

نحو خلق سوق مالية كويتية قابلة للتطوير والنمو

د. ا. د. عيسى ور. لم. السيد *

المقدمة :

يمكن الدافع الاساسي وراء خلق الاسواق المالية وتطويرها في تشعب وظائف الادخار والاستثمار ، ففي اقتصاد ما ، وحيث تتمتع جميع الوحدات الاقتصادية فيه باكتفائها الذاتي ، اي قدرتها على تمويل جميع استثماراتها الكاملة ذاتيا ، لن يكون هناك ضرورة لسوق مالية . ولكن هذه ليست الحال في معظم الاقتصاديات الحديثة ، وهنا فان بعض الوحدات الاقتصادية تميل الى تحقيق مدخرات يفوق حجمها حجم الاستثمارات التي ترغب في توظيفها داخليا ، بينما تتجه غيرها من الوحدات الاخرى الى الاحتفاظ بمعدلات من الادخار تقل عما تحتاجه فعليا لمواجهة متطلبات مخططاتها الاستثمارية . ويتمخض عن ذلك نشوء مجموعتين من الوحدات الاقتصادية ، وحدات الفائض ووحدات العجز وهكذا ، فان وجود سوق مالية يعد امرا حتميا ومطلوبا لتسهيل انتقال فائض الاموال من وحدات الفائض الاقتصادية الى وحدات العجز اي من المستثمرين الى المقترضين . وتبعاً لذلك تقوم وحدات العجز باصدار اصول مالية مقابل الاموال المقترضة . ولأجل القيام بعملية المبادلة هذه بكفاءة ، ينبغي للسوق المالية أن تشتتل على دليل لبدائل الاستثمار ونظام يضبط انتقال فائض الاموال . وبالنظر الى اقتصاديات السوق market economies يلاحظ أن الدليل الرئيسي لها ينحصر في القدرة الانتاجية لرأس المال . ووفقاً لهذا الدليل فان الاموال الفائضة توجه الى القنوات الاستثمارية التي تعد بالربح الاكبر . ومن جهة أخرى فان عملية الانتقال يتم انجازها - بشكل رئيسي - بواسطة شبكة من المؤسسات المالية تختلف من بلد الى آخر باختلاف تركيبها وتعقيدها وخبراتها .

ويهدف هذا البحث الى دراسة السوق المالية الكويتية وذلك بالنظر الى تركيبها وتطورها والامكانات المتاحة امامها . وقبل الشروع في ذلك ينبغي علينا :

(Carbondale)

المؤلفان استاذان مساعدان في علم الموارد المالية في جامعة
Southern Illinois على التوالي . Western Michigan جامعة

١ - تحديد التعريف الواضح لمصطلح (السوق المالية) . ما هي السوق المالية ؟

السوق المالية هي مجرد (آلية) أو مكان يتم من خلاله تبادل الأصول المالية .
وسواء كان لهذه السوق موقع جغرافي محدد أو لم يكن ، فإنها تعمل على تسهيل المتاجرة بجميع أنواع **المطالبات المالية financial claims** قديمة وجديدة ، قصيرة أو طويلة الامد ، مجازفة أو غير مجازفة . بصيغة أخرى فإن السوق استحقاق ومخاطر العائد المتدرجة . والطريقة المثلى لدراسة السوق المالية هي معابنتها على أنها مزيج من سوقين فرعيين هما (**السوق النقدية**) و (**سوق رأس المال**) ومن ثم تحديد تعريف واضح لكل منهما .

