



مدى إدراك متخذي القرار لتداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية : دراسة استقصائية*

د. هشام إبراهيم المجد**

د. فيصل صبار العنزي***

د. مشاري محمد الفريح****

د. عبداللطيف إبراهيم الرخيص*****

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة آراء المستثمرين، ومتخذي القرار في الدولة، وأصحاب المصالح حول أسباب وآثار تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية، وكذلك تقييم الحلول الحالية، واقتراح حلول أخرى لمعالجة تداعيات تلك الأزمة، والأسباب الأخرى لها، وتجنب حدوثها مرة أخرى. تم استعادة ١٣٥ استبانة من أصل ٣٢٠، بنسبة ٤٢,٢٪ من مجتمع الدراسة.

لقد خلصت الدراسة إلى أن هناك أسباباً أسهمت في تداعيات الأزمة، وأن هذه الأسباب قد تؤدي إلى إمكانية تكرار سيناريوهات الأزمات في بورصة الكويت كتلك المشار إليها في الدراسات السابقة؛ وذلك لعدم الالتزام بتطبيق

-
- * شكراً للهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب لدعم هذا البحث المرقم (BS-13-07).
- ** أستاذ مشارك بقسم المحاسبة، كلية الدراسات التجارية، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، دولة الكويت.
- *** أستاذ مشارك بقسم المحاسبة، كلية الدراسات التجارية، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، دولة الكويت.
- **** أستاذ مساعد بقسم المحاسبة، كلية الدراسات التجارية، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، دولة الكويت.
- ***** أستاذ مساعد بقسم الإدارة، كلية الدراسات التجارية، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، دولة الكويت.

القوانين بخصوص الرقابة والإفصاح الكامل، وأيضاً لمبالغة المستثمر عموماً بقراراته الاستثمارية وغياب مفهوم إدارة المخاطر، وهو ما يبين عدم استفادة الأطراف ذات الصلة من الدروس السابقة للأزمات المالية التي حدثت في دولة الكويت، وبخاصة إبان أزمة المناخ. توصلت الدراسة أيضاً إلى أن امتداد تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق تسببت بانخفاض مستويات الثقة بالسوق المالي الكويتي، وقدرة الاقتصاد الوطني على الانتعاش، بالإضافة إلى تحقيق خسائر ووقف العديد من الشركات المدرجة وشطبها، وظهور مشكلات اجتماعية في المجتمع، وهو ما حدث تماماً خلال الفترة اللاحقة لأزمة عام ١٩٧٦ وأزمة المناخ. وفي النهاية، تعرض هذه الدراسة عدداً من النتائج الأخرى والتوصيات للأطراف المهتمة بهذا الشأن.

مقدمة:

في عام ٢٠٠٨، شهد العالم أزمة مالية كان لها أثر كبير على معظم أسواق المال واقتصاديات الدول، وتسببت تداعياتها إلى نقصان حاد في مستويات السيولة المالية وابتداء مرحلة جديدة من الركود الاقتصادي، وانتقلت عدوى الأزمة الاقتصادية إلى جميع أسواق المال حول العالم بفعل العولمة وارتباط الأسواق بعضها ببعض، بما في ذلك دول مجلس التعاون الخليجي (كافي، ٢٠١٣). وقد أسهمت العديد من العوامل في اندلاع نيران الأزمة التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان من أهم مسبباتها هشاشة منظومة الائتمان العقاري والقوانين التي تحكم عمليات الإقراض في البنوك؛ مما أدى إلى اختلال توازن قيمة الاستثمار الورقي "كالمشتقات والعقود المستقبلية" مع الاستثمار الحقيقي "كالعقار والصناعة"، وقرع ذلك ناقوس خطر الأزمة المالية الذي أثر - بدوره - على أسواق المال.

شهد الاقتصاد الأمريكي خلال الفترة من ٢٠٠٠ - ٢٠٠٦ ازدهاراً للاستثمار في المشتقات عموماً، التي تستخدم للحماية من مخاطر الاستثمار، ومن تلك المشتقات كانت الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، والتزامات الرهن العقاري المضمون، ومبادلة الائتمان المعيبة. وكانت لتلك المشتقات - التي تهدف إلى حماية المستثمر - سبباً لاندلاع نيران الأزمة المالية في ٢٠٠٨؛ فقد

قاد تمادي البنوك والمؤسسات المالية بالإقراض وبخاصة لطبقة ذوي الدخل المحدودة عبر توريق تلك القروض - إلى زعزعة استقرار منظومة الرهن العقاري، التي راح ضحيتها رابع أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة وهو "ليمان بروذرز". وكانت تلك بداية لموجات من الإطاحات التي توالى سقوطاً كقطع الدومينوز (الداوي، ٢٠٠٩؛ الشراح، ٢٠٠٩)، ومن بينها مجموعة "أميريكان أنشورانس جروب" في الولايات المتحدة، و"نورثرن روك" في المملكة المتحدة، و"رويال بانك أوف سكوتلاند" في اسكتلندا.

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في أن سوق الكويت للأوراق المالية شهد - تاريخياً - العديد من التطورات ونمواً ملحوظاً منذ نشأته؛ فقد زاد حجم السوق ونشاطه خلال فترة السبعينيات، أعقب ذلك عمليات تصحيح قاسية اعتبرت أشد وأعنف الأزمات المالية التي مرت بها دولة الكويت، كانت بداياتها في عام ١٩٧٦ ثم أعقب ذلك الانهيار عام ١٩٨٢ بما يسمى "أزمة المناخ" (Butler and Malaikah, 1992). عاد السوق مرة أخرى للازدهار خلال الفترة من ٢٠٠٤-٢٠٠٧؛ حيث وصلت القيمة السوقية للسوق إلى ٥٧,٤٥ مليار دينار كويتي - كما هو في نهاية عام ٢٠٠٧ - وارتفع عدد الشركات المدرجة إلى أكثر من ٢٠٠ شركة قبل تأثر السوق بتداعيات الأزمة المالية العالمية في صيف ٢٠٠٨ (KSE, 2015). لذا فإن مشكلة الدراسة الأساسية تتمثل في الإجابة عن الأسئلة التالية: ما أسباب تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية من وجهة نظر متخذي القرار وأصحاب المصالح؟ وهل هناك أسباب تاريخية قد تكررت بالأزمة الحالية؟ وكذلك ما مدى استفادة متخذي القرار من الدروس السابقة للأزمات الفائتة التي مر بها سوق الكويت للأوراق المالية؟

أهمية الدراسة وأهدافها:

أهمية الدراسة تنبع من كونها تسعى لمعرفة آراء المستثمرين ومتخذي القرار في الدولة وأصحاب المصالح حول أسباب وآثار تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية، وكذلك تقييم الحلول الحالية واقتراح

بدائل وحلول أخرى لمساعدة متخذي القرار وأصحاب المصالح في تشخيص أوجه الخلل والقصور؛ وذلك لمعالجة تداعيات تلك الأزمة والأسباب الأخرى لها، وتجنب حدوثها مرة أخرى، بالإضافة إلى معرفة مدى استفادة متخذي القرار من دروس الأزمات السابقة لسوق الكويت للأوراق المالية.

الدراسات السابقة:

كان للأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ أثر كبير على أداء الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول النامية، التي لم يشهد لها العالم مثيلاً منذ أزمة "الكساد الكبير" في الثلاثينيات من القرن الماضي. أدت الأزمة إلى انخفاض في مستويات السيولة في أسواق المال العالمية، وترتب على ذلك إفلاس عدد كبير من البنوك والشركات الاستثمارية، من بينهم رابع أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة ليمان بروذرز وشركة نورثرن روك في المملكة المتحدة عوضاً عن الهبوط القياسي لقيمة الأسهم والأوراق المالية الأخرى (Blundell-Wignall et al., 2008).

كانت المشتقات المالية من أهم مسببات الأزمة، وتركت أثرها الكبير على الاقتصاديات العالمية (Cheng, 2011)؛ فقد أدت رغبة المؤسسات المالية والبنوك في تعظيم الأرباح وتحقيقها بشكل أسرع إلى ابتكار المزيد من تلك المشتقات التي أسهمت في تعظيم آثار الأزمة المالية وتعقيدها من خلال زيادة درجات الارتباط بين قطاعات الأسواق المحلية والعالمية. ومن إحدى الأدوات المستخدمة هي الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، التي كانت تسوق على أنها أوراق مالية ذات تصنيف عالٍ وقليلة المخاطر. وتعتبر التزامات الرهن العقاري المضمون والتزامات الديون المكفولة أحد أنواع تلك الأوراق المالية التي شاع استخدامها قبيل الأزمة المالية، التي استخدمها المقرضون في التخلص من خطر عدم دفع الدين أو ما يعرف بـ "Repayment Risk" ونقله إلى المستثمرين عن طريق تلك المشتقات المالية (Cheng, 2011; Nanto, 2009). ومن الجدير بالذكر ما كان لمؤسسات التصنيف من دور في تصنيف تلك المشتقات على أنها أوراق مالية ذات تصنيف عالٍ وقليلة الخطورة؛ مما سهل على المقرضين تسويقها للتخلص من أكبر كمية من تلك الديون من خلال توريقها وبيعها كمشتقات مالية

آمنة، وزاد ذلك من قدرة البنوك على تقديم عروض أكثر للائتمان العقاري (Krugman, 2009).

شرح Jarvis (2012) دور التزامات الرهن العقاري المضمون في الأزمة المالية، وقد دعت البنوك إلى توسيع نشاط هذا النوع من الاستثمارات إلى إقراض مدينين لا يتمتعون أساساً بالقدرة الكافية على دفع مثل تلك الالتزامات، أو ما يعرف بـ "Sub-prime Mortgages". وكان رهن العقار يمثل نوعاً من أنواع الارتياح لدى البنوك؛ حيث يضمن لهم الاستحواذ على العقار في حال تخلف المدين عن السداد، إلا أن ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة صاحبه انخفاض في قيمة العقارات؛ إذ أصبحت القيمة السوقية للعقار أقل من رصيد القرض الذي ينبغي الوفاء به، ومن ثم وجد ملاك العقارات أن من صالحهم ترك العقارات للبنوك وشركات الإقراض العقاري، وبذلك زاد المعروض من العقارات وانخفضت قيمتها السوقية أكثر فأكثر، فتبعه انخفاض في قيمة السندات التي تم توزيعها من محافظ القروض، وترتب على ذلك خسارة كثير من الشركات المستثمرة في تلك السندات، وخاصةً تلك التي استعانت بقروض للاستثمار في هذه الأوراق المالية.

ومن الجدير بالذكر أنه كان لشركات التأمين - مثل "شركة أمريكان إنترناشونال قروب" وغيرها - نصيب كبير في تداعيات أزمة ٢٠٠٨؛ حيث إنها كانت تصدر ما يعرف بمبادلة الائتمان المعيبة (كمال البلعاوي، ٢٠١٠)، وهو تأمين ضد خطورة الامتناع عن الدفع. بادرت شركات التأمين بإصدار بوليصات تأمين على التزامات الرهن العقاري المضمون كحماية للبنوك والمستثمرين من خطر عدم الوفاء بالدين، ومع تساهل إجراءات الإقراض السكني - خصوصاً للطبقة غير المؤهلة "Sub-prime" - زادت حالات التوقف عن السداد، ومن ثم تعرضت شركات التأمين لخسائر كبيرة، بسببها خرج عدد كثير منها من السوق، ومن ثم ترك ذلك آثاره الحادة على القطاع المالي (Xinzi, 2013).

مما سبق يتبين لنا دور ضعف القوانين والإجراءات والرقابة المتبعة خلال عمليات التوزيع، وقد أدى التماهي والتساهل في الإقراض - خصوصاً للطبقة غير المؤهلة لتحمل أعباء الديون - إلى تداعي منظومة الرهن العقاري. كما أشار

Blundell-Wignall et al. (2008) إلى دور ضعف إدارات مجالس الشركات ومفهوم حوكمة الشركات في تفاقم تداعيات الأزمة المالية؛ حيث كان غياب الرقابة وإدارة المخاطر سبباً مباشراً في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية. انتقلت آثار الأزمة إلى ملاك الأسهم والسندات من شركات وصناديق وأفراد حول العالم من جراء الخسائر الرأسمالية لاستثماراتهم في الأصول المالية التي تم توريقها من قروض الرهن العقاري، كما سبق أن أشرنا، والنتيجة انخفاض في صافي حقوق الملكية التي بسببها تعرضت بعض الشركات للإفلاس أو شبح التصفية. وقد نشرت تداعيات الأزمة المالية وأخبار إفلاس البنوك العالمية الواحدة تلو الأخرى الذعر بين المستثمرين المحليين والأجانب، وأدت إلى فقدان الثقة بالسوق، كما أدى تدني مستويات الشفافية إلى انخفاض الثقة عند المتداولين في السوق؛ مما استلزم من الأسواق المالية اتخاذ إجراءات مناسبة لرفع مستويات الإفصاح وتعزيز مستويات الشفافية بين المتداولين في السوق، ومن ثم معالجة آثار الأزمة المالية (مطر وآخرون، ٢٠٠٩). أثرت الأزمة كذلك اجتماعياً على الأفراد من حيث ازدياد مستويات تسريح الموظفين ومعدلات البطالة نتيجة لارتفاع خسائر الشركات (Lavin and Coburn, 2011).

الأزمات المالية عبر التاريخ:

تعرضت أسواق المال على مر التاريخ للعديد من الأزمات المالية التي كان لها وقع كبير على اقتصاديات دول مختلفة، وعرف الداوي (٢٠٠٩) الأزمة المالية بأنها "حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة اقتصادية ثم انكماش اقتصادي، وعادة ما يصاحب انحسار القروض أزمات في السيولة النقدية وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال". تعتبر الأزمات المالية السابقة عموماً مرجعاً مهماً للعديد من المحللين والاقتصاديين والأكاديميين لمعرفة عمق تأثيرها على اقتصاديات المال وأسواقه في الدول المتقدمة والناشئة. كذلك تساعد على استخلاص السياسات الأنسب والتوجهات التي تتخذها الحكومات في معالجة الضرر الناجم عن الأزمات، فمن أشهر الأزمات العالمية التي

حدثت في القرن السابق أزمة "وول ستريت" ١٩٢٩ و ١٩٨٧، والأزمة الآسيوية في عام ١٩٩٧، وفي الكويت أزمة ١٩٨٢ المعروفة بأزمة "سوق المناخ" (الداوي، ٢٠٠٩؛ الشراح، ٢٠١٢).

و تعتبر "أزمة وول ستريت" عام ١٩٢٩ من أقوى الأزمات تاريخياً على سوق المال الأمريكي؛ حيث كان انخفاض مؤشر "الداو جونز" للصناعة حاداً وغير مسبوق من ٣٨١ نقطة إلى ٣٠٦ نقطة خلال شهري سبتمبر وأكتوبر؛ أي بمقدار نحو ٢٠٪ من قيمة السوق، واستمر الانخفاض، وقد هبط لمدة ثلاث سنوات سميت بعد ذلك "بالكساد الكبير" إلى أن وصل المؤشر إلى ٤١ نقطة في ٨ يوليو ١٩٣٢ (الشراح، ٢٠١٢). أسباب الأزمة مرتبطة - أساساً - بالثقة والشفافية بالدرجة الأولى؛ فقد أدى التداول الوهمي للأسهم إلى انعكاس قيمة غير حقيقية للأسهم؛ مما قاد إلى انهيار السوق. وقد أسفر الكساد الكبير عن إفلاس ٥,٠٠٠ بنك في الولايات المتحدة وحدها؛ مما جعل الحكومة تسرع إلى التدخل لإنقاذ المصارف؛ بغرض حفظ ودائع العملاء (الشراح، ٢٠٠٩). كما كان للكساد الكبير أثر كبير على اقتصاديات باقي الدول الصناعية (اليابان وفرنسا وألمانيا وإنجلترا وإيطاليا)؛ حيث وصل الانخفاض في الدخل الوطني لهذه الدول إلى قرابة نصف ما كانت عليه قبيل الأزمة، ووصل انكماش تجارتها الخارجية إلى ٧٤٪ من حجمها العادي (كافي، ٢٠١٣).

