيقي من الدراسة، باستخدام الطرق الإحصائية القياسية والوسائل الرياضية لدراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على الاستقرار المالي للنظام المصرفي الكويتي.

### أدوات الدراسة وأساليب تحليل البيانات:

لاختبار فرضيات الدراسة، وتحليل العلاقات المشار إليها سابقا اعتمد في هذه الدراسة على مجموعة من الادوات التحليلية وهي:

- نموذج الانحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة.
- الجداول والأشكال البيانية.
- جدول ستودنت، وجدول فيشر.
- بعض البرمجيات Microsoft office Excel 2007 لتقسيم فترة الدراسة، وEviews8 لتقدير نموذج الانحدار المتعدد.

### الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بصفة جزئية، وكانت أهم استنتاجات هذه الدراسات في التالي:

- دراسة عبد الرحمن بن شيخ (2009): تناولت هذه الدراسة اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي، مع الإشارة إلى حالة الجزائر من خلال دراسة مسحية منذ سنة 1990 إلى 2007، وقد قام الباحث

## المقدمة العامة

باستعراض النظام المالي الجزائري وسبل تطويره واندماجه في منحى الاقتصاديات العالمية، وقد تبين من خلال الدراسة وجود صعوبات كثيرة يواجهها النظام المالي الجزائري بالرغم من الوضعية المستقرة، فتبقى العلاقة بين النمو والاستقرار المالي في النموذج الجزائري ضعيفة ومتباعدة ومتعاكسة.

– دراسة **Albulescu Claudiu Tiberiu (2009)**: تناولت هذه الدراسة استقرار القطاع المالي في رومانيا للتحضير للانضمام إلى الاتحاد الاقتصادي والنقدي، حيث قام الباحث ببناء مؤشر إجمالي للاستقرار المالي لرومانيا، ويتكون من 20 مؤشر متعلق بالتطوير المالي للسلامة المالية، والمناخ الاقتصادي المحلي والدولي، وقد خلصت الدراسة إلى تعقد مفهوم الاستقرار المالي وتعدد العوامل التي تؤثر فيه. أما بشأن استقرار القطاع المالي في رومانيا فإنه اثبت تحسنا حتى عام 2007، ولكن بعد ذلك تراجع نتيجة لآثار أزمة الرهن العقاري، وتوصل الباحث إلى أن النظام المالي غير مستعد في الوقت الحالي من حيث الاستقرار للانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي.

– دراسة **سرامة مريم (2012)**: تناولت هذه الدراسة دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 من خلال الاهتمام بالجانب السلبي للمشتقات المالية، وقد اعتمدت الباحثة على مجموعة من الأشكال البيانية من أجل معالجة الموضوع، وقد خلصت الدراسة إلى أن سوء استخدام منتجات الهندسة المالية وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقيدها وخطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة بدل من كونها أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية أدى إلى جعلها أداة تساعد على تركيز المخاطر.

– دراسة **نورين بومدين (2012)**: تناولت هذه الدراسة منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، حيث اتخذت حالة ماليزيا كعينة للدراسة للفترة من 2005 إلى 2011، ولمعالجة هذا الموضوع اعتمد الباحث على الرسوم البيانية والأساليب الإحصائية، وباستخدام العقود المتداولة في بورصة ماليزيا للمشتقات المالية وحجم تداولها توصلت الدراسة إلى أن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه الأسواق لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين، وذلك من خلال توفر المنتجات المالية لهم.

– دراسة **ريمة ذهبي (2013)**: حيث تناولت هذه الدراسة الاستقرار المالي النظامي من خلال بناء مؤشر تجميعي لاستقرار النظام الجزائري، وذلك من خلال تجميع خمسة عشر متغير لبناء أربع مؤشرات جزئية تمثلت في مؤشر التطور المالي، مؤشر السلامة المالية، مؤشر استقرار الاقتصاد الكلي ومؤشر مناخ الاقتصاد العالمي،

## المقدمة العامة

وعكست النتائج تطور الاستقرار المالي في النظام المالي الجزائري، وأيضاً ارتباط الاستقرار المالي النظامي الجزائري بشكل كبير بالتقلبات في أسعار النفط.

### التوثيق العلمي:

لتغطية مختلف جوانب الموضوع وإثراء الدراسة، تم الاعتماد على ما يلي:

- الجانب النظري تم الاعتماد فيه على البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للدراسة من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية والفرنسية، والتي تعرضت إلى الموضوع بصفة كلية أو جزئية، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ومجموعة من الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة والمجلات وعدد من الرسائل العلمية.
- الجانب التطبيقي تم الاعتماد فيه على مواقع الانترنت خاصة المواقع الرسمية لسوق الكويت للأوراق المالية، والبنك المركزي الكويتي، لاستخراج أهم المعطيات والبيانات المالية والإحصائية اللازمة لفترة الدراسة.

### شرح المصطلحات الأساسية:

- الهندسة المالية: هي عملية تستغل معارف وكفاءات المجالات الأخرى مثل الرياضيات والإحصاء لابتكار أدوات مالية تساعد على حل المشاكل التمويلية وإدارة المخاطر.
- أدوات الهندسة المالية: عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول محل العقد، والتي ينتج عنها حق لطرف والتزام لطرف آخر.
- الاستقرار المالي: قدرة النظام المالي بجميع مكوناته على تحمل الصدمات والاختلالات وتجنب الأزمات والحد من تكاليفها.
- مؤشرات الحيطة الكلية: هي مؤشرات تقيس مدى سلامة واستقرار النظام المالي، وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والاقتصادية.
- مؤشرات الحيطة الجزئية: هي مؤشرات مجمعة تعمل على تقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي.
- مؤشرات متغيرات الاقتصاد الكلي: هي مؤشرات مجمعة تعمل على مراقبة بعض المتغيرات على مستوى الاقتصاد ككل.

### محتويات الدراسة:

سعيًا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات الموضوع، وللإجابة على الإشكالية المطروحة وللتأكد من صحة الفرضيات قسمت هذه الدراسة إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول: تم التطرق فيه إلى الإطار المفاهيمي للهندسة المالية من خلال نشأة وتعريف الهندسة المالية، أهميتها وأهدافها، وكذا مختلف آليات الهندسة المالية وأبعادها، بالإضافة إلى التطرق لأدوات الهندسة المالية من خلال مفهومها، وتطبيقاتها ومستخدموها، وتوضيح مختلف الأدوات التي قدمتها الهندسة المالية، كما تناول هذا الفصل تقييم للهندسة المالية من خلال إيجابياتها وسلبياتها وآثرها، بالإضافة إلى تحديد واقع الهندسة المالية وآفاقها المستقبلية.

الفصل الثاني: وقد تناول هذا الفصل الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي من مفهوم ومميزات وأهمية، وكذا مختلف الركائز التي يقوم عليها ومحدداته، بالإضافة إلى فرضية عدم الاستقرار المالي من خلال مظاهره وأسبابه وتحليل مصادره، وكذا بيانات تحقيقه ورهاناته، وتناول أيضا تحليل الاستقرار المالي باستخدام مؤشرات الحيلة الكلية من خلال التعريف و الأهمية، بالإضافة إلى دراسة مؤشرات الحيلة الكلية ومؤشرات الحيلة الجزئية وأثر تداول أدوات الهندسة المالية على الاستقرار المالي.

الفصل الثالث: تم تخصيص هذا الفصل للدراسة التطبيقية حول سوق الكويت للأوراق المالية والنظام المصرفي الكويتي، حيث تناول الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية، لمحة عن سوق الكويت للأوراق المالية من خلال النشأة، المهام والأهداف، بالإضافة إلى لمحة عن النظام المصرفي الكويتي من خلال بنيته وتطورات، وأخيرا دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي.

### صعوبات الدراسة:

إن أي محاولة لدراسة موضوع ما لا تخلو من الصعوبات سواء من الجانب النظري أو التطبيقي، وقد تجلت أهم الصعوبات التي صادفتنا خلال فترة إنجاز هذه الدراسة في ما يلي:

— قلة المراجع التي تناولت موضوع الدراسة، والتي قد تكون معدومة خاصة في جانب الاستقرار المالي نظرا لحدثته باستثناء بعض الدراسات السابقة التي لم تفصل فيه بدقة.

## المقدمة العامة

---

— أما الجانب التطبيقي فقد واجهتنا صعوبة استخراج المعلومات والمعطيات الرقمية الخاصة بدولة الكويت من المواقع الرسمية، إضافة إلى نقص البيانات المالية الخاصة بأدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2008 وسنة 2015 الأمر الذي دفع بنا إلى تقليص مدة الدراسة في الجانب الخاص بدراسة تأثير تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي لتقتصر على الفترة الممتدة من 2009 إلى 2014.

# الفصل الأول

التأصيل النظري للمهندسة

المالية

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

تمهيد:

عرفت الأسواق المالية العديد من التطورات إن كان على المستوى الفلسفي لطبيعة ودور هذه الأسواق، أو على المستوى العملي المتمثل في ابتكار طرق وأدوات جديدة تلبي مطالب المتعاملين من ناحية المردودية، أو من ناحية إمكانية تجميع وتسيير المخاطر المالية، وفي هذا الإطار قدمت الهندسة المالية أدوات مالية جديدة معقدة وفي بعض الأحيان مركبة قابلة للتداول وتستجيب لشريحة كبيرة من متعاملي الأسواق المالية، إضافة إلى طرحها لمجموعة كبيرة من طرق التداول لم تكن معروفة سابقا والتي زادت من سرعة تداول الأدوات المالية وجعلها أكثر سيولة.

ولتوضيح ذلك سيتم التطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

- الإطار المفاهيمي للهندسة المالية.
- أدوات الهندسة المالية.
- تقييم الهندسة المالية.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية.

تعتبر الهندسة المالية من أبرز وأحدث المداخل المستخدمة في علم التمويل، حيث تنصب على تقديم منتجات مالية لمعالجة مشاكل التمويل، وكذا إدارة المخاطر المرتبطة به والتحوط تجاهها، فضلا عن إيجاد فرص استثمارية أكثر لفئات متنوعة من المتعاملين في السوق والعاملين في الحقل المالي.

### المطلب الأول: نشأة وتعريف الهندسة المالية.

الهندسة المالية منهج لنظام التمويل المعاصر تهدف أساسا إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة، وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية المتجددة والمتنوعة.

### الفرع الأول: نشأة الهندسة المالية.

يعود ظهور مصطلح الهندسة المالية وبروزه إلى الواجهة إلى الثمانينات من القرن الماضي، وذلك مع ازدياد وتوسع انتشار الأدوات المالية المشتقة. وعلى الرغم من ذلك فإن مفهوم الهندسة المالية وتطبيقاتها يعتبر أقدم من ذلك بكثير، غير أنها لم تكن متداولة كمصطلح<sup>1</sup>.

فبفعل ما شهدته الاقتصاد العالمي من تطورات منذ الستينات والسبعينات من القرن العشرين، وما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار، جعل من الأسواق والمؤسسات المالية محاطة بالعديد من المخاطر المالية، والتي أثرت بشكل واسع على عوائد استثماراتها، الشيء الذي استدعى الصناعة المالية من أجل استحداث طرق واستراتيجيات تمويلية جديدة تسمح بتلبية رغبات المتعاملين في الأسواق المالية مع تحقيق تدفقات نقدية معتبرة للاستثمارات<sup>2</sup>.

وفي مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت الاستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الشهرة الذائعة من أمثال Fisher Black وكذا Richard Roll لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا، كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين. وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية اسما أكثر استساغة وهو الهندسة المالية<sup>3</sup>.

وهكذا ظهر مفهوم الهندسة المالية بشقيه العلمي والأكاديمي على أنه مفهوم حديث، وبعد ظهور مفهومها تم إنشاء الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين في عام 1992، وذلك للارتقاء بصناعتها حيث ضم الاتحاد 2000 عضو من شتى أنحاء العالم يمثلون الممارسين الأكاديميين والمهنيين في المحاسبة والتمويل، الاقتصاد، القانون،

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عبد الحفي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص.02، تاريخ الاطلاع: 2016/10/30، من الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2015/06.pdf>

<sup>2</sup> ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية: دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص.20، تاريخ الاطلاع: 2016/10/30، من الموقع:

[http://thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco\\_m4\\_2015.pdf](http://thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco_m4_2015.pdf)

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص.92-93.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

وتكنولوجيا المعلومات، حيث قام الاتحاد بصياغة مجموعة من المعايير لصناعة الهندسة المالية تركز على النظرية والتطبيق<sup>1</sup>.

كما أدت مجموعة من العوامل والتي تفاعلت فيما بينها إلى ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله إلى أرض الواقع<sup>2</sup>:

**أولاً: ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** يقوم الوسطاء الماليون عموماً بتسهيل نقل الأموال من وحدات الفوائض النقدية إلى وحدات العجز المالي، بحيث تختلف وسائل التمويل هذه من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق. وهذا ما جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار وابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

**ثانياً: تقنية المعلومة ومفهوم السوق العريض:** إن ظهور شبكة الاتصال ساعد على تحويل الأسواق العالمية والمتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسل، ونظراً لوجود احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم احتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

**ثالثاً: ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين، ويأخذ هذين المفهومين أهمية كبيرة خاصة في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تقديم خدمات ذات جودة للعملاء ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص.20.

<sup>2</sup> بالاعتماد على:

- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص.23-24.

- موسى شقيري نوري، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص.29.

<sup>3</sup> بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص.411.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

رابعاً: عوامل أخرى:

يمكن كذلك إضافة عوامل أخرى ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وانتشارها ومن بين هذه

العوامل:

1. زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: لقد أدى ارتفاع درجة المخاطر وزيادة حدتها إلى تقلبات كبيرة وغير متوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، وهذا ما شكل خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال وهدد وجودها، وترتب على ذلك بالتبعية ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة للسيطرة على المخاطر المالية<sup>1</sup>.

2. زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: لقد أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات والعقود الآجلة والخيارات وكذلك الابتكارات في مجال الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخصص التكاليف التجارية والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً ومن ثم زيادة مجال استخدام الهندسة المالية بشكل واسع<sup>2</sup>.

3. محاولة الاستفادة من النظام المالي: تتوقف فعالية النظام المالي على قدرته على تعبئة الادخار وضمان أفضل تخصيص للموارد، وهو ما يدفع الأعوان الاقتصاديين إلى التفكير في كيفية الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها، وبشكل كفاء وكذا في تطوير أدوات وآليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية<sup>3</sup>.

الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية.

تعتبر الهندسة المالية أداة مهمة في عالم الأعمال المعاصر، والذي سمته الأساسية التعقيد وارتفاع درجة المخاطرة. وهذا ما دفع بالكثير من الباحثين إلى الاجتهاد في وضع مفهوم للهندسة المالية، لذا نجد عدة تعاريف تختلف وتنطلق من الزاوية التي ينظر منها كل باحث.

أولاً: الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية.

الهندسة المالية هي مصطلح يستعمل لوصف وتحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة عملية، ويأخذ مثل هذا التحليل شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيراً في السوق المالية خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات، أسهم المستقبلات، والأدوات المستحدثة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 24/23 فيفري 2011، ص.5، تاريخ الاطلاع: 2016/10/30، من الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03.pdf>

<sup>2</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص.30.

<sup>3</sup> محمد كريم قروف، مرجع سبق ذكره، ص.06.

<sup>4</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص.25.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

ثانيا: الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات.

الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة<sup>1</sup>.

ثالثاً: التعريف الشامل للهندسة المالية.

وتتعدد التعاريف الشاملة لمصطلح الهندسة المالية ويمكن توضيحها كالتالي:

1. **تعريف الجمعية العامة للمهندسين الماليين:** الهندسة المالية هي تطوير وإحداث تطبيقات مالية تكنولوجية لحل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية المتاحة<sup>2</sup>.

2. **تعريف Finnerty:** عرف الهندسة المالية على أنها التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصيغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل<sup>3</sup>.

3. **تعريف Alian Choinel:** الهندسة هي ذلك المصطلح الإنجليزي Engineering والتي تعرف عموماً باسم كل الأنشطة الفكرية التي تمكن من تصميم أعمال بطريقة عقلانية ووظيفية من خلال تنسيق مختلف التخصصات التي تسهم في تحقيق ذلك<sup>4</sup>.

4. **تعريف Bodie:** الهندسة المالية هي تطبيق القواعد العلمية للنماذج الرياضية في شكل القرارات حول التوفير، الاستثمار، الاقتراض وإدارة المخاطر<sup>5</sup>.

وبناءً على ما سبق يتضح أن الهندسة المالية تتلخص في كونها عملية ابتكار وتصميم منتجات مالية جديدة أو تطوير أدوات مالية موجودة، بالاعتماد على الوسائل والأساليب الرياضية والإحصائية لإدارة المخاطر المرتبطة بالعمليات المالية ووضع حلول مبتكرة للمشاكل التمويلية.

**المطلب الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية.**

تبرز حقيقة الهندسة المالية في العالم المعاصر من خلال أهمية دور الموازنة بين عدة أهداف، ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً.

**الفرع الأول: أهمية الهندسة المالية.**

إن أهمية الهندسة المالية تأتي أساساً من الركيزة الأساسية التي تقوم عليها، والتي تتمثل في تحفيز عمليات الإبداع المالي من أجل إيجاد الحلول الملائمة لمشاكل التمويل. وترتكز الهندسة المالية على تحقيق الأضلع الثلاث لمثلث الإبداع المالي والتي تتمثل في خلق منتجات جديدة وتطوير الاستراتيجيات القائمة وبناء المحافظ الاستثمارية.

<sup>1</sup> بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.404.

<sup>2</sup> محمد الشريف بن زاوي، حوكمة الشركات والهندسة المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2016، ص.118-119.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول التوريق، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011، ص.14-15.

<sup>4</sup> Alian Choinel, **Intoduction à l'ingénierie financière**, Banque éditeur, troisième édition, 2000, P.01.

<sup>5</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، دار المنهجية، الأردن، الطبعة الأولى، 2016، ص.16.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

ومن هنا يظهر بوضوح الدور الهام الذي تلعبه الهندسة المالية، فالإبداع المالي والذي يمثل الركيزة الأساسية لها قد أحدث خلال العقدین الأخيرین تغييرات جذرية في العمليات المالية<sup>1</sup>.

لقد ساهم في تحفيز عمليات الإبداع المالي مجموعة عوامل متنوعة من بينها بل ومن أكثرها أهمية تزايد التقلبات في أسعار الفائدة، وتواتر وتكرار التغييرات التنظيمية والضريبية. فضلا عن تحرير صناعة الخدمات المالية وزيادة المنافسة بين مصارف الاستثمار. إذا كل ذلك أدى إلى زيادة التركيز على العمل لبناء وتصميم منتجات جديدة، وتطوير عمليات أفضل وتنفيذ حلول أكثر فعالية للمشاكل المالية التي أصبحت أكثر تعقيدا<sup>2</sup>. وفي الحقيقة وبناء على كل ما تقدم يمكن القول أن أهمية الهندسة المالية ترجع إلى الأمور التالية<sup>3</sup>:

1. تحفيز ابتكار أدوات مالية جديدة.
2. تصميم آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية للأعمال قائمة مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.
3. ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية.

### الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية.

تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها يتمثل فيما يلي<sup>4</sup>:

- نقص حجم المخاطرة المالية، وذلك عادة يكون بإيجاد مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة وتطويرها والتي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة وبناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون.
- فضلا عن ما تم ذكره من أهداف رئيسية، أيضا إن للهندسة المالية أهداف ثانوية من بينها<sup>5</sup>:
- إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.
- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص.10.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.10-11.

<sup>3</sup> بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.407.

<sup>4</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص.21.

<sup>5</sup> المرجع نفسه، ص.21-22.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

• تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار المضاربة والتحوط.

• تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، التي تتميز بالسيولة المالية نسبيا.

### المطلب الثالث: آليات الهندسة المالية.

تقوم الهندسة المالية على مجموعة من الأسس كما أن لها فلسفة تتجسد من خلالها، وإستراتيجيات ترتكز عليها.

### الفرع الأول: أسس الهندسة المالية.

تقسم أسس الهندسة المالية إلى أساس عام ترتكز عليه، إضافة إلى مجموعة من الأسس الخاصة والتي تكفل تحقيق الهندسة المالية للأهداف التي وضعت لأجلها.

### أولا: الأساس العام للهندسة المالية.

مفاده أنه لا ينبغي أن يكون الفكر الإنساني مقيدا بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع وابتكار بدائل هجينة فيما بينها أو اشتقاق أدوات ووسائل جديدة منها<sup>1</sup>.

### ثانيا: الأسس الخاصة للهندسة المالية.

بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليه الهندسة المالية، هناك مجموعة من الأسس الخاصة يمكن توضيحها كالتالي<sup>2</sup>:

1. يجب أن يكون الربح حقيقي بعيدا عن الأنشطة الاقتصادية الوهمية أو غير الفعلية.
2. يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاط وسيط بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وبنود التكلفة.
3. المنشآت المالية (البنوك، وصناديق الاستثمار، وغيرها) في النظام الاقتصادي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج لا التلاعب بمقدرات الحياة الاقتصادية، إذن من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدي ليقابل التوازن في السوق السلعي وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة.

<sup>1</sup> نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسين بن بوعلي، الشلف، 2014-2015، ص.47، تاريخ الاطلاع: 2017/02/01، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص.19-20.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

4. يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية للشركة والأبعاد البيئية المحيطة بما يحقق التوازن والاستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل واستخداماته الاقتصادية.

5. الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقراري التمويل (المصدر) والاستثمار (الاستخدام) ويظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات، وفي دراسات التصفية والاندماج والانفصال. وأيضا يمكن إضافة الأسس التالية<sup>1</sup>:

1. يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل (أي تغير النتائج بدلالة الزمن) وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية (اجتماعية أو سياسية أو سيكولوجية).
2. تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، وتحقيق الأرباح عن طريق التخصيص الدقيق لعوامل الإنتاج من أموال وقوة عاملة وموارد في تنظيم معين، كما أن سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال تسعى لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل.
3. يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول لضمان الربحية، حل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي.

### الفرع الثاني: فلسفة الهندسة المالية.

تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة، تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر<sup>2</sup>. كما تركز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) والتبادل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد ممكن بأقل مخاطرة، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطرة وزيادة العائد (تبديل أسهم بأسهم، أو تبديل سندات بسندات، أو أسهم بسندات، أو عملة بأخرى) حسب تقلبات وديناميكيات أسواق المال<sup>3</sup>. والشكل التالي يجسد فلسفة الهندسة المالية:

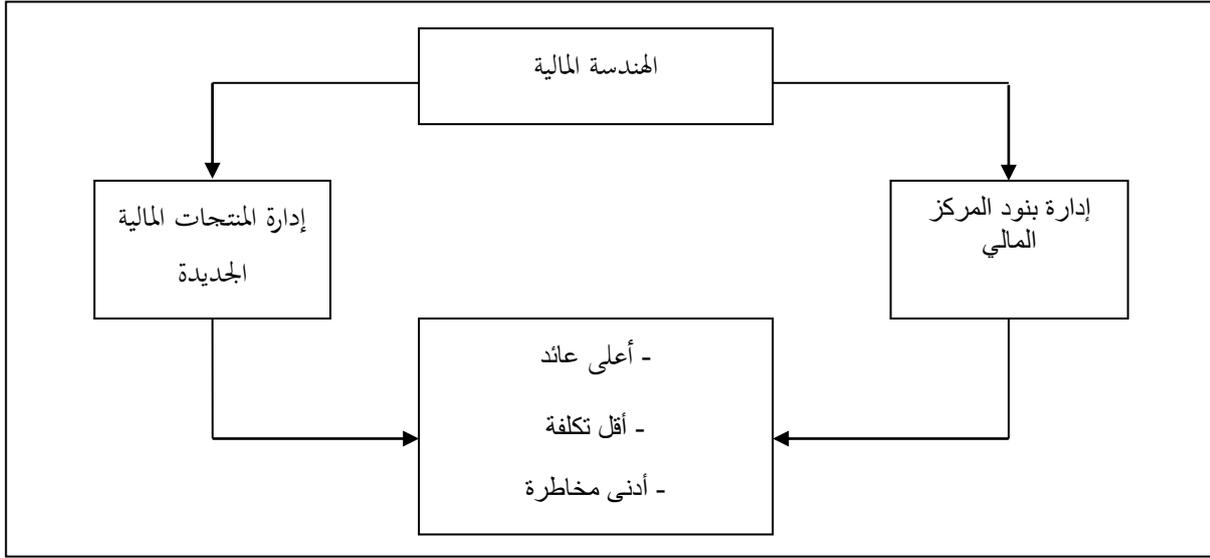
<sup>1</sup> بن علي بلعوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.416.

<sup>2</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص.23.

<sup>3</sup> فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص.233.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

الشكل رقم (1-1): فلسفة الهندسة المالية.



المصدر: موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص.24.

### الفرع الثالث: استراتيجيات الهندسة المالية.

من أجل وضع إستراتيجية للهندسة المالية يجب أخذ العناية بالتشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال وأيضا التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل<sup>1</sup>.

وترتكز الإستراتيجية في الهندسة المالية على<sup>2</sup>:

1. تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل من أصول متغيرة وثابتة، وحقوق الملكية والخصوم قصيرة وطويلة الأجل).
2. تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق رأس المال وخارج أسواق رأس المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.
3. تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.
4. الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.
5. إعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية في ظل التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة به، والتي تشمل:

<sup>1</sup> سعيدة بخوش ، دور الهندسة المالية في إعادة بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2013-2014، ص.15-16، تاريخ الاطلاع: 2017/02/02، من الموقع:

<sup>2</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص.52.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

● **إدارة المنظومة المالية اليومية:** وتخص الأوراق المالية والنقدية، وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم والفائدة العالية وفروق أسعار العملات. وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية<sup>1</sup>.