وقد تم تعريف مصطلح (**السوق النقدية**) على أنه ذلك القطاع من **السوق المالية** الذي يتخصص في **الاوراق المالية القابلة للتحويل negotiable securities** أو **وثائق الدين evidences of debit** (كالمحركات والسندات على أنواعها والرهونات والاوراق المالية المثبتة للدين) ذات آجال الاستحقاق القصيرة نسبياً .
فالقسم الأكبر من الأموال اللازمة لتمويل اقتناء السندات ، وما إليها من هذه الأصول ، يتم سحبه من ذلك الجزء من الاحتياطي النقدي للدولة من النقد المخصص لأغراض التوظيف القصير الامد (١) . وهناك تعريف أكثر وضوحاً ينص على أن **السوق النقدية** تشمل التدابير والإجراءات المختلفة التي تسهل عملية إصدار وتداول واسترداد **المستندات المنخفضة المخاطر والقصيرة الأجل والقابلة للتسويق** ، والتي لا تتغير أسعارها إلا بشكل معتدل (٢) . وبصيغة أخرى فإن السوق النقدية هي شبكة مالية تؤدي وظيفة الوساطة بين كافة الأعضاء **المشاركين** . أما الأصول المالية المتبادلة فهي :

١ - **البدائل المقاربة للنقد close money substitutes** التي تتراوح آجال استحقاقها بين يوم واحد وعام واحد .

٢ - **إصدارات المقرضين من الفئة الممتازة** من ذوي الملاءة المالية الموثوقة والسمعة الحسنة في سوق الاقتراض وبذلك فهم أقل تعرضاً لمخاطر الدين ومعدلات الفائدة .

٣ - **الأصول التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة وصلاحيّة التداول في السوق** .

ومن جهة أخرى فإن المصطلح (**سوق رأس المال**) يشير إلى التنظيمات التي تسهل عملية تبادل **سندات الدين الطويلة الأجل ورأس مال الأسهم** . وتتميز الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال بتركيب استحقاقاتها التي تتعدى العام الواحد وبصفات **الارتفاع النسبي في كل من المخاطر ومعدلات العائد high risk-return attributes** كما أنها تتميز بدرجة أدنى من السيولة

بالمقارنة مع أدوات السوق النقدية وتبرز التعريفات السابقة للسوق النقدية وسوق رأس المال اعتبارين هامين :

الاول : يتعلق بطبيعة الادوات المالية المتاجر بها ، ميزاتها الاستثمارية و **آجال استحقاقها وتركيب عائدها** . اما الثاني : فيتعلق بالمركب المؤسسي institutional complex الذي يؤدي وظيفة الوساطة أي تحويل الاموال من وحدات الاقتراض الى وحدات الاقتراض .

ان مصطلح (السوق المالية) كما هو مستخدم في هذا البحث يعتبر مفهوماً أوسع وأكثر شمولاً ، فهو يضم السوق النقدية وسوق رأس المال ، ولذا يعالج جميع أنواع الأصول المالية بجميع أنواع آجال الاستحقاق ومخاطر العائد المتدرجة بجميع فئات المستثمرين . وتقسيم السوق المالية الى سوق نقدية وسوق رأس المال — وان كان مفيداً من منطلق التقسيم المفاهيمي — الا انه يظل على أفضل تقدير تقسيماً عشوائياً ، فالاسواق المالية الأكثر تطوراً تعتبر على درجة عالية من التكامل والتداخل الوثيق ، وتكون عوائق تدفق الاموال من أحد قطاعات السوق لقطاع آخر ضئيلة في العادة . فنفقات التحويل مثلاً تكون منخفضة كما ان المعلومات الخاصة بفوارق العائد دائماً متيسرة والمشاركين في قطاعات السوق المختلفة في كثير من الاحيان كما هم دون تغيير .

منفعة السوق المالية النشطة : The Utility of An Active Financial market.

لتطوير السوق المالية بشكل فعال ، ينبغي ادراك مدى ما تعود به من منفعة على عموم الاقتصاد . وبوجه عام فان تشكل الاسواق الكفؤة ضروري جداً لتأمين التوزيع الأمثل لكل من الكفاءة الرأسمالية والادارية ، ومن ثم في تكوين رأس المال المناسب ، وتحقيق نمو اقتصادي عام . ولذا فالحكومة الوطنية التي تعمل جادة على تطوير مواردها النقدية وتحقيق الرفاهية لمواطنيها تجد انه من الافضل اتخاذ خطوات ايجابية ومدروسة لمباشرة وتشجيع تطوير سوقها المالية . وعلى وجه الخصوص فان كل وحدة اقتصادية مشاركة عامة كانت أم خاصة يهمها نشوء سوق مالية كفؤة خاصة .