وفي عام ١٩٨٧م أصاب "وول ستريت" أزمة مالية أخرى سميت أزمة يوم "الإنثنين الأسود" نتج عنها انهيار مؤشر "الداو جونز" الصناعي بمقدار ٥٠٨,٣٢ نقطة في يوم واحد، وامتد أثرها إلى قطاعات عدة في السوق الأمريكي، منها قطاعات العقود المستقبلية (الشراح، ٢٠٠٩). وكانت تلك الأزمة نتيجة للمضاربات اللاعقلانية في سوق المال الأمريكي، وقد أدت إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة وتدهور قيمة الصرف للدولار (الداوي، ٢٠٠٩). ذكر كورتل (٢٠٠٩) أن سبب انهيار مؤشر الداو جونز بمقدار ٢١,٦٪ خلال أزمة يوم "الإنثنين الأسود" هو انهيار أسعار أسهم أشهر الشركات الصناعية المكونة للمؤشر في الولايات المتحدة،

وانخفاض أسعار أسهم بورصة نيويورك بسبب كثرة أوامر البيع، وأشار كذلك إلى أن من أهم أسباب اندلاع الأزمة نشاط السوق آنذاك، بالإضافة إلى قوة ارتباط الأسواق المالية بعضها ببعض وتنوع الأصول المتداولة والتطور السريع في تكنولوجيا التداول.

على المستوى المحلي، تعتبر أزمة "سوق المناخ" من أهم وأعنف الأزمات المالية التي مرت بها الكويت، وقد اندلعت شرارتها في عام ١٩٧٦، ثم تلاها الانهيار في سوق الكويت للأوراق المالية في عام ١٩٨٢ (Al-Shamali, 1989). في الأساس "سوق المناخ" هو سوق يضم مجموعة من مكاتب الوسطاء العقاريين في وسط الكويت، ولكن إقبال المستثمرين على تداول الأسهم غير المدرجة جعل منه بورصة غير رسمية لتداول الأسهم الخليجية غير المتداولة في بورصة الكويت آنذاك، ومع تزايد عمليات التداول في سوق المناخ "غير الرسمي" وغياب الرقابة عليها - وصل عدد الشركات المتداولة في سوق المناخ إلى ٣٨ شركة خليجية، ووصلت قيمة التداول إلى ٣,٥ مليار دينار كويتي. (Almujamed, 2011). أدى اندفاع المستثمرين للمضاربة غير المدروسة وغير المبررة إلى تعرضهم لمخاطر مالية كبيرة نتيجة ارتفاع قيمة الأسهم إلى أرقام قياسية غير مبررة مقارنة بقيمتها الدفترية، كما كان غياب الرقابة والإفصاح وعدم تفعيل القوانين سبباً في حدوث تداعيات تلك الأزمة التي اندلعت نيرانها في عام ١٩٨٢ (Elimam, 1996). أدى التذبذب والانحدار في أسعار الأسهم إلى وصول عدد من المضاربين إلى مرحلة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم، ومن ثم أصيب المستثمرون بالهلع، وانعدمت الثقة بين المتداولين في السوق مما أدى إلى انهياره (Almujamed, 2011). وصل انخفاض أسعار الأسهم خلال أزمة المناخ إلى ٢٠٪-٤٠٪ في السوق الرسمي، كما وصلت نسبة الانخفاض في بعض أسعار الأسهم الخليجية غير المدرجة إلى ٨٠٪ (Salam, 2002). وقد ذكر كل من (Butler and Malaikah, 1992) أنه في سبتمبر ١٩٨٢ طلبت الحكومة من المستثمرين الإفصاح عن شيكاتهم المؤجلة التي تستحق خلال ثلاث

سنوات قادمة، وقد بلغت قيمتها أرقاماً فلكية، بما يعادل ٩٣ مليار دولار أمريكي تقريباً (١٧ مليار دولار في السوق الرسمي و٧٦ مليار دولار في السوق غير الرسمي) واعتبر هذا المبلغ أكثر من أربعة أمثال الناتج المحلي الإجمالي للكويت آنذاك (Elimam, 1996).

الأزمة المالية العالمية الحالية:

شهد العالم في عام ٢٠٠٨ أزمة مالية استثنائية عصفت باقتصاديات معظم دول العالم، وأدت لانكماش تلك الاقتصاديات لأول مرة منذ الحرب العالمية الثانية، وجعل البنك الدولي يحذر من تداعيات هذه الأزمة، مشيراً إلى ضرورة التدخل الدولي لإيجاد حلول لها (زيتون وآخرون، ٢٠١٠). يرجع سبب تلك الأزمة أساساً إلى إفراط البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية في منح قروض سكنية لذوي الدخل المحدود؛ مما أدى إلى تراكم الرهون العقارية (كافي، ٢٠١٣)، كما دفعت هشاشة قوانين الائتمان والارتفاع غير المبرر في أسعار العقار إلى المضاربة في العقارات؛ بهدف الاستثمار (حماد، ٢٠٠٩؛ الجوزي، ٢٠٠٩)، وأدت الرغبة في تعظيم الأرباح إلى ابتكار أساليب جديدة للاستثمار ومشتقات مالية زادت من تعقيد السوق وارتباط القطاعات بعضها ببعض، وأدت إلى صعوبة تحديد مستوى المخاطر بدقة (موسى، ٢٠٠٩)، وقد شبه الداوي (٢٠٠٩) تلك العمليات بمرحلة اللا تصنيع والانتقال من مرحلة اقتصاد حقيقي (كالعقار والمصانع وغيرها) إلى اقتصاد ورقي مبالغ في حجمه بسبب مغالاة المضاربين.

وقد بين طالب (٢٠١٠) أن أحد أسباب حدوث الأزمة يكمن في الفوضى التي حدثت في سوق العقار الأمريكي في تلك الفترة خصوصاً في القطاع ذي المخاطر العالية، أو ما يعرف بالـ "Sub-prime Mortgages" وتضخم حجم تلك القروض. واستناداً للداوي (٢٠٠٩) فإن التجاوزات غير المنطقية التي حصلت في القطاع ذي المخاطر العالية "Sub-prime" جعلت البنوك تتماهى بإعطاء قروض سكنية عالية لذوي الدخل المحدود من دون النظر للسجل المالي؛ إذ كانوا يعتمدون - بشكل أساسي - على رهن العقار لتغطية أصل القرض،

وبعدها يتم بيع القرض على شكل أوراق مالية مدعومة بتلك القروض الرديئة، وما زاد من حدة المشكلة أن شركات التصنيف العالمية كانت تصنف تلك الأوراق المالية بدرجات خطورة منخفضة؛ مما عكس صورة غير صحيحة للمستثمرين عن مدى خطورة تلك الأوراق (Krugman, 2009).

ومما جعل المستثمرين يفقدون الثقة بأسواق المال العالمية عدم استقرار قطاع الائتمان الإسكاني الأمريكي، كما انهار التداول قصير المدى في أبرز أسواق المال المتقدمة والنامية، وأدى ذلك إلى انهيار عمليات تداول الأوراق المالية العالمية (IMF, 2009) ومع تجمد عمليات إقراض البنوك وأسواق النقد لم يعد بالإمكان تحويل رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عمليات الإنتاج والشركات العاملة في سلسلة الإنتاج "الموردون، المنتجون، الموزعون" (Woods, 2009). لهذا سعت حكومات الدول المتقدمة والمؤسسات النقدية إلى الحد من انتشار تداعيات الأزمة على نطاق واسع، وقد كانت من أهم الأولويات إعادة الثقة بالنظام المالي العالمي، تليها إعادة هيكلة الوسطاء الماليين إما من خلال الاستثمار في رأس المال وإما باتخاذ خطط الدمج والاستحواذ (SEC, 2009). كما أسهمت برامج التنسيق العالمي التي قام بها صندوق النقد الدولي في التقليل من انتشار آثار الأزمة المالية عالمياً كتقديم تسهيلات تمويلية للسيولة قصيرة الأجل للدول القوية اقتصادياً التي تواجه مشكلات مالية مؤقتة (طالب، ٢٠١٠).

هذا، وتكمن ضراوة أزمة عام ٢٠٠٨ في أنها ضربت أقوى اقتصاديات العالم وهو الاقتصاد الأمريكي، الذي يبلغ حجمه ١٤ تريليون دولار، ويحظى بشبكة كبيرة من التجارة الخارجية تبلغ ١٠٪ من إجمالي التجارة العالمية؛ مما أدى إلى انتشار تداعيات الأزمة المالية التي حلت به على نطاق واسع جغرافياً (الفلاج، ٢٠٠٩). أسهمت حرية التداول دولياً وتعقيد سبل الاستثمار كالتوريق والإفراط في الائتمان في زيادة حدة تلك الأزمة، كما كانت العولمة وسيطاً لانتشار تداعيات الأزمة على النطاق الدولي (كافي، ٢٠١٣)، وأدى هبوط أسعار الأسهم إلى انهيار معظم البورصات العالمية في مايو/ يونيو ٢٠٠٨، شمل

الأسواق النامية، وانخفضت أسعار الأسهم في كل من البرازيل وروسيا والهند والصين بشكل كبير وصل إلى ٥٥٪ من قيمة الأسهم في نهاية العام، كما سبب ارتباط الأسواق الغربية الرئيسية بعضها ببعض (الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، اليابان) في انحدار مؤشرات تلك الأسواق في سبتمبر ٢٠٠٨ إلى ٤١,٤٪ من قيمتها في نهاية العام (Soros, 2008). وعلى مستوى القارة الإفريقية، وصلت نسبة الخسائر في الأسواق الإفريقية إلى ما يقارب ٤٥٪ من قيمة الأسهم في الفترة ما بين يناير وديسمبر ٢٠٠٨ (SEC, 2009).

كذلك أشارت العديد من الدراسات المسحية بالمنطقة إلى تأثر دول مجلس التعاون الخليجي بالأزمة المالية بشكل واضح من خلال ارتباط الأسواق الخليجية مباشرةً بالأسواق الغربية وبخاصة الأمريكية، كما أثر انخفاض مستويات السيولة على أداء العديد من المؤسسات الخليجية (موسى، ٢٠٠٩). وأشار الشراح (٢٠١٢) من خلال دراسة مسحية شملت جميع دول الخليج إلى أن معظم آثار الأزمة على دول الخليج كانت متمثلة في انخفاض قيمة الاستثمارات، وتدهور أحوال أسواق المال الذي كان تأثيرها واضحاً على صناديق الاستثمار السيادية في دول الخليج، وقد ذكر كورتل (٢٠٠٩) قيمة خسائرها مجتمعة إلى ٤٥٠ مليار دولار (بما يعادل ٣٠٪ من قيمة الصناديق). وأضاف موسى (٢٠٠٩) أن أسواق المال الخليجية انخفضت كثيراً في الفترة من ٢٠٠٧-٢٠٠٨؛ حيث وصلت مستويات الانخفاض في سوق دبي للأوراق المالية إلى قرابة ٧٤٪، وفي الكويت بمقدار ٥٠٪، وفي السعودية إلى قرابة ٦٠٪ (من قيمة ٢٠٠٧)، أضف إلى ذلك أهم تداعيات الأزمة المالية على دول الخليج النفطية المتمثل في الانخفاض الحاد في أسعار النفط الخام ومشتقاته، وتراجع الطلب العالمي عليه بسبب تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي؛ كل هذا أسهم في تدني المستويات العامة للوضع المالي لتلك الدول (دحدح، ٢٠١٠؛ بدوي، ٢٠١٠). من هنا تكمن أهمية هذه الدراسة؛ حيث إن هناك ندرة في الدراسات الاستقصائية أو المسحية حول محاور هذه الدراسة من كونها تقييم الحلول التي

طرح وتقترح بدائل وحلولاً إضافية لمساعدة متخذي القرار وأصحاب المصالح بتشخيص أوجه الخلل والقصور؛ وذلك لمعالجة تداعيات تلك الأزمة والأسباب الأخرى لها وتجنب حدوثها مرة أخرى.

دور الحكومات في التصدي لتداعيات الأزمة المالية:

تصدت العديد من حكومات الدول لتداعيات الأزمات المالية من خلال اتخاذ سياسات من شأنها إعادة الاستقرار الاقتصادي وضمان الودائع البنكية، كما بين (Blundell-Wignall et al., 2008) أولويات تلك الحكومات لمعالجة عجز القطاع البنكي، الذي يعتبر هو أساس مشكلة السيولة وأزمة الائتمان، ولخصتها في ثلاثة حلول أساسية، هي: أولاً - ضمان التزامات البنوك التي تتضمن ودائع العملاء وعمليات التمويل بين البنوك. ثانياً - فصل الأصول الجيدة من الأصول الرديئة في القوائم المالية للبنوك من حيث إمكانية استرداد قيمتها وسيولتها المالية؛ وذلك لقياس إمكانية هذه الأصول لتغطية التزامات البنك. ثالثاً - إعادة هيكلة البنوك من خلال إيجاد مستثمرين "حكومات أو مؤسسات خاصة" مهتمين لأن يكونوا مساهمين في هذه المؤسسات المالية.

دور الحكومات في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية:

ذكر كافي (٢٠١٣) أن من بين السياسات التي اتخذتها الحكومة الأمريكية لمعالجة أو تخفيف آثار الأزمة هو ضخ مبلغ ٧٠٠ مليار دولار لشراء ديون الشركات المتعثرة، كما أنها قدمت إعفاءات ضريبية على الشركات المتعثرة، وخفضت من مستويات أسعار الفائدة بهدف إنعاش الاقتصاد، ففي يناير ٢٠٠٨ قام البنك الفيدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة إلى مستوى ٣,٥٠٪ (انخفاض بمقدار ثلاثة أرباع النقطة) وتدرج بالتخفيض إلى أن وصل إلى ٢٪ (كورتل، ٢٠٠٩). وعلى المستوى الدولي، كان رد باقي الدول السبع الصناعية (بريطانيا، وفرنسا، وألمانيا، وإيطاليا، واليابان، وكندا) مشابهاً لرد الولايات المتحدة؛ حيث إنها سعت جميعاً للحد من امتداد أثر الأزمة المالية؛ فقد قام البنك المركزي الأوروبي بخفض أسعار الفائدة من ٤,٢٥٪ إلى ٣,٧٥٪، وقام كذلك

بضخ أكثر من ٦٩ مليار يورو لتدعيم سيولة البنوك وإنعاش الاقتصاد الأوروبي (كورتل، ٢٠٠٩)، كما أسهمت تلك الدول بدورها في ضمان الودائع والقروض؛ فقد قامت فرنسا في ضخ ٣٦٠ مليار يورو في مصارفها، وخصصت ألمانيا ٤٠٠ مليار يورو وبريطانيا ضخت ما يعادل ٢٥٠ مليار جنيه إسترليني، وبادرت روسيا بضخ ٦٣ مليار يورو من خلال احتياط النقد الروسي (كافي، ٢٠١٣)، كما ذكر الشراح (٢٠٠٩) أن مجموع ما قد ضخته الدول الأوروبية في أسواقها المالية قارب ١,٥ تريليون يورو، الذي خصص كخطة لإنقاذ الاقتصاديات الأوروبية.