● **إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:** وتهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، والإدارة المثالية لكل بنود الأصول والخصوم المتداولة. كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد<sup>2</sup>.

● **إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل:** لضمان تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل، حقوق الملكية، الأسهم العادية والممتازة، الخصوم، القروض الطويلة والمتوسطة الأجل. فالاستثمارات في الأصول الثابتة، كالألات والمعدات والأراضي والمباني والسيارات وغيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في<sup>3</sup>:

- اختيار فرص الاستثمار وقياس العائد.

- تحديد تكلفة التمويل.

- تحديد مخصصات الاهتلاك.

**المطلب الرابع: أبعاد الهندسة المالية.**

للهندسة المالية مجموعة من الأبعاد تتمحور حول مجالات، مسؤوليات واستخدامات الهندسة المالية، وهو ما سيتناوله هذا المطلب.

**الفرع الأول: مجالات الهندسة المالية.**

تغطي الهندسة المالية المجالات التالية<sup>4</sup>:

1. الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.

2. تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني.

3. نشاط الاستثمارات ومدير محفظة الأوراق المالية والحلل المالي القانوني.

4. تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التقييم.

5. إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية الخاصة والعامة، المحلية والدولية لغرض الربح أو لغير ذلك.

<sup>1</sup> سعيدة بخوش ، مرجع سبق ذكره، ص.16.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.16.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص.53.

<sup>4</sup> نصيرة محاجبية، وظيفة الهندسة المالية بالبنوك، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006، ص.146.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

الفرع الثاني: مسؤوليات الهندسة المالية.

يقصد بمسؤوليات الهندسة المالية المهام التي يمكن أن تضطلع بها وظيفة الهندسة المالية بمؤسسات الأعمال وهي<sup>1</sup>:

1. التحليل المالي والتخطيط المالي وتنظيم المنظومة المالية وإعادة هيكلتها وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال.
2. إدارة هيكل الأصول النقدية، محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة.
3. جدارة هيكل التمويل وقرارات تمويل الأصول عن طريق القروض القصيرة الأجل وطويلة الأجل ونسب رأس المال للاقتراض.
4. إدارة المنتجات المالية ومشتقاتها.

الفرع الثالث: استخدامات الهندسة المالية.

تمثل استخدامات الهندسة المالية في النقاط التالية<sup>2</sup>:

**أولاً: الهندسة المالية وإدارة الأصول والخصوم:** باعتبار ما تحظى به إدارة الأصول والخصوم من أهمية فإنه يتم اعتماد الهندسة المالية من أجل اختيار أفضل مزيج من الأصول والخصوم كمحفظة تشكل أصول وخصوم المنشأة. **ثانياً: الهندسة المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر:** على المتحوط إذا استخدم أدوات الهندسة المالية أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، ويتمثل ذلك في عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية.

**ثالثاً: الهندسة المالية ومخاطر عمليات المراجعة:** يحاول الكثير من المهندسين الماليين ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة والتي يطلق عليها البعض مصطلح الموازنة باعتبار النتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق وتعد هذه المحاولة بمثابة حلم نظراً لعدم قدرة عمليات المراجعة على التحقق في ظل وجود أسواق عالية الكفاءة على فرض أن الأسعار هي نفسها في كل الأسواق.

**رابعاً: الهندسة المالية وقوالب البناء:** يؤكد كل من Smith و Smith Son على أن فهم وإدراك الهندسة المالية يتطلب تحليلها، كما يتم تحليل مجموعة من الأدوات الأساسية لأسواق رأس المال، وتعد هذه الأخيرة بمثابة قوالب البناء للهندسة المالية.

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006-2007، ص.14، تاريخ الاطلاع: 2017/02/14، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

<sup>2</sup> محي الدين مكاحلية، منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي، ص.02، تاريخ الاطلاع: 2017/02/16، من الموقع:

<http://fsecg.univ-guelma.dz/sites/default/files/6.PDF>

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

---

ويرى Smith أنه على الرغم من أن الأدوات المالية التقليدية كسندات الدخل الثابتة، والسندات الصادرة بخصم إصدار يعتبران قوالب البناء الأساسية للهندسة المالية. إلا أن أدوات مالية جديدة في صورة أنشطة خارج الميزانية كالعقود المستقبلية ومبادلات أسعار الفائدة والعقود الآجلة وغيرها أضيفت خلال العقود الثلاث الماضية هي كذلك قوالب البناء لها.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

### المبحث الثاني: أدوات الهندسة المالية.

تضم أدوات الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وبأعلى عائد، بحيث تسمح للمتعاملين بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على الأصل موضوع العقد.

### المطلب الأول: ماهية أدوات الهندسة المالية.

خصص هذا المطلب للتعرف على أسباب ظهور أدوات الهندسة المالية، تطورها وكذا التعرف على مفهومها من خلال التعريف والخصائص المميزة لها.

### الفرع الأول: ظهور أدوات الهندسة المالية.

لقد كان لظهور أدوات الهندسة المالية مجموعة من الأساليب أدت إلى ابتكار وتطوير أدواتها، كما مر تطور أدواتها بمجموعة من المراحل قبل وصولها إلى ما هي عليه حاليا.

### أولا: أسباب ابتكار وتطوير أدوات الهندسة المالية.

من الأسباب الأساسية التي دفعت المهندسين الماليين إلى تطوير وتحديث أدوات الهندسة المالية ما يلي:

1. **العولمة:** لقد ساهمت العولمة بصفة رئيسية في التحرير الكبير والتدرجي لأسواق المال العالمية من القيود والعراقيل التي تحد من نشاط المؤسسات المالية<sup>1</sup>.
2. **الثورة المعلوماتية والالكترونية والتقدم التكنولوجي:** بحيث أدت إلى تسهيل وتوسيع عمليات الاتصال في أنحاء مختلفة من العالم، وكذلك التطور الهائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية، وبالتالي انخفاض تكاليف الخدمات والقدرة على استحداث أوراق مالية مريحة للمؤسسة<sup>2</sup>.
3. **تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة:** ولا سيما فيما يتعلق بطلب الزبائن لمنتجات مالية تقدم فرصا أوسع لتحقيق الإيرادات وتخفيض المخاطر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عدنان الهندي، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1996، ص.13.

<sup>2</sup> بالاعتماد على:

- خالد بوخلخال، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص.66، تاريخ الاطلاع: 2017/02/14، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص.83.

<sup>3</sup> خالد بوخلخال، مرجع سبق ذكره، ص.66.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

4. تجنب مخاطر تقلب أسعار الفائدة: إذ يعد تقلب أسعار الفائدة التي تؤثر في الأطراف المتعاملة في السوق المالية، سواء بصورة تقلب تكلفة أو تقلب عائد مما يؤثر بالنتيجة في أداء سوق المال<sup>1</sup>.
5. المساهمات الأكاديمية للكتاب والباحثين: أدت المساهمات الأكاديمية للباحثين في حقل الإدارة المالية إلى تسهيل عملية الفهم الصحيح لهذه الأدوات وكيفية استخدامها بفعالية<sup>2</sup>.
6. تجنب القواعد التنظيمية: من أهم القواعد التنظيمية الاحتياطي المطلوب على الودائع والقيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع<sup>3</sup>.

### ثانيا: التطور التاريخي لأدوات الهندسة المالية.

شهدت صناعة المشتقات *Dérivatives Industrie* خلال السنوات الماضية نمو كبيراً ومتسارعاً، 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 الهندسة المالية (العقود الآجلة) بشكل منظم، إذ طوروا أسلوباً يسمح بموجبه تداول إيصالات بإنتاجهم من الأرز على وفق مواعيد مستقبلية، وكان التعامل في العقود الآجلة يتم في الأسواق غير النظامية لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور الوسيط بين المتعاملين، ولكن 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 تنظم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربين والمستهلكين، وتشير الأدبيات أيضاً إلى أن التعامل بأدوات الهندسة المالية بصورة تجارية بدأ في الولايات المتحدة في عام 1973 عندما أفتتح 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 تنميطة الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية، وكذلك دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.83.

<sup>2</sup> خالد بوخلخال، مرجع سبق ذكره، ص.66.

<sup>3</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.83.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.63.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

الفرع الثاني: مفهوم أدوات الهندسة المالية.

تعد أدوات الهندسة المالية من التطورات الحديثة، وهي عبارة عن نوع من أنواع العقود، وهي أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها، يتم ابتكارها حسب حاجة وطلب المستثمرين.

أولاً: تعريف أدوات الهندسة المالية.

ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى أن أدوات الهندسة المالية كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجاز، فبالاستناد إلى المفاهيم المتوفرة لمصطلح المشتقات يمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحداً أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها<sup>1</sup>.

كما يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول موضوع العقد والأصول موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...، وتسمح للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد<sup>2</sup>.

أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي FMI وهو تعريف بنك التسويات الدولية التابع له، إذ عرفها بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المال في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد. فإن أي انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري<sup>3</sup>.

وبالتالي فإن أدوات الهندسة المالية عقود كسائر العقود المتعارف عليها، والتي يترتب عنها حقاً لطرف والتزاماً لطرف آخر.

ثانياً: الخصائص المميزة للمشتقات المالية:

تمتلك المشتقات المالية بعدة مميزات وخصائص نذكر منها<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> عدنان الهندي، مرجع سبق ذكره، ص.15.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حمدان، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص.05.

<sup>3</sup> سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص.36. تاريخ الاطلاع: 2017/02/28، من الموقع:

[http://thesis.univ-biskra.dz/1513/1/Eco\\_d11\\_lmd\\_2015.pdf](http://thesis.univ-biskra.dz/1513/1/Eco_d11_lmd_2015.pdf)

<sup>4</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص.167-168.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

1. طبيعة العمليات خارج الميزانية: لقد جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر ضعف الرقابة عليها.
  2. التعقيد: نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها وكيفية المحاسبة فيها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟.
  3. السيولة: إن بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث تسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.
  4. عدم وضوح القواعد المحاسبية: لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا تواكبها استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.
- المطلب الثاني: تطبيقات أدوات الهندسة المالية ومستخدموها.**

لأدوات الهندسة المالية مجموعة متنوعة من التطبيقات، كما أن لها فئة كبيرة من المتعاملين المستخدمين لها.

### الفرع الأول: تطبيقات أدوات الهندسة المالية.

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليدا لحاجة وضرورة. لهذا فسوف يتم التطرق إلى الأهمية الاقتصادية لهذه الأدوات من خلال تطبيقاتها المتعددة.

**أولاً: التغطية ضد المخاطر:** لأدوات الهندسة المالية دور أساسي في نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى مستثمر آخر، أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد، ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون استثمارات معينة، أو يقومون بتصفية استثمارها بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق وإزعاج، أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة، قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الاستثمار الشامل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص. 186.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

ثانياً: أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز تطبيقات أدوات الهندسة المالية كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا تعتبر أداة جيدة لاكتشاف السعر<sup>1</sup>.

ثالثاً: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب طرفاً في العقد بغرض تحقيق الأرباح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل على أساس أن تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلاً، وهي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، كما لا يدخل المضارب طرفاً في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حصيلة محددة، مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر، إذ أنها مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلاً أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلاً وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار<sup>2</sup>.

رابعاً: تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرص أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يساهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة وتقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء للأصل من السوق الحاضر<sup>3</sup>.

خامساً: الرفع من كفاءة السوق المالي: تتحقق كفاءة السوق المالي لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكفاءة على هذا النحو هي أمر مستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أية ورقة مالية متداولة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.82.

<sup>2</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.91.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص.92.

<sup>4</sup> بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.85.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

الفرع الثاني: مستخدمو أدوات الهندسة المالية.

مستخدمو المشتقات المالية في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون، والمتحوظون والمضاربون، والمؤسسات المالية. وقد اتجه بعض الكتاب الغربيين إلى تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى فئتين فقط<sup>1</sup>:

**الفئة الأولى:** هي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق بغرض التحوط، أو لتكوين المراكز المالية، أو بغرض المضاربة.

**الفئة الثانية:** هي فئة المتاجرين في الأوراق المالية وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق، ويحققون هامشاً من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء ومن خلال قيامهم بهذا الدور يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى ويتم خلق سوق مستمرة تسودها المنافسة الكاملة وتتوفر للسوق السيولة.

ويمكن حصر مستخدمي المشتقات المالية فيما يلي<sup>2</sup>:

1. **تجارة التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات وذلك بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
2. **صناديق المعاشات:** تستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.
3. **بنوك الاستثمار:** تستعمل هذه البنوك المشتقات المالية بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حين يبدو أن السوق الحاضرة لن تعود قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.
4. **الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات المالية للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة.
5. **الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات المالية بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي.
6. **المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء المشتقات ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات.

<sup>1</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص ص. 167-168.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 168.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

المطلب الثالث: التوريق:

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات المالية التي أتاحت للمؤسسات الاقتصادية والمالية على غرار البنوك إمكانية توفير السيولة بتكاليف قليلة، بالإضافة إلى تحويل جزء من المخاطر التي كانت تنقل كاملها إلى أطراف أخرى.

الفرع الأول: نشأة وتعريف التوريق.

إن تحول نمط التمويل على المستوى الدولي لصالح الأسواق المالية، قد ساهم وبفعالية في بروز ظاهرة التوريق كأداة تمويلية تسمح بتسييل القروض على اختلاف أنواعها والتي اكتسبت أهمية متزايدة في العالم المعاصر.

أولا: نشأة التوريق.

بدأ نشاط التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية الستينات من القرن الماضي<sup>1</sup>، في إطار ما يعرف بالهندسة المالية، حيث أن التوريق في بدايته كان مرتبطا ارتباطا وثيقا بالرهن العقاري إلى درجة أنه عرف بالتوريق العقاري<sup>2</sup>. غير أن هذه التقنية ظهرت قبل هذا التاريخ ففي 1930 أنشأت مؤسسة سميت بالبنك الفدرالي لتمويل السكن في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي 1968 ظهرت كل من المؤسستين جيني ماي وفاني ماي حيث تعдан أول مؤسستين متخصصتين في مجال الرهن العقاري وإصدار الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى<sup>3</sup>.

ولقد تطور التوريق بشكل جد معتبر، حيث أصبح يشكل أحد أهم مكونات النظام المالي الأمريكي، وقد تطلب الأمر أكثر من 15 سنة قبل أن ينتقل إلى بقية دول العالم<sup>4</sup>.

ومنذ منتصف الثمانينات لم يعد استعمال التوريق مقتصرًا على القروض المضمونة برهون عقارية والديون الخارجية، وإنما امتد ليشمل مجالات أخرى مثل قروض السيارات، الديون المرتبطة ببطاقات الائتمان، وتأجير

<sup>1</sup> رزيقة شعابنة، التوريق المصرفي للديون: الإطار والممارسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، 2005-2006، ص.93.

<sup>2</sup> مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص.86، تاريخ الاطلاع: 2017/02/23، من الموقع:

<http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ASER3725.pdf>

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص.84-85.

<sup>4</sup> عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007-2008، ص.14، تاريخ الاطلاع: 2017/03/02، من الموقع:

<http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABOU2405.pdf>

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

المعدات. وبهذا فالتوريق يأتي في الصف الأول من حيث التقنيات المالية رفيعة المستوى التي تؤدي إلى التقدم الدولي<sup>1</sup>.

### ثانيا: تعريف التوريق:

التوريق أو التسنيد هو أداة مالية مستحدثة، وهو اصطلاح يستعمل عند ما يتم تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال<sup>2</sup>.

والتوريق هو الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق أصول مالية جديدة، وبعبارة أخرى فإن مصطلح التوريق يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى الآخرين، والذي يتم غالبا من خلال الشركات المالية أو الشركات ذات الغرض الخاص<sup>3</sup>.

أما اختصارا فالتوريق هو عملية تحويل تدفقات نقدية مستقبلية إلى تدفقات نقدية حالية<sup>4</sup>.

### الفرع الثاني: أطراف عملية التوريق.

إن عملية التوريق تستند إلى خمسة أطراف هم<sup>5</sup>:

**أولا: المحيل أي الدائن الأصلي:** هي المؤسسة المالية المسؤولة عن منح التمويل اللازم لزيائنها، مع تقديمهم الضمانات اللازمة لذلك، بحيث تتولى هذه المؤسسات المالية تجميع لديونها المتجانسة في محفظة استثمارية وتحيلها إلى شركة التوريق.

**ثانيا: المحيل إليه أي شركة التوريق:** وهي الشركة المتخصصة في شراء الديون والمسؤولة عن تصكيكها، وإدارة تداولها في السوق الثانوية.

<sup>1</sup> عمار بوطكوك، المرجع نفسه، ص.ص. 14-15.

<sup>2</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، صناعة الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص. 39.

<sup>3</sup> آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011-2012، ص. 78، تاريخ الاطلاع: 2016/10/12، من الموقع:

<http://www.univ-setif.dz/MMAGISTER/images/facultes/SEG/2012/laameche%20amel.pdf>

<sup>4</sup> رزيقة شعابنة، مرجع سبق ذكره، ص. 96.

<sup>5</sup> رابح أمين المناسيع، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2010-2011، ص. 153، تاريخ الاطلاع: 2017/02/16، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

ثالثاً: **المستثمرون المكتسبون:** ويتمثلون في الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين، والذين يرغبون في الاكتتاب في سندات الديون محل التوريق ليحلوا محل الدائن الأصلي كدائنين جدد، ويتم توزيع التدفقات النقدية (الفوائد) المترتبة عن تلك الديون بحسب نسبة الملكية في تلك الصكوك.

وإذا كان الواقع العملي قد يفترض أن عدد أطراف عملية التوريق لا يزيد عن ثلاثة أطراف إلا أنه توجد أطراف أخرى تتدخل في عملية التوريق بصورة غير مباشرة:

1. **المنظم:** غالباً ما يتمثل في بنك أو شركة استثمارية متخصصة يقوم بتصميم وتنفيذ عملية التوريق من خلال ملكية أصول وخصوم المحال إليه.

2. **هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية:** وهيئة أنشئت من قبل الحكومة لتمثل مهمتها في حفظ الأوراق المالية وضمان انتظام المدفوعات بين حسابات المستثمرين التي تقوم بها مؤسسة الإدارة والتسيير. كما أن لها الحق في مراجعة كل ما يدور حول الإصدارات داخل السوق.

3. **شركة التسيير والإدارة:** تعمل بشكل مستقل وتمثل وظيفتها في إدارة مستحقات الديون لحاملي الأوراق المالية المصدرة في السوق، يجب عليها أن تمتاز بالطابع التجاري وتقدم الضمانات الكافية سواء فيما تعلق الأمر بمواردها المالية أو مواردها التقنية والبشرية لتتوفر بذلك على السلطة التقديرية اللازمة عند اتخاذها قرارات منح الاعتماد. كما أن لها مهمة تجميع دفعات الفوائد ومستحقات أصل الدين على مجموعة من الديون ثم تحويل هذه الأموال إلى لجنة الإيداع المركزي من أجل تسديد حقوق المستثمرين.

4. **وكالات التقييم أو التصنيف الائتماني:** يلعب التصنيف الائتماني دوراً بارزاً في معاملات التوريق لأنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون تصنيف الذي يساعد على تمكين المستثمرين من قياس مخاطر الأوراق المالية، ويؤدي التصنيف الجيد إلى توسيع قاعدة المستثمرين<sup>1</sup>.

5. **هيئة الرقابة:** تسهر على انتظام عملية الإصدار وغالباً ما تكون هي اللجنة المكلفة بتنظيم ورقابة العمليات البورصية في سوق القيم المنقولة<sup>2</sup>.

6. **شركة ضمان:** هي الشركة التي تمنح ضماناتها للقروض محل التوريق<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث: آلية التوريق:

تنطوي عملية التوريق على وجود أركان خمسة هي<sup>4</sup>:

1. وجود علاقة دائنية أصلية بين دائن ومدين.
2. رغبة الدائن في التخلص من الدين وتحويله إلى جهة أخرى.

<sup>1</sup> رزيقة شعابنة، مرجع سبق ذكره، ص.99.

<sup>2</sup> رابح أمين المناسيع، مرجع سبق ذكره، ص.155.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص.156.

<sup>4</sup> أمال لعمش، مرجع سبق ذكره، ص.79.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

3. قيام الجهة المحال لها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية.
4. استناد الأوراق المالية الجديدة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
5. وجود مستثمر: وهو الفرد أو المؤسسة التي تشتري السندات الجديدة ثم تقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المستحقة.

### المطلب الرابع: المشتقات المالية:

إن ابتكار عقود المشتقات وليد حاجة وضرورة، وما يظهر ذلك هو الأهمية الاقتصادية لهذه النقود، لذا توجد ثلاث أنواع رئيسية من عقود المشتقات والتي تضم عقود الخيارات، العقود المستقبلية والآجلة، وعقود المبادلة.

### الفرع الأول: عقود الخيارات.

تحتل عقود الخيارات المالية موقعا هاما كأحد أبرز الأدوات التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية، حيث تجلت أهمية هذه الأدوات نتيجة للدور الكبير الذي تلعبه في تخفيض المخاطر المالية.

### أولاً: تعريف عقود الخيارات.

الخيارات هي نوع من العقود المالية غير الملزمة<sup>1</sup>، والتي تمنح حاملها الحق بيع موجود أو ورقة مالية بسعر تنفيذ معين<sup>2</sup>، أي في عقود الخيار يوجد مشتري العقد وهو المستثمر الذي يشتري العقد من الطرف آخر يطلق عليه المحرر<sup>3</sup>.

ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد من وحدات أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، مع إعطاء العقد للمشتري الخيار في التنفيذ أو عدم التنفيذ، وذلك حسب رغبته على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من الصفقة<sup>4</sup>.

ويمكن تلخيص أركان عقود الخيارات في الجدول التالي:

---

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، الطبعة الثالثة، 2005، ص.91.

<sup>2</sup> أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2005، ص.18.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008، ص.551.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص.7.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

### الجدول رقم (1-1): أركان عقود الخيارات.

مشتري أو حامل عقد الاختيار.	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء أو بيع الأصل إذا كان الخيار للبيع.
بائع أو محرر عقد الخيار.	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد - شراء أو بيع الأصل موضوع العقد - في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد.
سعر الممارسة أو التنفيذ.	هو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
العلوة أو المكافأة.	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء، غالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقا لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.
تاريخ التنفيذ.	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
تاريخ الانتهاء.	وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ورقة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص.7، تاريخ الاطلاع: 2016/10/12، من الموقع:

<http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/34.pdf>

### ثانيا: أنواع عقود الخيارات.

تنقسم عقود الخيارات إلى عدة أنواع يمكن إبرازها كالتالي:

#### 1. التصنيف على أساس الصفقة:

وتصنف عقود الخيارات حسب هذا التصنيف إلى ثلاث أنواع<sup>1</sup>:

- **خيار الشراء:** وهذا الاختيار يعطي الحق للمشتري بشراء عدد محدود من الأوراق المالية، محل التعامل بسعر معين خلال فترة محددة، أو أن يتمتع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين للمالك لقاء منحه هذا الحق، ويعتمد مبلغ الغرامة هذا على عرض وطلب الأوراق موضوع الصفقة.
- **خيار البيع:** هو عقد بين طرفين يعطي الحق للمستثمر ببيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها بمقابل مكافأة غير قابلة للاسترداد.

<sup>1</sup> بالاعتماد على عدة مراجع:

- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016، ص.105.
- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص.764.
- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.44.
- خالد بونخلخال، مرجع سبق ذكره، ص.73.
- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص.90-105.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

● **عقد الاختيار المزدوج:** هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح حامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك رهن بمصلحة المشتري حيث ما كانت فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتريا وإذا انخفض كان بائعا.

### 2. التصنيف على أساس موعد التنفيذ:

وتقسم إلى نوعين من عقود الخيار<sup>1</sup>:

● **عقد الخيار الأمريكي:** هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة وبسعر محدد مسبقا ويتميز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لحامل الخيار فهو ليس محصورا بتاريخ محدد وإنما خلال فترة محددة. وهذا يعني بأن مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة التنفيذ أي وقت يشاء خلال عمر الحق (خلال مدة الاستحقاق).

● **عقد الخيار الأوروبي:** وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ماعدا موعد التنفيذ حيث يكون حامل حق الخيار محصورا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ علما أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوروبية يمكن التعامل بها في شيكاغو وهناك خيارات أمريكية يمكن التعامل بها في باريس. وهذا النوع هو الأكثر شيوعا في أسواق المال العالمية.

### 3. التصنيف على أساس درجة التغطية:

كما تقسم عقود الخيارات على أساس درجة التغطية إلى خيارين<sup>2</sup>:

● **الخيار المغطى:** يكون الخيار المغطى إذا ما كان لدى البائع رصيدا للأصل محل التعاقد، يكفي للوفاء بالتزاماته إذا ما تم تنفيذ العقد، فيسلم الأصل محل التعاقد في حالة خيار الشراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة خيار البيع.

● **الخيار غير المغطى:** يكون الخيار غير المغطى عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار رصيدا للأصل محل التعاقد يسمح له بتغطية التزاماته إذا ما تم تنفيذ العقد. فيسلم الأصل محل التعاقد في حالة خيار الشراء، أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة خيار البيع.

<sup>1</sup> بالاعتماد على عدة مراجع:

- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص. 258.

- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر عقود الخيارات، الجزء الثالث، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007، ص. 40-41.