ومن وجهة نظر الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي فان من شأن سوق مالية كفؤة أن توفر لها مجموعة من مجالات الاستثمار التي تتناسب وأفضلياتها بالنسبة للمخاطر والعوائد risk-return preferences ومن ثم تساعد على زيادة ثروتها . وفي غياب سوق مالية يبقى فائض الاموال لدى هذه الوحدات عديم الجدوى نسبياً . اما الوحدات الاقتصادية ذات العجز ، فتتظر الى السوق المالية كمصدر للاموال التي تحتاجها للحفاظ على طاقتها الانتاجية أو

لتوسيعها ، علاوة على ذلك فان ادراك هذه الوحدات للتأمين المناسب من التمويل الذي تخطى به يجعلها اكثر حماسا لادارة مواردها السائلة بكفاءة واتقان .

وباختصار فان من شأن سوق مالية متطورة ونشطة أن توفر برنامجا كاملا للفعالية لجميع الوحدات الاقتصادية . وكلما كانت السوق المالية أكثر تطورا كلما توفرت فرص أكثر لاستثمار افضل وادارة كفؤة للموارد النقدية المتاحة .

لذا فالبنوك المركزية ذات مصلحة اساسية في قيام سوق مالية نشطة ، وباعتبارها الملجأ الاخير للاقراض ، فان البنوك المركزية ينظر اليها كمصدر رئيسي للسيولة في اي اقتصاد . ومع ذلك فيمكن للسوق المالية المتطورة أن تؤدي وظيفة المصدر الفوري للسيولة . غير أن فائدة السوق المالية للبنوك المركزية تتعدى مع ذلك وظيفتها كمصدر فوري لسيولة ، اذ انها تساعد البنك المركزي على القيام بمهام وظيفته الاولى وهي الموازنة ما بين كلفة وحجم الائتمان . ومن خلال ادوات التحكم الرئيسية في الائتمان مثل السوق المفتوحة والاحتياطي القانوني واعادة الخصم يستطيع البنك المركزي توسيع او تقليص عرض النقد في البلد ومن ثم مراقبة حجم وتكلفة الائتمان اما غياب الاسواق المالية المتطورة في معظم البلدان النامية فانه يجعل من استخدام هذه الادوات وبخاصة عمليات السوق المفتوحة امرا غير ممكن تقريبا . واجمالا ، فان البنوك المركزية لها مصلحة حيوية في خلق الاسواق المالية وتطويرها اذ ان مثل هذه الاسواق تسهل لها بالتاكيد القيام بوظيفة الادارة النقدية .

فضلا عن مصلحتها في تنفيذ سياستها النقدية بفعالية اكبر ، فان الحكومات تهتم أيضا بالسهولة التي يمكن أن تباشر بها سياستها المالية . وفي الواقع فان أحد الاهتمامات الرئيسية لحكومات الدول الصناعية هو اختيار (المزيج) الافضل من السياسات النقدية والمالية الذي يمكنها من تعزيز النمو الاقتصادي والحفاظ على استقرار الاسعار وتحقيق مستوى عمالة مرتفع . ولكن معظم البلدان النامية لم تصل الى درجة عالية من التطور المعقد ، كما أن طموحاتها المباشرة قد تكون محصورة في رغبتها في اقامة سوق مالية لتسهيل تمويل موازاناتها ، وكلما ازدادت الاهمية النسبية للدين العام بالنسبة للاقتصاد ، ازدادت أهمية السوق المالية . ولذلك فانه بغير وجود سوق مالية نشطة يكون صعبا على الحكومات بيع سنداتنا ، ناهيك عن ادارة اقتصادها . ومن الحقائق المعروفة أن قبول ورواج السندات الحكومية يعتمد على ضمانها النسبي وقابليتها للتسويق وسيولتها ، وبينما يعتبر عنصر الضمان امرا مفروضا فان مستوى التسويق والسيولة يتأثر كثيرا بمستوى مرونة السوق المالية وتطورها أفقيا ورأسيا (٣) .