دور الحكومات في دول مجلس التعاون الخليجي:

تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر دول المنطقة تأثراً بالأزمة بحكم ارتباطها بالاقتصاد الأمريكي والعالمي من خلال تأثر الإيرادات النفطية وصناديق الاستثمار السيادية وبورصاتها (الشراح، ٢٠١٢). فقد قامت الحكومات في هذه الدول بضمان الودائع في البنوك وكذلك القروض بين البنوك للحد من آثار الأزمة ودعم ثقة المستثمرين والمودعين، وتخفيض أسعار الفائدة لزيادة مستويات السيولة، بالإضافة إلى ضخ السيولة عن طريق استثمار الصناديق السيادية في الأسواق المحلية، والتشديد على التزام البنوك بالتقيد بمعايير "بازل ٢" للملاءمة المالية للقطاع المصرفي، كما دعت الحكومات إلى تبني مستويات إنفاق عالية لتنشيط الاقتصاد وتجاوز مشكلة انخفاض أسعار البترول (العويشق، ٢٠٠٩).

ونذكر كافي (٢٠١٣) أبرز الخطوات التي اتخذتها دول المنطقة للتصدي للأزمة؛ ففي الإمارات أقر البنك المركزي قروضاً قصيرة الأجل تعطى للبنوك بقيمة خمسين مليار درهم؛ بهدف تدعيم إمكانياتها على الإقراض ومنح تسهيلات استثنائية لمساعدة المصارف. أما في قطر، فقامت هيئة قطر للاستثمار بشراء ما بين ١٠٪ و ٢٠٪ من رأسمال البنوك المدرجة في سوق

الدوحة. بينما أعلن البنك المركزي في السعودية توفير سيولة للبنوك من خلال أوراق مالية تمتلكها البنوك بقيمة مائتي مليار ريال.

وفي الكويت، كان من خطط الإنقاذ توفير أموال الليلة واحدة ولأسبوع ولشهر للبنوك لضمان توفير السيولة؛ لمعالجة تأثير الهبوط الحاد لسوق المال آنذاك، إضافةً إلى تخفيض أسعار الفائدة بين البنوك (كافي ٢٠١٣)، كما أقر مجلس الوزراء الكويتي المراسيم الصادرة باتخاذ أربعة توجهات وإجراءات رئيسية، من شأنها حماية أموال المساهمين والدفع بعجلة الاقتصاد والتنمية إلى الأمام لتخطي آثار هذه الأزمة العالمية، وهي:

* قانون ضمان الودائع رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٨:

بموجب القانون رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٨ تضمن الحكومة الودائع في البنوك المحلية؛ بما في ذلك حسابات التوفير والحسابات الجارية للعملاء عن طريق توفير الأموال اللازمة من قبل وزارة المالية من خلال الاحتياطي العام لسداد أي عجز من البنوك على الوفاء بأصل ودائع المودعين لديها.

* قانون الاستقرار المالي رقم (٢) لعام ٢٠٠٩:

في أبريل ٢٠٠٩ أقر مجلس الوزراء اللائحة التنفيذية للمرسوم بقانون رقم (٢) لعام ٢٠٠٩ بشأن تعزيز الاستقرار المالي في الدولة الذي يهدف إلى معالجة مديونيات المؤسسات المالية الناتجة من الأزمة المالية بضمان رسمي ضمن ضوابط ومعايير وضعتها الدولة، يجب توافرها في الشركات المستحقة للضمان. ضمن القانون العجز في مخصصات التسهيلات الائتمانية والتمويل الممنوحة للشركات من قبل البنوك الكويتية والأجنبية العاملة في الكويت كما في ٢٠٠٨/١٢/٣١ ولمدة لاتزيد على خمسة عشر عاماً.

وشمل قانون الاستقرار المالي كذلك قطاعات النشاط الاقتصادي المحلي المنتجة، وهي شركات القطاع الخاص التي شملتها تعليمات بنك الكويت المركزي. فوضع القانون ضوابط منح تمويل لهذه الشركات خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ من خلال تحديد الحصة التمويلية لكل بنك من الحد الأقصى لإجمالي

التمويل البالغ (أربعة مليارات دينار كويتي)؛ يعين البنك المركزي من خلاله حصة كل بنك ويشرف عليها خلال فترات زمنية محددة. أما بالنسبة إلى شركات الاستثمار فقد وضع قانون الاستقرار المالي أسساً لتصنيف الشركات ودراسة أوضاعها كما حدد الإجراءات القضائية اللازمة لإعادة هيكلتها وألزمها تزويد البنك المركزي بتقرير تفصيلي عن الوضع المالي من التزاماتها وملاءمتها وقدرتها على الاستمرار بنشاطها. كما حدد القانون كذلك أساليب المعالجة وضوابطها بإدارة بنك يحده البنك المركزي، وهو يتولى - بدوره - عملية التنسيق مع باقي البنوك ويشترك في المفاوضات مع الشركة. فالقانون يهدف إلى مساعدة الشركات ذات الملاءة المالية وذلك عن طريق تقييم السيولة اللازمة لممارسة نشاطها، وعلى ذلك بادرت بعض الشركات المتعثرة بتقديم طلب الانضمام إلى مظلة قانون الاستقرار المالي إلا أنه لم يدخل تحت مظلة القانون إلا شركتان فقط، وذلك بموجب أحكام قضائية، هما شركة دار الاستثمار (حكم محكمة الاستئناف رقم ٢٠١٠ / ١ - إعادة هيكلة الشركات) وشركة أعيان للإجارة والاستثمار (حكم محكمة الاستئناف رقم ٢٠١١ / ٣ - إعادة هيكلة الشركات). أشار تقرير للبنك الدولي إلى عدم فاعلية قانون الاستقرار المالي، وذكر أن القانون عقيم في قدرته على مواجهة المصاعب المالية للشركات الاستثمارية وقطاعات الأعمال الأخرى؛ حيث بين التقرير أن الفاعلين بالسوق لا يثقون بالقانون ويرفضون طلب الانضمام للقانون؛ حيث إنهم يرون أن القانون مفرط في قيوده ومرهق وأن المحكمة الخاصة بإعادة الهيكلة تتخذ قراراً أحادياً دون الأخذ بآراء الدائنين، أشار التقرير أيضاً إلى أن أكثر من ٩٠ شركة تعاني مصاعب مالية في عام ٢٠١١، وأن أكثر من نصف الشركات الاستثمارية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية لم تقدم بياناتها المالية في عام ٢٠١١ (تقرير البنك الدولي، ٢٠١٢).

✳ المحفظة المليارية:

من ضمن الخطوات التي قامت بها الحكومة الكويتية لإنعاش الاقتصاد الكويتي تخصيص محفظة مليارية للاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

في عام ٢٠٠٨ بقيمة مليار ونصف المليار دينار كويتي؛ بغرض زيادة السيولة ودعم السوق (منها مليار ومائة وخمسون مليون دينار كويتي تدار عن طريق الهيئة العامة للاستثمار والجهات الحكومية الأخرى و ٣٥٠ مليوناً تدار عن طريق المؤسسة العامة للتأمينات)؛ بهدف تحقيق عائد سنوي، قدره ١٥٪ عن طريق الاستثمار في عدة قطاعات من سوق الكويت للأوراق المالية (قناة العربية، ٢٠١٣). وكانت ردة فعل المستثمرين في السوق متفائلة جداً لدعم سوق المال (إسماعيل، ٢٠٠٨)، وأسهمت بدعم أسعار الأسهم القيادية وحافظت على استقرار السوق عند مستوى ٧٥٠٠ نقطة للمؤشر السعري (السلمان وآخرون، ٢٠١١). على الرغم من تلك الآثار الإيجابية للمحافظة على السوق، فإن السوق استمر في الهبوط إلى ما دون مستوى ٧٠٠٠ نقطة للمؤشر السعري خلال عام ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ (KSE, 2015).

اختلفت الآراء في أثر المحافظة المليارية على سوق المال؛ حيث ذكر السلمان وآخرون (٢٠١١) أنه بعد عام ونصف العام من إنشاء المحافظة المليارية تهاوت مستويات مؤشر السوق إلى ٦٠٠٠ نقطة، وبيّنت ضرورة تفعيل دور أكبر للمحافظة في السوق، في حين ذكر مدير الهيئة العامة للاستثمار أنه تم استثمار ٤٥٪ فقط من رأس مال المحافظة في سوق الكويت للأوراق المالية (قناة العربية، ٢٠١٣)؛ مما يشير إلى دور الهيئة الخجول في ضخ أموال المحافظة في سوق المال مقارنة مع ما كان يصبو له المستثمرون، وربما كان ذلك لأسباب مهنية متعلقة بالعوائد والمخاطر وأبعاد سياسية أخرى، مثل عدم توافق مجلس الأمة والحكومة خلال الأزمة المالية.

✱ المحافظة العقارية المليارية:

في ٢٠١١ خصصت الحكومة الكويتية محافظة مليارية عقارية بقيمة مليار دينار كويتي تهدف إلى دعم السوق العقاري الذي يدعم بدوره قطاع الشركات العقارية بالسوق، حيث تعاقدت الهيئة العامة للاستثمار في ٢٠١١ مع بيت التمويل الكويتي لإدارة ٢٥٠ مليون دينار من المحافظة وشركة المركز المالي في

٢٠١٢ لإدارة مبلغ ٢٥٠ مليون دينار كويتي من مخصصات المحفظة العقارية لمدة ١٠ سنوات (KIA, 2014). يتركز استثمار المحفظة في القطاع العقاري التجاري والاستثماري عن طريق بيع العقارات وشرائها بهدف تحقيق عائد مستهدف قدره ٦٪ سنوياً (KIA, 2014). إلا أنه من خلال الاطلاع والبحث لم يتبين لنا دور واضح لتلك المحفظة العقارية على القطاع العقاري أو أسعار الأسهم العقارية بسوق الكويت للأوراق المالية، وربما يرجع أيضاً إلى أسباب مهنية متعلقة بالعوائد والمخاطر أو ربما ندرة الفرص الاستثمارية.

منهجية الدراسة:

مجتمع الدراسة وعينتها:

ضم مجتمع الدراسة العملاء الداخليين والخارجيين في سوق الكويت للأوراق المالية، من أمثال المستثمر والمحلل المالي والمقرض والأكاديمي. وتكونت عينة الدراسة من ١٣٥ مفردة، سحبت من مجتمع الدراسة طبقاً لأسلوب العينة الطبقية التي تم الحصول عليها بعد توزيع ٣٢٠ استبانة؛ أي بنسبة ٤٢,٢٪ من مجتمع البحث. بلغت مصداقية الاستبانة ٨٢,٣٪، وهي قيمة جيدة ومقبولة إحصائياً وتعكس مصداقية أدوات البحث وثباتها. أظهرت نتائج التحليل الوصفي - على نحو ما هو مبين في الجدول (١) - أن عدد المستثمرين في العينة ٥٢ مستثمراً (١٠ مديري محافظ و٤٢ مستثمراً فرداً) بنسبة ٣٨,٥٪، وأن عدد المحللين الماليين في العينة ٣٩ محلاً بنسبة ٢٨,٩٪، في حين بلغ عدد المقرضين في العينة ٢٢ مقرضاً بنسبة ١٦,٣٪، وبلغ عدد الأكاديميين من الذين لهم ارتباط وخبرة بسوق المال الذين استجابوا للاستبانة ٢٢ أكاديمياً بنسبة ١٦,٣٪. أما توزيع العينة بحسب المؤهل العلمي فقد جاء عدد الحاصلين على مؤهل أقل من الدبلوم المتوسط ٣ مفردات؛ بنسبة ٢,٢٪، والحاصلين على الدبلوم المتوسط ١٣؛ بنسبة ٩,٧٪، وجاء عدد الحاصلين على درجة جامعية أولى ٦٩ بنسبة ٥١,٥٪ وجاء عدد الحاصلين على درجة الماجستير ٢٢ بنسبة ١٦,٤٪، وأخيراً مثلت فئة الدكتوراه ٢٧ مفردة بنسبة ٢٠,٢٪.

اهتمت الدراسة أيضاً بخبرة هؤلاء في سوق الأوراق المالية لدراسة تأثير عامل الخبرة على آرائهم في القضايا المطروحة قيد الدراسة. بلغ عدد الذين لديهم خبرة أقل من ٥ سنوات ٣٥ مفردة بنسبة ٢٦,٥٪، وجاء عدد الذين لديهم خبرة مابين ٥ و ١٠ سنوات ٤٠ مفردة بنسبة ٣٠,٣٪، وجاء عدد ذوي الخبرة ما بين ١٠ سنوات و ١٥ سنة ٣١ مفردة بنسبة ٢٣,٥٪، وأخيراً مثلت فئة ذوي الخبرة الأكثر من ١٥ سنة ٢٦ مفردة بنسبة ١٩,٧٪. من الملاحظ أن الغالبية من المشاركين بالاستبانة يحملون درجات علمية جامعية فما فوق، ولديهم دراية بسوق الكويت للأوراق المالية تزيد على ٥ سنوات، وهذا الأمر يبعث على الاطمئنان لاحتمالات فهم العبارات الواردة في الاستبانة جيداً، وسوف تنعكس على مستوى صدق النتائج وجودتها. كما بينت الدراسة توزيع العينة طبقاً للجنس، وقد بلغ عدد الذكور في العينة ١١٥ بنسبة ٨٧,١٪، وبلغ عدد الإناث في العينة ١٧ أنثى بنسبة ١٢,٩٪.

الجدول (١) البيانات الديموغرافية للعينة

الخصائص الديموغرافية	التوزيع	التكرار	النسبة المئوية ٪
الوظيفة	مستثمر	٥٢	٣٨,٥
	محلل مالي	٣٩	٢٨,٩
	مقرض	٢٢	١٦,٣
	أكاديمي	٢٢	١٦,٣
الجنس	ذكر	١١٥	٨٧,١
	أنثى	١٧	١٢,٩
المؤهل العلمي	أقل من دبلوم	٣	٢,٢
	دبلوم	١٣	٩,٧
	بكالوريوس	٦٩	٥١,٥
	ماجستير	٢٢	١٦,٤
	دكتوراه	٢٧	٢٠,٢

تابع/ الجدول (١) البيانات الديموغرافية للعينة

الخصائص الديموغرافية	التوزيع	التكرار	النسبة المئوية %
سنوات الخبرة	أقل من ٥ سنوات	٣٥	٢٦,٥
	ما بين ٥ إلى ١٠ سنوات	٤٠	٣٠,٣
	ما بين ١٠ إلى ١٥ سنة	٣١	٢٣,٥
	أكثر من ١٥ سنة	٢٦	١٩,٧
المجموع		١٣٥	%١٠٠

* تجدر الإشارة إلى أن هناك عدداً ما بين ١ و ٣ مشاركين لم يفصحوا عن بعض خصائصهم الديموغرافية.