- جلال البنا، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات والمشتقات، الندى للطباعة، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص. 218.

<sup>2</sup> نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص. 77.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

الفرع الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

يعد السبب الرئيسي وراء ظهور هذه العقود هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر إذ ابتكرت للتغلب على عدم التأكد من المستقبل المحيطة بمختلف العمليات المالية والتجارية.

أولاً: العقود الآجلة.

1. تعريف العقود الآجلة:

يعرف العقد الآجل على أنه اتفاق بين طرفين أحدهما ما مشتري والآخر بائع، لشراء أو بيع كمية محدودة من الأصل محل التعاقد ويلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريف العقود الآجلة بشكل مبسط على أنها العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم محدد مستقبلاً<sup>2</sup>.

2. خصائص العقود الآجلة:

يمكن تشخيص بعض أهم مواصفات العقود الآجلة في<sup>3</sup>:

- عند إبرام العقد يتوقف على القدرة التفاوضية بين طرفي العقد أي أنها تتمتع بالمرونة.
- صعوبة التسبيل، إذ أن الرغبة في إنهاء الاتفاق يتطلب توفر شخص أو وحدة تحمل محل أحد الأطراف تقبل بنصوص العقد.
- تتحقق قيمة العقد الآجل عند إنهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات عند بداية التعاقد أو خلاله.
- هي عبارة عن عقود خطية إذ أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصل المتعاقد عليه قد تؤدي إلى تحقيق مكاسب لطرف يعادل الخسارة التي تلحق بالطرف الثاني<sup>4</sup>.
- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته<sup>5</sup>.

ثانياً: العقود المستقبلية.

تعد العقود المستقبلية من بين أهم المشتقات المالية إذ تعد إحدى أهم المستحدثات المستخدمة في إدارة المخاطر.

<sup>1</sup> مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص.30.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الجامعي، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص.186.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص.133-134.

<sup>4</sup> نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص.81.

<sup>5</sup> جهيدة نسيلي، الهندسة المالية للمؤسسة والأسواق المالية: إشارة إلى سوق المشتقات والحد من الأزمات، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014-2015، ص.107، تاريخ الاطلاع: 2017/02/01، من الموقع:

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

### 1. تعريف العقود المستقبلية.

يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه التزام قانوني يتبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد<sup>1</sup>.

كما عرفت العقود المستقبلية على أنها عبارة عن عقود مبنية على أدوات مالية<sup>2</sup>، تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية أو أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم والتسلم في المستقبل<sup>3</sup>، وأن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية<sup>4</sup>.

### 2. خصائص العقود المستقبلية:

تتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة منها<sup>5</sup>:

- إن لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري (المركز الطويل) والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري (المركز القصير) وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.
- نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر.
- بما أن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم المعقود عليه.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذا إجراء تسوية يومية للسعر<sup>6</sup>.
- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك بل تتم في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015-2016، ص.65، تاريخ الاطلاع: 2017/02/14، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

<sup>2</sup> طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص.158.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.631.

<sup>4</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار ومكتبة الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2014، ص.179.

<sup>5</sup> سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص.81-82.

<sup>6</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص.415.

<sup>7</sup> جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص.188.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

تتحلى الفروق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على الرغم من كونها جميعا عقود بيع آجلة متأخرة التنفيذ في ما يلي<sup>1</sup>:

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة.
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر بينما العقود الآجلة هي عقود شخصية يتم التوصل إليها بين أطراف العقد.
- تتوافق وجوبا عقود المستقبلية دون العقود الآجلة دفع هامش مبدئي ومتابعة من قبل بيت المقاصة.

### الفرع الثالث: عقود المبادلات.

#### 1. تعريف عقود المبادلات.

يعرف عقد المبادلة على أنه عبارة عن ترتيبات بين طرفين يتم بموجبها الاتفاق على مبادلة دفعات بمعدل فائدة ثابتة بدفعات بمعدل فائدة متغيرة وخلال فترة زمنية محددة<sup>2</sup>.

وتعرف أيضا عقود المبادلات على أنها التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد<sup>3</sup>.

#### 2. خصائص عقود المبادلة

تتميز عقود المبادلة بالخصائص التالية<sup>4</sup>:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد.
- عقود غير نمطية وإنما تفصل حسب رغبة الزبون لذا يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي العقد.
- تركز على تبادل التدفقات في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- لا تتضمن دفع علاوات.

<sup>1</sup> بالاعتماد على عدة مراجع:

– محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص.7.  
– عبد الكريم أحمد قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.36.  
– عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، العدد 3، قطر، 2014، ص.7، تاريخ الاطلاع: 2016/11/04، من الموقع:

<http://iei.kau.edu.sa/GetFile.aspx?id=224769&Lng=AR&fn=27-03-01.pdf>

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن، 2010، ص.412.

<sup>3</sup> هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011، ص.69.

<sup>4</sup> سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص.164.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

### المبحث الثالث: تقييم الهندسة المالية.

تعتبر الهندسة المالية سلاحاً ذو حدين، فالتطبيق الخاطئ لها يؤدي إلى مخاطر جسيمة، وهذا ما يستدعي الوقوف عند فوائد ومخاطر تطبيق الهندسة المالية، وآثارها على المتغيرات الاقتصادية، وكذا الواقع والآفاق المستقبلية للهندسة المالية.

### المطلب الأول: فوائد ومخاطر تطبيق الهندسة المالية.

مثل كل التطبيقات المستحدثة تقدم الهندسة المالية الكثير من الحلول للكثير من المشاكل التي تواجه المستثمر، كما أنها لا تخلو من المخاطر إذا تم تطبيقها بالشكل الخاطئ.

### الفرع الأول: فوائد تطبيق الهندسة المالية.

من أهم فوائد استعمال أدوات وتطبيقات الهندسة المالية ما يلي<sup>1</sup>:

1. ابتداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية.
2. دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم.
3. تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية.
4. تقليل التكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمارات.

### الفرع الثاني: مخاطر تطبيق الهندسة المالية.

يؤدي التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مجموعة من المخاطر تتمثل في<sup>2</sup>:

1. الاستثمار في السندات الوهمية.
2. المقامرة على حجم الرافعة في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة.
3. عدم توفر معلومات كافية عن البورصات العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المستحدثات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية.
4. ترجع أيضاً المخاطر في التعامل بالمشتقات المالية إلى أن قيمة الاستثمار فيها لا تدفع بالكامل مقدماً، ولكن تدفع هوامش فقط وعندما تتم المطالبة فهي تطلب بالكامل.
5. المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات تؤدي إلى تخفيض شروط الهوامش المطلوبة.
6. تسرع الحكومات في استخدام المشتقات المالية كعنصر جذب للعملة الأجنبية بدون دراسات تحليلية مسبقة.
7. زيادة طلب البنوك على المشتقات المالية باعتبارها مصدر لتعويض خسائر العمليات المصرفية التقليدية.

<sup>1</sup> موسى شقيري نوري، مرجع سبق ذكره، ص 33-34.

<sup>2</sup> سعيدة بخوش، مرجع سبق ذكره، ص 44-45.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

8. المخاطر الناتجة عن استخدام الخيارات المالية والتي تنتج عن الخطأ في التقديرات<sup>1</sup>.
9. التعديل المستمر في الهوامش التأمينية مما يشكك في الطلب على والعرض من العقود الآجلة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: آثار الهندسة المالية.

تختلف وتتعدد آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب مدى تأثير صناعة الابتكار والإبداع المالي عليها.

### الفرع الأول: الهندسة المالية والسياسة النقدية.

يعتبر مينسكي من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، وهو يرى بأن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف أثرها الاقتصادي وذلك للاعتبارات التالية<sup>3</sup>:

1. إضعاف أداء الاحتياطي الإلزامي ومعدل الفائدة نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات تمكنها من تجاوز القيود السياسية النقدية.
2. يمكن للبنوك الاقتراض من سوق العملات الأجنبية أو غيرها للحصول على السيولة دون حجز الاحتياطي الإلزامي، والنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي.
3. صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية.
4. إن بعض الابتكارات المالية قد تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمه البنك المركزي للرقابة.
5. حينما تتبنى البنوك المركزية سياسات تدعم هذا النوع من الابتكارات سوف يزداد الأمر سوءا مثل دعم الاتحاد الاحتياطي الأمريكي لصندوق التحوط LCTM بـ 3.6 مليار دولار عند تعثره عام 1998، وهكذا تصبح المؤسسات المسؤولة عن استقرار الاقتصاد هي نفسها التي تعيق تحقيق أهدافه.

### الفرع الثاني: الهندسة المالية والمؤسسات المالية.

لقد ساهم التطور المذهل في تقنية المعلومة والأدوات التمويلية إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة، كما قل دور الوساطة المالية فتراجع دور البنوك، ويتأكد هذا الاتجاه في ظل الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية حتى تصبح محصلة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات، ونظرا للقيود القانونية التي فرضت على البنوك نشأت الحاجة لتجاوز القيود وأصبحت البنوك تعتمد على أنشطة مالية تغيّر أصل نشاطها المصرفي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص. 261.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 262.

<sup>3</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

<sup>4</sup> رابح أمين المناسيع، مرجع سبق ذكره، ص. 28.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

### الفرع الثالث: الهندسة المالية والأسواق المالية.

إن ابتكارات الهندسة المالية سمحت بتقسيم الأسواق المالية حسب نوعيتها وطبيعة الأوراق المالية وتواريخ استحقاقها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، حيث أن سوق المشتقات كان شبه معدوم قبل السبعينات من القرن الماضي لكنه نما بطريقة مضاعفة في مطلع القرن الواحد والعشرين.

كما ساعدت العولمة في تسارع ثورة المنتجات المالية الجديدة نظرا لعالمية الأسواق والتحرير المتسارع لرؤوس الأموال وتحرير الأسواق فضلا عن التنافس الشديد بين المؤسسات المالية وتسابقها على الابتكارات المالية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: واقع الهندسة المالية.

إن الأسواق المالية وتطورها حقيقة واقعية نظرا للتزايد المستمر لحجم التعاملات المالية يوما بعد يوم، ناهيك عن الأنواع والأصناف العديدة للأدوات المالية المتداولة والمصدرة محليا ودوليا<sup>2</sup>.

فقد كتب بيتر داركر مقالا منشورا في مجلة Economist تحت عنوان الابتكار أو الموت حيث أشار في مقاله هذا إلى أن الصناعة المالية تواجه اليوم انحسارا في الربحية، وتدهورا في نوعية المنتجات التي تقدمها، ومن ثمة يدعو إلى روح الابتكار<sup>3</sup>.

ويذهب صاحب المقال إلى أن أهم الابتكارات المالية خلال العقود الثلاثة الماضية كانت مشتقات زعموا أنها علمية لكنها ليست أكثر من عمليات القمار، ونتيجة لذلك فإن منتجات الصناعة المالية هذه أصبحت سلعا نمطية تعني من صعوبة التسويق وانخفاض الربحية، خاصة بعد وقوع أزمة مالية عالمية سنة 2008 والتي تبعتها موجات متتالية من القوانين والتشريعات المقيدة لأي تعامل مالي مشكوك فيه<sup>4</sup>.

### المطلب الرابع: الآفاق المستقبلية للهندسة المالية.

وانطلاقا من واقع الهندسة المالية وحسب داركر، فإنه يتوجب على الصناعة المالية إذا أرادت النهوض من واقعها المتدهور فما عليها إلا أن تحقق شرطين<sup>5</sup>:

**أولا:** استبدال الهندسة القائمة بأخرى مستحدثة بإدخال أفكار وعناصر جديدة.

<sup>1</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص.49.

<sup>2</sup> رابح أمين المناسيع، مرجع سبق ذكره، ص.54.

<sup>3</sup> بن علي بلعوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.426.

<sup>4</sup> رابح أمين المناسيع، مرجع سبق ذكره، ص.54.

<sup>5</sup> جهيدة نسيلي، مرجع سبق ذكره، ص.65.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

ثانياً: تكيف المؤسسات مع الواقع الجديد، إذ عليها أن تعيد صياغة نفسها لتكون مبدعة ومبتكرة لأدوات جديدة بالفعل.

فالتطورات المستقبلية المحتملة في مجال الهندسة المالية قد تتضمن ما يلي<sup>1</sup>:

1. إمكانية تخفيض تكاليف النماذج والبرامج التي يمكن أن تستعمل لتسعير الأدوات النمطية كالمبادلات لأغراض الإدارة والرقابة.
2. قدرة مسيري المؤسسات بكل أحجامها وفي كل دول العالم على تعلم الهندسة المالية وتطبيقها على مشاريعهم.
3. بما أن أدوات الهندسة المالية ستصبح أسهل في الاستعمال و أرخص، فإن عددا متزايدا من الأفراد و المؤسسات يمكن أن يصبحوا ممارسين نشطين في الهندسة المالية.

كل هذه العوامل مجتمعة ستؤدي إلى انتشار الهندسة المالية، كما تؤكد ضرورة الأخذ بها من طرف منشآت الأعمال وبشكل خاص المؤسسات المالية، خاصة مع زيادة المخاطر المرتبطة بالنشاطات الاقتصادية<sup>2</sup>.

غير أن التفكير في مستقبل الهندسة المالية يتطلب النظر بإمعان إلى أدائها خلال العقود الثلاث الماضية، حيث لم تسلم رغم كل الإضافات التي قدمتها لاقتصاديات العالم والأسواق المالية خصوصا من عيوب في استخداماتها وفي بعض تشريعاتها وآليات عملها، وهو ما كان ولا يزال محل بحوث ودراسات مختلفة قد يكون لها أثرها في تعديل أو ربما تغيير مسار الهندسة المالية مستقبلا.

<sup>1</sup> بن بلعوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.428.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.428.

## الفصل الأول: التأسيس النظري للهندسة المالية

---

خلاصة:

تعتبر الهندسة المالية ثورة في مجال الاستثمار في الأدوات المالية، وبالرغم من الايجابيات الكبيرة التي جاءت بها الهندسة المالية من حيث طرحها لأدوات جديدة، إلا أنها كانت السبب لكثير من المشاكل إن كان على المستوى الجزئي وذلك بتعرض العديد من المؤسسات وخاصة المالية منها إلى خسائر كبيرة أدت إلى إفلاسها، أو على المستوى الكلي فيكفي ذكر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

الفصل الثاني

الإطار النظري لأدبيات

الاستقرار المالي

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

تمهيد.

أدت التطورات التكنولوجية الهائلة وزيادة تكريس عملة النظام المالي إلى زيادة حالات عدم الاستقرار المالي وزيادة حدة الأزمات المالية، كما أدى الترابط الكبير بين اقتصاديات العالم إلى انتقال آثار العدوى المالية من دولة إلى أخرى، فقد كان لبعض الأزمات آثار سلبية ليس فقط على الاقتصاديات الوطنية والإقليمية، بل على الاقتصاد العالمي أيضا، الأمر الذي أبرز أهمية استهداف الاستقرار المالي وجعله مطلب واجب التحقيق لإيجاد الوسائل التي تقوي النظام المالي الدولي وتعزز مساهمته في منع وقوع الأزمات المالية وحلها. ولتوضيح ذلك يتم التعرض في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

- الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي.
- الاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي.
- تحليل الاستقرار المالي باستخدام مؤشرات المحيطة الكلية.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي.

شهد النظام المالي العالمي توسعا تجاوز في وتيرته التوسع في الاقتصاد الحقيقي، وتغيرا كبيرا في عناصر الأصول المالية، وأصبح نظاما أكثر تعقيدا زادت فيه مخاطر العدوى مما استوجب أن يكون الحفاظ على الاستقرار المالي هدفا أساسيا في السياسات الاقتصادية.

### المطلب الأول: تعريف الاستقرار المالي.

يعتبر الاستقرار المالي مفهوم حديث الوجود، فحتى لو كان إعطاء تعريف للاستقرار المالي يمكن أن يظهر كتمارس بسيطة للوهلة الأولى، فإنه لا يوجد توافق في الآراء بين العلماء وصناع السياسة من حيث كيفية تعريف هذه الظاهرة.

وعلى الرغم من هذه الصعوبة ، فقد أجرى Garry Schainasi دراسة وافرة تتعلق بأساليب تحديد الاستقرار المالي، حيث وضع خمسة مبادئ رئيسية يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد مفهوم الاستقرار المالي وهي:

**المبدأ الأول:** الاستقرار المالي هو مفهوم يشمل مختلف جوانب التمويل والنظام المالي، البنى التحتية والمؤسسات والأسواق، وكذا النظام القانوني والأطر الرسمية للتنظيم المالي والإشراف والمراقبة<sup>1</sup>.

**المبدأ الثاني:** الاستقرار المالي لا ينطوي فقط على تخصيص الموارد بكفاءة، إدارة المخاطر، تعبئة المدخرات وتسيير تراكم الثروة فقط، بل يرتبط أيضا بالتشغيل الكافي لنظام المدفوعات<sup>2</sup>.

**المبدأ الثالث:** هو أن الاستقرار المالي لا يتعلق فقط بعدم وجود أزمات مالية فعلية، بل يتعلق أيضا بقدرة النظام المالي على الحد من عدم التوازن واحتوائه ومعالجته قبل أن يشكل تهديدا لنفسه أو للعملية الاقتصادية، وبالتالي فإن الاستقرار المالي يتتبع أبعاد وقائية وعلاجية على حد سواء<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، أمينة أمزيان، الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 10، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2011، ص.237، تاريخ الإطلاع: 2016/10/30، من الموقع:

<http://dspace.univ-biskra.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/1307/1/10.pdf>

<sup>2</sup> Claudiu Albucescu and others, **what we understand by Financial Stability**, joint international conference about Technology, Innovation and industrial management, School Management Knowledge and Learning, University of Timisoara, Romania, 25-27 May 2016. P.944. Date de visite:18/04/2017.in:

<http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-16-1/papers/ML16-191.pdf>.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، أمينة أمزيان، مرجع سبق ذكره، ص.237.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

**المبدأ الرابع:** هو أن الاستقرار المالي ينبغي أن يصاغ من حيث النتائج المحتملة للاقتصاد الحقيقي، ولا ينبغي اعتبار الاضطراب في الأسواق المالية أو في المؤسسات المالية الفردية تهديدا للاستقرار المالي إذا لم يكن من المتوقع أن يضر بالنشاط الاقتصادي عموماً<sup>1</sup>.

**المبدأ الخامس:** وهو أن يتم التفكير في الاستقرار المالي كسلسلة مستمرة<sup>2</sup>، لأن التمويل أساساً ينطوي على اللابقيين فهو حركي سواء عبر الزمن أو الابتكارات المالية، ويتكبد من العديد من العناصر والروابط المتطورة، مما يجعل من المستحيل تمثيل الاستقرار المالي في نقطة زمنية معينة، إضافة إلى أنه يمكن النظر إلى الاستقرار المالي على أنه يتوافق مع استقرار أجزائه المكونة له مثل سلامة المؤسسات المالية، ظروف الأسواق المالية، وكذا فعالية مكونات البنية التحتية<sup>3</sup>.

ومع ذلك وبعد وضع المبادئ الأساسية لتعريف الاستقرار المالي، لم يجد العلماء توافق في الآراء بشأن تعريفه، واندرج تحت عدم التوافق هذا مجموعة من التعاريف الخاصة بالاستقرار المالي.

فاستقرار النظام المالي يعتبر الركيزة المباشرة لتنمية القطاع الحقيقي ويقصد به قدرة النظام المالي على توفير السيولة وتوفير المعلومات عن مناخ الأعمال، إضافة إلى القدرة على استيعاب الصدمات الداخلية والخارجية<sup>4</sup>. فالاستقرار المالي هو شرط للنمو الاقتصادي والعديد من العلاقات المتبادلة مع الاستقرار النقدي<sup>5</sup>.

ويعرف الاستقرار المالي كذلك على أنه كون النظام المالي الذي يتضمن الوسطاء الماليين والأسواق والبنية التحتية للأسواق قادر على تحمل الصدمات والاختلالات المالية، مما يخفف من احتمالية حدوث معوقات تحول دون إتمام عملية الوساطة المالية ويضعف إلى حد كبير من تخصيص المدخرات لفرص استثمارية مربحة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، المرجع نفسه، ص. 237.

<sup>2</sup> Claudiu Albulescu, Op.Cit, P 944.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، أمينة أمزيان، مرجع سبق ذكره، ص. 237.

<sup>4</sup> أبو بكر بو سالم، رياض المزادوة، آثار التحرير المالي على استقرار النظام المالي ومستوى التنمية المحلية، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد 06، المركز الجامعي ميله، الجزائر، 2016، ص. 165، تاريخ الإطلاع: 2017/05/13، من الموقع:

<http://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/58/3/2/5285>

<sup>5</sup> Gill Hammond, **Définition caractéristiques de la stabilité Financière pour les pays en Développement**,

Revue Economique et monétaire, N°01, 2007, P.01. Date de visite: 12/04/2017. In :

<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/idep/unpan029165.pdf>.

<sup>6</sup> عبد الرحمن بن عبد الله الحميدي، العلاقة المتداخلة بين الاستقرار المالي والشمول المالي، مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد

العربية، صندوق النقد العربي، 2015، ص. 3-4، تاريخ الإطلاع: 30/10/2016، من الموقع :

<http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb.Pdf>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

والاستقرار المالي يعني عموماً الاستقرار المشترك للمؤسسات المالية الرئيسية العاملة داخل الأسواق المالية، واستقرار تلك الأسواق<sup>1</sup>.

كما يرتبط مفهوم الاستقرار المالي بتجنب الأزمات والحد من تكاليفها<sup>2</sup>، وكذلك قدرة النظام المالي والوسطاء والأسواق والبنية التحتية على تحمل الصدمات والاختلالات<sup>3</sup>.

كما يرى كثير من المحللين والاقتصاديين أن تحليل الاستقرار المالي يتوافق إلى حد ما مع تحليل السلامة المالية الكلية، وعليه فهو يعتمد على مؤشرات قياسية، حيث أن السلامة المالية والتي تعرف بالقدرة على مقاومة الأزمة واستيعاب الصدمات والتعافي السريع منها، وتتميز بأنها أكثر قابلية للقياس، إضافة إلى أن السلامة المالية تشكل عنصراً رئيسياً في المفهوم الكلي للاستقرار المالي<sup>4</sup>.

وعليه يتضح بأن الاستقرار المالي يعتمد على خلق بيئة أداء متوازنة بين مختلف عناصر علم التمويل والنظام المالي، والعمل على التأكد من قوة وسلاسة عمل جميع مكونات النظام المالي.

### المطلب الثاني: مميزات الاستقرار المالي:

للاستقرار المالي مجموعة من المميزات والتي حصرها Ferguson في النقاط التالية<sup>5</sup>:

1. الاستقرار النقدي.

2. تقارب معدلات التوظيف والمعدل الاقتصادي الطبيعي.

<sup>1</sup> Liliana Eva Donath, Laura Mariana Cismas, **Déterminants of Financial Stability**, The Romanian Economy journal, N °29, 2008, P.27. Date de visite: 18/04/2017. In:

<http://www.rejournal.eu/sites/rejournal.versatech.ro/files/articole/2014-04-14/2185/je202920donath20cismas.pdf>

<sup>2</sup> Oliver de Brant et autres, **Stabilité Financière**, Ouvertures économiques, de Boeck, P.19. Date de visite: 12/04/2017. In :

<https://www.decite.fr>

<sup>3</sup> Grégory Nguyen, Thomas Schepens, **Stabilité financière**, Banque National de Belgique, Bruxelles, 14 octobre 2015, P.04. Date de visite: 12/04/2017. in :

<http://www.nbbmuseum.be/wp-content/uploads/2015/09/La-stabilit%C3%A9-du-syst%C3%A8me-financier.pdf>

<sup>4</sup> رمة مناع، لعراة مولود، أثر جودة المعلومات المالية والاقتصادية على استقرار النظام المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، 2014، ص ص. 222- 223، تاريخ الاطلاع: 2017/06/11، من الموقع:

[http://www.univ-constantine2.dz/revuedi/wp-content/uploads/sites/14/2015/10/edit1\\_a181\\_ar.pdf](http://www.univ-constantine2.dz/revuedi/wp-content/uploads/sites/14/2015/10/edit1_a181_ar.pdf).

<sup>5</sup> Abayomi A. Alawode, Mohammed Al Sadek, **What is Financial Stability**, Financial, Stability Paper Series, N°01, March 2008, P.07. Date de visite: 12/04/2017. In:

<http://www.cbb.gov.bh/assets/FSP/What%20is%20Financial%20Stability.pdf>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

3. الثقة في عمل المؤسسات والأسواق المالية في الاقتصاد.

4. عدم وجود تحركات الأسعار النسبية للأصول الحقيقية أو المالية في الاقتصاد.

كما يغطي الاستقرار المالي ثلاث خصائص أخرى<sup>1</sup>:

1. قدرة النظام المالي على نقل الموارد بكفاءة وبشكل منظم من المدخرين إلى المستثمرين.

2. تقييم المخاطر المالية، تقديرها وإدارتها بشكل جيد.

3. يجب أن يكون النظام المالي في الدولة قادر على استيعاب المفاجآت والصدمات.

### المطلب الثالث: أهمية الاستقرار المالي.

يمكن إدراك أهمية الاستقرار المالي من خلال ما يلي:

1. أن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي صدر مطلع سنة 2008 والذي حمل عنوان "المخاطر العالمية 2008" أن النظم المالية مضطربة، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا منتصف وأواخر عام 2007، تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي، لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر، وأكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الأسواق المالية المضطربة والتوترات السياسية المتفاقمة في عام 2008، قد يدفعان الحكومات والشركات إلى تجاهل المخاطر الأقل إلحاحا مثل التغيرات المناخية، وهذا من شأنه أن يزيد في صعوبة التعامل مستقبلا مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى<sup>2</sup>.

2. غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي انطلقت شرارتها من أمريكا وامتدت إلى غيرها من البلدان أعاد صندوق النقد الدولي النظر في توقعاته بشأن النمو الاقتصادي ففي

<sup>1</sup> Oliver de Brant, Op.cit, P.19.

<sup>2</sup> أحمد مهدي بلواني، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد 2، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، 2008، ص 72-73، تاريخ الاطلاع: 11/10/2016، من الموقع:

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

مراجعاته التي أصدرها في أبريل من نفس العام 2008، ذكر الصندوق أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي<sup>1</sup>.

3. نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصدقاء الاقتصادية، السياسية والاجتماعية، ممتدة لسنوات بعد حدوثها، والأزمة الآسيوية أو أزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانينات ومطلع التسعينات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي 2001 و2002، وأزمة الرهن العقاري 2008، ليست إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات، كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية ميندلبرجر وغيره مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير هيمان مينكسي الذي توصل إلى نتيجة مفادها أنه يتم محاولة تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته، غير مستقر، ومعرض للأزمات المالية<sup>2</sup>.

نتيجة لما سبق ذكره وغيره من آثار الاضطرابات المالية، قد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة وضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي.

### المطلب الرابع: الركائز التي يقوم عليها الاستقرار المالي ومحدداته.

للاستقرار المالي مجموعة من الركائز التي يقوم عليها، وكذلك مجموعة من المحددات، وهذا ما سيتعرض له هذا المطلب.

### الفرع الأول: الركائز التي يقوم عليها الاستقرار المالي:

باعتبار الاستقرار المالي مفهوماً واسعاً فإنه بذلك يقوم على خمسة ركائز أساسية هي<sup>3</sup>:

1. ظروف اقتصاد كلي مستقرة.

2. شبكات أمان مالي فاعلة.

<sup>1</sup> ريمه ذهبي، الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر جمعي للنظام المالي الجزائري الفترة 2003-2011، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، بدون تخصص، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013، ص.22، تاريخ الاطلاع: 11/10/2016، من الموقع:

<http://www.univ-constantine2.dz/files/Theses/Economie/Doctorat.pdf>

<sup>2</sup> أحمد مهدي بلواني، مرجع سبق ذكره، ص.75-76.

<sup>3</sup> صلاح الدين محمد أمين الإمام، استخدام نظام التصنيف CAMLES في تحقيق السلامة المالية للمصارف، مجلة المنصور، العدد 13، العراق، 2010، ص.10، تاريخ الاطلاع: 2016/12/01. من الموقع:

<http://www.muc.edu.iq/mucj/13/B13.pdf>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

3. بنية تحتية قوية وأمنة.

4. أسواق ومؤسسات مالية سليمة.

5. تنظيم ورقابة سليمة.

الفرع الثاني: محددات الاستقرار المالي:

يمكن تصنيف محددات الاستقرار المالي إلى ثلاث مجموعات هي<sup>1</sup>:

أولاً: ظروف الاقتصاد الكلي:

من أجل صيانة أو استعادة الاستقرار المالي يجب تعزيز السياسات الاقتصادية الكلية والهيكلية المناسبة، حيث أن مؤسسات الائتمان تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على بيئة الاقتصاد الكلي التي تعمل فيها.

ثانياً: الإدارة المالية للمؤسسات والأسواق:

للحفاظ على الاستقرار لابد من توفير الإطار المؤسسي والتنظيمي الملائم لتأطير كل من مستويات طبيعية وإدارة المخاطر في المؤسسات التي يتكون منها.

ثالثاً: فعالية الرقابة التنظيمية والمؤسسات المالية وأنظمة الدفع:

إن فعالية الإطار المؤسسي وقدرة النظام على التكيف مع الابتكارات والتغيرات في البيئة المالية، تعتبر من الشروط اللازمة للحفاظ على الاستقرار المالي.

<sup>1</sup> Amao, **Stabilité Financière et supervision bancaire au sein de la CEDEAO**, Agence Monétaire de l'Afrique de l'Ouest, Novembre 2009, P.P.03-04. Date de visite : 10/05/2017. In : <http://amao-wama.org/wp-content/uploads/2016/10/STABILITE-FINANCIERE-ET-SUPERVISION.pdf>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

### المبحث الثاني: الاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي.

إن عدم وجود استقرار مالي في عالم التمويل والنظام المالي وكذا المؤسسات والأسواق والنظم القانونية، سوف يؤدي إلى تهديد أداء الاقتصاد بشكل عام، ومن خلال هذا المبحث سوف يتم التطرق إلى فرضية عدم الاستقرار المالي ومختلف أسبابه ومصادره ومن ثم الانتقال إلى سياسات تحقيق الاستقرار المالي ورهاناته.

#### المطلب الأول: فرضية عدم الاستقرار المالي.

بالإضافة إلى التيار الذي يفضل تعريف الاستقرار المالي، هناك تيار آخر فضل تعريف العكس أي عدم الاستقرار مالي.

فحسب Mishkin فإن عدم الاستقرار المالي يحدث عندما تسبب صدمات النظام المالي إلى وقف تدفق المعلومات، وهذا ما يؤدي إلى عدم بلوغ النظام المالي لهدفه المتمثل في التخصيص والتوجيه الأمثل للمدخرات نحو الاستثمار<sup>1</sup>.

كما يوضح chant بأنه يمكن فهم الاستقرار المالي من خلال غيابه، ويوضح أن الاستقرار المالي يضم أنواعا من عدم الاستقرار من الأزمات إلى الانهيارات في الأسواق المالية<sup>2</sup>.

في حين يرى Ferguson بأنه تكون هناك حالة من عدم الاستقرار المالي عندما تبرز العوامل الخارجية السلبية للسوق وتؤثر سلبا على الاقتصاد الحقيقي، وتمثل العوامل الخارجية السلبية في القرارات التي اتخذت من قبل المتعاملين الحاليين والاقتصاديين التي تؤثر سلبا على أنشطة باقي المتعاملين<sup>3</sup>.

وأضاف Ferguson بأن عدم الاستقرار هو الوضعية المتسمة بالخصائص التالية<sup>4</sup>:

1. جزء هام من أسعار الأصول ينحرف بشكل قوي عن الأساسيات.
2. يتم تشويه وظيفة السوق وإمكانية الحصول على القرض على المستوى المحلي والمستوى الدولي.
3. الإنفاق الكلي سينحرف أو في طريقه إلى الانحراف عن قدرة الاقتصاد للإنتاج.

<sup>1</sup> ربة ذهبي، مرجع سبق ذكره، ص.18.

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، أمينة أمزيان، مرجع سبق ذكره، ص.238.

<sup>3</sup> ربة ذهبي، مرجع سبق ذكره، ص.18.

<sup>4</sup> رشيد بوكساني، أمينة أمزيان، مرجع سبق ذكره، ص.238.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

بينما عرف كل من Wood و Allen عدم الاستقرار بفترات يمر فيها عدد كبير من الأطراف سواء كانوا شركات أو أفراد أو حكومات بأزمات مالية، كما أن تصرفاتهم السابقة لا تبرر حدوث هذه الأزمات، حيث تسبب هذه الأزمات آثارا اقتصادية كلية سلبية<sup>1</sup>.

من خلال التعريفات السابقة يتضح أن عدم الاستقرار المالي يتجلى في الأوضاع داخل الأسواق المالية التي تلحق الضرر وتهدد أداء الاقتصاد من خلال تأثيرها على عمل النظام المالي.

### المطلب الثاني: مظاهر عدم الاستقرار المالي وأسبابه.

لقد أشارت بعض الدراسات إلى أن عدم وجود استقرار مالي أو حدوث أزمات مالية ينشأ نتيجة وجود خلل في السياسات المطبقة من قبل البنوك المركزية، أو لدى حدوث أزمات في النظام المالي، وفي ما يلي سرد لأهم مظاهر عدم وجود استقرار مالي وكذا مختلف أسبابه.

### الفرع الأول: مظاهر عدم الاستقرار المالي.

تتمثل المظاهر الأساسية لعدم الاستقرار المالي فيما يلي<sup>2</sup>:

#### أولاً: الذعر المالي.

ويقصد به تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث التهافت على سحب الودائع من البنك، والذعر المالي يكون لو أن كل المطالبين بحقوقهم رغبوا في تسيلها في وقت واحد، ولا توجد أمام المؤسسات المالية أو المصرفية إمكانية تلبية الحقوق، ويتمثل المثال الأساسي لذلك التدهور في التهافت على سحب الودائع من أحد البنوك، ويكون ذلك بسبب مشكلات لدى ذلك البنك لتراجع ثقة المودعين واندفاعهم لسحب أموالهم، وعندما تتلاشى الاحتياطات لا يستطيع البنك بعد ذلك أن يفي بوعوده الخاصة بالسيولة، ويتحتم عليه بقوة القانون أن يغلق أبوابه، أو يتخذ مسلك لتخطي هذه العقبات.

<sup>1</sup> Abayoni A. Alawode, Mohammed Al.Sadek, Op.Cit, P.08.

<sup>2</sup> عبد الرحمان بن شيخ، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص.69، تاريخ الاطلاع: 2016/10/11. من الموقع:

[http://193.194.83.98/xtf/data/pdf/1046/BENCHIKH\\_ABDERRAHMANE.pdf](http://193.194.83.98/xtf/data/pdf/1046/BENCHIKH_ABDERRAHMANE.pdf)

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

إن التهافت على سحب الودائع في لحظة ما من بنك واحد، قد يكون سلوكا ضارا وسيئا بالنسبة للبنك والمؤسسة المالية، ولكن بالمقابل قد لا يكون له تأثير كبير على الاقتصاد الكلي دوماً، ومع ذلك فإن الذعر المصرفي يقاس بمعنى التهافت على النظام المصرفي ككل، عندما يفقد المودعون ثقتهم في البنوك بصفة عامة، يمكن أن يشل هذا النظام المصرفي، وتكون عواقبه قاسية على الاقتصاد ككل. ومن أدل الصور حول الذعر المالي حالة الكساد الكبير خلال عقد الثلاثينيات.

### ثانياً: الانهيار المالي.

هو ما يتعلق بانخيار سوق الأوراق المالية، وكما هو الحال في البنوك، إذا رغب أحد الأفراد في تسهيل أمواله في الحال فيصبح التسهيل مستحيلاً ويكون هذا مسبباً للمشاكل والاختلالات، وبالمثل عندما يحدث هذا في السوق الثانوية تحبط أسعار الأوراق المالية باندفاع شديد، وبذلك تكون هذه العمليات من مسببات الانهيار المالي في سوق الأوراق المالية.

### ثالثاً: عدم استقرار الأسعار.

يمكن أن يأخذ مستوى استقرار الأسعار الشكلين التاليين:

1. الارتفاع المستمر في الأسعار، الذي يعرف بالتضخم.

2. الهبوط المستمر والمتواصل في الأسعار، والذي يعرف بالتقلص والانعكاس في الأسعار.

يحدث التضخم والتقلص نتيجة التغيرات في كمية الأموال المتداولة، عندما تزيد كمية الأموال بسرعة أكبر من زيادة كمية السلع والخدمات المتاحة فترتفع الأسعار، وعندما تزيد كمية الأموال بسرعة أقل من كمية السلع والخدمات المتاحة، أو حتى تتراجع تنكمش الأسعار. يمكن أن تكون التغيرات في كمية الأموال نتيجة لتصرفات البنوك، فأي زيادة في معدل خلق الأموال بواسطة البنوك يمكن أن تسبب تضخماً، والعملية العكسية (أي النقص) يمكن أن تسبب تقلصاً<sup>1</sup>.

لكل من التضخم والتقلص تأثيرات سلبية على الإقراض، بحيث يخفض التضخم قيمة المال المعد لعملية الإقراض من طرف المؤسسات، بينما يزيد التقلص في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، نتيجة لذلك التضخم غير المتوقع آثاره سلبية على المقرضين، وتكون إيجابية للمقترضين، والتقلص غير المتوقع له تأثير عكس ما

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن شيخ، المرجع نفسه، ص ص. 69-70.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

يعمله التضخم غير المتوقع. إن عدم التأكد حول المستقبل المتوقع للتضخم والتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقترضين والمقرضين، ولذلك يجعل الإقراض أقل جاذبية.

### الفرع الثاني: أسباب عدم الاستقرار المالي.

عدم الاستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى مشكلات كبيرة في اقتصاد دولة ما، ويتعرض النظام المالي لعدم الاستقرار لسببين<sup>1</sup>:

#### أولاً: مشكلات التكوين.

إن الأنواع الثلاثة لعدم الاستقرار حالات الذعر المالي، حالات الانهيار في سوق الأوراق المالية وحالات عدم استقرار مستوى الأسعار، كلها تتضمن مشكلات تكوين، وذلك أن سلوكيات الأفراد منفصلة في مثل هذه الحالات، تكون لها انعكاسات كلية.

في حالة الذعر المصرفي، والخوف من أن البنك سيفشل ويعلن عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، يتدافع المودعون بشكل فردي دون أن يضمهم تنظيم قانوني إلى سحب أموالهم، ونتيجة هذا التصرف يحدث الفشل. الانهيار في سوق الأصول مشابه لذلك تماماً، عند الخوف من التدهور في الأسعار تتسارع عملية البيع بكثافة، وينتج عنها نتائج سلبية على الأسعار مما يؤدي إلى تدهورها. أما في ظاهرة عدم استقرار مستوى الأسعار، عندما يزيد أو يقلص بنك ما من إقراضه مثلاً، ويخلق أو يحطم الأموال، يكون له تأثير ضعيف على الأسعار، ولكن عندما تكون البنوك في النظام المالي كلها مجتمعة على هذا الفعل، فإن بالضرورة الزيادة أو النقص العام في كمية النقود تؤدي إلى التضخم أو التقلص والنتيجة سلبية في النظام المالي وعلى البنوك، لذلك وفي كل الحالات السابقة يفشل السوق في احتواء الأزمات وعدم ردة الفعل من الأفراد وتوفير الضمانات.

#### ثانياً: المخاطر الكثيفة.

توجد مشكلات تتسبب فيها البنوك عند إدارتها للقروض، كلما اعتنى البنك وركز على القروض ضعيفة المردودية (الرديئة) قد يفشل البنك عن تحقيق أهدافه ويتحمل مسؤولياته عن كل الخسائر الناتجة. والدليل على

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن ساعد، اتجاهات وآليات الاستقرار المالي العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2013-2014، ص ص 98-99، تاريخ الاطلاع: 2017/05/11، من الموقع:

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

ذلك أن فشل بنك ما ينشئ ذعر مالي، مما يعكس على الاقتصاد (حيث أن الخسائر التي تنشأ عن فشل البنك تزيد كثيرا عن تلك التي يتحملها البنك نفسه) وتصبح كل القروض الممنوحة من هذا البنك تشكل خطرا محتملا نظرا لضعف مردوديتها، ولا يمكنها بذلك تعويض الاقتصاد الخسارة التي يتحملها، ويكون من الأفضل للبنك التأني والدراسة لترتيبات منح القروض حتى لا تكون أكثر خطرا.

### المطلب الثالث: تحليل مصادر عدم الاستقرار المالي.

إن تسارع ظاهرة العولمة المالية وما نتج عنها من استحداث أدوات جديدة، وإحراز مستويات جديدة من التقدم التكنولوجي وتوريق القروض المصرفية زادت من تعقيدات النظام المالي، مما خلق تحديات جديدة صعبة يمكن حصرها في أربعة مجالات:

#### أولا: تراجع الشفافية.

عادة ما يقوم بعض المستثمرون في الأسواق المالية بتوزيع المخاطر، وإيجاد فرص عديدة لجمع الأموال، في حين أن المعلومات المتعلقة بكثير من هذه الأنشطة لا تكون متاحة للمستثمرين وجهات الرقابة المصرفية نظرا لأنها مقيدة خارج الميزانية العمومية<sup>1</sup>.

#### ثانيا: ديناميكية السوق.

أثرت عولمة التمويل واعتماد الشركات والمؤسسات على أسلوب التمويل المباشر، بدل أسلوب التمويل غير المباشر للحصول على الأموال اللازمة للتمويل على ديناميكية السوق، فقد انخفضت تكاليف المعاملات إلى الحد الأدنى، وأصبح بالإمكان إجراء قدر هائل من المعاملات في وقت وجيز للغاية، وتؤدي عمليات البيع أو الشراء الضخمة والمتواصلة، مثل ما يحدث فيما يسمى "سلوك القطيع" يمكن أن تؤدي إلى تفاقم حركات الأسعار، وقد يترتب على أثر "سلوك القطيع" كذلك انتشار المشاكل من السوق المضطربة إلى السوق التي لم تتسرب إليها الاضطرابات بعد، إذ كثير ما يعتقد المستثمرون في الأسواق المالية أنه توجد دوما أوجه تشابه بين الأسواق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> غازي شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية، العدد 26، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005، ص 3-4، تاريخ الاطلاع : 2016/10/25

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues36/.../issue36a.pdf>

<sup>2</sup> عبد الرحمن بن شيخ، مرجع سبق ذكره، ص. 70.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

### ثالثا: الخطر المعنوي.

ينبغي للمشاركين في الأسواق الخاصة أن يعتبروا أوجه الغموض الجديدة في ديناميكية الأسواق حافزا لهم على عزل أنشطة أعمالهم وصافي دخولهم وميزانياتهم العمومية عن المخاطر الناجمة عن التحركات الحادة في الأسعار والتغيرات في حجم السيولة في الأسواق، في حين أن بعض أهم المشاركين في السوق يشكلون جانبا حيويا في نظم الدفع الوطنية والدولية، ومن ثم فإن السماح بإخفاقهم يمكن أن تترتب عليه عواقب وخيمة بالنسبة للنظام المالي بأكمله، ولتفادي هذا الخطر عمد صناع السياسات إلى وضع شبكات أمان مالي لتوفير الحماية للمودعين (التأمين على الودائع) والمؤسسات المالية (تسهيلات المقرض الأخير) والأسواق (ممارسات الحكومات لضخ السيولة النقدية) غير أن افتراض تدخل القطاع العام لمنع وقوع الأزمات يضعف من الانضباط وفق شروط السوق ويخلق خطرا معنويا، حيث يضعف الحافز لدى المشاركين في السوق على توخي الحذر في تعاملاتهم<sup>1</sup>.

### رابعا: المخاطر على النظام.

انتقلت المخاطر التي تهدد النظام بأكمله من القطاع المصرفي إلى أسواق رأس المال والمشتقات، وقد تزداد صعوبة تحديد هذه المخاطر أمام جهات الرقابة الرسمية نتيجة تزايد اتساع الفجوة التكنولوجية والمعرفية بين الجهات التنظيمية والكيانات الخاضعة للتنظيم، ولكن الجمع بين التقدم التكنولوجي وهياكل الحوافز الخاصة وازدياد المنافسة في الخدمات المالية من شأنه تشجيع المؤسسات المالية الخاصة على التواؤم مع المتغيرات الهيكلية بوتيرة أسرع كثيرا بالمقارنة مع استجابة الأطر الرقابية والتنظيمية<sup>2</sup>.

إن المخاطر المحتملة على النظام المالي، قد تنشأ إما داخليا من داخل النظام المالي، أو خارجيا في الاقتصاد الحقيقي، الأمر الذي يؤدي إلى اختلاف الإجراءات المتخذة على صعيد السياسات فالسلطات المالية قادرة على التأثير في حجم الاختلالات الداخلية واحتمالات وقوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم والرقابة أو إدارة الأزمات، بينما يصب التحكم في الاضطرابات الخارجية إلا من خلال تطبيق سياسات اقتصادية كلية على فترات زمنية طويلة وغير محددة، كما ينحصر دور السياسات غالبا عند وقوع الاضطرابات الخارجية في الحد من تأثيرها

<sup>1</sup> غازي شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص. 04.

<sup>2</sup> عبد الرحمان بن ساعد، مرجع سبق ذكره، ص. 95.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

على النظام المالي، وذلك عن طريق المحافظة على قدرة النظام على استيعاب الصدمات وتشغيل النظم البديلة لحماية المعلومات الحيوية<sup>1</sup>.

والجدول الموالي يوضح مصادر عدم الاستقرار المالي:

### الجدول رقم (1-2): مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة.

المخاطر الخارجية.	المخاطر الداخلية.
اضطرابات اقتصادية كلية:	مخاطر على أساس المؤسسات.
<ul style="list-style-type: none"> <li>● مخاطر قائمة على البيئة الاقتصادية.</li> <li>● اختلالات سياسية.</li> <li>● الأحداث.</li> <li>● الكوارث الطبيعية.</li> <li>● التطورات السياسية.</li> <li>● انهيار الشركات الكبرى.</li> </ul>	<p>المخاطر المالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● الائتمان والسوق.</li> <li>● السيولة.</li> <li>● سعر الفائدة والعملة.</li> </ul> <p>المخاطر التشغيلية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات.</li> <li>● المخاطر القانونية المتعلقة بالنزاهة.</li> <li>● مخاطر السمعة ومخاطر إستراتيجية الأعمال.</li> <li>● تركيز المخاطر.</li> <li>● مخاطر كفاية رأس المال.</li> <li>● مخاطر على أساس الأسواق:</li> <li>— مخاطر الطرف المقابل.</li> <li>— عدم اتساق أسعار الأصول.</li> <li>● الائتمان.</li> <li>● السيولة.</li> <li>● العدوى.</li> </ul> <p>مخاطر على أساس البنية التحتية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية.</li> <li>● مواطن الهشاشة في البنية التحتية:</li> <li>— القانونية والتنظيمية.</li> <li>— المحاسبية والرقابة.</li> </ul>

<sup>1</sup> عبد الرحمن بن ساعد المرجع نفسه، ص.96.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

	<ul style="list-style-type: none"><li>• اختيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب.</li><li>• سلسلة الآثار التعاقبية.</li></ul>
--	--

المصدر: رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص. 241.

### 1. المخاطر الداخلية.

قد تنشأ هذه المخاطر من أي عنصر من عناصر النظام المالي الأساسية الثلاثة وهي<sup>1</sup>:

- **المؤسسات:** قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة.
- **الأسواق:** عادة ما تكون الأسواق معرضة لمخاطر الطرف المقابل، عدم اتساق أسعار الأصول، موجات السحب والعدوى.
- **البنية التحتية:** قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية إلى حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية في نظامي المقاصة والتسوية، على سبيل المثال وينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي، وفي المقابل، فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية في الجهازين القانوني والمحاسبي مثلاً قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل.

### 2. المخاطر الخارجية.

وهي تلك المخاطر التي تنشأ خارج النظام المالي ويتأثر بها، خاصة وأن الاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية، مثل أن تحصل كوارث طبيعية أو تغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما أو التأثير بالتغيرات السياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في السوق، أو توقف بلد مجاور عن سداد دين سياسي، كما قد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي مثل انهيار شركة كبرى إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله<sup>2</sup>.

### المطلب الرابع: سياسات تحقيق الاستقرار المالي ورهاناته.

للاستقرار المالي مجموعة من السياسات والتي يجب إتباعها من أجل تحقيقه أو المحافظة عليه، كما أن له مجموعة من الرهانات المتعلقة به.

<sup>1</sup> ريمة ذهبي، مرجع سبق ذكره، ص. 24-25.

<sup>2</sup> عبد الرحمن بن ساعد، مرجع سبق ذكره، ص. 98.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

### الفرع الأول: سياسات تحقيق الاستقرار المالي.

إن تحقيق والحفاظ على الاستقرار والسلامة المالية للأقطار المختلفة يستوجب تبني سياسة مالية ذات شقين<sup>1</sup>:

**الشق الأول:** وقائي موجه نحو الحيلولة دون وقوع الأزمات والمشاكل في النظام المالي، ومن الأمثلة على الحالات التي يكون النظام المالي فيها في ضائقة هي:

1. وجود مشاكل في السيولة.
2. التدهور الذي يعتري نوعية الموجودات نظرا لزيادة القروض الرديئة والمتعثرة.
3. زيادة التركيز الائتماني في قطاعات عرضة للتقلبات.

وتؤكد الإجراءات الوقائية التي تحول دون ذلك على ضرورة استمرار الرقابة والإشراف على المصارف والمؤسسات المالية بصورة منتظمة وذلك بهدف تحقيق سرعة التشخيص المبكر (الإنذار المبكر) لنقاط الضعف في أي جزء من النظام المالي.

**الشق الثاني:** علاجي في طبيعته، ويسعى إلى احتواء الأزمة وتطويقها في أسرع وقت ممكن، ومنع انتشار العدوى بها.

### الفرع الثاني: رهانات الاستقرار المالي.

بالإضافة لصعوبة وضع إطار نظري موحد لتعريف الاستقرار المالي وكذا صعوبة نمذجة هذا الأخير، يوجد رهانات أخرى هي<sup>2</sup>:

#### أولا: الاستقرار المالي سلعة عامة.

غالبا ما ينظر إلى أنشطة التمويل الحديثة باعتبارها أنشطة خاصة محضّة، يجني ثمارها أساسا إن لم يكن بصفة حصريّة الأفراد والمؤسسات من القطاع الخاص. غير أن هناك روابط بالغة الأهمية تربط بين الأسواق الحالية في أي بلد بنقود الثقة والاقتصاد الحقيقي فيه.

<sup>1</sup> صلاح الدين محمد أمين الإمام، مرجع سبق ذكره، ص.13.

<sup>2</sup> ريمة ذهبي، مرجع سبق ذكره، ص.29-30.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

قامت عديد الدراسات النظرية بإثبات أن الاستقرار المالي الدولي هو عبارة عن سلعة عامة دولية، وهو ما استوجب تنسيق العمل الجماعي على المستوى العالمي من أجل ضمان هذا الاستقرار. في حين أن هذا الطرح اصطدم بعدة اعتراضات، ولكن لا شك، من أن عواقب الاضطراب المالي الدولي على الاقتصاد العالمي والنمو كفيلة بدعم هذا الرأي.