ومع ذلك فلا ينبغي أن يستنتج مما ذكر سابقا أن فائدة السوق المالية المتطورة تقتصر على الاقطار ذات العجز في ميزانياتها . وبالعكس فان بمقدور

دول الفائض في الميزانية ايضا ان تجني معظم فوائد السوق ان لم تكن جميعها .
مميزات السوق المالية النشطة حسبها اثير من قبل هي مميزات شمولية الى
حد ما ، ومن جهة اخرى فان الفائض في الميزانية قد يثبت انه ظاهرة وقتية .

الشروط الاساسية للسوق المالية :

وتحتاج السوق المالية الى مجموعة من الشروط الاساسية من اجل تحديد
مجالات توزيع راس المال ، وكلما تم توافر عدد اكبر من هذه الشروط كلما كانت
السوق المالية اكثر فعالية ، ومن اهم هذه الشروط ما يلي :

- ١ - الاستقرار السياسي والاقتصادي .
- ٢ - نظام نقدي مستقر وسليم .
- ٣ - قوانين وقائية لحماية حقوق المستثمر .
- ٤ - حجم كبير من المدخرات التي تبحث عن قنوات استثمارية .
- ٥ - استقلالية وحدات الادخار والاستثمار .
- ٦ - تنوع كبير في الادوات المالية المصممة بحيث تلائم افضليات مخاطر عائد
المستثمر الحالي والمرقب .
- ٧ - شبكة من المتعاملين والسياسة ، للمحافظة على سوق ملائمة ومنظمة .

ومع ان هذه القائمة غير كاملة الا انها تشمل اهم الشروط الرئيسية التي
توفر لسوق المالية جو عمل خال من اي عوائق . اما عدم استيفاء واحد او اكثر
من هذه الشروط فمن شأنه ان يضيق من نطاقها ويعيق نموها وتطورها .
بعد هذه المقدمة القصيرة ننتقل لدراسة تطوير السوق المالية الكويتية
وتقييم طاقاتها .

السوق المالية الكويتية :

شهدت الكويت خلال العقدين المنصرمين تقدما ملحوظا في وضع اسس هيكل
مالي قابل للنمو والتطور . اذ تطورت السوق المالية الكويتية لتصبح اكثر الاسواق
تطورا في منطقة الخليج العربي ولتضم (مقابل مصرفين تجاريين في الخمسينات)
شبكة تشمل بنكا مركزيا ، وستة بنوك تجارية واربع بنوك متخصصة ، وخمس
عشرة شركة استثمار وخمس شركات تامين .

ويرجع هذا التطور البارز في مثل هذه المدة الوجيزة من الزمن الى الازدياد
المضطرد في عدد السكان (٤) وفي معدلات النمو الاقتصادي (٥) فضلا عن تحقق
معادل عال من الادخار ناتج عن عدم توفر امكانيات استثمار مناسبة ومربحة .
اما السبب الاخر للتوسع الملموس في الهيكل المالي الكويتي فهو نابع من رغبة