أداة جمع بيانات الدراسة وطريقته:

من خلال البحث والاطلاع على القوانين والأنظمة واللوائح التي صدرت في أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على بيئة سوق الكويت للأوراق المالية بالإضافة إلى مناقشة الموضوع مع عدد من المحللين الماليين ومديري المحافظ ببورصة الكويت تم تصميم هذه الاستبانة لتكون أساساً لجمع المعلومات لموضوع الدراسة. وللتأكد من صدق "Validity" الاستبانة، في البداية تم عرضها على مجموعة من المحللين الماليين ومديري المحافظ وعدد من الأكاديميين بكلية الدراسات التجارية ممن لهم إلمام بسوق المال الكويتي وكذلك إحصائي للتأكد أيضاً من تناسب الأسئلة وإمكانية قياسها إحصائياً ومن خلال ملاحظاتهم تم إجراء بعض التعديلات على بعض العبارات والأسئلة، ووفقاً لآراء المحكمين أطمأن فريق البحث إلى إمكانية اجتياز الاستبانة لاختبار الصدق. تنقسم هذه الدراسة إلى ثلاثة أجزاء رئيسية، تمثلها ثلاثة محاور للدراسة. يناقش الجزء الأول العوامل المساهمة في امتداد تداعيات الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية. ويضم هذا المحور ٣٠ بنداً أو أداة، صيغت جميعها - تقريباً - في صورة جمل خبرية، وتم تقييم كل بند من بنود المحور على مقياس ليكارت المكون من خمس نقاط؛ بحيث يعكس ١ موافق تماماً إلى ٥

غير موافق تماماً، وقد تم صياغة السؤال الثلاثين في صيغة سؤال مفتوح لحصر العوامل الأخرى التي تكون الدراسة أغفلتها، وهي المتعلقة بهذا البند. ويناقد المحور الثاني آثار الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية عموماً، وقد ضم هذا المحور ١١ بنداً أو أداة لقياس آراء العينة حول هذا المحور، وتم تقييم كل بند من البنود العشرة الأولى على مقياس ليكارت الخماسي أيضاً. وجاء السؤال الحادي عشر - الأخير - غير محدد الإجابة ومفتوحاً لأي إضافات أخرى لهذا المحور.

يعالج المحور الثالث - الأخير - بعض الآراء المطروحة لمعالجة الأزمة ويناقد مدى إمكانية إسهام كل منها في علاج الأزمة القائمة، ويتكون المحور من ١١ بنداً صيغت جميعها على المقياس ذي النقاط الخمس. وأخيراً تضمنت الدراسة سؤالاً من النوع المفتوح لأي إضافة أخرى قد يراها المشارك بالاستبانة إضافة لهذه الدراسة.

فروض الدراسة:

من الجدير في هذا البحث أيضاً دراسة تأثير اختلاف المتغيرات الديموجرافية الشخصية للمشاركين في الاستبانة على آرائه حول محاور الدراسة خلال مجموعة الفروض البحثية التالية:

الفرض الأول: H_a توجد فروق إحصائية ذات دلالة معنوية بين آراء مستويات المتغيرات الديموجرافية المختلفة في العوامل المساهمة في امتداد تداعيات الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية.

- H_{a1} الالتزام بتطبيق القوانين.
- H_{a2} عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة.
- H_{a3} دور وسائل الإعلام ومدققي الحسابات وبعض الجهات الخارجية.
- H_{a4} قرارات المستثمر وجهات الرقابة لسوق الكويت للأوراق المالية.
- H_{a5} الاكتتابات والقروض بضمان أسعار الأسهم.
- H_{a6} إدارة المخاطر.

الفرض الثاني: H_b توجد فروق إحصائية ذات دلالة معنوية بين آراء مستويات المتغيرات الديموجرافية المختلفة وآرائها حول آثار الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية.

- H_{b1} الآثار السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية.
- H_{b2} بعض المكاسب من الأزمة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية.
- H_{b3} نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين.

الفرض الثالث: H_c توجد فروق إحصائية ذات دلالة معنوية بين مستويات المتغيرات الديموجرافية وآرائها حول طرق معالجة الأزمة المالية وتداعياتها على سوق الكويت للأوراق المالية.

- H_{c1} وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة.
- H_{c2} التخوفات من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩.

نتناول في هذا الجزء اختبار ما إذا كانت هناك فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستويات قياس المتغيرات الديموجرافية وآرائها في بنود الدراسة. ونظراً لغياب فرض تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي سوف يتم التركيز على اختبار مان ويتني اللامعلمي "Mann-Whitney test" لبيان الفرق بين مجموعتين مستقلتين واختبار كريسكال وولاس اللامعلمي "Kruskal-Wallis test" للفرق بين عدة مجموعات مستقلة، في حين تم استخدام اختبار بيرسون المعلمي "Pearson" في حساب الارتباطات بين محاور الدراسة.

تم أيضاً توظيف بعض الأساليب الإحصائية مثل التكرارات والنسب المئوية لمتغيرات الدراسة واستخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمتغيرات البحث بالإضافة إلى التحليل العاملي "Factor Analysis" الذي يستخدم في الدراسات المسحية لتقليص عدد أسئلة الدراسة في عدد أقل

من العوامل تسمى متغيرات كامنة "Latent Variable". كما استخدمت هذه الدراسة معامل "Cronbach's Alpha" في حساب قيمة ثبات المقاييس.

عرض نتائج الدراسة:

التحليل العاملي لتقليص أسئلة الدراسة:

يستخدم أسلوب التحليل العاملي في الدراسات المسحية لتقليص عدد أسئلة الدراسة في عدد أقل من العوامل، تسمى متغيرات كامنة "latent Variable". كما أنه يساعد على التخلص من مشكلة الازدواج الخطي، التي غالباً ما تسبب العديد من المشكلات عند بناء النماذج الإحصائية في دراسات السببية، أضف إلى ذلك دوره المهم والفعال في اكتشاف أنماط جديدة من العلاقات بين أسئلة الدراسة "revealing patterns"، كما أنه يعتبر أسلوباً لاكتشاف النظريات (Sharma, 1988).

وقد تم استخدام التحليل العاملي في هذه الدراسة لإيجاد مفاهيم عامة (مالية ومحاسبية واقتصادية وأخرى قانونية) تربط أسئلة الدراسة بعضها ببعض.

يعرض الجدول (٢) نتائج التحليل العاملي لأسئلة الدراسة وكذلك معامل الصدق والثبات لكل محور والتباين المفسر، بالإضافة إلى معاملات التحميل لكل سؤال على المفهوم المناظر والوسط الحسابي لكل بند من بنود المحور.

بلغ معامل الصدق والثبات لهذا المحور ٨٤,٨٪، وهي نتيجة مقبولة ويعتد بها في الدراسات الميدانية المسحية (Hair et al., 2009)، ويعكس معامل الصدق والثبات مدى اتساق أسئلة الدراسة مع قياس المفهوم الذي توجه تلك الأسئلة، في حين يعكس التباين المفسر قدرة أسئلة المحور على قياس هذا المفهوم. ويعتبر التباين الأكثر من ٥٠٪ نتيجة مقبولة إحصائياً (Hair et al., 2009). ومن الجدول (٢) يتضح أن التباين المفسر لمحور العوامل الرئيسية فسر ما قدره ٦٦,٦٧٩٪ من مفهوم محور العوامل التي ساهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية، وهي نسبة مقبولة في البحوث الميدانية المسحية. تعكس معاملات التحميل المناظرة لكل سؤال من أسئلة

المحاور مدى ارتباط السؤال بالمفهوم المناظر. ويجب التنويه إلى أننا قد استخلصنا ستة مفاهيم جديدة من المحور الأول المتعلق بالعوامل الرئيسة التي ساهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية على نحو ما هو موضح في الجدول (٢). وحيث إننا استخدمنا مقياس ليكارت الخماسي فإن المحاور المستنبطة يتم قياسها أيضاً على المقياس الخماسي؛ حيث يشير ١ إلى موافق تماماً ويشير ٥ إلى غير موافق تماماً. ومن الواضح أن جميع متوسطات المحور الأول جاءت إيجابية؛ حيث أيدت آراء العينة هذه البنود جميعها. وبالنظر إلى جميع المحاور نجد أن الأوساط الحسابية جميعاً كانت أقل من ٢,٥٨ على النظام الخماسي، التي تؤيد بنود كل محور.

الجدول (٢)

نتائج التحليل العاملي للمحور الأول: العوامل التي أسهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية العالمية لسوق الكويت للأوراق المالية

التحليل العاملي				محاور الدراسة
المتوسط الحسابي	معاملات التحميل	التباين المفسر للمحور	مصادقية المحور	
		٦٦,٦٧٩٪	٨٤,٨٪	العوامل الرئيسية
		١٤,٣٠١٪	٧٥,٦٪	الالتزام بتطبيق القوانين والأنظمة
١,٦٠	٠,٦١٥			١- ضعف الإفصاح الكامل والشفافية بين الشركات
١,٧٠	٠,٦١١			٢- عدم كفاية أو وجود حوكمة للشركات
١,٧٤	٠,٨٠١			٣- ضعف فاعلية تطبيق القوانين والأنظمة بالكويت
١,٥٧	٠,٨١٣			٤- ضعف الدور الرقابي للمساهمين (الجمعيات العمومية)
		١٣,٠٦٩٪	٧٤,٩٪	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة
٢,٥٨	٠,٦٠٧			١- مغادرة المستثمر الأجنبي من السوق
١,٨٨	٠,٨٧٠			٢- الخلاف و التعطيل بين كل من الحكومة ومجلس الأمة
٢,٠١	٠,٧٩٧			٣- تأخر خطط الإنقاذ الحكومية
		١١,٦٩٢٪	٧٠,٨٪	دور وسائل الإعلام ومدققي الحسابات
٢,١٨	٠,٥٧٣			١- المبالغة في أسعار الأسهم من قبل وسائل الإعلام المختلفة

تابع / الجدول (٢)

نتائج التحليل العاملي للمحور الأول: العوامل التي أسهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية العالمية لسوق الكويت للأوراق المالية

التحليل العاملي				محاور الدراسة
مصدقية المحور	التباين المفسر للمحور	معاملات التحميل	المتوسط الحسابي	
٨٤,٨ %	٦٦,٦٧٩ %			العوامل الرئيسية
		٠,٧٥٤	٢,٤٦	٢- تحيز بعض المراجعين (مدققي الحسابات)
		٠,٨١٣	٢,٢٧	٣- هشاشة تقييمات شركات التصنيف العالمية
٥٢,٠ %	١٠,٠٩٤ %			قرارات المستثمر وجهات الرقابة لسوق الكويت للأوراق المالية
		٠,٧٥٣	٢,١٢	١- مبالغة المستثمر بقراراته عند قراءة أخبار الشركات
		٠,٦٦٢	١,٧٧	٢- انحراف أسعار الأسهم عن القيمة العادلة
		٠,٦٣١	١,٩٢	٣- الخلاف وتداخل السلطات بين جهات التشريع للسوق
٥٧,٧ %	٩,٠٣٢ %			الاكتتاب و القروض بضمان أسعار الأسهم
		٠,٨٦١	١,٩٠	١- استخدام القروض ورهن الأسهم للمضاربة بأسعار الأسهم
		٠,٧٢٥	٢,١٢	٢- المغالاة بأسعار الاكتتابات وأسعار الأسهم غير المدرجة
٦٤,٢ %	٨,٤٩١ %			إدارة المخاطر
		٠,٦٥٩	١,٩٠	١- عدم وجود إدارة للمخاطر
		٠,٨٣٤	٢,١٢	٢- كثرة الشركات الورقية

وفي المحور الثاني جاءت آراء العينة مؤيدة لبنود هذا المحور بطريقة إيجابية ولكنها أقل إيجابية من آرائهم في المحور الأول، وكذلك الحال في المحاور: الثالث والرابع والخامس والسادس.

وبعد تحديد العوامل الرئيسية أو الفرعية من المحور يتم التعبير عن مفهوم المحور كمتوسط مرجح بأوزان كل سؤال يتم قياسه على المقياس نفسه لأسئلة البحث. وحيث إننا استخدمنا مقياس ليكارت الخماسي فإن المحاور المستنبطة يتم قياسها أيضاً على المقياس الخماسي؛ حيث يشير ١ إلى موافق تماماً ويشير ٥ إلى غير موافق تماماً.

يعرض الجدول (٣) التالي ملخصاً إحصائياً لمحاوّر البند الأول من الدراسة، المتعلق بالعوامل الرئيسية التي أسهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية، وكما هو موضح في الجدول (٣) أيضاً جاءت جميع الآراء مؤيدة لبنود المحور كما يعكسه المتوسط الحسابي للبنود وقيم المعنوية في العمود الأخير، التي جاءت جميعها دالة عند مستوى معنوية أقل من ١٪. إن هذه النتائج تشير إلى إمكانية تكرار سيناريوهات الأزمات في سوق الكويت للأوراق المالية مرة أخرى؛ وذلك لعدم الالتزام بتطبيق القوانين بخصوص الرقابة والإفصاح الكامل وأيضاً لمبالغة المستثمر عموماً بقراراته الاستثمارية وغياب مفهوم إدارة المخاطر، وهو ما يبين عدم استفادة أصحاب العلاقة من الدروس السابقة للأزمات المالية التي حدثت في دولة الكويت وبخاصة إبان أزمة المناخ (Almujaed, 2011; Butler and Malaikah, 1992).

الجدول (٣)

ملخص إحصائي لبنود العوامل الرئيسية التي أسهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية العالمية لسوق الكويت للأوراق المالية

المحور	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معنوية المتوسط الحسابي
الالتزام بتطبيق القوانين	١,٦٦	٠,٦٩	***٠,٠٠٠
عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	٢,١٢	٠,٩٤	***٠,٠٠٠
دور وسائل الإعلام ومدققي الحسابات	٢,٣١	٠,٩١	***٠,٠٠٠
قرارات المستثمر وجهات الرقابة	١,٩٤	٠,٧٣	***٠,٠٠٠
الاكتتاب والقروض بضمان أسعار الأسهم	٢,٠١	٠,٨٧	***٠,٠٠٠
إدارة المخاطر	١,٥٠	٠,٦٨	***٠,٠٠٠

*** العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١٪.

وفي المحور الثاني الذي يناقش آثار الأزمة على سوق المال الكويتي - على نحو ما هو موضح بالجدول (٤) - بلغت مصداقية هذا المحور ٥٧٪، وبلغت قيمة التباين المفسر ٦٣,١٤٥٪ وهي قيم يعتد بها من وجهة النظر الإحصائية (Hair et al., 2009). وقد تم تقليص أسئلة المحور في ثلاثة بنود رئيسية، يعكس

البند الأول الآثار السلبية للأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية، بينما يعكس البند الثاني بعض المكاسب من الأزمة الحالية، وأخيراً يعكس البند الأخير نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين والمجتمع. ومن الواضح أن جميع متوسطات البند الأول - الأخير - جاءت إيجابية؛ حيث أيدت آراء العينة هذه البنود جميعها. بينما جاءت آراء العينة للبند الثاني (بعض المكاسب من الأزمة المالية) سلبية لهذا البند؛ فبالنظر إلى محاور هذا البند نجد أن الأوساط الحسابية كانت أكبر من ٣,٢٢ على النظام الخماسي، التي لا تؤيد بنود كل محور.