### ثانيا: الاستقرار المالي لا يعني الجمود.

يجب التأكيد على أن الاستقرار المالي ليس مرادفا للجمود، يجب على المؤسسات المالية أن تتطور وأن يواكب أداءها الضغوط التنافسية كما يجب عليها أن تتكيف والتغيرات المفاجئة في البيئة الاقتصادية الكلية. التحدي هو بالضبط السماح لآلية السوق لعب دورها مع منع ظهور أي خلل في النظام المالي الذي من شأنه أن يؤثر على الاقتصاد ككل.

### ثالثا: الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي.

إن الاستقرار المالي هو شرط ضروري للنمو الاقتصادي، وذلك ضمن علاقات متبادلة مع الاستقرار النقدي، والواقع أن السياسة النقدية تتطلب نظام مالي قوي ومستقر لضمان انتقال آثارها على الاقتصاد الحقيقي، كما أن سياسات الاقتصاد الكلي تساعد على ضمان استقرار النظام المالي.

### رابعا: الاستقرار المالي والخطر النظامي.

نظرا لأن النظام المالي يتسم بحالة من المد والجزر التي لا نهاية لها، فإن مفهوم الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت يمكن للنظام المالي العودة إليه بعد صدمة ما، وإنما يشير إلى نطاق ممتد أو سلسلة متصلة من الأحداث. وتتصف هذه السلسلة بأنها متعددة الأبعاد، فهي تحدث عبر العديد من المتغيرات التي يمكن مشاهدتها وقياسها، والتي يمكن استخدامها في التحديد الكمي أو إن كان غير دقيق، لمدى كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه التسييرية.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

---

بحيث تعددت محددات الاستقرار المالي حالياً لتشمل إضافة للسلامة والمتانة المالية محددات أخرى، ممثلة في الاستقرار الاقتصادي الكلي، الصدمات الخارجية، وحتى البيئة السياسية والأمنية، وبالتالي فإن تقييم مدى الاستقرار المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> رتبة ذهبي، المرجع نفسه، ص.30.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

### المبحث الثالث: تحليل الاستقرار المالي باستخدام مؤشرات الحيلة الكلية.

يعتبر قياس وتكميم الاستقرار المالي من أصعب التحديات التي واجهت ولا تزال تواجه السلطات الإشرافية، فقد عملت المنظمات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي على اشتقاق مؤشرات سلامة مالية على مستوى الاقتصاد الكلي لتكون جرس إنذار مبكر عن حساسية تعرض القطاعات المالية للأزمات.

#### المطلب الأول: تعريف مؤشرات الحيلة الكلية وأهميتها:

في ضوء تحرير الأسواق المالية وما ترتب عن ذلك من تدفقات لرؤوس الأموال وإدراكا لأهمية المخاطر النظامية الناجمة عن ضعف الأنظمة المالية، أصبح هناك اهتمام كبير من قبل صناع القرار بأهمية استقرار النظام المالي. وتعتبر مؤشرات السلامة المالية أهم الأدوات التي يتم من خلالها مراقبة النظام المالي لمعرفة مدى قدرة هذا النظام على التعامل مع التذبذبات والصدمات التي تواجهه.

#### الفرع الأول: تعريف مؤشرات الحيلة الكلية:

مؤشرات الحيلة الكلية هي مؤشرات تدل على مدى سلامة واستقرار النظام المالي، وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والاقتصادية، وهي أيضا تعمل كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي للمخاطر<sup>1</sup>.

إذ تشير مؤشرات الحيلة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي إلى مجموعة مؤشرات يتم من خلالها مراقبة ورصد الاتجاهات الهيكلية للتوجيه والإنذار المبكر والتحذير من عدم الاستقرار المالي قبل وقوع الحدث.

#### الفرع الثاني: أهمية مؤشرات الحيلة الكلية:

يمكن توضيح أهمية مؤشرات الحيلة الكلية من خلال النقاط التالية<sup>2</sup>:

1. تسمح بأن يكون التقييم مبنيا على مقاييس موضوعية للسلامة المالية.

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، مؤشرات الحيلة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، أبريل 2005، ص.2، تاريخ الاطلاع: 2016/11/25، من الموقع:

[http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/35\\_C19-6.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/35_C19-6.pdf)

<sup>2</sup> مصيطفى عبد اللطيف، الوضعية النقدية ومؤشرات التطور المالي في الجزائر بعد انتهاء برنامج التسهيل الموسع، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة ورقلة، 2008، ص.120، تاريخ الاطلاع: 2017/04/09، من الموقع:

<http://rcweb.luedld.net/rc6/10-Messitfa.pdf>

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

2. تساعد على تكريس مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة المعلومات لعملاء السوق والجمهور.
3. هي مقاييس تسمح بمقارنة الأوضاع (من خلال المؤشرات) عبر الدول.
4. تعمل على معيارية النظم المحاسبية والإحصائية من خلال استخدام نفس المؤشرات التي تسهل المقارنة ليس وطنيا فقط بل عالميا أيضا.
5. تعمل على كشف مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية والعمل على التقليل من حدتها.

### المطلب الثاني: مؤشرات الحيلة الجزئية.

تعمل مؤشرات الحيلة الجزئية المجمع على تقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي، وتعتمد على ستة مؤشرات تجميعية أساسية لتحليل وضع المؤسسات المالية والتي تعرف بإطار CAMELS:

C: كفاية رأس المال.

A: جودة الأصول.

M: الربحية والإيرادات.

E: التمويل والسيولة.

L: سلامة الإدارة.

S: الحساسية لمخاطر السوق.

ويضاف إليها مؤشرات خاصة بالسوق وهي لا تدخل ضمن إطار CAMELS.

أولا: معدل كفاية رأس المال.

وتحدد هذه المؤشرات إلى أي مدى تستطيع المؤسسات المالية التغلب على الصدمات في ميزانيتها، وتقيس معدلات كفاية رأس المال أهم المخاطر المالية مثل الصرف الأجنبي والائتمان، ومخاطر سعر الفائدة<sup>1</sup>

وتتضمن كفاية رأس المال المؤشرات التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن شيخ، مرجع سبق ذكره، ص. 74.

<sup>2</sup> أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص. 10-11.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

1. نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول: وهذا المؤشر يقاس بنسبة رأس المال إلى مجموعة الأصول المعدلة بالمخاطر، وانخفاض هذه النسبة يعني زيادة تعرض بنود الميزانية إلى المخاطر واحتمالية وجود نقص في كفاية رأس المال لمواجهة هذه المخاطر.

2. التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال: وتستخدم هذه المقاييس لتلافي المشاكل الناجمة عن عملية التجميع، وهي تفيد في النظر إلى معدلات رأس المال للمؤسسة المالية الواحدة.

### ثانيا: مؤشرات جودة الأصول.

تعتبر نوعية الأصول ذات أهمية لأنها الجزء الحاسم في نشاط البنك، الذي يقود عملياته نحو تحقيق الإيرادات لأن حيازة البنك على أصول جيدة سوف يؤدي إلى توليد دخل أكثر وتقييم أفضل لكل من السيولة والإدارة ولرأس المال<sup>1</sup>.

ويتم تقييم جودة الأصول من خلال جهتين مختلفتين<sup>2</sup>:

1. مؤشرات متعلقة بالمؤسسة المقرضة.

2. مؤشرات متعلقة بالمؤسسة المقرضة.

### ثالثا: مؤشرات سلامة الإدارة.

سلامة الإدارة مهمة جدا في أداء المؤسسات المالية (كغيرها من المؤسسات)، إلا أن معظم هذه المؤشرات تستخدم على مستوى الشركة وليس من السهل أخذ مؤشرات تجميعية في هذا السياق، وتتميز كذلك بأنها مؤشرات نوعية وليست كمية<sup>3</sup>.

### رابعا: مؤشرات الإيرادات والربحية.

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن ساعد، مرجع سبق ذكره، ص.112.

<sup>2</sup> مها مزهر محسن، اختبار الاستقرار المالي للقطاع المصرفي في العراق، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 92، الجامعة المستنصرية، العراق، 2016، ص.364، تاريخ الاطلاع: 2016/12/01، من الموقع:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=113444>

<sup>3</sup> أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص.26.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

إن انخفاض نسب هذه المؤشرات يمكن أن يدل على وجود مشكلات في ربحية المؤسسات المالية، على العكس من ذلك فإن الارتفاع العالي في هذه النسب قد يعكس سياسة استثمارية في محافظ مالية عالية المخاطر<sup>1</sup>.

وتتضمن هذه المؤشرات نوعين رئيسيين من النسب هما<sup>2</sup>:

1. **العائد على معدل الأصول:** وهذه النسبة تعكس كفاءة المصارف في مراقبة التكاليف، أو الاستخدام الكفء

لأصول المصرف أو كليهما معا، وتقاس هذه النسبة بصافي الأرباح إلى إجمالي الأصول.

2. **العائد على معدل رأس المال الأساسي:** يرتبط العائد على رأس المال الأساسي ارتباطا وثيقا بالعائد على

الأصول، حيث يؤدي التغير في العائد على الأصول إلى تغير العائد على حقوق الملكية، في حين يعود الفرق

بينهما إلى أثر الرفع المالي، الذي يجعل العائد على رأس المال الأساسي أكثر أو أقل من العائد الأصول، وهناك من

يضيف أنواع أخرى من النسب مثل: العائد على حقوق الملكية، ومعدلات الدخل والإنفاق والمؤشرات الهيكلية.

### خامسا: مؤشرات السيولة.

في كثير من الحالات يحدث الإعسار المالي للمؤسسات بسبب سوء إدارة السيولة، ومن هنا تأتي أهمية

متابعة مؤشرات السيولة والتي تشمل بشكل عام جانب الأصول والخصوم، ففي جانب الخصوم يجب النظر إلى

مصادر السيولة كالإقراض فيما بين المصارف والتمويل من البنك المركزي. كما يجب لمؤشرات السيولة أن تأخذ

عدم التطابق في مجال الاستحقاق بين الأصول والخصوم في مجمل القطاع المالي أو على مستوى المؤسسات المالية

ذات الحجم الكبير<sup>3</sup>.

### سادسا: الحساسية لمخاطر السوق.

في ضوء التطورات المالية والمصرفية التي حدثت على المستوى الدولي، والتي جعلت البنوك أكثر عرضة

للأزمات المالية، فإنه لا بد من التركيز على العديد من الموضوعات في هذا الخصوص ومنها حساسية صافي أرباح

<sup>1</sup> علي عبد الرضا حمودي العميد، مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق، 2009،

ص.08، تاريخ الاطلاع: 2017/04/23، من الموقع:

<https://www.cbi.iq/documents/Alil.pdf>

<sup>2</sup> مها مزهر محسن، مرجع سبق ذكره، ص.365.

<sup>3</sup> علي عبد الرضا حمودي العميد، مرجع سبق ذكره، ص.8.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

البنك للتوقعات المختلفة للتغير في أسعار الفائدة، والتقلبات في مراكز الصرف الأجنبي، وفي أسعار الأوراق المالية إلى جانب قياس ومتابعة العديد من المخاطر منها مخاطر أسعار السلع<sup>1</sup>.

سابعاً: المؤشرات الخاصة بالسوق.

بالرغم من أن هذه المؤشرات لا تدخل ضمن مؤشرات الحديقة الجزئية الستة الداخلة ضمن CAMELS ولكنها تبقى مؤشرات مهمة تدل على قوة المؤسسات المالية، ومن هذه المؤشرات: الأسعار السوقية للأدوات المالية التي تصدرها المؤسسات المالية، العوائد المفرطة، التصنيف الائتماني وهامش العائد السيادي<sup>2</sup>.

المطلب الثالث: مؤشرات متغيرات الاقتصاد الكلي.

يؤثر ويتأثر الجهاز المالي بمجمل النشاط الاقتصادي، إذ أن بعض التطورات الاقتصادية الكلية تسبق الأزمات المصرفية، وعليه يجب مراقبة بعض المتغيرات على مستوى الاقتصاد ككل وهذه العوامل تشمل ما يلي<sup>3</sup>:

أولاً: النمو الاقتصادي.

وتتكون من معدلات النمو الاقتصادي الإجمالي، إذ أن انخفاض معدل النمو في الاقتصاد يضعف مقدرة المقترضين المحليين على خدمة الديون ويساهم في رفع مخاطر الائتمان، كما أن تدهور بعض القطاعات التي تتركز فيها قروض المؤسسات المالية واستثماراتها يؤثر بشكل مباشر على قوة المؤسسات المالية وبالتالي يؤدي إلى زعزعة وضع المحافظ المالية للمؤسسات المالية.

ثانياً: ميزان المدفوعات.

يعد ارتفاع عجز الحساب الجاري مؤشراً على احتمالية حدوث أزمات في سعر الصرف مما يؤثر سلباً على النظام المالي، ولا سيما إذا تم تمويل هذا العجز في تدفقات مالية قصيرة الأجل، فضلاً على أن انخفاض نسبة الاحتياطيات في الجهاز المصرفي إلى الالتزامات قصيرة الأجل تعد هي الأخرى مؤشراً على عدم الاستقرار في النظام المالي.

<sup>1</sup> علي عبد الله شاهين، أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي CAMELS لدعم فعالية نظام التفتيش على البنوك التجارية، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص.39، تاريخ الاطلاع: 2017/05/05، من الموقع:

<http://rcweb.luedld.net/rc10/A1017.pdf>

<sup>2</sup> أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص.50.

<sup>3</sup> علي عبد الرضا حمودي العميد، مرجع سبق ذكره، ص.10.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

ثالثا: التضخم.

إن التذبذب في التضخم يقلل من دقة التقييم لمخاطر الائتمان والمخاطر السوقية، ذلك أن التضخم يرتبط بشكل مباشر مع تذبذب مستوى الأسعار الذي يزيد من مخاطر المحافظ المالية ويشوه المعلومات التي تعتمد عليها المؤسسات المالية في تقييمها لمخاطر الائتمان والاستثمار.

رابعا: معدلات الفائدة وأسعار الصرف.

إن التذبذب في معدلات الفائدة وأسعار الصرف يشكل مخاطرة بحد ذاتها، وكلما زاد هذا التذبذب ارتفعت مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف بالنسبة للمؤسسات المالية. وبشكل عام إن ارتفاع درجة التذبذب في أسعار الصرف يمكن أن تتسبب في بعض المضاعف للمؤسسات المالية بسبب عدم التطابق في العملة بين أصول هذه المؤسسات وخصومها المالية، في حين أن ارتفاع أسعار الفائدة العالمية يمكن أن يؤثر في درجة انكشاف النظام المالي في الأسواق الناشئة إلى الهزات العالمية.<sup>1</sup>

خامسا: ازدهار الإقراض وأسعار الأسهم.

يعبر عن ازدهار الإقراض بالفارق بين نسبة النمو في الائتمان المقدم من المصارف ونسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مثل هذا النوع من الازدهار يسود عادة قبل الأزمات المالية الحادة. أما فيما يخص ازدهار أسعار الأسهم فتعد السياسة النقدية التوسعية أحد أسباب هذا الازدهار، إذ أن التغير المفاجئ في هذه السياسة لتصبح سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم والعقارات، وتراجع النشاط الاقتصادي بشكل عام مما يخلق الظروف الملائمة للإعسار المالي بالنسبة للمؤسسات المالية.<sup>2</sup>

سادسا: آثار الانتقال بالعدوى.

بسبب الترابط بين النظم المالية في البلدان المختلفة من خلال التدفقات المالية وأسواق رأس المال والتجارة الخارجية فإن انتقال الأزمات المالية عبر الحدود يصبح متوقعا، فعندما يعاني احد البلدان من أزمة مالية تظهر على شكل انخفاض حاد في قيمة العملة، فإن البلدان الأخرى الشريكة لها في التجارة تعاني من الأزمة بانتقالها إليها من خلال التجارة بسبب تراجع تنافسية هذه البلدان مقارنة مع البلد الذي انخفضت قيمة عملته بشكل حاد، كما

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص.62.

<sup>2</sup> علي عبد الرضا حمودي العميد، مرجع سبق ذكره، ص.11.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

أن الترابط القوي بين أسعار الأسواق المالية وأسعار الصرف وأسعار الفائدة بين البلدان المختلفة يرى دائما كمؤشر على إمكانية وجود مخاطر الانتقال بالعدوى، وهذا النوع من المخاطر يعتبر مرتفع بين البلدان المتشابهة في صفاتها الاقتصادية والمالية بحيث ينتقل أثر الأزمة المالية من البلد المتضرر إلى البلدان الأخرى المشابهة له من خلال البنوك التجارية وتدفقات رأس المال<sup>1</sup>.

سابعاً: عوامل أخرى.

وتتضمن العوامل الأخرى ما يلي<sup>2</sup>:

1. الاقتراض و الاستثمار الموجه: إن توجيه الاستثمار و الاقتراض بصورة إجبارية إلى نشاطات وقطاعات على أسس غير سوقية تؤدي دائما إلى تخصيص غير كفء للموارد مما يؤثر سلبا على درجة الإعسار في المؤسسات المالية.
2. علاقة الحوكمة بالقطاع المصرفي والاختلال في الموازنة: إذ أن زيادة الائتمان الموجه من البنك المركزي إلى الحكومة يزيد من الضغوط التضخمية مما يؤثر على القطاع المالي.
3. حجم المتأخرات في الاقتصاد: إن تراكم المتأخرات في الاقتصاد يعكس صعوبات في خدمة الدين من قبل الحكومة والقطاع الخاص، وهذا يؤثر مباشرة على درجة السيولة والإعسار المالي في المؤسسة المالية.

### الجدول رقم (2-2): مؤشرات الحيلة الكلية.

مؤشرات الاقتصاد الكلي.		مؤشرات الحيلة الجزئية.	
أثار الانتقال بالعدوى:	النمو الاقتصادي:	الإيرادات والربحية:	معدل كفاية رأس المال:
- ارتباط الأسواق المالية.	- معدل النمو العام.	- عائد الأصول.	- نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول.
- الآثار الجانبية للتجارة.	- الأزمات القطاعية.	- نسبة الإيرادات/النفقات.	- التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال.
عوامل أخرى:	ميزان المدفوعات:	- مؤشرات الإيرادات الهيكلية.	جودة الأصول:
- القروض والاستثمارات الموجهة.	- عجز الحساب الجاري.	- مؤشرات الإيرادات الهيكلية.	مؤشرات المؤسسة
- علاقة الحكومة بالقطاع المصرفي.	- مستوى الاحتياطي من النقد الأجنبي.	السيولة:	
	- الديون الخارجية.	- قروض البنك المركزي للبنوك.	
	- معدلات التبادل		

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص ص 70-72.

<sup>2</sup> علي عبد الرضا حمودي العميد، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

<p>- حجم المتأخرات في الاقتصاد.</p> <p>- التجاري.</p> <p>- تركيب واستحقاق</p> <p>- تدفقات رأس المال.</p> <p><b>التضخم:</b></p> <p>- عدم استقرار التضخم.</p> <p><b>معدلات الفائدة وأسعار الصرف:</b></p> <p>- التقلب في أسعار الفائدة والصرف.</p> <p>- مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية.</p> <p>- ثبات معدلات الصرف.</p> <p>- ضمانات سعر الصرف.</p> <p><b>ازدهار الإقراض وأسعار الأسهم:</b></p> <p>- نوبات ازدهار الإقراض.</p> <p>- نوبات ازدهار أسعار الأسهم.</p>	<p>- الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي.</p> <p>- تجزئة معدلات التعامل بين البنوك.</p> <p>- نسبة القروض إلى الودائع</p>	<p><b>المقرضة:</b></p> <p>- تركيز الائتمان القطاعي.</p> <p>- الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية.</p> <p>- القروض غير العاملة.</p> <p>- القروض للمؤسسات العامة الخاسرة.</p> <p>- مخاطر الأصول.</p> <p>- الإقراض المرتبط بما.</p> <p>- مؤشرات الرفع المالي.</p> <p><b>حالة الإقراض:</b></p> <p>- نسب الديون إلى حقوق الملكية.</p> <p>- ربحية الشركات.</p> <p>- مؤشرات أخرى لظروف الشركات.</p> <p>- مديونية القطاع العائلي.</p> <p><b>سلامة الإدارة:</b></p> <p>- معدلات الإنفاق</p> <p>- نسبة الإيرادات لكل موظف.</p>	
--	--	--	--

المصدر: أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص 6-7.

### المطلب الرابع: أثر الهندسة المالية على الاستقرار المالي.

لا تزال مختلف أدوات الهندسة المالية تثير جدلا واسعا بين فئة المؤيدين لها بسبب ما تقدمه من امتيازات للمتعاملين بها، وما ينتج عن تداولها من آثار ايجابية على الأسواق المالية، ومنحها حلول لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط تجاهها، وكذلك إيجاد فرص استثمارية أكثر للمتعاملين في الحقل المالي وبالتالي دعم الاستقرار المالي، وبين الفئة التي تعارض استخدامها بسبب انعكاساتها السلبية على المستثمرين والأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من جهة، والتضارب في الفتاوى حول الحكم الشرعي للتداول بها من جهة أخرى، وتستدل هذه الفئة

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

---

بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، باعتبار أن المشتقات المالية ساهمت بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية بسبب النمو الهائل الذي عرفه حجم تداول هذه المشتقات وعدم خضوعها لأي رقابة قانونية.

كما يرجع البعض الآخر حدوث الأزمات وعدم الاستقرار المالي إلى جهل المستثمرين لقواعد التعامل بهذه الأدوات المالية الجديدة، فبدل من استخدامها كأدوات تحافظ على الاستقرار المالي أصبحت أدوات تساعد على تركيز المخاطر وبالتالي حدوث الأزمات وزيادة حالات عدم الاستقرار.

## الفصل الثاني: الإطار النظري لأدبيات الاستقرار المالي

---

### خلاصة.

لقد أدى تكرار الأزمات المالية إلى البحث لإيجاد آليات تحقيق الاستقرار في الأنظمة المالية من طرف القوى المالية الناشطة في المجال المالي، كما أن تحليل الاستقرار المالي يتطلب تحديد جميع مصادر الخطر ومواطن الضعف في النظام المالي، مما يستوجب اتباع أسلوب منهجي في رصد مختلف قطاعات النظام المالي والاقتصاد الحقيقي، مع الأخذ بعين الاعتبار الروابط بين القطاعات والروابط بين الحدود، ذلك أن الاختلالات غالباً ما تحدث بفعل مجموعة من مواطن الضعف من مصادر مختلفة.

## الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية حول النظام

المصرفي الكويتي وسوق

الكويت للأوراق المالية

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

---

تمهيد:

للإمام أكثر بمختلف الجوانب النظرية الواردة في هذه الدراسة، وتماشيا مع موضوعها خصص هذا الفصل لدراسة مدى أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي وذلك من خلال النقاط التالية:

- الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية.
- مدخل إلى النظام المصرفي الكويتي و سوق الكويت للأوراق المالية.
- تأثير تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على النظام المصرفي الكويتي.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

### المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية.

نظرا لأهمية المنهجية المتبعة في أي دراسة ولنوعية المعلومات المتوفرة وانعكاسها على نتائج الدراسة، فسوف يتم التعرض من خلال هذا المبحث إلى الإجراءات المنهجية المتبعة في الدراسة التطبيقية.

### المطلب الأول: مبررات اختيار النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية.

من خلال هذا المطلب سوف يتم إبراز أهم الأسباب والدوافع التي أدت لاختيار النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية:

- اعتبار النظام المصرفي الكويتي أحد أهم أعمدة الاقتصاد الكويتي.
- كون موقع البنك المركزي الكويتي يوفر تقارير الاستقرار المالي الخاصة بالنظام المصرفي الكويتي.
- كون سوق الكويت للأوراق المالية أحد كبريات الأسواق المالية العربية وأكثرها أهمية من حيث الحجم، السيولة وعدد الشركات.
- اعتبار سوق الكويت للأوراق المالية تتوفر على بعض من أدوات الهندسة المالية والتي تتمثل في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات.
- توفر البيانات والمعلومات الرقمية والعددية الخاصة بأدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية.

### المطلب الثاني: مبررات اختيار فترة الدراسة.

لقد تم اختيار فترة تقدر ب 8 سنوات ممتدة من 2008 إلى غاية سنة 2015 من أجل دراسة مؤشرات الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي لتوفر المعلومات والمعطيات الرقمية اللازمة، والفترة 2009-2014 لدراسة تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية نظرا لعدم توفر المعطيات الرقمية والمعلومات لل سنتين 2008 و2009، ونفس الفترة خصصت لدراسة تأثير تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

المطلب الثالث: منهج الدراسة التطبيقية.

إن الإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات المطروحة سابقاً، تستدعي الرجوع إلى معلومات وبيانات مستقاة من واقع النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية، وذلك لمحاولة تحليلها وإسقاط الجوانب النظرية عليها، لذلك سوف يتم الاعتماد على المناهج التالية:

**المنهج التاريخي:** يهتم المنهج التاريخي بدراسة الظواهر والأحداث التي مضى عليها زمن، أو يقوم بدراسة ظاهرة معينة من خلال الرجوع إلى نشأتها والتطورات التي مرت بها والعوامل التي أثرت عليها إلى أن صارت على الشكل الحالي.

وسيتم الاعتماد على هذا المنهج من خلال تقديم لمحة عن كل من النظام المصرفي الكويتي، وكذا سوق الكويت للأوراق المالية.