الكويت في ان تصبح المركز المالي للخليج العربي ، ان لم يكن في العالم العربي .
وما يسهل للكويت تحقيق ذلك الحلم هو الاستقرار الاقتصادي النسبي والنظام
النقدي المستقر والسليم وتوفر وعاء ادخاري ضخم يسمى لتوزيع امواله بين
قنوات الاستثمار المختلفة . ومن الناحية الاخرى توجد عوامل قد تعيق طموحات
الكويت لكي تصبح المركز المالي للوطن العربي ، مثل حجمها وموقعها الجغرافي ،
والطقس غير المحتمل خلال ثلثي السنة والبيئة الاجتماعية المحافظة والبيروقراطية
والروتين ، واهم من ذلك عدم توافر جهاز كاف من القدرات الادارية ذات الكفاءة
الابداعية العالية . ومع ذلك ينبغي للكويت ان تولي اولوية اهتماماتها لتطوير
سوقها المالية المحلية بطريقة تمكنها من استيعاب التنوع العريض لافضليات مخاطر
عائد مستثمريها . فالمستثمر الكويتي يجد نفسه حالياً مقيدا بفرص اختيار محدودة
لاستثماراته لا يتجاوز مداها المشاريع التجارية وسوق العقارات والاسهم العادية
في الشركات المحلية والتي تنطوي جميعها على درجة عالية من المجازفة ولذا فمن
الضروري تنويع ادوات الاستثمار المتاحة من اجل جذب واستيعاب المستثمر
الحذر والمتحفظ .

وفي دراسة السوق المالية الكويتية سنتبع الطريقة التقليدية في تقسيم
السوق العالية الى فرعيها الرئيسيين :

— السوق النقدية وسوق رأس المال .

السوق النقدية الكويتية

وبتحديد قاطع فانه ليس للكويت سوق نقدية يمكن التحدث عنها .
فالمصارف التجارية التي تشكل جوهر السوق النقدية ، تنحصر نشاطاتها في
تمويل التجارة الخارجية ، وفيما عدا الاوراق التجارية التي تنتج عن تمويل
النجارة ، فانه لا توجد اية اداة اخرى للسوق النقدية في الكويت . ومن اجل
تأمين احتياجاته من السيولة ، فالمستثمر الكويتي العادي يجد نفسه مرغبا على
استثمار فائض امواله في الادخار وحسابات الودائع لاجل لدى البنوك التجارية .
وكذلك فان كبار المستثمرين يحتفظون بحصص كبيرة من سيولتهم النقدية لدى
المصارف الاجنبية في الخارج ، وبخاصة في الفترات التي تكون فيها فوارق سعر
الفائدة عالية .

اما السيولة لدى البنوك التجارية فانها تتحقق عن طريق الاقتراض ما بين
البنوك inter-bank loans ومن خلال شبك الخصم لدى البنك المركزي ،
واهم من ذلك كله عن طريق استثمار هذه البنوك حصصا كبيرة من مواردها في
اصول اجنبية بخاصة على شكل ادخارات وودائع لاجل . وكما يبين جدول رقم (1)

فان البنوك التجارية في الكويت احتفظت بنحو ٥٥٪ من كامل أصولها في شكل اصول اجنبية في عام ١٩٧٤ .

وبينما استمرت نسبة الاصول الاجنبية الى اجمالي الاصول في الهبوط في السنوات الاخيرة فان القطاع المصرفي الكويتي ما يزال يعتمد بشكل كبير على الاسواق المالية الاجنبية في ادارة موارده المالية .

وحتى الان فان الحكومة الكويتية لم تقم ببذل اي جهود تذكر لاصدار ادوات السوق النقدية الخاصة بها للتمهيد لسوق نقدية محتملة اكثر حيوية . اما الادوات المالية الخاصة فمن غير المحتمل ظهورها بدون قيادة الحكومة وتشجيعها في هذا المضمار . والعائق الاخر امام تطور سوق نقدية قابلة للنمو في الكويت يبرز بالنظر الى الاقتراض قصير الاجل ، والذي لا يزال يستند الى الوساطات والعلاقات الشخصية بين المقرض والمقترض ، وذلك بدلا من معايير السوق النقدية اللاشخصية .