الجدول (٤)

نتائج التحليل العاملي للمحور الثاني: آثار الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية

التحليل العاملي				محاو الدراسة
المتوسط الحسابي	معاملات التحميل	التباين المفسر للمحور	مصادقية المحور	
		٦٣,١٤٥٪	٥٧,٠٪	آثار الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية
		٢٦,٣٧٦٪	٦٩,٢٪	الآثار السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية
١,٦٩	٠,٧٣٨			١. فقدان الثقة بالسلطات التشريعية لإدارة الأزمة (مجلس الأمة/ البنك المركزي/ وزارة التجارة)
١,٦٦	٠,٥٩٥			٢. تحقيق خسائر (محقة وغير محقة) نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم بالبورصة
٢,٢٢	٠,٧٧٤			٣. عدم قدرة البنوك على تسوية ديونها
٢,٠٦	٠,٧٢٢			٤. ظهور أزمة ائتمان في الاقتصاد الكويتي
		١٨,٥٩٥٪	٥٩,٠٪	بعض المكاسب من الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية
٣,٢٣	٠,٧٩٤			١. زيادة الثقة بسوق الكويت للأوراق المالية
٣,٤٤	٠,٨٦٤			٢. انتعاش الاقتصاد الوطني
		١٨,١٧٤٪	٤٩,٨٪	نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين والمجتمع
٢,٠٧	٠,٧٨١			١. تصفية أو توقف أو شطب عدد من الشركات المدرجة
٢,٥٧	٠,٨٠٥			٢. مشكلات اجتماعية بالمجتمع

يعرض الجدول (٥) بعض الملخصات الإحصائية لبنود المحور الثاني. جاءت

الآراء إيجابية بالنسبة إلى البندين الأول والأخير؛ حيث يعكس المتوسط الحسابي آراء إيجابية (المتوسط الحسابي = ١,٩٢، ومستوى المعنوية = ٠,٠٠٠)، وبالنسبة إلى المحور الأخير (المتوسط الحسابي = ٢,٩٠، ومستوى المعنوية = ٠,٠٠٠)، وهو ما أكدته دراسة عناسوة وآخرين (٢٠١٢) التي قامت بقياس متوسط العائد غير العادي للمصارف الكويتية خلال الفترة من ٢٠٠٤-٢٠٠٨، والتي تبين أنها سالبة، وهو ما يعزز وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية على عوائد المصارف في الكويت. أما المكاسب من الأزمة المالية فجاءت الآراء غير مؤيدة لذلك (متوسط حسابي = ٣,٣٤، ومستوى معنوية = ٠,٠٠٠)؛ حيث يرى المشاركون تدني مستويات الثقة بالسوق، وكذلك تدني قدرة الاقتصاد الوطني على الانتعاش، وهو ما حدث تماماً إبان أزمة المناخ وبعدها وأزمة عام ١٩٧٦؛ حيث عانى الاقتصاد الكويتي خسائر كبيرة انتقلت عداها من سوق الكويت للأوراق المالية إلى جميع المرافق الاقتصادية بالبلد (Butler and Malaikah, 1992).

الجدول (٥)

مقاييس إحصائية وصفية لبنود المحور الثاني: آثار الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية

المحور	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معنوية المتوسط الحسابي
الآثار السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية	١,٩٢	٠,٦١	***٠,٠٠٠
بعض المكاسب من الأزمة المالية في سوق الكويت للأوراق	٣,٣٤	١,٠٣	***٠,٠٠٠
نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين	٢,٩٠	٠,٦١	***٠,٠٠٠

*** العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١٪.

المحور الثالث يناقش آراء وحلولاً لمعالجة تداعيات الأزمة المالية والخسائر الرأسمالية في الأصول المالية وانعكاساتها على سوق الكويت للأوراق المالية عن طريق القوانين والتشريعات التي شرعت أو طرحت. تم تلخيص أسئلة المحور في بندين رئيسيين، يعكس البند الأول وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة، ويعكس البند الثاني بعض التخوفات من الدخول تحت

مظلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩. بلغت مصداقية المحور ٨٣,١٪، وبلغت قيمة التباين المفسر ٦٧,٧٤٤٪. من الواضح أن المتوسطات الحسابية لبنود المحاور في الجدول (٦) راوحت بين الإيجابية والسالبة. وعن آراء العينة حول بنود هذا المحور نجد أن متوسطات آراء العينة جاءت في معظمها سالبة والبعض الآخر إيجابية إلى حد ما أو متعادلة، على نحو ما هو موضح في الجدول (٦) لجميع بنود المحور الأول. وفيما يتعلق ببنود المحور الثاني جاءت الآراء إيجابية ومؤيدة لبنود المحور؛ حيث كانت الأوساط الحسابية أقل من ٢,٤٦.

الجدول (٦)

مقترحات لمعالجة الأزمة وانعكاساتها على سوق الكويت للأوراق المالية

محاو الدراسة				التحليل العاملي	
				مصادقية المحور	التباين المفسر للمحور
				معاملات التحميل	المتوسط الحسابي
آراء وحلول لمعالجة الأزمة وانعكاساتها على السوق				٨٣,١٪	٦٧,٧٤٤٪
وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة				٨٨,٦٪	٤٨,١٣١٪
١- كفاية القوانين التي صدرت بشكل عام					٣,١٩
٢- كفاية القوانين التي صدرت لمعالجة تداعيات القطاع المصرفي					٣,١٢
٣- كفاية القانون رقم ٢/٢٠٠٨ الذي ضمن الودائع المصرفية					٢,٨٦
٤- كفاية القوانين التي صدرت لمعالجة تداعيات شركات الاستثمار					٣,١٦
٥- كفاية قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩ لمعالجة تداعيات الأزمة المالية					٣,٠٨
٦- قوانين وخطط التنمية التي ساهمت في إنعاش بعض الشركات المدرجة					٢,٩١
التخوفات من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩				٥٢,٩٪	١٩,٦١٣٪
١- الدخول تحت القانون يرفع الشركات من خطر الإفلاس في حال فشلت عملية الإنقاذ					٢,٤٦
٢- الدخول تحت القانون يكشف سوء إدارة الشركات					٢,٣٧

يعرض الجدول (٧) ملخصاً وصفيّاً لبنود المحور الثالث الذي يعكس تعادل الآراء بالنسبة إلى البند الأول. فقد بلغ متوسط دور القوانين والخطط في علاج الأزمة (متوسط = ٢,٠٩، بمستوى معنوية = ٠,٣٠٩)، وتشير هذه النتائج إلى عدم وجود دور واضح لتلك القوانين في علاج مشكلات الأزمة وانعكاساتها على السوق بالإضافة إلى أن المشاركين في العينة يشككون في قدرة تلك القوانين في تجاوز آثار الأزمة والتعافي منها. أما البند الثاني فقد جاءت آراء العينة مؤيدة لوجود مخاوف من الوقوع تحت طائلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩، وقد بلغ متوسط الآراء لهذا البند (متوسط = ٢,٤١، بمستوى معنوية = ٠,٠٠٠) الذي قد يبرره رفض الشركات الدخول تحت مظلة هذا القانون لعدم فعاليته من وجهة نظر المشاركين بالعينة، بالإضافة إلى أن دخول الشركات تحت طائلة هذا القانون قد يكون له ارتباط بكشف الكثير من سوء إدارة مجالس الشركات، ويبين تكرار غياب مستويات الإفصاح والشفافية بين جموع الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية على نحو ما أشارت إليه الدراسات (Almujamed, 2011; Salam, 2002).

الجدول (٧)

مقاييس إحصائية وصفية لبنود المحور الثالث مقترحات لمعالجة الأزمة وانعكاساتها على سوق الكويت للأوراق المالية

المحور	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معنوية المتوسط الحسابي
وجهات نظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة	٢,٠٩	٠,٩١	٠,٣٠٩
التخوفات من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩	٢,٤١	٠,٨٥	٠,٠٠٠**

** العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١٪.

* دراسة الارتباطات بين محاور الدراسة:

تهتم الدراسة أيضاً بالارتباطات بين محاور الدراسة ذاتها لبيان درجات العلاقات البينية بين تلك العوامل بعضها مع بعض. فبالنظر إلى مصفوفة

الارتباطات في جدول (٨) يتضح أن هناك ارتباطاً طردياً ضعيفاً ولكنه معنوي بين الالتزام بتطبيق القوانين والعوامل الخارجية التي زادت من حدة الأزمة (ر=٠,٣٠٨، ومستوى المعنوية=٠,٠٠٠). وهناك ارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي (ر=٠,٣٥٨، مستوى المعنوية = ٠,٠٠٠) بين الالتزام بتطبيق القوانين ودور الإعلام ومدققي الحسابات في هذا الشأن، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين الالتزام بتطبيق القوانين والاكتتاب والقروض بضمان أسعار الأسهم (ر= ٠,٢٠١، ومستوى المعنوية ٠,٠٢١)، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين الالتزام بتطبيق القوانين وإدارة المخاطر (ر= ٠,٤١٤، ومستوى المعنوية ٠,٠٠٠)، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين الالتزام بتطبيق القوانين والآثار السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية (ر=٠,٢٥١، بمستوى معنوية ٠,٠٠٤)، وارتباط عكسي ضعيف ولكنه معنوي بين الالتزام بتطبيق القوانين وبعض المنافع من الأزمة المالية لسوق الكويت للأوراق المالية (ر=٠,٢٣٧، بمستوى معنوية ٠,٠٠٦) ولم يسفر التحليل عن أية ارتباطات بين الالتزام بتطبيق القوانين وكل من نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين، ووجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة، والتخوفات من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي. أما ارتباطات العوامل مع العوامل الخارجية التي قد تكون أثرت على الأزمة فنجد أن هناك ارتباطاً طردياً ضعيفاً ولكنه معنوي مع دور وسائل الإعلام ومدققي الحسابات (ر= ٠,٣٥٢، بمستوى معنوية ٠,٠٠٠)، وارتباط طردي ضعيف بينها وبين قرارات المستثمرين وجهات الرقابة على سوق الأوراق المالية (ر= ٠,٤١٦، بمستوى ٠,٠٠٠)، وارتباط طردي ضعيف بينها وبين الاكتتاب والقروض بضمان الأسهم (ر= ٠,٢٠٥، بمستوى معنوية ٠,٢٠٥)، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بينها وبين إدارة المخاطر (ر= ٠,٢٨١، بمستوى معنوية ٠,٠٠١)، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بينها وبين بعض المنافع من الأزمة المالية الحالية (ر= ٠,١٨٢، بمستوى معنوية ٠,٠٣٨) ولم يسفر التحليل عن وجود ارتباطات

معنوية بين العوامل الخارجية وكل من الآثار السلبية على سوق الأوراق المالية، ونتائج الأزمة وتأثيرها على الشركات والمستثمرين، ووجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ، وأخيراً بينها وبين التخوفات من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي.

أما تأثير دور الإعلام على بقية العوامل المتعلقة بالأزمة الحالية، فكشف التحليل عن وجود ارتباط طردي ضعيف بين قرارات المستثمرين ووجهات الرقابة بسوق الأوراق المالية ($r = 0,491$)، بمستوى معنوية ($0,00$)، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين تأثير وسائل الإعلام والاكتتاب والقروض بضمان أسعار الأسهم ($r = 0,258$) وبمستوى معنوية ($0,003$)، وارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين دور وسائل الإعلام وإدارة المخاطر ($r = 0,273$)، بمستوى معنوية ($0,002$)، وأخيراً ارتباط طردي ضعيف بين دور وسائل الإعلام ووجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة ($r = 0,274$)، بمستوى معنوية ($0,004$). هذا، ولم يسفر التحليل عن ارتباطات بين دور وسائل الإعلام وكل من الآثار السلبية على سوق الأوراق المالية، وبعض المنافع من الأزمة، ونتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين، والتخوفات من الوقوع تحت مظلة قانون الاستقرار المالي.

أما محور قرارات المستثمر ووجهات الرقابة لسوق الأوراق المالية، فقد كشفت النتائج عن وجود ارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين هذا المحور ومحور الاكتتاب والقروض بضمان أسعار الأسهم ($r = 0,218$) وبمستوى معنوية ($0,012$)، وأيضا ارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين هذا المحور ومحور إدارة المخاطر ($r = 0,268$)، بمستوى معنوية ($0,002$). هذا، ولم تكشف النتائج عن أي معنوية بين هذا المحور وبقية محاور الدراسة على نحو ما هو مبين من قيم مستويات المعنوية في الجدول (٨).

وعن محور الاكتتابات والقروض بضمان أسعار الأسهم كشفت نتائج الدراسة عن وجود ارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بين هذا المحور ومحور

إدارة المخاطر ($r=0,318$)، بمستوى معنوية ($0,000$)، ولم تكشف النتائج عن ارتباطات معنوية بين بقية المحاور في الدراسة.

أما بالنسبة إلى محور إدارة المخاطر فقد كشفت النتائج عن ارتباط عكسي ضعيف ولكنه معنوي مع كل من محور وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ المقترحة ($r=-0,255$)، بمستوى معنوية ($0,007$)، وارتباط طردي ضعيف بينه وبين التخوف من الدخول تحت قانون ٢٠٠٩ ($r=0,232$)، بمستوى معنوية ($0,014$)، ولم تكشف النتائج عن ارتباطات معنوية بين بقية المحاور في الدراسة.

وبالنسبة إلى الآثار السلبية على سوق الأوراق المالية بالكويت فقد جاءت النتائج مؤيدة لوجود ارتباط طردي ضعيف ولكنه معنوي بينه وبين نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والمستثمرين ($r=0,256$)، بمستوى معنوية ($0,003$) وارتباط طردي ضعيف بينه وبين محور التخوفات من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي ($r=0,208$)، بمستوى معنوية ($0,025$)، ولم تكشف النتائج أي ارتباطات معنوية أخرى بين هذا المحور وبقية محاور الدراسة.

أما محور بعض المنافع من أزمة سوق الأوراق المالية فقد كشفت الدراسة عن ارتباط هذا المحور ومحور وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ ($r=0,488$)، وبمستوى معنوية ($0,000$)، وهو ارتباط طردي ضعيف ومعنوي وبين محور التخوف من الوقوع تحت طائلة قانون الاستقرار المالي ($r=0,198$)، بمستوى معنوية ($0,035$)، وهو ارتباط طردي ضعيف ومعنوي. ولم تكشف النتائج أي علاقات ارتباطات معنوية أخرى بين المحاور الأخرى في الدراسة.

تشير النتائج إلى أن هناك تبايناً في دراسة الارتباطات بين محاور الدراسة، إلا أن غالبية المشاركين في العينة يروون أن الكثير من الأسباب المشار إليها تسهم وتؤثر بشكل كبير في تكرار سيناريوهات الأزمات المالية في سوق الكويت للأوراق المالية، وهو ما أكدته كثير من الدراسات التي قامت بتشخيص سوق الكويت للأوراق المالية (Almujaed, 2011; Salam, 2002, Butler and Malaikah, 1992).