**المنهج الوصفي التحليلي:** يعتمد المنهج الوصفي التحليلي على دراسة الظاهرة كما توجد في الواقع ويهتم بوصفها وصفاً دقيقاً.

وقد تم الاعتماد على هذا المنهج من خلال وصف وتحليل كافة المعلومات والبيانات المتاحة عن مؤشرات الاستقرار المالي للنظام المصرفي الكويتي، وكذا المعلومات والبيانات المتاحة عن أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية.

**المنهج الإحصائي:** يهتم المنهج الإحصائي بتجميع المعلومات والبيانات عن ظاهرة معينة وتنظيمها وتبويبها وعرضها جدولياً أو بيانياً ثم تحليلها رياضياً واستخلاص النتائج بشأنها والعمل على تفسيرها.

وقد تم الاعتماد على هذا المنهج من أجل الإجابة على إشكاليات الدراسة واختبار فرضياتها، إذ استخدمت مجموعة من الأساليب الإحصائية عند التحليل وذلك بالاستعانة ببرامج Microsoft Office Excel 2007، E-Views8 وكانت المعالجة كالتالي:

● تقسيم سنوات الدراسة إلى فترات ربع سنوية، نظراً لعدم توفى البيانات والمعطيات، وهذا من أجل زيادة عدد المشاهدات.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

- بناء نموذج انحدار متعدد بين أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وبعض مؤشرات الاستقرار المالي على النظام المصرفي الكويتي، ثم تحليل وتفسير كل علاقة على حدى.

### المطلب الرابع: مصادر بيانات الدراسة التطبيقية.

لقد اعتمد في هذه الدراسة على تقارير الاستقرار المالي، وكذا التقارير الاقتصادية السنوية. وتم تجميع البيانات من مصادر متعددة تمثلت في:

- تقارير الاستقرار المالي لبنك الكويت المركزي.
- التقارير الاقتصادية السنوية لبنك الكويت المركزي.
- الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية.
- التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

### المبحث الثاني: مدخل إلى النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية.

سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى لمحة عن النظام المصرفي الكويتي، ولمحة عن سوق الكويت للأوراق المالية، وأيضاً إلى دراسة لبعض مؤشرات الاستقرار المالي الخاصة بالنظام المصرفي الكويتي، وكذا دراسة لبعض من أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية.

#### المطلب الأول: لمحة عن النظام المصرفي الكويتي.

يعتبر القطاع المصرفي الكويتي أحد أهم أعمدة الاقتصاد الكويتي، متمثلاً بعدد من البنوك المحلية وعدد آخر من البنوك الأجنبية، وجميعهم يخضعون لرقابة وإشراف بنك الكويت المركزي.

#### الفرع الأول: بنية القطاع المصرفي الكويتي.

يبلغ عدد المصارف العاملة في الكويت 23 مصرفاً، تشمل مصرفين حكوميين و21 مصرفاً خاصاً، وتتنوع هذه الأخيرة بين مصارف محلية، مشتركة وأجنبية. وقد بلغ مجمل عدد الفروع الداخلية للمصارف الكويتية المحلية 353 فرعاً.

ويمثل القطاع المصرفي في الكويت ثاني أكبر قطاع اقتصادي في البلاد بعد النفط، وله إسهامات كبيرة في الاقتصاد الوطني، حيث قدمت المصارف الكويتية على مر السنوات قيمة مضافة كبيرة للاقتصاد الوطني وساهمت بصورة كبيرة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للبلاد. وتعد المصارف الكويتية شريان الاقتصاد الوطني والواجهة الخارجية للبلاد من خلال فروعها المنتشرة في عدد كبير من دول العالم، ويعمل في المصارف الكويتية أكثر من 50% من القوة العاملة في القطاع الخاص الكويتي. كذلك فإن القطاع المصرفي الكويتي هو من أكثر القطاعات الاقتصادية تدريباً للموارد البشرية والأكثر استخداماً للتكنولوجيا<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: تطورات القطاع المصرفي الكويتي.

بهدف تطوير العمل المصرفي في الكويت، تم تطبيق مجموعة من المبادرات المهمة في القطاع المصرفي الكويتي خلال الأعوام العشرين الماضية، بالإضافة إلى ذلك يسعى بنك الكويت المركزي في الوقت ذاته إلى تطوير إطار العمل التنظيمي والتشريعي للتعاملات المالية والمصرفية، وتحديث سياسات إشرافه وبرامجه. ويستمر بنك

<sup>1</sup> اتحاد المصارف العربية، تطورات القطاع المصرفي الكويتي، تاريخ الاطلاع: 2017/05/22. من الموقع:

<http://www.uabonline.org/en/research/banking>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

الكويت المركزي باتخاذ التدابير اللازمة تمهيدا لتطبيق المعايير الرقابية الصادرة عن لجنة بازل المعروفة ببازل 3، حيث تم تشكيل لجنة توجيهية شاركت فيها المصارف الكويتية بممثلين عنها لوضع المعايير الرقابية اللازمة، وتشمل هذه المعايير مجموعة من الضوابط التي من شأنها تحسين جودة رأس المال وتعزيز معايير السيولة التي تستهدف تحسين إدارة مخاطر السيولة وتعزيز درجة الاستقرار في الموارد المالية، بالإضافة إلى معايير تستهدف إجراءات الرقابة الكلية لمواجهة المخاطر النظامية<sup>1</sup>.

الجدول رقم (1-3): تطور الميزانية المجمعة للمصارف الكويتية المحلية (مليار دولار أمريكي)

السنوات	الموجودات	الودائع	قروض للحكومة	قروض للقطاع الخاص	حقوق المساهمين
2008	145,98	89,69	7,43	94,68	17,11
2009	139,91	96,32	7,98	93,76	17,02
2010	144,00	100,99	6,73	95,80	20,66
2011	159,58	102,72	6,96	102,19	22,68
2012	170,26	115,41	7,03	104,83	22,75
2013	182,60	129,10	5,32	110,14	24,80
2014	187,18	127,40	5,41	113,35	26,79

المصدر: اتحاد المصارف العربية، تطورات القطاع المصرفي الكويتي، مرجع سبق ذكره، تاريخ الاطلاع: 2017/05/22. من الموقع:

<http://www.uabonline.org/en/research/banking>

يظهر الجدول أعلاه الارتفاع الكبير في موجودات القطاع المصرفي الكويتي خلال السنوات القليلة الماضية. فقد زادت تلك الموجودات من حوالي 145,98 مليار دولار عام 2008 إلى حوالي 187 مليار بنهاية الفصل الثالث من عام 2014. كما زادت الودائع من حوالي 90 مليار دولار إلى حوالي 127 مليار. أما مجمل القروض الممنوحة للقطاع الخاص فقد زادت من حوالي 94,7 مليار دولار إلى حوالي 113 مليار. أخيراً، زاد رأسمال المصارف الكويتية المحلية من حوالي 17,1 مليار دولار إلى حوالي 27 مليار دولار بحلول سنة 2014.

<sup>1</sup> اتحاد المصارف العربية، تطورات القطاع المصرفي الكويتي، المرجع نفسه، تاريخ الاطلاع: 2017/05/22، من الموقع:

<http://www.uabonline.org/en/research/banking>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

المطلب الثاني: لمحة عن سوق الكويت للأوراق المالية.

يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية أحد أهم وأكبر الأسواق المالية العربية، وأكثرها تطوراً من حيث البنية التشريعية والتكنولوجية، كما يقوم سوق الكويت على مجموعة من القواعد والقوانين لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية فيه.

### الفرع الأول: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية.

تاريخ الشركات الكويتية المساهمة يعود إلى الخمسينات حين تم تأسيس أول شركة كويتية مساهمة في عام 1952 وهي بنك الكويت الوطني.

وفي بداية الستينات شهدت الشركات المساهمة توسعاً ملحوظاً حتى أصبحت تمثل منفذاً استثمارياً للأموال الفائضة من كافة النشاطات الاقتصادية خاصة بعد اكتشاف النفط، ويمكن تلخيص أهم التطورات التي شهدتها سوق الكويت للأوراق المالية من خلال النقاط التالية<sup>1</sup>:

- في عام 1960 صدر القانون التجاري رقم 15 حيث لعب هذا القانون دوراً أساسياً في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها.
- في عام 1962 صدر قانون رقم 37 والذي اهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج.
- في عام 1790 صدر القانون رقم 32 والذي يعتبر أول خطوة هامة نحو تنظيم تجارة الأسهم الكويتية، وقد تكونت بموجب هذا القانون لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية للاحتفاظ بالفوائد الاقتصادية للبلاد، وإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها.
- في عام 1972 تم إنشاء شعبة مستقلة للأوراق المالية في مدينة الكويت.
- في عام 1976 صدر أول قرار وزاري رقم 61 لتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية، حيث تم بموجبه تشكيل أول لجنة للأوراق المالية، حيث كان التداول يتم في تلك الأثناء عن طريق المفاوضات المباشرة على السعر بين كل من البائع والمشتري.

<sup>1</sup> سوق الكويت للأوراق المالية، تاريخ الكويت، تاريخ الاطلاع: 2017/05/29. من الموقع:

<http://www.kuwait-history.net/vb/up/uploads/224661377720090703.jpg>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

- في عام 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في الكويت حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية وقد استمر التعامل بهذا النظام حتى عام 1983.
- صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة في 14/08/1983 بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد.
- واستمر السوق في القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، التي أنشئت بموجب القانون الجديد، حيث دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري 2010.

### الفرع الثاني: مهام سوق الكويت للأوراق المالية.

تتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم ومراقبة السوق المالية، ولها على وجه الخصوص المهام التالية<sup>1</sup>:

- 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.

### الفرع الثالث: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية.

يسعى سوق الكويت للأوراق المالية من خلال نشاطه لتحقيق الأهداف التالية<sup>2</sup>:

- يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق.

<sup>1</sup> عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2001-2012، ص. 146. تاريخ الإطلاع: 2017/05/21. من الموقع:

[https://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa\\_Abdelkader.pdf?idthese=3071](https://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa_Abdelkader.pdf?idthese=3071)

<sup>2</sup> سوق الكويت للأوراق المالية، تاريخ الكويت، مرجع سبق ذكره، تاريخ الاطلاع: 2017/05/29. من الموقع:

<http://www.kuwait-history.net/vb/up/uploads/224661377720090703.jpg>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الأوراق المالية

- يعمل سوق الأوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرهما لتفادي حدوث أي اضطراب في المعاملات.
- يقوم السوق ببناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها.
- يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة.
- تتابع أجهزة السوق تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في السوق المالية المتقدمة، وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي.
- يعمل السوق على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد.

### المطلب الثالث: دراسة مؤشرات الاستقرار المالي للنظام المصرفي الكويتي..

ومن أهم هذه المؤشرات تم الأخذ بنسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول، السيولة ومؤشر الإيرادات والربحية.

أولاً: نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول: إن الانخفاض في نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر يعني زيادة تعرض بنود الميزانية إلى المخاطر واحتمال وجود نقص في كفاية رأس المال، ويبين الجدول الموالي تطور هذه النسبة خلال سنوات الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

الجدول رقم (2-3): تطور نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول للقطاع المصرفي الكويتي للفترة: 2008-2015 (نسبة مئوية).

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
النسبة	69,8	68,2	66,4	67,2	66,9	64,6	65,8	67,4

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، تاريخ الاطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

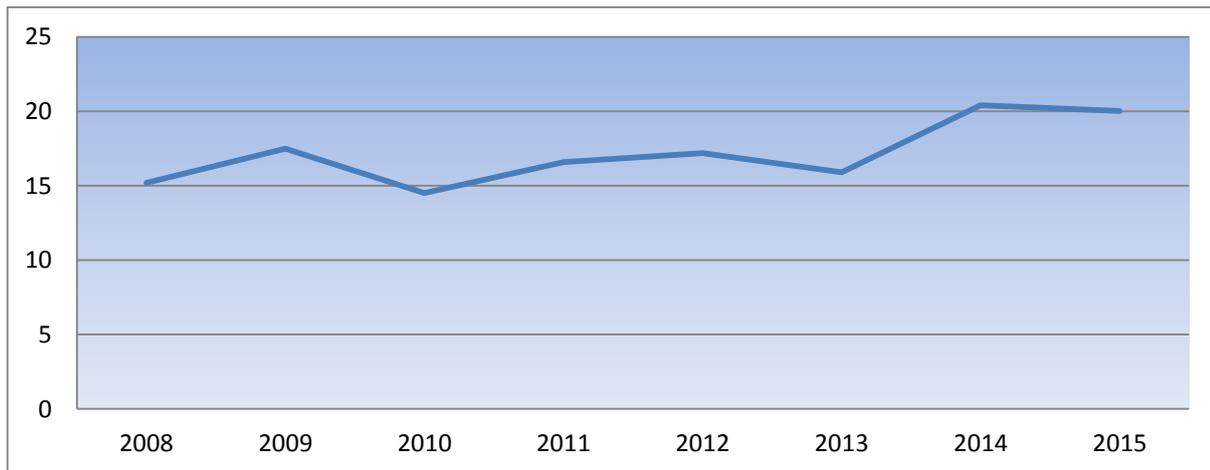
<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ نسب جيدة للأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول في القطاع المصرفي الكويتي، فهي في إجمالي فترة الدراسة تفوق نسبة 64%، وهذا يعود إلى التحول المعتدل نحو الأصول الأكثر مخاطرة.

ثانياً: السيولة: تأتي أهمية دراسة هذه المؤشرات كون أن العديد من حالات العسر المالي التي تتعرض لها المؤسسات المالية إنما مردها بالأساس إلى سوء إدارة السيولة، ويبين الشكل الموالي تطور هذا المؤشر خلال سنوات الدراسة.

الشكل رقم (1-3): تطور مؤشر السيولة للقطاع المصرفي الكويتي خلال للفترة: 2008-2015.

( بليون دينار كويتي )



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، مرجع سق ذكره تاريخ الاطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

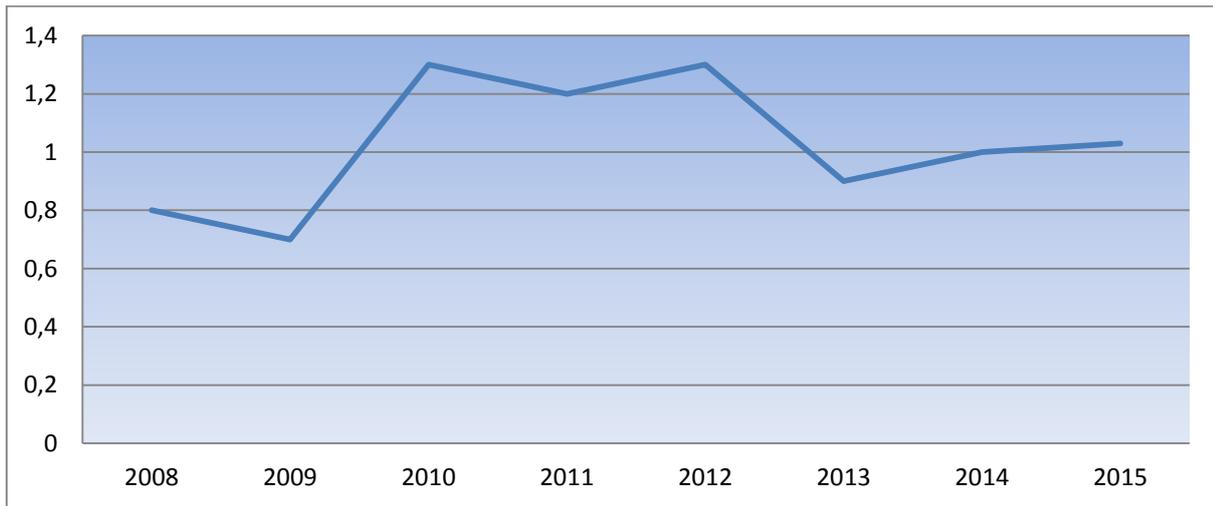
من خلال الشكل نلاحظ انخفاض نسبي في مؤشرات السيولة في القطاع المصرفي الكويتي، حيث سجل أدنى قيمة سنة 2010 ب 14,5، بليون دينار كويتي، وأعلى قيمة سنة 2014 ب 20,4 بليون دينار كويتي، لتتخفف مجددا سنة 2015 إلى 20,03 بليون دينار كويتي.

**ثالثا: معدل العائد على متوسط الأصول:** إن الانخفاض في معدل العائد على متوسط الأصول يمكن أن يستخدم أيضا كمؤشر ريادي يسبق الإعسار المالي بالنسبة للمؤسسات المصرفية.

ويوضح الشكل الموالي تطور معدل العائد على الأصول للقطاع المصرفي الكويتي خلال فترة الدراسة.

**الشكل رقم (2-3): تطور معدل العائد على الأصول للقطاع المصرفي الكويتي للفترة: 2008-2015**

(نسبة مئوية).



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، مرجع سبق ذكره تاريخ الاطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

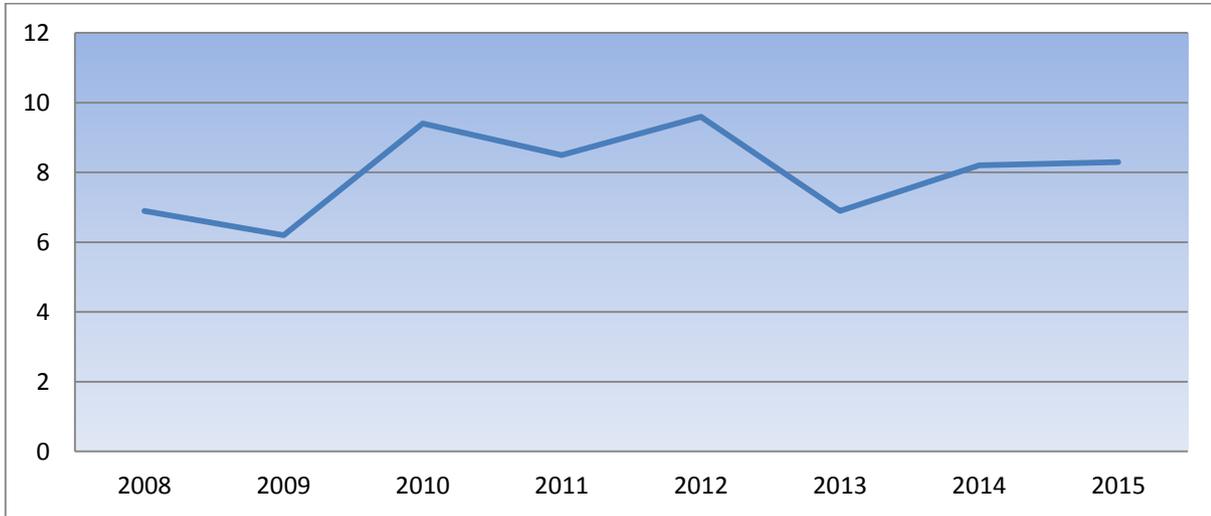
**رابعا: معدل العائد على حقوق الملكية.**

يوضح الشكل الموالي تطور معدل العائد على حقوق الملكية للقطاع المصرفي الكويتي خلال فترة الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

شكل رقم (3-3): تطور معدل العائد على حقوق الملكية للقطاع المصرفي الكويتي للفترة

2008-2015 (نسبة مئوية).



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، مرجع سبق ذكره تاريخ الاطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

من خلال الشكل رقم (2-3) والشكل رقم (3-3) نلاحظ تذبذب طفيف في كل من معدل العائد على متوسط الأصول ومعدل العائد على متوسط حقوق الملكية، ويرجع ارتفاع كل من المعدلين إلى ارتفاع صافي أرباح القطاع المصرفي، أما الانخفاض فيرجع إلى النمو القوي في حقوق الملكية والأصول لدى النظام المصرفي من جهة والنمو السلبي في صافي الأرباح من جهة أخرى.

**المطلب الرابع: دراسة لأدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية.**

خصص هذا المطلب لدراسة أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)، والتي تمثلت في العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود الخيارات.

**الفرع الأول: دراسة العقود الآجلة المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية.**

يبين الجدول الموالي تطور تداول العقود الآجلة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

الجدول رقم (5-3): تطور تداول العقود الآجلة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة

2009-2014.

السنوات	الكمية المتداولة (ألف عقد)	القيمة المتداولة (ألف د.ك)
2009	66324	25520,8
2010	79782,5	26780,1
2011	60497,5	21955,3
2012	17315	9875,2
2013	50055	21428,7
2014	59469	23604

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير السنوية، تاريخ الإطلاع: 2017/05/19، من الموقع:

<http://www.boursakuwait.com.kw/A/BoursaKuwait/Downloads.aspx>

يلاحظ من خلال الجدول ارتفاع كل من الكمية والقيمة المتداولة للعقود الآجلة خلال سنة 2010 لتبلغ 79782,5 ألف عقد و 26780,1 ألف دينار كويتي على التوالي، كما يلاحظ خلال الفترة (2011-2012) انخفاض كل من كمية وقيمة العقود المتداولة لتصل إلى 17315 ألف عقد سنة 2012 بالنسبة لكمية العقود المتداولة و 9875,2 بالنسبة للقيمة المتداولة للعقود الآجلة في سوق الكويت للأوراق المالية.

أما في سنة 2013 و 2014 يلاحظ ارتفاع في كل من الكمية والقيمة المتداولة، حيث قدرت كمية العقود المتداولة سنة 2014 ب 59469 ألف عقد مقارنة ب 50055 ألف عقد سنة 2013، مع تسجيل 23604 ألف دينار كويتي في القيمة المتداولة للعقود الآجلة في سوق الكويت للأوراق المالية مقارنة ب 21428,7 ألف دينار كويتي سنة 2013.

الفرع الثاني: دراسة العقود المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية.

يبين الجدول الموالي تطور تداول العقود المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

جدول رقم (6-3): تطور تداول العقود المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة

2014-2009

السنوات	الكمية المتداولة (ألف عقد)	القيمة المتداولة (ألف د.ك)
2009	1729048,1	408433,1
2010	1166967,5	333639
2011	1034730	222722,9
2012	1980263,9	307372,5
2013	2422577	365603
2014	1677417	287719

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير السنوية، مرجع سبق ذكره، تاريخ الإطلاع: 2017/05/19، من الموقع:

<http://www.boursakuwait.com.kw/A/BoursaKuwait/Downloads.aspx>

من خلال الجدول يلاحظ انخفاض في كل من كمية وقيمة العقود المستقبلية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2009-2011، بحيث سجلت أقل قيمة لهما سنة 2011 وذلك ب 1034730 ألف عقد و 222722,9 ألف دينار كويتي على التوالي، لتعاود إلى الارتفاع سنة 2012 حيث سجلت 1980263,9 ألف عقد و 307372,5 ألف دينار كويتي.

كما يلاحظ من خلال الجدول انخفاض في الكمية والقيمة المتداولة في سنة 2013 و 2014، حيث انخفضت كمية العقود المتداولة لتصل إلى 2422577 ألف عقد و 1677417 ألف عقد على التوالي، في حين قدرت القيمة المتداولة ب 365603 ألف دينار كويتي و 287719 ألف دينار كويتي على التوالي.

الفرع الثالث: دراسة عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية.

يبين الجدول الموالي تطور تداول العقود الآجلة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

جدول رقم (7-3): تطور تداول عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة

2014-2009

السنوات	الكمية المتداولة (ألف عقد)	القيمة المتداولة (ألف د.ك)
2009	444975	128286,9
2010	316268	85067,4
2011	267632	37493,9
2012	139509	14888,6
2013	2029,6	12419,9
2014	1339,1	11175,3

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير السنوية، مرجع سبق ذكره، تاريخ الإطلاع: 2017/05/19، من الموقع:

<http://www.boursakuwait.com.kw/A/BoursaKuwait/Downloads.aspx>

من خلال الجدول لوحظ انخفاض مستمر في كل من كمية وقيمة عقود الخيارات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)، ولكن لم يكن هذا الانخفاض بوتيرة منتظمة، حيث تميزت الفترة الممتدة من 2012 إلى 2014 بانخفاض في كل من الكمية المتداولة والقيمة المتداولة لكن بوتيرة أكبر من الفترة السابقة.

حيث قدرت كمية العقود المتداولة سنة 2009 ب 444975 ألف عقد وهي أكبر كمية مسجلة في السوق خلال فترة الدراسة، أما قيمة العقود المتداولة فقدرت ب 128286,9 ألف دينار كويتي وهي أيضا أكبر قيمة مسجلة خلال فترة الدراسة.

وعموما يلاحظ استمرار انخفاض الكمية والقيمة المتداولة طول مدة الدراسة لتصل سنة 2014 إلى 1339,1 ألف عقد و 11175,3 ألف دينار كويتي على التوالي، واللذان يعتبران أقل القيم المسجلة خلال فترة الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

---

ويفسر الأداء السلبي لأدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2014 بمجموعة من العوامل هي:

- أزمة 2008 ونتائجها على كافة الأسواق المالية العالمية بما في ذلك سوق الكويت للأوراق المالية بصفة عامة وأدوات الهندسة المالية المتداولة فيها بصفة خاصة.
- جهل المستثمرين لقواعد التعامل بأدوات الهندسة المالية، واعتقادهم أن التعامل بها يؤدي إلى تفاقم الأزمة.
- تراجع استخدام المستثمرين عن التعامل بأدوات الهندسة المالية باعتبارها المسبب الرئيسي للأزمة وتوجههم إلى الاستثمارات الآمنة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الثالث: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على استقرار النظام المصرفي الكويتي.

سوف يتم بناء نموذج انحدار متعدد وذلك لمعرفة أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على الاستقرار المالي في النظام المالي في دولة الكويت خلال الفترة 2009-2014.

المطلب الأول: تقسيم فترة الدراسة و تحديد النموذج.

سيتم من خلال ما يلي توضيح كيفية تقسيم فترة الدراسة إلى فترات ربع سنوية، وكذا طريقة تحديد النموذج بين المتغيرات.