سوق رأس المال في الكويت :

كما هو الحال بالنسبة لسوق النقدية فان سوق رأس المال في الكويت ما تزال في مهد حداثتها . وتعزى عوائق نموها الى السيادة المميزة للدور الحكومي مقرونة بالحجم الصغير نسبيا للقاعدة الصناعية في البلاد الناشيء عن محدودية فرص الاستثمار — كما تمت الإشارة اليها سابقا . فضلا عن ذلك فان معظم مؤسسات سوق رأس المال لم تظهر الى حيز الوجود حتى عام ١٩٧٤ ولذا لم يكن لديها الوقت الكافي لتلمب دورها في تطوير سوق رأس المال .

وتوجد حاليا أربعة بنوك متخصصة : بنك التسليف والاخبار ، البنك العقاري الكويتي ، بنك الكويت الصناعي ، والصندوق الكويتي للتنمية الاقتصادية العربية .

أما المصرفان الاولان فيمارسان تمويل الاستثمارات العقارية بينما يهدف البنك الصناعي الى تقديم القروض اللازمة لتوسيع القاعدة الصناعية في البلاد . أما نشاطات صندوق التنمية فتتعدى حدود الكويت ، اذ يساهم في تمويل المشروعات الاقتصادية في الدول المجاورة .

وعلاوة على هذه المؤسسات المتخصصة ففي الكويت خمس عشرة شركة استثمار تؤدي وظائف عدة تتراوح بين الاستثمارات المباشرة في المشروعات العقارية ، الى الاستثمارات في الاصول المالية ، والى المساهمة في تغطية بعض الاصدارات من الاوراق المالية الدولية . ولا تقتصر نشاطات شركات الاستثمار

هذه على السوق الكويتية بل تمتد الى بقية العالم العربي واوروبا والولايات المتحدة ، ولكن معظم نشاطاتها الخاصة بتغطية الاصدارات **underwriting** تنحصر في توزيع بعض اصدارات السندات الدولية في الكويت . ولسوء الحظ فان الجزء الاكبر من هذه الاصدارات يوظف بالاشتراك مع الحكومة والمؤسسات الرئيسية الاخرى متجاوزا بذلك سوق رأس المال المحلية . فالحكومة تحتفظ بالسندات التي تشتريها حتى موعد استحقاقها فهي بالتالي لا تتداول في السوق الثانوية .

وفي عامي ١٩٧٥ و ١٩٧٦ قام البنك الصناعي الكويتي بطرح اول اصدارين من السندات المحلية . وقد اشتمل الاول على سندات بقيمة ٥ ملايين دينار كويتي بفائدة ٦.٥٪ ومدة استحقاق تبلغ ثلاث سنوات. بيعت بالقيمة الاسمية ، وتم تجاوز الاكتتاب بسرعة ، وبيعت نسبة ٧٥٪ من السندات الى المؤسسات والباقي للأفراد — اما الاصدار الثاني (بقيمة ٨ ملايين د.ك) فكان بفائدة قدرها ٦.٢٥٪ مستحق في عام ١٩٨١ .

ولعدة اعتبارات كان طرح هذين الاصدارين بمثابة نقطة تحول في تطوير السوق المالية الكويتية . **أولا** فلقد اتيح أمام المستثمر الكويتي ولاول مرة بديل استثماري محلي جديد يتميز بأن مخاطر العائد بالنسبة له تختلف كلية عن مثيلاتها في مجالات استثماراته المالية التقليدية اي الادخارات ، وودائع الاجل والاسهم العادية . **ثانيا** لقد مهدت الطريق أمام تطور اسواق نقدية ورأسمالية ثانوية في الكويت بعد أن اعرب البنك المركزي عن عزمه على السماح للبنوك التجارية باحتسابها كأصول سائلة واستخدامها كضمان لقروض مستقبلية . ومن هنا فان تطوير الاسواق النقدية والرأسمالية الثانوية يعتبر شرط أساسيا لارتقاء وتطوير السوق المالية الرئيسية . **ثالثا** لقد اتيحت الفرصة (وذلك أيضا لأول مرة) أمام كامل المجتمع الكويتي ليستثمر في هذين الاصدارين وقد كان ذلك بالتأكيد خطوة في الاتجاه الصحيح خاصة اذا ما تم توسيع نطاق هذا الامتياز الى سوق الاسهم العادية (٦) **رابعا** وبما أن جماعة الاستثمار الكويتية أصبحت أكثر اطلاعا على خصائص أدوات الدين فبإمكان الوحدات الاعتبارية **corporate units** الاخرى في الكويت أن تجد في ذلك فرصة مؤاتية في النهاية لاصدار سندات دين خاصة بها من أجل جني منافع فعاليتها المالية .