الجدول (٨)

مصفوفة الارتباطات بين محاور الدراسة

التخوف من المدجل تحت مطلة قانون الاستقرار المالي للسنة ٢٠٠٩	تتلف الأزمة وتأثيرها على الشركات والمستثمرين والجميع	بعض المساب من الأزمة المالية في سوق الكريت للأوراق المالية	الأثر السلبية على سوق الكريت للأوراق المالية	إدارة المخاطر	الاكتتابات والقروض بضمان أسعار الأسهم	قرارات المستثمر	نور وسائل الإعلام ومثقي الحسابات وبعض الجهات الخارجية	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	اللائحة بتطبيق القوانين	محاور الدراسة
٠,٠١٤-	٠,٠٢	## ٢٣٧-	## ٢٥١	## ٠,١٤٤	## ٢٠١	## ٠,٢٤٠	## ٢٥٨	## ٢٠٨	١	مطل بيرسون
٠,٤٦٦	٠,١١٨	٠,٢٤٥	٠,٠٠٠٤	٠,٠٠٠	٠,٠١١	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	مستوى لال	مطل بيرسون
١٢	١١١	١٢٢	١٢١	١٢٢	١٢٢	١٢٢	١٢١	١٢٠	١٢٣	حجم لينة
٠,٠٨٤	٠,٠١٠-	٠,٢٣٨-	## ١٨٢	٠,١٥١	## ٢٨٨	## ٤١٦	## ٢٥٢	١	## ٢٠٨	مطل بيرسون
٠,٢٣٨	٠,٨٥٤	٠,١٧	٠,٢٣٨	٠,٠٠١	٠,٠١٩	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	١	## ٢٠٨	مطل بيرسون
١١٢	١١٠	١٢١	١٢٠	١٢٠	١٢٠	١٢٠	١٢٠	١٢٢	١٢٠	حجم لينة
٠,٢٣٨	## ٢١٤	٠,١٦٦	٠,١٤٤	## ٢٣٣	## ٢٥٨	## ٤١٩	١	## ٢٥٢	## ٢٥٨	مطل بيرسون
٠,٢٥٢	٠,٠٠٤	٠,٢٥	٠,١	٠,٠٠٢	٠,٠٠٣	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	مستوى لال
١١٢	١١٠	١٢٢	١٢١	١٢٠	١٢١	١٢١	١٢٢	١٢٠	١٢١	حجم لينة
٠,١٨	٠,١٠٤	٠,١٢٣	٠,٢٣٧	## ٢٣٨	## ١٨٨	## ٤١٩	## ٢٥٨	## ٢٥٢	## ٢٥٨	مطل بيرسون
٠,٤٤٩	٠,٢٣٥	٠,١٣٨	٠,١٣٢	٠,٠٠٢	٠,٠١٢	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	مستوى لال
١١٢	١١١	١٢٢	١٢١	١٢٢	١٢٢	١٢٢	١٢١	١٢٠	١٢٣	حجم لينة
٠,٢٢٢-	٠,١٢٢	٠,١٠٣	٠,٢٣٢-	## ٢٣٨	١	## ٢١٨	## ٢٥٨	## ٢٥٢	## ٢٠٨	مطل بيرسون
٠,٠٠٥	٠,٢٠١	٠,٤٤١	٠,٨٠٧	٠,٠٠٠	٠,٠١٢	٠,٠٠٢	٠,٠٠٢	٠,٠١٩	٠,٠١١	مستوى لال
١١٢	١١١	١٢٢	١٢١	١٢١	١٢٢	١٢٢	١٢١	١٢٠	١٢٢	حجم لينة

تابع / الجدول (٨) مصفوفة الارتباطات بين محاور الدراسة

التخوف من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي للسنة ٢٠٠٩	وجهات النظر وحول القوانين مظلة الإقراض وخطط الإقراض والفترة للسنة ٢٠٠٩	نتائج الأزمة وأثرها على الشركات والاستثمرين والجمهور	بعض المكاسب من الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية	الأثر السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية	أزمة المخاطر	الاحتجابات والقروض بضائع أسعار الاسهم	قرارات المستثمر	تدور وسائل الإعلام وموقعي الحسابات وبعض الجهات الخارجية	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	الارتداد بتطبيق القوانين	محاور الدراسة
٢٢٢ [#]	٢٥٥- [#]	٢٥	٤٣-	٨	١	٢٨٨ [#]	٢٨٨ [#]	١٧٣ [#]	٢٨٨ [#]	١٤٤ [#]	إدارة المخاطر
١٤	٠٠٧	١١١	٣٩	١٧	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٢	٠٠١	٠٠٠	٠٠٠	مطلبي بيرسون مستوى لادال
١٢	١١٠	١٢١	٣٠	١٢١	١٢٢	١١١	١٢٢	١٣٠	١٣٠	١٣٢	حجم لينة
٢٨ [#]	٢٦- [#]	٢٥٦ [#]	٠٧٥	١	٠٨	١١٥	٢٠-	١٤٩	١٥٧	٢٥١ [#]	مطلبي بيرسون مستوى لادال
٢٥	٠٧٠٢	٠٠٢	٢٩٢		٢١٧	٠٥٨	٠٨٢	٠٩٤	٠٧٤	٠٠٤	مطلبي بيرسون مستوى لادال
١١٥	١١٢	١٢٤	١٢٣	١٢٤	١٢١	١٢٢	١٢٢	١٢٢	١٢١	١٢٢	حجم لينة
١٩٨ [#]	٤٤٨ [#]	٠٨	١	٧٥	٤٣-	٢٢-	٠١٧	١٤٤	٨٢ [#]	٢١٢- [#]	يعرض المكاسب من الأزمة المالية في سوق الكويت للأوراق
٢٥	٠٠٠	٩١٧	٢٩٢	٢٩	٢٩	٨٧	١١٣	١	٢٨	٠٠١	مطلبي بيرسون مستوى لادال
١١٤	١١١	١٢٣	١٢٣	١٢٣	١٣٠	١٢١	١٢١	١٢١	١٣٠	١٢١	حجم لينة
١٣٨	١٤٢	١	٠٠٨	٥٦ [#]	٤٥	١٠٢	١٣٣	١١٦	٢٨-	١٠٢	مطلبي بيرسون مستوى لادال
٠٧٣	١٣٣		٤١٧	٠٢	١١١	٢٤١	١٣٨	٤٥	١٧٠	٢٤٥	مطلبي بيرسون مستوى لادال
١١٥	١١٢	١٢٤	١٢٣	١٢٤	١٢١	١٢٢	١٢٢	١٢٢	١٢١	١٢٢	حجم لينة
٧٥	١	١٤٢	٤٤٨ [#]	٢٦- [#]	٥٥- [#]	١٢٣	١٠٤	٧٤ [#]	٨-	١٤٩-	وجهات النظر وحول القوانين وخطط الإقراض
٤٢٣		١٢٣	٠٠٠	٠٢	٠٠٧	٢٠١	٢١٥	٠٠٤	٥٤	١١٨	مطلبي بيرسون مستوى لادال
١١٢	١١٢	١١٢	١١١	١١٢	١١٠	١١١	١١١	١١٠	١١٠	١١١	حجم لينة
١	٠٧٥	١٣٨	١٩٨ [#]	٢٨ [#]	٢٢٢ [#]	٢٢-	٠١٨	٠٨٨	٨٤	٢٩-	التخوف من الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩
١١٥	٤٢٣	٠٧٣	٢٥	٢٥	٠١٤	٨٠٥	٨٤٩	٢٥٢	٣٧٨	٤١١	مطلبي بيرسون مستوى لادال
	١١٢	١١٥	١١٤	١١٥	١١٢	١١٣	١١٣	١١٣	١١٢	١١٣	حجم لينة

* العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ٥٪. ** العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١٪.

د. هشام المجعد، د. فيصل العنزي، د. مشاري الفريخ، د. عبداللطيف الرخيص

* نتائج تحليل العينة طبقاً للمتغيرات الديموجرافية (اختبار الفروض):

- تأثير اختلاف المستويات الوظيفية:

بالنظر إلى نتائج اختبار كرويسكال وولس اللامعلمي في جدول (٩)، نجد أن هناك اختلافات ذات دلالة معنوية بين آراء العينة المستخدمة في الالتزام بتطبيق القوانين (مستوى المعنوية ٠,٠٠١)؛ فعلى الرغم من أن العينة المستخدمة كانت لها آراء إيجابية حول عدم الالتزام بالقوانين وتأثير ذلك على الأزمة الحالية فإن هناك تفاوتاً بين تلك الآراء؛ إذ نجد أن الأكاديميين والمستثمرين كانوا أكثر تأييداً لأثر عدم الالتزام بالقوانين الذي بدوره أدى لظهور الأزمة المالية لسوق الكويت للأوراق المالية (متوسط حسابي ١,٣٥، ١,٥٣ على التوالي)، في حين بلغ متوسط آراء المقرضين والمحللين الماليين على التوالي (١,٧٧، ١,٩٤)، وهو ما قد يبرره قراءات بعض الأكاديميين وسلوك المستثمرين من خلال التداول اليومي. ونجد أيضاً اختلافات ذات دلالة معنوية بين آراء العينة المستهدفة في سوق المال حول نتائج الأزمة وتأثيرها على الشركات والمستثمرين ولكنه بسيط (مستوى المعنوية ٠,٠١٧)؛ فنجد أن جميع الآراء جاءت سلبية تجاه هذا المحور إلا أن هناك اختلافات بين درجة السلبية لآراء العينة المستهدفة؛ فالأكاديميون والمحللون الماليون (متوسط حسابي ٢,٨١، ٢,٨٧ على التوالي) كانوا أقل سلبية من المستثمرين والمقرضين (متوسط حسابي ٢,٩٢، ٢,٩٨)، وهذا قد يبرر كونهم أقل اطلاعاً من المستثمرين والمقرضين على آثار نتائج الأزمة من خسائر رأسمالية وتعثر في سداد الديون. ولم يكشف التحليل عن وجود اختلافات ذات دلالة معنوية بين الوظائف المختلفة في سوق الأوراق المالية وبقية المحاور. ويتم دعم الفرض الرئيسي H_a جزئياً من خلال الفرض الجزئي H_{a1} ، وعليه فإنه يتم دعم الفرض الرئيسي H_{b3} جزئياً من خلال الفرض الجزئي H_b .

الجدول (٩) تأثير اختلاف المستويات الوظيفية

محاور وفروض الدراسة									
اختبار كروسكال ولس اللامعلمي	العوامل الرئيسية التي ساهمت في امتداد تداعات الأزمة المالية	آثار الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية	مقترحات لمعالجة الأزمة						
Ha1	Ha2	Ha3	Ha4	Ha5	Ha6	Hb1	Hb2	Hb3	Hc1 Hc2
الانحراف المعياري المقياس الإحصائية	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	نور وسائل الإعلام ومقاي الحسابات	قنوات المستقر وجهات الرقابة لسوق الكويت لأوراق مالية	الاحتيل والقروض ضمان أسعار الأسهم	إدارة المخاطر	الأثر السلبية على سوق الكويت لأوراق المالية	بعض المكاسب من الأزمة المالية في سوق الكويت لأوراق المالية	نتائج الأزمة وأثرها على الفرصات والمستثمرين والجميع	وحدات التفر حزرا القوانين مطلبة قانون الاستقرار المالي
مستثمر	١,٥٣	٢,٠٩	٢,٣١	٢,٠٠	١,٩٧	١,٥٦	١,٨٧	٢,٩٢	٢,٩٩
حجم العينة	٥٢	٥١	٥١	٥٢	٥١	٥١	٥٢	٥٢	٥٠
الانحراف المعياري	٠,٦٢	٠,٨٨	٠,٨٩	٠,٦٧	٠,٩٠	٠,٧٢	٠,٦٣	٠,٩٨	٠,٨٣
مقرض	١,٧٧	٢,١٩	٢,٢١	١,٧٩	٢,٠٧	١,٥٢	١,٨٣	٢,٩٨	٢,٣٧
حجم العينة	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	١٩
الانحراف المعياري	٠,٨٥	٠,٩٩	٠,٩٨	٠,٧٠	٠,٩٤	٠,٨٨	٠,٤٣	٠,٩٠	٠,٧١
محل مالي	١,٩٤	٢,١٤	٢,٣٧	١,٩١	١,٩٦	١,٣٤	٢,٠٦	٢,٨٧	٢,٨٥
حجم العينة	٣٧	٣٧	٣٨	٣٧	٣٨	٣٧	٣٨	٣٨	٣٠
الانحراف المعياري	٠,٧١	٠,٩٥	٠,٨٩	٠,٦٥	٠,٨٣	٠,٤٢	٠,٧٠	١,٠٩	١,١٤
									١,٠٠

د. هشام المجدد، د. فيصل العنزي، د. مشاري الفريج، د. عبداللطيف الرخيص

تابع / الجدول (٩) تأثير اختلاف المستويات الوظيفية

محاور وفروض الدراسة											
اختبار كروسكال وولس اللامعلمي	العوامل الرئيسية التي ساهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية	آثار الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية Hb	مقترحات لمعالجة الأزمة Hc								
Ha1	Ha2	Ha3	Ha4	Ha5	Ha6	Hb1	Hb2	Hb3	Hc1	Hc2	التخلفات من الدول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي
الالتزام بتطبيق القوانين	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	تور وسائل الإعلام وسبقي الحسابات	قنوات المستقر وجهات الرقابة لسوق الكويت لأوراق مالية	الاحتلال والقروض بضمان أسعار الأسهم	إدارة المخاطر	الآثار السلبية على سوق الكويت لأوراق مالية	بعض المكاسب من الأزمة المالية في سوق الكويت لأوراق	نتائج الأزمة وآثارها على الشركات والسثمرين	وجهات النظر حول القوانين وخطط الاقتاد المقترحة	وجهات النظر حول القوانين مظلة قانون الاستقرار المالي	
١,٣٥	٢,٠٩	٢,٣٠	٢,٠٢	٢,١١	١,٥٨	١,٩١	٣,٨٢	٢,٨١	٢,٦١	٢,٣١	
٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	١٣	١٣	حجم العينة
٠,٤١	١,٠٨	٠,٩٥	١,٠١	٠,٨١	٠,٧٠	٠,٥٧	٠,٩٢	١,٠٤	٠,٥٦	٠,٧٨	الانحراف المعياري
١,٦٦	٢,١٢	٢,٣١	١,٩٤	٢,٠١	١,٥٠	١,٩٢	٣,٣٤	٢,٩٠	٢,٠٩	٢,٤١	الانحراف المعياري
١٣٣	١٣٢	١٣٢	١٣٣	١٣٣	١٣٢	١٣٤	١٣٣	١٣٤	١١٢	١١٥	حجم العينة
٠,٦٩	٠,٩٤	٠,٩١	٠,٧٣	٠,٨٧	٠,٦٨	٠,٦١	١,٠٣	٠,٩٩	٠,٨٥	٠,٨٥	الانحراف المعياري
***٠,٠٠١	٠,٩٣٨	٠,٨٣٢	٠,٤٧٣	٠,٧٨٢	٠,٥٥٧	٠,٤٨٨	٠,٧١٥	*٠,٠١٧	٠,٧٨٥	٠,٠٦١	مستوى المعنوية
معنوية الفروق	معنوي	معنوي	معنوي	معنوي	معنوي	معنوي	معنوي	معنوي	معنوي	غير معنوي	غير معنوي

* العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ٥٪ ** العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١٪

- تأثير عامل المؤهل الدراسي:

تشير النتائج في الجدول (١٠) إلى وجود اختلافات إحصائية ذات دلالة معنوية بين مستويات المؤهلات العلمية وآرائها في المحاور التالية: قرارات المستثمر وجهات الرقابة لسوق الكويت للأوراق المالية (مستوى المعنوية، ٠,٠٥)، ومحور بعض المكاسب من أزمة سوق الأوراق المالية (مستوى المعنوية، ٠,٠٤٣)، ومحور نتائج الأزمة وتأثيرها على الشركات والمستثمرين (مستوى الدلالة ٠,٠٢٢)، وأخيراً محور التخوفات من الدخول تحت طائلة قانون الاستقرار المالي (مستوى المعنوية، ٠,٠٤١). وعليه يتم دعم الفرض الأول H_a من خلال الفرض الجزئي H_{a4} ، وكذلك الفرض الثاني H_b من خلال الفرضين الجزئيين H_{b2} ، H_{b3} ، وأخيراً الفرض الثالث H_c من خلال الفرض الجزئي H_{c2} . كما بينت النتائج بشكل عام إلى أن هذا التباين لآراء العينة المستهدفة كان لصالح حملة الشهادات الأقل من مستوى الجامعة "أقل من البكالوريوس" من حيث التأييد، فعلى سبيل المثال بالمتوسط حملة الشهادات الأقل من البكالوريوس أكثر تأييداً من نظرائهم على التوالي (1.56 VS. 2.01) من حيث إن مبالغة المستثمر بقراراته الاستثمارية وخلاف جهات الرقابة والتشريع لسوق الكويت للأوراق المالية كلها أسهمت وأثرت على أداء سوق الكويت للأوراق المالية إبان الأزمة. وهذا التباين قد يبرره محدودية الاطلاع والتحليل من قبل حملة الشهادات دون المستوى الجامعي.