الفرع الأول: تقسيم فترة الدراسة إلى فترات ربع سنوية.

نظرا لعدم توفر المعلومات والمعطيات الرقمية حول أداء العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيارات لكل من السنتين 2008 و2015، تم تقسيم فترة الدراسة من 2009 إلى 2014 لفترات ربع سنوية وهذا من أجل بناء نموذج انحدار متعدد بين متغيرات الدراسة.

وقد تم الاعتماد في عملية التقسيم على<sup>1</sup>:

$$Q_1 = -0,0391 Y_{t+1} + 0,2344 Y_t + 0,0547_{t-1}$$

$$Q_2 = -0,0234 Y_{t+1} + 0,2656 Y_t + 0,0078_{t-1}$$

$$Q_3 = -0,0078 Y_{t+1} + 0,2656 Y_t + 0,0234_{t-1}$$

$$Q_4 = -0,0547 Y_{t+1} + 0,2344 Y_t + 0,0391_{t-1}$$

بحيث نتجت عن عملية التقسيم المعطيات المتمثلة في الملحق رقم (1) والملحق رقم (2)، والتي استخدمت كمعطيات لبرنامج EViews8.

<sup>1</sup> Suliman Al Turki, **One the construction of quarterly time series for the golf cooperation council economics**, King Saudi University, Saudi Arabia, P.111.

### الفرع الثاني: تحديد النموذج.

في ما يلي سوف يتم توضيح طريقة تحديد النموذج بين متغيرات الدراسة.

### أولاً: تحديد متغيرات النموذج:

من أجل إثبات فرضية البحث سوف يتم بناء نموذج انحدار متعدد يربط في كل مرة بين المتغير التابع والمتغيرين المستقلين.

1. المتغيرات المستقلة: بناء على ما تم الإشارة إليه سابقاً فإن المتغيرات المستقلة تتمثل في بعض المتغيرات الخاصة بأدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك لمعرفة مدى تأثيرها على مؤشرات الاستقرار المالي، حيث تم الاعتماد على المتغيرات التالية:

- كمية الأسهم المتداولة ويرمز لها ب VAE.
- قيمة الأسهم المتداولة ويرمز لها ب VAN.

2. المتغيرات التابعة: وتتمثل المتغيرات التابعة في ستة متغيرات خاصة بمؤشرات الاستقرار المالي في النظام المصرفي الكويتي والمتمثلة في:

- نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول ويرمز لها ب PAPT.
- قيمة السيولة ويرمز لها ب LQD.
- العائد على الأصول ويرمز له ب RA.
- العائد على حقوق الملكية ويرمز له ب RCP.

### ثانياً: تقدير النموذج:

يعتبر نموذج الانحدار المتعدد من أكثر أدوات التحليل الإحصائي استخداماً، ويهتم نموذج الانحدار المتعدد بتقدير العلاقة بين متغير كمي وهو المتغير التابع وعدة متغيرات كمية أخرى وهي المتغيرات المستقلة، ولهذا سيتم الاستعانة ببرنامج Eviews8 لتقدير نماذج الدراسة. بافتراض وجود متغير تابع ومتغيرين مستقلين فإنه يمكن صياغة معادلة نموذج الانحدار المتعدد على النحو التالي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \beta_2 X_{t2} + U_t$$

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

حيث أن:

$Y_t$ : يعبر عن قيمة المشاهدة  $t$  للمتغير التابع.

$(X_{t1}, X_{t2})$ : يعبر عن قيمة المشاهدة  $t$  للمتغيرات المستقلة (المفسرة).

$\beta_0$  و  $\beta_1$  و  $\beta_2$ : معاملات النموذج (بقيمة مجهولة).

$U_t$ : الخطأ العشوائي.

ثالثاً: اختبار النموذج:

يتم اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية، ثم من الناحية الإحصائية لتتم الموافقة عليه أو رفضه.

1. اختبار معاملات النموذج اقتصادياً: وذلك وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع إشارات المعلمات المقدرة، فإذا توافقت المعلمات المقدرة مع ما تقره النظرية الاقتصادية، يتم قبول النموذج، أما في الحالة العكسية يتم رفض النموذج.

2. اختبار معاملات النموذج إحصائياً: حيث تختبر معنوية المعلمات المقدرة إحصائياً كالتالي:

• اختبار إحصائية ستودنت  $t$ : يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما:

- فرضية العدم: تفترض عدم وجود علاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$ ، أي لا توجد علاقة بين المتغير المستقل ومؤشر الاستقرار المالي محل الدراسة.

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$$

- الفرضية البديلة: تفترض وجود علاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$ ، أي توجد علاقة بين المتغير المستقل ومؤشر الاستقرار المالي محل الدراسة.

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq 0$$

بعد احتساب قيمة  $t$  بالاعتماد على برنامج Eviews8، ويتم مقارنتها مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة عند درجة حرية  $(n-k)$  ومستوى معنوية 10%، فإذا كانت قيمة  $t$  المحسوبة أكبر من  $t$  الجدولية تفرض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، ومنه يكون للمعلمة محل الاختبار معنوية إحصائية، أي توجد علاقة بين متغيري الدراسة والعكس صحيح.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي لسوق الأوراق المالية

✓ اختبار إحصائية فيشر  $F$ : يختبر هذا الاختبار النموذج ككل، أي أنه يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين، ويعتمد بدوره على فرضيتين هما:

- فرضية العدم: تفترض عدم جوهرية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.
- الفرضية البديلة: تفترض وجود علاقة جوهرية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

بعد احتساب قيمة  $F$  بالاعتماد على برنامج Eviews8، يتم مقارنتها مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها، عند درجة حرية  $(n-k, k-1)$  ومستوى معنوية 10%، فإذا كانت قيمة  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية، تفرض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، أي أن النموذج مقبول إحصائياً، ووجود علاقة جوهرية بين متغيرات الدراسة والعكس صحيح.

3. اختبار جودة التوفيق  $R^2$  الارتباط  $r$ : يفسر معامل التحديد  $R^2$  العلاقة الموجودة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، أما معامل الارتباط  $r$  هو مقياس يحدد قوة الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

### رابعاً: تقييم النموذج:

بعد توضيح منهج الدراسة نظرياً، سيتم تقييم نموذج الانحدار المتعدد الذي سبق تقديره، لتحديد مدى تأثير كل متغير مستقل على كل مؤشر من مؤشرات الاستقرار المالي.

المطلب الثاني: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول والسيولة.

سيتم من خلال هذا المطلب توضيح أثر تداول منتجات الهندسة المالية على مؤشرات الحيلة الجزئية في النظام المصرفي الكويتي.

الفرع الأول: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول.

كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 03)

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

$$PAPT = 8,25 + 9,02 VAE + 3,12 VAN$$

$$(4,52) \quad (1,74) \quad (1,31)$$

$$R^2 = 0,349 \quad r = 0,59 \quad F = 7,16$$

$$n = 24$$

### 1. اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توضح نتائج التقدير أن معاملات كل من كمية وقيمة العقود (أدوات الهندسة المالية) المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت كمية وقيمة العقود المتداولة في سوق المشتقات كلما ارتفعت الأصول المرجحة بالمخاطرة إلى إجمالي الأصول، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

### 2. اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أنه:

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 4,52 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض الفرض العدم أي أن المعلمة  $\beta_0$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري الكمية المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 1,74 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض الفرض العدم أي أن المعلمة  $\beta_1$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

✓ من أجل المعامل  $\beta_2$  للمتغير التفسيري القيمة المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 1,31 وهي أقل من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_2$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستودنت تبين أن كل المعلمات لها معنوية إحصائية ماعدا المعلمة  $\beta_2$  ليس لها معنوية إحصائية ولذلك سوف حذف المتغير المتمثل في القيمة المتداولة من النموذج لتصبح النتائج كالتالي: (أنظر الملحق رقم 04)

PAPT = 9,05 + 1,36 VAE		
(5,18)	(3,50)	
$R^2 = 0,367$	$r = 0,61$	$F = 12,22$
$n = 24$		

باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد:

✓ **إحصائية فيشر:** بالاستعانة بالجدول المالي نجد أن  $F$  المحسوبة تساوي 12,22 وهي أكبر من  $F$  الجدولية 2.95، ومنه ترفض فرضية العدم ويقبل الفرض البديل، أي أنه يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائياً.

✓ **معامل التحديد المعدل:** قدر ب 0,367 والذي يدل على أن 36,7% من التغير في نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول مفسر من الكمية المتداولة، وهذا ما يدل على ارتباط ضعيف بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

✓ **معامل الارتباط:** ، قدر ب 0,61 وهذا يعني أن قوة الارتباط بين الكمية المتداولة مع نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول تقدر ب 61%.

وعليه فإن نتائج التقدير توضح وجود علاقة طردية بين نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول والكمية المتداولة، حيث أن الأثر الحدي يساوي 1,36 أي أن التغير في VAE بوحدة واحدة تؤدي إلى التغير في PAPT ب 1,36 وحدة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي لسوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على السيولة: كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 05)

$$\begin{aligned} \text{LQD} &= 2,17 + 3,66 \text{ VAE} + 8,93 \text{ VAN} \\ &\quad (3,26) \quad (1,95) \quad (0,10) \\ R^2 &= 0,191 \quad r = 0,44 \quad F = 3,72 \\ n &= 24 \end{aligned}$$

### 1. اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توضح نتائج التقدير أن معاملات كل من كمية العقود (أدوات الهندسة المالية) والقيمة المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية تأخذ إشارة موجبة، أي كلما ارتفعت كمية وقيمة العقود المتداولة في سوق المشتقات كلما ارتفعت السيولة، وهذا يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

### 2. اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أنه:

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 3,26 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض الفرض العدم أي أن المعلمة  $\beta_0$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري الكمية المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 1,95 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض الفرض العدم أي أن المعلمة  $\beta_1$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

✓ من أجل المعامل  $\beta_2$  للمتغير التفسيري القيمة المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 0,10 وهي أقل من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_2$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستودنت تبين أن كل المعلمات لها معنوية إحصائية ماعدا المعلمة  $\beta_2$  ليس لها معنوية إحصائية ولذلك سوف يتم المتغير المتمثل في القيمة المتداولة من النموذج لتصبح النتائج كالتالي: (أنظر الملحق رقم 06)

$$\begin{aligned} \text{LQD} &= 2,19 + 3,79 \text{ VAE} \\ & \quad (3,58) \quad (2,79) \\ R^2 &= 0,261 \quad r = 0,51 \quad F = 7,78 \\ n &= 24 \end{aligned}$$

باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد:

✓ إحصائية فيشر: بالاستعانة بالجدول المالي نجد أن  $F$  المحسوبة تساوي 7,78 وهي أكبر من  $F$  الجدولية 2,95، ومنه ترفض فرضية العدم ويقبل الفرض البديل، أي أنه يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائياً.

✓ معامل التحديد المعدل: قدر ب 0,261 والذي يدل على أن 26,1% من التغير في السيولة مفسر من الكمية المتداولة، وهذا ما يدل على ارتباط ضعيف بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

✓ معامل الارتباط: ، قدر ب 0,51 وهذا يعني أن قوة الارتباط بين الكمية المتداولة مع نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول تقدر ب 51%.

وعليه فإن نتائج التقدير توضح وجود علاقة طردية بين نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول والكمية المتداولة، حيث أن الأثر الحدي يساوي 3,76 أي أن التغير في  $\text{VAE}$  بوحدة واحدة تؤدي إلى التغير في  $\text{LQD}$  ب 3,76 وحدة.

المطلب الثالث: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

الفرع الأول: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على الأصول: كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 07)

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

$$RA = 0,24 + 7,01 VAE - 3,60 VAN$$

$$(4,00) \quad (0,42) \quad (-0,46)$$

$$R^2 = -0,083 \quad F = 0,12$$

$$n=24$$

### 1. اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توضح نتائج التقدير أن معاملات كل من كمية العقود (أدوات الهندسة المالية) والقيمة المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية تأخذ إشارتين مختلفتين، أي هناك علاقة طردية بين الكمية المتداولة مع العائد على الأصول، أي أنه كلما ارتفعت الكمية المتداولة أثر ذلك إيجاباً على معدل العائد على الأصول بالارتفاع، بينما هناك علاقة عكسية بين القيمة المتداولة ومعدل العائد على الأصول، فكلما ارتفعت القيمة المتداولة انخفض معدل العائد على الأصول، وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية ومنه النموذج غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

### 2. اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أنه:

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 4,00 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض الفرض العدم أي أن المعلمة  $\beta_0$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري الكمية المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 0,42 وهي أقل من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_1$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

من أجل المعامل  $\beta_2$  للمتغير التفسيري القيمة المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 0,46 وهي أقل من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_2$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد:

✓ إحصائية فيشر: بالاستعانة بالجدول المالي نجد أن F المحسوبة تساوي 0,12 وهي أقل من F الجدولية 2,96، ومنه ترفض فرضية العدم ويقبل الفرض البديل، أي أنه لا يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

✓ معامل التحديد المعدل: قدر ب -0,261 وهذا يعني عدم تفسير كل من الكمية والقيمة المتداولة للتغير في معدل العائد على الأصول.

الفرع الثاني: دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على حقوق الملكية: كانت نتائج التقدير كالتالي: (أنظر الملحق رقم 08)

$$RCP = 1,56 + 7,43 VAE - 8.11 VAN$$

$$(3,98) \quad (0,67) \quad (-0,16)$$

$$R^2 = -0,064 \quad F = 0,30$$

$$n=24$$

### 1. اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توضح نتائج التقدير أن معاملات كل من كمية العقود (أدوات الهندسة المالية) والقيمة المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية تأخذ إشارتين مختلفتين، أي هناك علاقة طردية بين الكمية مع العائد على حقوق الملكية، أي أنه كلما ارتفعت الكمية المتداولة أثر ذلك إيجاباً على معدل العائد على حقوق الملكية بالارتفاع، بينما هناك علاقة عكسية بين القيمة المتداولة ومعدل العائد على حقوق الملكية، فكلما ارتفعت القيمة المتداولة انخفض معدل العائد على حقوق الملكية، وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية ومنه النموذج غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

### 2. اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أنه:

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 3,98 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل الفرض البديل ونرفض الفرض العدم أي أن المعلمة  $\beta_0$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري الكمية المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 0,67 وهي أقل من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_1$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

من أجل المعامل  $\beta_2$  للمتغير التفسيري القيمة المتداولة، نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  تساوي 0,16 وهي أقل من  $t$  الجدولية والتي تساوي 1,72، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_2$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%.

باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد:

✓ إحصائية فيشر: بالاستعانة بالجدول المالي نجد أن  $F$  المحسوبة تساوي 0,12 وهي أقل من  $F$  الجدولية 0,30، ومنه ترفض فرضية العدم ويقبل الفرض البديل، أي أنه لا يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج غير مقبول إحصائياً.

معامل التحديد المعدل: قدر ب -0,064 وهذا يعني عدم تفسير كل من الكمية والقيمة المتداولة للتغير في معدل العائد على حقوق الملكية.

المطلب الرابع: تحليل وتفسير النتائج.

سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى تحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها بناءً على المعلومات التي تم جمعها وتلخيصها ومعالجتها في ما سبق.

الفرع الأول: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بآثر تداول أدوات الهندسة على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول والسيولة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

أولاً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة على نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول.

من خلال اختبار العلاقة بين كمية وقيمة العقود المتداولة مع نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، تم قبوله اقتصادياً لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية.

وتم قبول النموذج إحصائياً عند درجة ثقة 90% وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أظهرت معنوية المعلمتين  $\beta_0$  و  $\beta_1$  كما أثبت اختبار فيشر معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 10%.

وبما أن نتائج اختبار ستودنت أظهرت عدم معنوية المعلمة  $\beta_2$  أي أن هذه المعلمة لا تفسر التغير في نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول، لهذا تم حذفها من النموذج وإعادة تقديره وهذا محاولة لتحسين النموذج، وقد تم قبول النموذج إحصائياً لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي أن هناك تأثير إيجابي بين كمية العقود المتداولة ونسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول أي أن زيادة كمية العقود المتداولة بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى زيادة نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر ب 1,36 وحدة.

وقد تم قبول النموذج إحصائياً عند درجة ثقة 90% وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أظهرت معنوية المعلمتين  $\beta_0$  و  $\beta_1$ ، كما أثبت اختبار فيشر معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 10%.

كما قدر معامل التحديد ب 36,7% بمعنى أن كمية العقود المتداولة تفسر 36,7% من التغير في نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول، أما 63,3% الباقية تفسرها عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار عند بناء النموذج، بينما قدر معامل الارتباط ب 61% أي أن هناك علاقة ارتباط قوية وطردية بين كمية العقود المتداولة ونسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول.

وبناءً على النتائج السابقة يمكن الاستنتاج بأن تطور كمية العقود المتداولة يؤدي إلى تطور نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول، بمعنى أنه كلما زاد حجم تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية كلما ساهم ذلك في تخفيض تعرض بنود ميزانيات المصارف إلى المخاطر وزيادة في كفاية رأس المال لمواجهةها و بالتالي المساهمة في زيادة الاستقرار المالي للنظام المصرفي الكويتي.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

ثانيا: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة المالية على السيولة.

من خلال اختبار العلاقة بين كمية وقيمة العقود المتداولة مع سيولة النظام المصرفي الكويتي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، تم قبوله اقتصاديا لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية.

وقد تم قبول النموذج إحصائيا عند درجة ثقة 90% وهذا لأن نتائج اختبار ستيودنت أظهرت معنوية المعلمتين  $\beta_0$  و  $\beta_1$  كما أثبت اختبار فيشر معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 10%.

وبما أن نتائج اختبار ستيودنت أظهرت عدم معنوية المعلمة  $\beta_2$  أي أن هذه المعلمة لا تفسر التغير في سيولة النظام المصرفي الكويتي، لهذا تم حذفها من النموذج وإعادة تقديره وهذا محاولة لتحسين النموذج، وقد تم قبول النموذج إحصائيا لتوافقه مع منطق النظرية الاقتصادية، أي أن هناك تأثير إيجابي بين كمية العقود المتداولة و سيولة النظام المصرفي الكويتي، أي أن زيادة كمية العقود المتداولة بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى زيادة سيولة النظام المصرفي الكويتي، ب 2,79 وحدة.

وقد تم قبول النموذج إحصائيا عند درجة ثقة 90% وهذا لأن نتائج اختبار ستيودنت أظهرت معنوية المعلمتين  $\beta_0$  و  $\beta_1$ ، كما أثبتت نتائج اختبار فيشر معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 10%.

كما قدر معامل التحديد ب 26,1% بمعنى أن كمية العقود المتداولة تفسر 26,1% من التغير في سيولة النظام المصرفي الكويتي، أما 73,9% الباقية تفسرها عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار عند بناء النموذج، بينما قدر معامل الارتباط ب 51% أي أن هناك علاقة ارتباط قوية وطرديّة بين كمية العقود المتداولة وسيولة النظام المصرفي الكويتي.

وبناء على النتائج السابقة يمكن الاستنتاج بأن تطور كمية العقود المتداولة يؤدي إلى تطور سيولة النظام المصرفي الكويتي، بمعنى أنه كلما زاد حجم تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية كلما ساهم ذلك في زيادة سيولة النظام المصرفي الكويتي، وبالتالي تجنب حالات الإعسار المالي في المصارف ومنه المساهمة في زيادة الاستقرار المالي.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

الفرع الثاني: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

أولاً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على الأصول.

من خلال اختبار العلاقة بين كمية وقيمة العقود المتداولة ومعدل العائد على الأصول باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، لم يتم قبوله اقتصادياً نظراً لعدم توافقه مع منطق النظرية الاقتصادية.

وتم رفض النموذج إحصائياً عند درجة ثقة 90%، وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أثبتت عدم معنوية المعلمتين  $\beta_1$  و  $\beta_2$ ، كما أثبتت نتائج اختبار فيشر عدم معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج غير صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 10%.

بناءً على النتائج السابقة يمكن الاستنتاج بأن تطور كل من كمية وقيمة العقود المتداولة لا يؤدي إلى تطور معدل العائد على الأصول، بمعنى أن هناك عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار عند بناء النموذج وتساهم في تطور معدل العائد على الأصول في النظام المصرفي الكويتي وبالتالي في زيادة استقراره.

ثانياً: تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بأثر تداول أدوات الهندسة المالية على معدل العائد على حقوق الملكية.

من خلال اختبار العلاقة بين كمية وقيمة العقود المتداولة ومعدل العائد على حقوق الملكية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، لم يتم قبوله اقتصادياً نظراً لعدم توافقه مع منطق النظرية الاقتصادية.

وتم رفض النموذج إحصائياً عند درجة ثقة 90%، وهذا لأن نتائج اختبار ستودنت أثبتت عدم معنوية المعلمتين  $\beta_1$  و  $\beta_2$ ، كما أثبتت نتائج اختبار فيشر عدم معنوية النموذج ككل، بمعنى أن النموذج غير صالح للاستخدام عند مستوى معنوية 10%.

بناءً على النتائج السابقة يمكن الاستنتاج بأن تطور كل من كمية وقيمة العقود المتداولة لا يؤدي إلى تطور معدل العائد على حقوق الملكية، بمعنى أن هناك عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار عند بناء النموذج وتساهم في تطور معدل العائد على حقوق الملكية في النظام المصرفي الكويتي وبالتالي في زيادة استقراره.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية

### خلاصة:

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة، وكان الهدف منه التوصل إلى لأثر تداول أدوات الهندسة المالية على الاستقرار المالي، حيث تم اتخاذ سوق النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية كعينة للدراسة، حيث تم التعريف بكل من سوق الكويت للأوراق المالية وتحديد مهامه وأهدافه وكذا تطور النظام المصرفي الكويتي، كما تمت دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت الأوراق المالية على استقرار بعض مؤشرات الحيلة الجزئية لتقييم استقرار النظام المصرفي الكويتي، وقد خلصت الدراسة إلى أن تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق يؤثر إيجابا وبنسبة ضئيلة على كل من نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول وسيولة النظام المصرفي الكويتي.

# الخاتمة العامة

### الخاتمة العامة:

جاءت هذه الدراسة لتوضيح دور الهندسة المالية في تعزيز الاستقرار المالي، فقد أصبحت ظاهرة عدم الاستقرار المالي موضوع قلق على المستوى العالمي، فهي تحتل صدارة اهتمام التظاهرات الاقتصادية العالمية، خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة الأزمات المالية خلال العقود الثلاث الماضية، حيث شهدت الأسواق المالية على مدار هذه العقود تغيراً جذرياً وتوسعاً سريعاً، مدفوعاً برفع القيود التنظيمية والتحرير والعملة، فضلاً عن التقدم المحرز في تكنولوجيا المعلومات والكمبيوتر، بالإضافة إلى التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة، العملات والأوراق المالية، وهو ما أدى إلى زيادة درجة المخاطر وحدتها. وفي ظل كل هذا تزايد الاهتمام بالبحث عن أدوات مالية جديدة تتمثل في ما أفرزته الهندسة المالية من أدوات مستحدثة جاءت من أجل التحوط وإيجاد الحلول للمشاكل التمويلية، غير أن استخدام هذه الأدوات بصفة غير صحيحة سوف يؤدي إلى نشوء المشاكل والإختلالات مما يؤدي في الأخير إلى عدم الاستقرار المالي.

### نتائج اختبار الفرضيات:

— الفرضية الأولى: يرتبط مفهوم أدوات الهندسة المالية بالمخاطر، نظراً لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة، غير أنه في حقيقة الأمر هذه الأدوات وجدت من أجل الحماية وإدارة المخاطر وتقديم الحلول للمشاكل التمويلية بالإضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق وتسهيل التعامل فيها، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الأولى.

— الفرضية الثانية: إن واقع الاستقرار المالي يفرض تحدياً أمام صناع السياسات في وضع آليات مصممة لمنع تحول المشاكل المالية إلى مشاكل تهدد الاستقرار المالي، بدون أن يتمثل الهدف بالضرورة في منع نشوء كافة المشاكل، فمن غير الواقعي افتراض وجود نظام مالي فعال وديناميكي لا يشهد تقلبات واختلالات سوقية وجميع مؤسساته قادرة على التعامل بكفاءة مع كل جوانب عدم اليقين والمخاطر، كما أنه لا يجذب وضع آليات توفر حماية مفرطة لاستقرار السوق وتحد من الأقدام على المخاطر، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية.

— الفرضية الثالثة: أثبت نموذج الانحدار المتعدد بين: كمية تداول أدوات الهندسة المالية ونسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول، وكمية تداول أدوات الهندسة المالية وسيولة النظام المصرفي الكويتي وجوداً ارتباطاً طردياً وضعيفاً بين كل متغيرين على التوالي.