- تأثير عامل الجنس على آراء العينة في محاور الدراسة:

كشفت النتائج في الجدول (١١) أنه لا توجد اختلافات إحصائية ذات دلالة معنوية بين آراء الذكور وآراء الإناث فيما يتعلق بجميع محاور الدراسة، وعليه لا تدعم نتائج اختبار "مان ويتني" الفرض الأول ولا الفرض الثاني ولا الفرض الثالث.

- تأثير عامل سنوات الخبرة:

كشفت نتائج اختبار كرويسكال وولس اللامعلمي من خلال الجدول (١٢) عن معنوية الفروق بين سنوات الخبرة بالنسبة إلى محور الالتزام بتطبيق

الجدول (١٠) تأثير اختلاف عامل المؤهل الدراسي

محاور وفروض الدراسة												
اختبار كروسكال ولس اللامعلمي	العوامل الرئيسية التي ساهمت في امتداد تداخعات الأزمة المالية	آثار الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية	مقترحات لمعالجة الأزمة Hc									
متغير المؤهلات العلمية	الالتزام بتطبيق القوانين	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	نور وسائل الإعلام ومثقي الحسابات	قنوات المستثمر وجهات الرقابة لسوق الكويت للأوراق المالية	الاكتئاب و القروض بضمان أسعار الأسهم	إدارة المخاطر	سوق الكويت للأوراق المالية	بعض المكاسب من الأزمة المالية على الشركات والمستثمرين	تتبع الأزمة وأثرها	وجهات النظر حوالا القوانين	مخاطر القانون	مخاطر القانون
Ha1	Ha2	Ha3	Ha4	Ha5	Ha6	Hb1	Hb2	Hb3	Hc1	Hc2		
١,٢٧	٢,٢٤	٢,٢٤	٢,٢٤	١,٣٣	٢,٢٧	١,٤٨	٢,٣٢	٢,٣٧	٣,٧٨	٢,٦١	٢,٢٥	٢,٢٥
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤
٠,٤١	٠,٥٦	٠,٩٢	٠,٣٨	٠,٦٢	٠,٦٢	٠,٢٠	٠,٥١	٠,٢٩	٠,٨٩	٠,٩٧	٠,٩٦	٠,٩٦
١,٤٧	١,٦٥	١,٩٢	١,٨٠	١,٨٣	١,٦٢	١,١١	١,٨٣	٢,٣٢	٢,٧٢	٢,٨٤	٢,٦٣	٢,٦٣
١٢	١٢	١٣	١٢	١٣	١٣	١١	١٣	١٣	١٣	١١	١١	١١
٠,٣٦	٠,٧٦	٠,٦٢	٠,٤٣	٠,٩٧	١,٠٨	١,٠٤٣	١,١٥	٠,٧٠	٠,٩٤	٠,٩٠	٢,٣٣	٢,٣٣
١,٧٩	٢,١٧	٢,٣٥	١,٩٥	١,٩٤	١,٤٦	١,٨٩	١,٨٩	٢,٣١	٢,٨٨	٢,٠٠	٦١	٦١
٦٨	٦٧	٦٧	٦٨	٦٧	٦٧	٦٨	٦٩	٦٨	٦٩	٥٨	٠,٧٧	٠,٧٧
٠,٧٦	٠,٩٦	٠,٩٩	٠,٩٩	٠,٦٧	٠,٨٨	٠,٦٣	٠,٦٥	١,٠٤	٠,٩٨	٠,٩١	٠,٧٧	٠,٧٧
الانحراف المعياري	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة	حجم العينة
١,٧٩	٢,١٧	٢,٣٥	١,٩٥	١,٩٤	١,٤٦	١,٨٩	١,٨٩	٢,٣١	٢,٨٨	٢,٠٠	٦١	٦١
٦٨	٦٧	٦٧	٦٨	٦٧	٦٧	٦٨	٦٩	٦٨	٦٩	٥٨	٠,٧٧	٠,٧٧
٠,٧٦	٠,٩٦	٠,٩٩	٠,٩٩	٠,٦٧	٠,٨٨	٠,٦٣	٠,٦٥	١,٠٤	٠,٩٨	٠,٩١	٠,٧٧	٠,٧٧

* العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ٥.٪

[illegible]

الجدول (١١) تأثير اختلاف عامل الجنس

محاور وفروض الدراسة												
اختبار كروسكال وولس	العوامل الرئيسية التي ساهمت في امتداد تداعيات الأزمة المالية	آثار الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية	مقترحات لمعالجة الأزمة Hc									
الاملاعملي	العامة لسوق الكويت للأوراق المالية Ha	الكويت للأوراق المالية Hb	مقترحات لمعالجة الأزمة Hc									
متغير المؤملات العلمية	Ha1	Ha2	Ha3	Ha4	Ha5	Ha6	Hb1	Hb2	Hb3	Hc1	Hc2	التخوفات من الدول تحت مظلة القانون الاستقرار المالي
الانحراف المعياري	١,٦٨	١,١٢	٢,١٢	١,٩٢	٢,٠٢	١,٥٢	١,٩٥	٢,٢٩	٢,٩٥	٢,٠٩	٢,٤٢	٢,٤٢
الانحراف المعياري	١,١٢	١,١٢	١,١٢	١,١٢	١,١٢	١,١٢	١,١٤	١,١٢	١,١٤	٩٧	٩٩	٩٩
الانحراف المعياري	٠,٢٢	٠,٩٢	٠,٩٢	٠,٧٢	٠,٨٩	٠,٣٨	٠,٧٢	١,٠١	٠,٩١	٠,٨٢	٠,٨٢	٠,٨٢
الانحراف المعياري	١,٤٩	٢,٠١	٢,٢١	٢,٠٨	١,٨٩	١,٤١	١,٧٨	٢,٠٩	٢,١٧	٢,٢٢	٢,١٥	٢,١٥
الانحراف المعياري	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١	١,٢	١,٢	١,٢
الانحراف المعياري	٠,٤٩١	٠,٨٨	٠,٩٨	١,٠٨	٠,٧٥	٠,٣٥	٠,٥٥	١,٠٥	١,١٩١	١,٠٥	١,٠٥	١,٠٥
الانحراف المعياري	١,٦٥٩	٢,١٥	٢,٢٠	١,٩٤٤	٢,٠٠٧	١,٥٠١	١,٩٢٣	٢,٢٥٥	٢,٩١٧	٢,١٠٧	٢,١٠١	٢,١٠١
الانحراف المعياري	١,٣٠	١,٢٩	١,٢٩	١,٣٠	١,٣٠	١,٢٩	١,٢٩	١,٢٩	١,٢٩	١,٢٩	١,٢٩	١,٢٩
الانحراف المعياري	٠,١٢٢	٠,٩٠١	٠,٩٠٨	٠,٧٢٤	٠,٨١٢	٠,٣٨٢	٠,٣١٢	١,٠١٧	٠,٩٩٠	٠,٩١٠	٠,٨٥٥	٠,٨٥٥
الانحراف المعياري	٠,٢٩١	٠,٤١١	٠,٣٨٩	٠,٤١١	٠,٣٧٤	٠,٣٢٠	٠,٢١٢	١,١٧٧	٠,٩٠	٠,٥١٦	٠,١٢٧	٠,١٢٧

*العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ٥٪.

الجدول (١٢) تأثير عامل سنوات الخبرة

محاور وفروض الدراسة											
اختبار كروسكال وولس			العوامل الرئيسية التي ساهمت في امتداد تفاعيات الأزمة المالية			مقترحات لمعالجة الأزمة Hc			الاختيار كروميسكال وولس		
اللامعلمي			العامة لسوق الكويت للأوراق المالية Ha			الكويت للأوراق المالية Hb			الاختيار كروميسكال وولس		
مقترحات لمعالجة الأزمة Hc			الاختيار كروميسكال وولس			الاختيار كروميسكال وولس			الاختيار كروميسكال وولس		
Ha1	Ha2	Ha3	Ha4	Ha5	Ha6	Hb1	Hb2	Hb3	Hc1	Hc2	مقترحات لمعالجة الأزمة Hc
الاتزام بتطبيق القوانين	عوامل خارجية زادت من حدة الأزمة	تور وسائل الإعلام وموقع الحسابات	قنوات المستثمر وجهات الرقابة لسوق الكويت للأوراق المالية	الاكتساب و التوزيع لضمان أسعار الأسهم	إدارة المخاطر	الأقل السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية	بعض المكاسب من الأزمة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية	نتائج أزمة وثقافة على الشركات والمستثمرين والتجميع	وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ والقرعة	وجهات النظر حول القوانين وخطط الإنقاذ والقرعة	مقترحات لمعالجة الأزمة Hc
مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة	مقترحات سنوات الخبرة
١٧٩	١٢	٢٢٤	١٨٤	٣	٥١	٨٤	١٨	٧٧	٢٠	١٢	٢٠٢
٢٥	٢٥	٢٤	٢٥	٢٤	٢٥	٢٥	٢٥	٢٥	٢٩	٢٩	٢٩
٠,٨١	١,٠٠	٠,٩٧	٠,٦٩	٠,٦٩	٠,٧٢	٠,٥٥	١,٠٢	٠,٨٤	٠,٨٤	٠,٧٠	٠,٧٠
١,٧٠	٢,٢٠	٢,٣١	١,٩١	١,٩٤	١,٥١	١,٩٧	٣,٣٥	٢,٩٨	٣,٠٦	٢,٢٦	٢,٢٦
٤٠	٣٩	٣٩	٤٠	٤٠	٤٠	٤٠	٤٠	٤٠	٣٢	٣٢	٣٢
٠,٧٠	١,٠٧	٠,٩٤	٠,٦٦	٠,٨٠	٠,٦٦	٠,٦٨	١,١٣	٠,٩٩	١,٠٦	٠,٩٢	٠,٩٢
١,٦٤	٢,١٩	٢,٤٧	٢,٠٠	٢,٠٥	١,٥٣	١,٩٨	٣,٤٢	٢,٧٣	٢,٨٨	٢,٦٣	٢,٦٣
٣٠	٢٩	٣١	٣٠	٣٠	٢٩	٣٠	٢٩	٣٠	٢٥	٢٧	٢٧
٠,٦٥	٠,٩٧	٠,٩٣	٠,٦٨	٠,٨٣	٠,٧٨	٠,٦٩	١,٠٥	٠,٨٨	٠,٩٢	٠,٧٣	٠,٧٣
الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري	الانحراف المعياري

د. هشام المجهد، د. فيصل العنزي، د. مشاري الفريح، د. عبداللطيف الرخيص

تابع / الجدول (١٢) تأثير عامل سنوات الخبرة

محاور وفروض الدراسة											
اختبار كروسكال ولس اللامعلمي	العوامل الرئيسية التي ساهمت في امتداد تعايدات الأزمة المالية	آثار الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية	مقترحات لمعالجة الأزمة								
Ha1	Ha2	Ha3	Ha4	Ha5	Ha6	Hb1	Hb2	Hb3	Hc1	Hc2	التخوفات من حزب القوانين مقالة القانون الاستقرار المالي
مقتر سنوات الخبرة	عول خارجية زادت من حدة الأزمة	تور وسائل الإعلام ومقاي الحسابات	قدرات المستقر وحدات الرقابة للسوق الكويتي للأوراق المالية	الاحتلال و القروض بضمن أسعار الأسهم	إدارة المخاطر	الأثر السلبية على سوق الكويت للأوراق المالية	بعض الكاسف من الأزمة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية	نتائج الأزمة وتأثيرها على الشركات والاستثمرين والبنك	وحدات النظر حول القوانين وخطط الإقلاق المقترحة		
١,٤٧	١,٩٤	٢,٢٨	٢,٠٥	٢,٠٩	١,٤٥	١,٨٤	٣,٤٥	٣,١٨	٣,٢٣	٢,٦٦	
٢٥	٢٦	٢٦	٢٥	٢٦	٢٥	٢٦	٢٦	٢٦	٢٣	٢٣	
٠,٥٢	٠,٦٩	٠,٧٨	٠,٩٦	٠,٨٢	٠,٥٦	٠,٥٢	٠,٩٠	١,٢٥	٠,٨٢	٠,٨١	
١,٦٧	٢,١٢	٢,٢٢	١,٩٤	٢,٠٠	١,٥٠	١,٩١	٣,٣٤	٢,٩١	٢,٠٩	٢,٣٩	
١٣٠	١٢٩	١٣٠	١٣٠	١٣٠	١٢٩	١٣١	١٣٠	١٣١	١٠٩	١١٢	
٠,٦٩	٠,٩٥	٠,٩١	٠,٧٤	٠,٨٧	٠,٦٨	٠,٦٢	١,٠٣	٠,٩٩	٠,٩٢	٠,٨٢	
٠,٠٩	٠,٥٩٧	٠,٥٨٥	٠,٤٩٤	٠,٧٩١	٠,٩٨٩	٠,٩٤٦	٠,٧٨	٠,٦٨٦	٠,٩	٠,٤٦٤	
مستوى المعنوية	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	غير معنوي
معدنية الفروق	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	مستوى	غير معنوي

العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١/٠.

العلاقة معنوية عند مستوى دلالة أقل من ١/٠.

مدى إدراك متخذي القرار لتداعيات الأزمة المالية العالمية.....

القوانين (مستوى المعنوية، ٠,٠٠٩) وبالنظر إلى المتوسطات الحسابية لمستويات الخبرة بالنسبة لهذا المحور نجد أن جميع الآراء إيجابية لجميع مستويات الخبرة إلا أن مستويات الخبرة الطويلة جاءت أكثر إيجابية من مستويات الخبرة القصيرة، وهو قد يبرر نظرة أصحاب الخبرات الطويلة عن نظرائهم من حيث إن عدم الالتزام بتطبيق القوانين يؤثر سلباً على أداء السوق ويكرر سيناريوهات ظهور أزمات أخرى في الأفق، كما أشارت إليه الدراسات (Elimam, 1996; Butler and Malaikah, 1992)، وعليه، يتم دعم الفرض الأول H_{a1} من خلال الفرض الجزئي H_a .

مناقشة نتائج الدراسة ودلالاتها:

في ضوء نتائج التحليلات الإحصائية واختبار الفروض توصل الباحثون إلى عدد من النتائج، أهمها:

١ - أظهرت نتائج الدراسة أن جميع آراء العينة المستهدفة كانت مؤيدة للأسباب التي أسهمت في تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية، كما أن النتائج أشارت إلى أن هذه الأسباب قد تؤدي إلى إمكانية تكرار سيناريوهات الأزمات في سوق الكويت للأوراق المالية المشار إليها في الدراسات السابقة، وذلك لعدم الالتزام بتطبيق القوانين بخصوص الرقابة والإفصاح الكامل وأيضاً لمبالغة المستثمر عموماً بقراراته الاستثمارية وغياب مفهوم إدارة المخاطر وهو ما يبين عدم استفادة الأطراف ذات الصلة من الدروس السابقة للأزمات المالية التي حدثت في دولة الكويت كما في أزمة المناخ. كما توصلت نتائج هذا البحث إلى أن هناك أسباباً أخرى زادت من حدة الأزمة مثل مغادرة المستثمر الأجنبي وقلة القنوات الاستثمارية والخلاف والتعطيل من قبل كل من الحكومة ومجلس الأمة وتأخر خطط الإنقاذ الحكومية.