## الخاتمة العامة

نتائج الدراسة: تم التوصل إلى النتائج التالية:

- جاءت أدوات الهندسة المالية لحل المشاكل التمويلية وإدارة المخاطر، غير أنها تستخدم بدرجة أكبر لأغراض المضاربة، مما يؤدي إلى حدوث الأزمات.
  - عقود المشتقات ما هي إلا أداة من أدوات القمار يخسر فيها طرف ويكسب فيها طرف آخر، ولا يحدث فيها أي تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن.
  - خطورة التعامل بالأدوات والمشتقات المالية نظرا للمخاطر المرتفعة المصاحبة لها إذا ما استخدمت لغير غرضها.
  - تبين أن التحوط ضد المخاطر باستخدام المشتقات لا يترتب عليه التخلص من المخاطر أو حتى تقليلها، بل الأمر مجرد تحويل للمخاطر من الشخص أو الجهة التي لا ترغب في تحملها إلى الجهة التي تسعى في طلبها.
  - ضعف الرقابة على المصارف والتداولات في الأسواق المالية وأسواق المشتقات المالية وهو ما أدى إلى حالات من عدم الاستقرار المالي.
  - يتمثل التحدي أمام صانعي السياسات على إيجاد حلول وآليات مبتكرة من أجل الحد من حدة الأزمات واحتوائها ومنع انتشارها.
- أما في ما يخص الجانب التطبيقي كانت النتائج كالتالي:
- تتمتع النظام المصرفي الكويتي بمؤشرات حيطة جيدة.
  - تراجع تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة نتيجة لأزمة 2008 وتداعياتها، وتخوف المستثمرين منها باعتبارها المسبب الرئيسي للأزمة.
  - أثبت نموذج الانحدار المتعدد بين كمية وقيمة أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية مع نسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول للنظام المصرفي وجود علاقة طردية ضعيفة بين كمية العقود المتداولة ونسبة الأصول المرجحة بالمخاطر إلى إجمالي الأصول، أي أن هناك عوامل أخرى لم تأخذ عند بناء النموذج والتي تؤثر في هذه النسبة بصفة كبيرة.
  - أثبت نموذج الانحدار المتعدد بين كمية وقيمة أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية مع سيولة النظام المصرفي وجود علاقة طردية ضعيفة بين كمية العقود المتداولة وسيولة النظام المصرفي الكويتي، أي أن هناك عوامل أخرى لم تأخذ عند بناء النموذج والتي تؤثر في سيولة النظام المصرفي الكويتي بصفة كبيرة.

## الخاتمة العامة

— أثبت نموذج الانحدار المتعدد بين كمية وقيمة أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية مع معدل العائد على الأصول في النظام المصرفي عدم وجود علاقة بين كمية وقيمة العقود المتداولة ومعدل العائد على الأصول.

— أثبت نموذج الانحدار المتعدد بين كمية وقيمة أدوات الهندسة المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية مع معدل العائد على حقوق الملكية في النظام المصرفي عدم وجود علاقة بين كمية وقيمة العقود المتداولة ومعدل العائد على حقوق الملكية.

### التوصيات والاقتراحات:

من خلال ما تم التوصل إليه من نتائج يمكن طرح التوصيات التالية:

- تشجيع تداول أدوات الهندسة المالية لما توفره من امتيازات للمستثمرين.
- استغلال أدوات الهندسة المالية في مجال التحوط والترجيح، والابتعاد عن استغلالها في مجال المضاربة.
- وجوب فهم المستثمرين لقواعد التعامل بالمشتقات المالية والغرض الأساسي الذي جاءت من أجله.
- ضرورة تبني سياسات لتحقيق الاستقرار المالي والمحافظة عليه من خلال اتخاذ إجراءات وقائية وإجراءات علاجية لاحتواء الأزمات ومنع انتشارها.
- اعتماد مؤشرات السلامة المالية التي تعمل كحرس إنذار مبكر عن حساسية تعرض القطاعات المالية للأزمات.
- ضرورة إحكام الرقابة ومتابعة التعامل بالأدوات والمشتقات المالية، وذلك للحد من الاستخدام الكبير لها والذي ينجر عنه أزمات مالية تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي.

### آفاق الدراسة:

- إن موضوع المشتقات المالية ودورها في تعزيز الاستقرار المالي من المواضيع الحديثة، والتي لا تزال تحتاج إلى دراسات ونتائج من شأنها توضيح وفك الخلاف بين صنف المؤيدين وصنف المعارضين لتداول المشتقات باعتبارها مسبب رئيسي للأزمات، وعليه يمكن طرح مجموعة من المواضيع والتي تحتاج إلى دراسة:
- دراسة الاستقرار المالي قبل وبعد تداول المشتقات المالية.
  - مقارنة الاستقرار المالي في الأسواق التي تتداول فيها المشتقات المالية والأسواق التي لا تتداول فيها المشتقات المالية.
  - الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل للحفاظ على الاستقرار المالي.

## قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

• الكتب:

1. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016.
2. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
3. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2005.
4. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
5. بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
6. جلال البنا، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات والمشتقات، الندى للطباعة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
7. جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، دار المنهجية، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
8. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
9. حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار ومكتبة الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2014.
10. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
11. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
12. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
13. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
14. حمدان العال، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
15. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الجامعي، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
16. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
17. عدنان الهندي، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1996.
18. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
19. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011.
20. محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
21. محمد الشريف بن زاوي، حوكمة الشركات والهندسة المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2016.
22. محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
23. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
24. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
25. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
26. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول التوريق، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011.
27. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر عقود الخيارات، الجزء الثالث، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007.

## قائمة المراجع

28. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008.
29. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
30. موسى شقيري نوري، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2015.
31. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
32. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
33. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011.

### • الرسائل العلمية:

1. رزيقة شعابنة، التوريق المصرفي للديون: الإطار والممارسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، 2005-2006.
2. نصيرة محاجبية، وظيفة الهندسة المالية بالبنوك، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، 2006.

### • مواقع الانترنت:

1. أبو بكر بو سالم، رياض المزاودة، آثار التحرير المالي على استقرار النظام المالي ومستوى التنمية المحلية، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد 06، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، 2016، تاريخ الإطلاع: 2017/05/13، من الموقع:

<http://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/58/3/2/5285>

2. اتحاد المصارف العربية، تطورات القطاع المصرفي الكويتي، تاريخ الاطلاع: 2017/05/22. من الموقع:

<http://www.uabonline.org/en/research/banking>

3. أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، أبريل 2005، تاريخ الاطلاع: 2016/11/25، من الموقع:

[http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/35\\_C19-6.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/35_C19-6.pdf)

4. أحمد مهدي بلواني، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد 2، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، 2008، تاريخ الاطلاع: 2016/10/11، من الموقع:

<http://www.kantakji.com/media/6950/1020.pdf>

5. آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011-2012، تاريخ الاطلاع: 2016/10/12، من الموقع:

<http://www.univ-setif.dz/MMAGISTER/images/facultes/SEG/2012/laameche%20amel.pdf>

6. بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، تاريخ الاطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

## قائمة المراجع

7. جهيدة نسيلي، الهندسة المالية للمؤسسة والأسواق المالية: إشارة إلى سوق المشتقات والحد من الأزمات، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014-2015، تاريخ الاطلاع: 2017/02/01، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

8. خالد بوخلخال، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، تاريخ الاطلاع: 2017/02/14، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dzs/6.PDF>

9. رابح أمين المناسيع، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2010-2011، تاريخ الاطلاع: 2017/02/16، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

10. رشيد بوكساني، أمينة أمزيان، الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 10، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2011، تاريخ الإطلاع: 2016/10/30، من الموقع:

<http://dspace.univ-biskra.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/1307/1/10.pdf>

11. ريمة ذهبي، الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر جمعي للنظام المالي الجزائري الفترة 2003-2011، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، بدون تخصص، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013، تاريخ الاطلاع: 11/10/2016، من الموقع:

<http://www.univ-constantine2.dz/files/Theses/Economie/Doctorat.pdf>

12. ريمة مناع، لعراية مولود، أثر جودة المعلومات المالية والاقتصادية على استقرار النظام المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، 2014، تاريخ الاطلاع: 2017/06/11، من الموقع:

[http://www.univ-constantine2.dz/revuedi/wp-content/uploads/sites/14/2015/10/edit1\\_a181\\_ar.pdf](http://www.univ-constantine2.dz/revuedi/wp-content/uploads/sites/14/2015/10/edit1_a181_ar.pdf)

13. زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015-2016، تاريخ الاطلاع: 2017/02/14، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

14. ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية: دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، تاريخ الاطلاع: 2016/10/30، من الموقع:

[http://thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco\\_m4\\_2015.pdf](http://thesis.univ-biskra.dz/1391/1/Eco_m4_2015.pdf)

15. سعيدة بخوش، دور الهندسة المالية في إعادة بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، تاريخ الاطلاع: 2017/02/02، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

## قائمة المراجع

16. سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، تاريخ الاطلاع: 2017/02/28، من الموقع:

[http://thesis.univ-biskra.dz/1513/1/Eco\\_d11\\_lmd\\_2015.pdf](http://thesis.univ-biskra.dz/1513/1/Eco_d11_lmd_2015.pdf)

17. سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير السنوية، تاريخ الإطلاع: 2017/05/19، من الموقع:

<http://www.boursakuwait.com.kw/A/BoursaKuwait/Downloads.aspx>

18. سوق الكويت للأوراق المالية، تاريخ الكويت، تاريخ الاطلاع: 2017/05/29. من الموقع:

<http://www.kuwait-history.net/vb/up/uploads/224661377720090703.jpg>

19. صلاح الدين محمد أمين الإمام، استخدام نظام التصنيف CAMLES في تحقيق السلامة المالية للمصارف، مجلة المنصور، العدد 13، العراق، 2010، تاريخ الاطلاع: 2016/12/01. من الموقع:

<http://www.muc.edu.iq/mucj/13/B13.pdf>

20. عبد الرحمان بن ساعد، اتجاهات وآليات الاستقرار المالي العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2013-2014، تاريخ الاطلاع: 2017/05/11، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

21. عبد الرحمان بن شيخ، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، تاريخ الاطلاع: 2016/10/11. من الموقع:

[http://193.194.83.98/xtf/data/pdf/1046/BENCHIKH\\_ABDERRAHMANE.pdf](http://193.194.83.98/xtf/data/pdf/1046/BENCHIKH_ABDERRAHMANE.pdf)

22. عبد الرحمن بن عبد الله الحميدي، العلاقة المتداخلة بين الاستقرار المالي والشمول المالي، مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، صندوق النقد العربي، 2015، تاريخ الاطلاع: 30/10/2016، من الموقع:

<http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb.Pdf>

23. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، العدد 3، قطر، 2014، تاريخ الاطلاع: 2016/11/04، من الموقع:

<http://iei.kau.edu.sa/GetFile.aspx?id=224769&Lng=AR&fn=27-03-01.pdf>

24. عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، تاريخ الإطلاع: 2017/05/21. من الموقع:

[https://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa\\_Abdelkader.pdf?idthese=3071](https://bu.univ-ouargla.dz/Benaissa_Abdelkader.pdf?idthese=3071)

## قائمة المراجع

25. عبد الكريم أحمد قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006-2007، تاريخ الاطلاع: 2017/02/14، من الموقع: <https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>
26. علي عبد الرضا حمودي العميد، مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق، 2009، تاريخ الاطلاع: 2017/04/23، من الموقع: <https://www.cbi.iq/documents/Ali1.pdf>
27. علي عبد الله شاهين، أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي CAMELS لدعم فعالية نظام التفتيش على البنوك التجارية، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، تاريخ الاطلاع: 2017/05/05، من الموقع: <http://rcweb.luedld.net/rc10/A1017.pdf>
28. عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007-2008، تاريخ الاطلاع: 2017/03/02، من الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABOU2405.pdf>
29. غازي شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية، العدد 26، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005، تاريخ الاطلاع: 2016/10/25، من الموقع: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues36/.../issue36a.pdf>
30. محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ورقة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، من الموقع: <http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/34.pdf>
31. محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2014، تاريخ الاطلاع: 2016/10/30، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2015/06.pdf>
32. محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23/24 فيفري 2011، تاريخ الاطلاع: 2016/10/30، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03.pdf>
33. محي الدين مكاحلية، منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي، تاريخ الاطلاع: 2017/02/16، من الموقع: <http://fsecg.univ-guelma.dz/sites/default/file>
34. مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، تاريخ الاطلاع: 2017/02/23، من الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ASER3725.pdf>

## قائمة المراجع

35. مصيطفى عبد اللطيف، الوضعية النقدية ومؤشرات التطور المالي في الجزائر بعد انتهاء برنامج التسهيل الموسع، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة ورقلة، 2008، تاريخ الاطلاع: 2017/04/09، من الموقع:

<http://rcweb.luedld.net/rc6/10-Messitfa.pdf>

36. مها مزهر محسن، اختبار الاستقرار المالي للقطاع المصرفي في العراق، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 92، الجامعة المستنصرية، العراق، 2016، تاريخ الاطلاع: 2016/12/01، من الموقع:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=113444>

37. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014-2015، تاريخ الاطلاع: 2017/02/01، من الموقع:

<https://www-pnst-cerist-dz.www.snd11.arn.dz>

### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

#### 1. الكتب:

1. Alian Choinel, **Intoduction à l'ingénierie financière**, Banque éditeur, troisième édition, 2000.
2. مواقع الانترنت:

1. Abayomi A. Alawode, Mohammed Al Sadek, **What is Financial Stability**, Financial, Stability Paper Series, N°01, March 2008, Date de visite: 12/04/2017. In: <http://www.cbb.gov.bh/assets/FSP/What%20is%20Financial%20Stability.pdf>
2. Amao, **Stabilité Financière et supervision bancaire au sein de la CEDEAO**, Agence Monétaire de l'Afrique de l'Ouest, Novembre 2009, Date de visite : 10/05/2017. In : <http://amao-wama.org/wp-content/uploads/2016/10/STABILITE-FINANCIERE-ET-SUPERVISION.pdf>
3. Claudiu Albuiesai and others, **what we understand by Financial Stability**, joint international conference about Technology, Innovation and industrial management, School Management Knowledge and Learning, University of Timisoara, Romania, 25-27 May 2016. Date de visite: 18/04/2017.in: <http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-16-1/papers/ML16-191.pdf>.
4. Gill Hammond, **Définition caractéristiques de la stabilité Financière pour les pays en Développement**, Revue Economique et monétaire, N°01, 2007, Date de visite: 12/04/2017. In : <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/idep/unpan029165.pdf>.
5. Grégory Nguyen, Thomas Schepens, **Stabilité financière**, Banque National de Belgique, Bruxelles, 14 octobre 2015, Date de visite: 12/04/2017.in : <http://www.nbbmuseum.be/wp-content/uploads/2015/09/La-stabilit%C3%A9-du-syst%C3%A8me-financier.pdf>
6. Liliana Eva Donath, Laura Mariana Cismas, **Déterminants of Financial Stability**, The Romanian Economy journal, N °29, 2008, Date de visite: 18/04/2017.In: <http://www.rejournal.eu/sites/rejournal.versatech.ro/files/articole/2014-04-14/2185/je202920donath20cismas.pdf>.

## قائمة المراجع

---

7. Oliver de Brant et autres, **Stabilité Financière**, Ouvertures économiques, de Boeck, Date de visite: 12/04/2017. In : <https://www.decitre.fr>
8. Suliman Al Turki, **One the construction of quarterly time series for the golf cooperation council economics**, KingSaudi University, Saudi Arabia,

## قائمة الملاحق

قائمة الملاحق:

### الملحق رقم 01

PAPT	VAN	VAE	السنوات
<b>68.2</b>	<b>562240.8</b>	<b>2240347.1</b>	<b>2009</b>
13.38984	114370.721	464023.356	الربع الأول
16.56016	138906.772	558461.569	الربع الثاني
17.596	145856.362	582844.649	الربع الثالث
12.354	107421.132	439640.276	الربع الرابع
<b>66.4</b>	<b>445486.5</b>	<b>1563018</b>	<b>2010</b>
16.66718	124143.678	435630.599	الربع الأول
16.59532	116103.866	400721.376	الربع الثاني
15.5158	102963.837	352083.155	الربع الثالث
9.2217	67003.6065	204225.433	الربع الرابع
<b>67.2</b>	<b>282172.1</b>	<b>1362859.5</b>	<b>2011</b>
16.76797	77522.7225	321391.215	الربع الأول
16.80078	70647.715	324159.167	الربع الثاني
15.77274	61929.8625	308731.576	الربع الثالث
9.49601	30554.7625	141441.555	الربع الرابع
<b>66.9</b>	<b>332136.3</b>	<b>2137087.9</b>	<b>2012</b>
16.83134	77669.005	478722.55	الربع الأول
16.78116	81069.1762	520333.769	الربع الثاني
15.69228	78496.8517	516417.273	الربع الثالث
9.52022	44969.8171	312281.608	الربع الرابع
<b>64.6</b>	<b>399451.6</b>	<b>2474661.6</b>	<b>2013</b>
16.22889	99189.6271	628994.786	الربع الأول
16.13986	101138.548	633264.939	الربع الثاني
15.07906	95806.8688	593704.108	الربع الثالث
8.92719	63004.2687	401419.629	الربع الرابع
<b>65.8</b>	<b>322498.3</b>	<b>1738225.1</b>	<b>2014</b>
18.95714	97443.604	542803.953	الربع الأول

## قائمة الملاحق

17.98036	88771.271	480974.947	الربع الثاني
15.96484	76308.381	403765.505	الربع الثالث
12.89766	59975.044	310680.695	الربع الرابع

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- سوق الكويت للأوراق المالية، التقارير السنوية، تاريخ الإطلاع: 2017/05/19، من الموقع:

<http://www.boursakuwait.com.kw/A/BoursaKuwait/Downloads.aspx>

- بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، تاريخ الإطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

## الملحق رقم 02

RCP	RA	LQD	السنوات
<b>6.2</b>	<b>0.7</b>	<b>17.5</b>	<b>2009</b>
1.08574	0.11325	3.53505	الربع الأول
1.42676	0.1555	4.3087	الربع الثاني
1.5734	0.17578	4.5349	الربع الثالث
0.9391	0.09297	3.30885	الربع الرابع
<b>9.4</b>	<b>1.3</b>	<b>14.5</b>	<b>2010</b>
2.21015	0.29609	3.69526	الربع الأول
2.3461	0.32266	3.59224	الربع الثاني
2.28526	0.31954	3.30988	الربع الثالث
1.49599	0.21171	1.79012	الربع الرابع
<b>8.5</b>	<b>1.2</b>	<b>16.9</b>	<b>2011</b>
2.13122	0.30156	4.08199	الربع الأول
2.10628	0.29844	4.19926	الربع الثاني
1.96276	0.27816	4.01518	الربع الثالث
1.09974	0.15934	2.45357	الربع الرابع
<b>9.6</b>	<b>1.3</b>	<b>17.2</b>	<b>2012</b>
2.4454	0.33517	4.33442	الربع الأول
2.4546	0.33358	4.32808	الربع الثاني
2.29704	0.31018	4.04884	الربع الثالث
1.54046	0.20857	2.50116	الربع الرابع

## قائمة الملاحق

6.9	0.9	15.9	2013
1.82186	0.24297	3.87016	الربع الأول
1.71564	0.22578	3.87984	الربع الثاني
1.54404	0.20082	3.66144	الربع الثالث
0.79346	0.10543	1.93856	الربع الرابع
8.2	1	20.4	2014
2.29951	0.28363	5.65149	الربع الأول
2.23174	0.27262	5.54226	الربع الثاني
2.01646	0.24454	5.04618	الربع الثالث
1.65229	0.19921	4.16007	الربع الرابع

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- بنك الكويت المركزي، تقارير الاستقرار المالي، تاريخ الاطلاع: 2017/05/18، من الموقع:

<http://www.cbk.gov.kw/ar/statistics-and-publication/publications/financial-stability-report.jsp>

## قائمة الملاحق

### الملحق رقم 03

Dependent Variable: PAPT

Method: Least Squares

Date: 06/06/17 Time: 11:38

Sample: 2009Q1 2014Q4

Included observations: 24

PAPT=C(1)+C(2)\*VAE+C(3)\*VAN

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	8.251041	1.824607	4.522093	0.0002
C(2)	9.02E-06	5.17E-06	1.744900	0.0956
C(3)	3.12E-05	2.39E-05	1.306584	0.2055
R-squared	0.405508	Mean dependent var		14.90573
Adjusted R-squared	0.348890	S.D. dependent var		2.959241
S.E. of regression	2.387853	Akaike info criterion		4.695135
Sum squared resid	119.7386	Schwarz criterion		4.842391
Log likelihood	-53.34161	Hannan-Quinn criter.		4.734202
F-statistic	7.162142	Durbin-Watson stat		1.603089
Prob(F-statistic)	0.004251			

### الملحق رقم 04

Dependent Variable: PAPT

Method: Least Squares

Date: 06/07/17 Time: 11:20

Sample: 2009Q1 2014Q4

Included observations: 24

PAPT=C(1)+C(2)\*VAE

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	9.049322	1.746689	5.180845	0.0000
C(2)	1.36E-05	3.88E-06	3.496311	0.0020
R-squared	0.357180	Mean dependent var		14.90573
Adjusted R-squared	0.327961	S.D. dependent var		2.959241
S.E. of regression	2.425926	Akaike info criterion		4.689959
Sum squared resid	129.4726	Schwarz criterion		4.788130
Log likelihood	-54.27951	Hannan-Quinn criter.		4.716004
F-statistic	12.22419	Durbin-Watson stat		1.654573
Prob(F-statistic)	0.002042			

## قائمة الملاحق

### الملحق رقم 05

Dependent Variable: LQD  
Method: Least Squares  
Date: 06/06/17 Time: 11:40  
Sample: 2009Q1 2014Q4  
Included observations: 24  
LQD=C(1)+C(2)\*VAE+C(3)\*VAN

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	2.165609	0.664063	3.261147	0.0037
C(2)	3.66E-06	1.88E-06	1.945904	0.0652
C(3)	8.93E-07	8.70E-06	0.102564	0.9193
R-squared	0.261718	Mean dependent var		3.824479
Adjusted R-squared	0.191406	S.D. dependent var		0.966457
S.E. of regression	0.869056	Akaike info criterion		2.673651
Sum squared resid	15.86043	Schwarz criterion		2.820907
Log likelihood	-29.08381	Hannan-Quinn criter.		2.712718
F-statistic	3.722217	Durbin-Watson stat		1.160643
Prob(F-statistic)	0.041336			

### الملحق رقم 06

Dependent Variable: LQD  
Method: Least Squares  
Date: 06/07/17 Time: 11:31  
Sample: 2009Q1 2014Q4  
Included observations: 24  
LQD=C(1)+C(2)\*VAE

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	2.188415	0.611495	3.578796	0.0017
C(2)	3.79E-06	1.36E-06	2.789984	0.0107
R-squared	0.261349	Mean dependent var		3.824479
Adjusted R-squared	0.227774	S.D. dependent var		0.966457
S.E. of regression	0.849288	Akaike info criterion		2.590818
Sum squared resid	15.86838	Schwarz criterion		2.688989
Log likelihood	-29.08982	Hannan-Quinn criter.		2.616863
F-statistic	7.784012	Durbin-Watson stat		1.169806
Prob(F-statistic)	0.010675			

## قائمة الملاحق

### الملحق رقم 07

Dependent Variable: RA  
Method: Least Squares  
Date: 06/06/17 Time: 11:42  
Sample: 2009Q1 2014Q4  
Included observations: 24  
RA=C(1)+C(2)\*VAE+C(3)\*VAN

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.238569	0.059615	4.001843	0.0006
C(2)	7.01E-08	1.69E-07	0.415059	0.6823
C(3)	-3.60E-07	7.81E-07	-0.461057	0.6495
R-squared	0.010953	Mean dependent var		0.236979
Adjusted R-squared	-0.083242	S.D. dependent var		0.074960
S.E. of regression	0.078017	Akaike info criterion		-2.147301
Sum squared resid	0.127821	Schwarz criterion		-2.000044
Log likelihood	28.76761	Hannan-Quinn criter.		-2.108234
F-statistic	0.116276	Durbin-Watson stat		1.359251
Prob(F-statistic)	0.890798			

### الملحق رقم 08

Dependent Variable: RCP  
Method: Least Squares  
Date: 06/06/17 Time: 11:47  
Sample: 2009Q1 2014Q4  
Included observations: 24  
RCP=C(1)+C(2)\*VAE+C(3)\*VAN

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.562678	0.392644	3.979882	0.0007
C(2)	7.43E-07	1.11E-06	0.667492	0.5117
C(3)	-8.11E-07	5.15E-06	-0.157556	0.8763
R-squared	0.027858	Mean dependent var		1.811458
Adjusted R-squared	-0.064727	S.D. dependent var		0.497987
S.E. of regression	0.513851	Akaike info criterion		1.622704
Sum squared resid	5.544910	Schwarz criterion		1.769960
Log likelihood	-16.47244	Hannan-Quinn criter.		1.661771
F-statistic	0.300887	Durbin-Watson stat		1.412831
Prob(F-statistic)	0.743299			

## ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد دور الهندسة المالية في تعزيز الاستقرار المالي، من خلال التطرق لحالة النظام المصرفي الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية، حيث تمت دراسة أثر تداول أدوات الهندسة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية على استقرار النظام المصرفي الكويتي خلال الفترة (2009-2014) وذلك من خلال تقدير نموذج انحدار متعدد بين مختلف متغيرات الدراسة.

وقد خلصت الدراسة إلى أن تداول أدوات الهندسة المالية يؤثر إيجاباً على استقرار بعض مؤشرات النظام المصرفي الكويتي خلال الفترة (2009-2014).

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية، أدوات الهندسة المالية، الاستقرار المالي، مؤشرات الحبيطة الجزئية.

## Résumé :

Cette étude vise à déterminer le rôle de l'ingénierie financière dans le renforcement de la stabilité financière, en prenant le système bancaire kuwaitien et la Bourse du Kuwait comme étude de cas, Pour montrer l'impact de la négociation d'instruments d'ingénierie financière dans le Stock Exchange Kuwait (KSE) sur la stabilité du système bancaire kuwaitien durant la période (2009-2014) en estimant un modèle de régression multiple entre les différentes variables de l'étude.

L'étude a conclu que la circulation des outils d'ingénierie financière une légère incidence positive sur certains indicateurs de la stabilité du système bancaire kuwaitien durant la période (2009-2014).

**Mots-clés:** ingénierie financière, outils d'ingénierie financière, la stabilité financière, les indicateurs prudentiels partiels.