٢ - إن امتداد تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية تسببت بانخفاض مستويات الثقة بالسوق المالي الكويتي وعلى مقدرة الاقتصاد الوطني على الانتعاش، بالإضافة إلى تحقيق خسائر رأسمالية في

الأصول المالية للمستثمرين والشركات وعدم قدرة البنوك على تسوية ديونها ووقف وشطب العديد من الشركات المدرجة وظهور مشاكل اجتماعية بالمجتمع، وهو ما حدث تماماً خلال الفترة اللاحقة لأزمة عام ١٩٧٦ والمناخ؛ حيث أثرت سلباً على الاقتصاد الكويتي وعانى خسائر كبيرة انتقلت عداها من سوق الكويت للأوراق المالية إلى جميع المرافق الاقتصادية في البلد (Almujaed, 2011; Salam, 2002; Butler and Malaikah, 1992).

٣ - توصلت نتائج البحث أيضاً إلى عدم فعالية غالبية القوانين وخطط الإنقاذ المطروحة في علاج الأزمة؛ حيث شكك المشاركون في البحث بقدرة تلك القوانين في العبور بسوق الكويت للأوراق المالية إلى بر الأمان. بالإضافة إلى ذلك جاءت الآراء مؤيدة لوجود مخاوف من الوقوع تحت طائلة قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩؛ حيث يرى المشاركون أن القانون عقيم في قدرته على مواجهة المصاعب المالية للشركات الاستثمارية وقطاعات الأعمال الأخرى، وأنهم يرون أن دخول الشركات تحت طائلة القانون يرعب الشركات من خطر الإفلاس في حال فشلت عملية الإنقاذ، ويكشف سوء إدارة الشركات وضحالة مستويات الإفصاح لمعظم الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية، ويؤكد ما أشارت إليه الدراسات السابقة (Almujaed, 2011; Salam, 2002).

٤ - وفي النهاية، خلصت هذه الدراسة إلى عدد من التوصيات تم تبويبها بصورة نقاط لمساعدة متخذي القرار وأصحاب المصالح بتشخيص أوجه الخلل والقصور؛ وذلك لمعالجة آثار تلك الأزمة المالية على سوق الكويت للأوراق المالية، وتجنب حدوثها مرة أخرى.

الحلول والتوصيات:

في ضوء نتائج الدراسة ومن خلال الاطلاع على تداعيات الأزمة والرجوع إلى الدراسات السابقة، يمكننا أن نلخص بعض الحلول والتوصيات التي سيكون لها وقع إيجابي على الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية:

١ - إن قانون الاستقرار المالي لسنة ٢٠٠٩ لم يثبت فعاليته في معالجة تداعيات الأزمة؛ حيث إنه يفرض قيوداً مرهقة، وإن المحكمة الخاصة بإعادة الهيكلة بذلك القانون تتخذ قراراً أحادياً دون الأخذ بحقوق الدائنين، لذلك نوصي بتخفيف القيود والشروط على الشركات وبخاصة تلك الاستثمارية التي مازالت تعاني حتى يمكنها الاستفادة من القانون، كما نوصي بإشراك جموع الدائنين بقرارات المحكمة والشركة الخاصة بإعادة الهيكلة.

٢ - للحكومة - عموماً - والبنك المركزي دور جوهري في علاج مشكلات الشركات التي مازالت متعثرة بسوق الكويت للأوراق المالية، وبخاصة تلك الشركات ذات الملاءة المالية الجيدة وتلك ذات الدين.

٣ - لفتت الأزمة المالية العالمية والأزمات المالية السابقة التي عصفت بأسواق المال ولا تغفل محلياً أزمة سوق المناخ (Almujamed, 2011; Salam, 1992; Butler and Malaikah, 2002)، إلى أن الاقتصاد الحر ليس بالضرورة غياب الدولة عن الرقابة بحجة أن الأسواق تصحح نفسها بناء على العرض والطلب، فهناك دور رئيسي للحكومات في الرقابة والمتابعة وأحياناً التدخل المباشر لتصحيح الخلل؛ فمثلاً لبنك الكويت المركزي وهيئة أسواق المال دور مهم في تفقد فقاعات الأسعار التي تحدث في السوق، وعليه اتخاذ الإجراءات اللازمة وتفعيل السياسات النقدية وضمان الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة الدولية بهدف رفع مستويات الشفافية والإفصاح وأيضاً فرض رقابة أكثر على أداء الشركات المدرجة عن طريق تفعيل مستويات أفضل من حوكمة الشركات.

٤ - ضبط الشركات الورقية بعيداً عن تلك التي سادت في أثناء أزمة المناخ وفقاً لما أشارت إليه الدراسات السابقة والتركيز على المشروعات الإنتاجية الواضحة ذات مستويات الدين المعقولة وتنويع القنوات الاستثمارية في الدولة وخلق فرص استثمارية جديدة في قطاعات الإنتاج

الحقيقية ولاسيما قطاع الصناعة وتشجيع المستثمر الأجنبي وإعطاء بعض الإعفاءات الضريبية للمستثمرين لفترة من الزمن.

محددات الدراسة والبحوث المستقبلية:

يتمثل المحدد الرئيسي للدراسة في أن هذا البحث لم يستند إلى مقاييس مالية أو اقتصادية كذلك التي تستخدم منهجية دراسة الحدث "event study methodology" في قياس تداعيات الأزمة المالية من خلال الاعتماد على مقاييس موضوعية بعيدة عن الأحكام الشخصية (Strong, 1992) (عناسوة وآخرون ٢٠١١). واعتمدت آراء العينة أيضاً على عدد معين من المشاركين بالسوق، من أمثال المستثمر (الفرد ومدير المحفظة) والمحلل المالي والمقرض والأكاديمي، لذا يجب على كل من يستعين بنتائج هذا البحث أن يتوخى الحذر في تفسير نتائجه وفي تعميمها على عينة أخرى غير مجتمع الدراسة. كما تجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة طرحت العديد من الموضوعات التي يمكن تبنيها لإعداد أبحاث مستقبلية مثل عمل مقابلات شخصية لبحث عميق حول موضوع الدراسة أو توزيع الاستبانة على عدد كبير من الفئات التي لم تشملها الدراسة من مثل مديري الصناديق والمحافظ الاستثمارية الحكومية (هيئة الاستثمار والتأمينات الاجتماعية) وغيرهم من المتفاعلين مع السوق. ويمكن تطبيق هذه الاستمارة لتشمل مستثمرين من أسواق أخرى من مثل أسواق دول الخليج أو أسواق أخرى، وذلك للبحث والمقارنة.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

- الشيخ، الداوي. (٢٠٠٩). الأزمة المالية العالمية: انعكاساتها وحلولها. مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي. جامعة الجنان. طرابلس. لبنان.
- اللائحة التنفيذية للمرسوم بقانون رقم (٢) لسنة ٢٠٠٩ بشأن تعزيز الاستقرار المالي في دولة الكويت. بنك الكويت المركزي.
- بدوي، أحمد. (٢٠١٠)، الحوافز المالية والنقدية في الدول العربية إبان الأزمة المالية العامة وانعكاساتها على جهود الإصلاح المال. أبوظبي: صندوق النقد العربي. دراسات اقتصادية.
- الجوزي، جميلة. (٢٠٠٩). أسباب الأزمة المالية العالمية وجذورها، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي. جامعة الجنان. لبنان. ص ٥.
- حدح، نبيل. (٢٠١٠). تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي. أبوظبي: صندوق النقد العربي. دراسات اقتصادية.
- حماد، طارق عبدالعال. (٢٠٠٩). حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية. الدار الجامعية: الإسكندرية.
- محكمة الاستئناف. (٢٠١٠). حكم محكمة الاستئناف رقم ٢٠١٠/١ إعادة هيكلة الشركات. دار الاستثمار. (حكم غير منشور).
- محكمة الاستئناف. (٢٠١١). حكم محكمة الاستئناف رقم ٢٠١١/٣ إعادة هيكلة الشركات. شركة أعيان للإجارة والاستثمار. (حكم غير منشور).
- زيتون، محيا؛ هيبه، أحمد؛ عبد الحميد، مها. (٢٠١٠). آثار الأزمة

المالية / الاقتصادية العالمية على قطاع السياحة في مصر. الطبعة الأولى. القاهرة. منظمة العمل الدولية.

— مطر، محمد؛ نور، عبدالناصر؛ القشي، ظاهر. (٢٠٠٩). العلاقة المتبادلة بين معايير القيمة العادلة والأزمة المالية العالمية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. بغداد. يونيو ٢٠٠٩. العدد ٢٠ (أ). ص ص ١٧٥ - ٢٠٨.

— طالب، محمد الأمين وليد. (٢٠١٠). انعكاسات الأزمة المالية العالمية "٢٠٠٨" على سياسات صندوق النقد الدولي. مجلة الاقتصاد والمجتمع. العدد ٦/٢٠١٦.

— كافي، مصطفى يوسف. (٢٠١٣). الأزمة المالية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها - أسبابها - تداعياتها - آفاقها). الطبعة الأولى. مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

— السلطان، مخلد؛ السمان، علاء؛ الهولان، وليد؛ الفكر، أنور. (٢٠١١). الشمالي يعد تقريراً عن المحفظة المليارية وكيفية المحافظة على استقرار السوق: الاقتصاد في العناية الفائقة. جريدة الراي الكويتية.

— العويشق، عبدالعزيز حمد. (٢٠٠٩). تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد في دول التعاون الخليجي وطرق مواجهتها. مجلس التعاون الخليجي.

— إسماعيل، عبدالرحمن. (٢٠٠٨). الأسهم الكويتية تستبق دخول المحفظة المليارية بارتداد قوي و"الوطني" يعتزم شراء ٤٠٪ من بنك بوبيان. جريدة الاقتصادية. العدد ٥٥٥٣.

<http://www.aleqt.com/2008/12/24/article176794.html>

— الفلاج، عبدالله. (٢٠٠٩). مستقبل الأنظمة والقوانين في ظل الأزمة المالية. الإسلام اليوم. الرابط الإلكتروني:

<http://www.islamtoday.net/bohooth/artshow-86-128962.htm>.

- موسى، عماد. (٢٠٠٩). أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال. المعهد العربي للتخطيط. جامعة الكويت. دولة الكويت.
- عناسوة، محمد سلامة؛ حمدان، علام محمد؛ العتيبي، محمود حسني. (٢٠١١). أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية: دراسة حالة. مجلة بحوث اقتصادية عربية. الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ومركز دراسات الوحدة العربية. العدد ٥٦-٥٥. ص ص ٥٣-٦٥.
- كورتل، ريد. (٢٠٠٩). الأزمة المالية العالمية: ورقة عمل مقدمة في الملتقى العلمي المنعقد ٢٠ - ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩. جامعة فرحات عباس. سطيف. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. الجزائر.
- قانون رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٨ بشأن ضمان الودائع لدى البنوك المحلية في دولة الكويت. الفصل التشريعي الثاني عشر. دور الانعقاد العادي الثاني. مجلس الأمة. دولة الكويت.
- قناة العربية. (٢٠١٣). السعد: الهيئة استثمرت ٤٥٪ من المحفظة المليارية في سوق الكويت.
<http://www.alarabiya.net/articles/2013/01/26/262661.htm>.
- الشراح، رمضان علي. (٢٠٠٩). الأزمات المالية العالمية: أسبابها - آثارها - انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت. اتحاد الشركات الاستثمارية. دولة الكويت.
- الشراح، رمضان علي. (٢٠١٢). أزمات العقد الأول من القرن الحادي والعشرين وانعكاساتها على الاقتصاد العربي: الأسباب - الآثار - العلاج. الكويت: الشركة العصرية للطباعة والنشر والتوزيع.
- تقرير البنك الدولي. (٢٠١٢). معايير وقواعد الإعسار وحقوق الدائنين

في الكويت. ندوة أقيمت في وزارة التجارة والصناعة بتاريخ ٤ يونيو ٢٠١٢. دولة الكويت.

– البلعاوي، كمال. (٢٠١٠). الفقاعة الأزمة... النظام الرأسمالي. الحوار المتمدن. المحور: العولمة وتطورات العالم المعاصر. العدد: ٢٩١٧.

ثانياً – المراجع الأجنبية:

- Al-Shamali, M. (1989). Weak Form Efficiency and Factors Leading to Market Efficiency in the Kuwait Stock Market, Unpublished PhD Thesis, Loughborough University, Loughborough.
- Almujaed, H. (2011). Can The Use of Technical Analysis in Emerging Markets be Profitable: The Case of Kuwait?, VDM Verlag Dr. Müller.
- Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. and Lee, S. H. (2008). The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues. Financial Market Trends - OECD.
- Butler, K. C. and Malaikah, S. J. (1992). Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia. Journal of Banking and Finance, Vol. 16, No. 1, pp. 197-210.
- Cheng, W. (2011). Financial Crisis of 2007-2010. Department of Economics SUNY at Buffalo.
- Jarvis, J. (2012). The Crisis of Credit Visualized. Website: www.crisisofcredit.com
- Elimam, A. A., Girgis, M., and Kotob, S. (1996). The Use of Linear Programming in Disentangling the Bankruptcies of Al-Manakh Stock Market Crash. Operations Research, Vol. 44 No. 5, pp. 665-676.
- Hair, J.F. JR, Black, W. C., Babin, B. J. and Rolph A. E. (2009). Applied Multivariate Data Analysis, Seventh Edition, Printice Hall.
- IMF. (2009), The implications of the global financial crisis for low-income countries. International Monetary Fund, March 2009.
- Lavin, C., and Coburn, T. (2011). Wall Street and the financial crisis: Anatomy of a financial collapse. Majority and Minority staff

report - Permanent Subcommittee on Investigations - United States Senate.

- Nanto, D. (2009). The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications. Congressional Research Services.
- KIA. (2014). "Several Bulletins from Kuwait Investment Authority". Available: <http://www.kia.gov.kw/en/MEDIARESOURCES/pressreleases/Pages/pressrelease5.aspx>, 3.8.2015.
- Krugman, P. (2009). Revenge of the Glut. The New York Times, March 1.
- KSE. (2015). "Several Bulletins from Kuwait Stock Exchange". Available: <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/InvGuide.aspx,%20> 3.8.2015.
- Salam, S. E. (2002). Crisis Management in Stock Exchanges. Abu Dhabi: Abu Dhabi Press.
- SEC Quarterly. (2009). The Global Financial Meltdown: Implication for Nigerian Managers. Jan - March, Vol. 1, pp. 6-9.
- Sharma, S. (1988). Applied Multivariate Techniques. USA, John Wiley & Sons Inc.
- Soros, G. (2008). The Crash of 2008 and What it means: The New Paradigm for Financial Markets. New York: Public Affairs.
- Strong, N. (1992). Modeling Abnormal Returns: A Review Article, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 29, No.4, pp. 533-553.
- Woods, T. E. (2009). Meltdown: A free-market look at why the stock market collapsed, the economy tanked, and Government bailouts will make things worse. Washington: Regnery Publishing Inc.
- Xinzi, Z. (2013). Risk Radar Report. Risk Management Society, Nottingham Trent University.