ولربما كان سوق الاسهم هو القطاع الأكثر تطورا في السوق المالية الكويتية ولكنه في نفس الوقت يعد الأكثر تقلبا . وجدول (٢) يبين هذه الدرجة العالية من عدم الاستقرار حسب معدل اسعار كل ثلاثة أشهر للمجموعات الصناعية المختلفة خلال ثمانية فصول متتالية . فقد زاد سعر السهم العادي من ٤٨ د.ك في الربع

الآخر من عام ١٩٧٥ الى ١١٣ د.ك في الربع الاخير من ١٩٧٦ ، وبصيغة أخرى فان معدل العائد تجاوز نسبة ١٤٠٪ سنوياً . ان هذا المعدل يعتبر عاليا جدا اذا قيس بأي من المعايير المعروفة . ولذا فانه غير مكفول قياسا بمستوى مخاطر العائد المفترضة . ومع ذلك فلم تشترك جميع الجماعات الصناعية او الشركات في هذه الحركة النشطة . غير الاعتيادية بنفس القدر ، فبعضها ، مثل القطاعات العقارية والاستثمارية ، تفوقت في السوق العام بهامش عريض وأخرى تخلفت كقطاع الملاحة على وجه الخصوص .

ولا يحتاج المراقب المطلع على السوق الكويتية الى كبير عناء كي يتنبأ بقصر اجل الارتفاع المذهل الذي طرا على مستوى سوق الاسهم العام . حيث ان ارتفاع مستوى الاسعار بهذه الطريقة لم يكن مبررا لتفوق الشركات في ادائها ولم تكفله طاقاتها المستقبلية .

وكما يبين جدول (٢) ، فان حركة السوق وصلت الى الذروة في نهاية ١٩٧٦ . وخلال التسعة اشهر التالية هبط معدل سعر السهم الواحد من أعلى حد ١١٣ د.ك الى ادنى حد ٧٩ د.ك او بنسبة ٣٠٪ وقد كانت القطاعات العقارية والصناعية هي اكثر المتضررين من هذا الهبوط .

ونتيجة لاستمرار هذا الهبوط الحاد ، فقد تزايد اهتمام قطاع الاستثمارات بالتعرف على الاسباب التي أدت الى هذا الاتجاه العكسي المفاجيء للسوق ، آملين في أن يمكنهم فهمهم لتلك الاسباب في اتخاذ السبل الناجعة التي ستؤدي بالسوق الى وضعه المستقر والصحيح . وبينما نلاحظ أن دورات سوق الاسهم هذه ليست غريبة على أي من أسواق الاسهم في مختلف بلدان العالم الا ان نهجها المثير بالسوق الكويتية يستدعي البحث عن تفسير مناسب له .

ان أحد التفسيرات يرجع الدرجة العالية من التقلب الى حداثة السوق الكويتية وصغر حجمها وما ينقصها من عمق واتساع ومرونة ، فعدد الاصدارات المتداولة حالياً يكاد يتعدى الاربعين اصدارا بقيمة اجمالية تبلغ ٧٠ مليون سهم او بمعدل حوالي ١٨ مليون سهم تقريبا للشركة الواحدة (٧) . واسوا من ذلك أن التداول النشط لا يشمل جميع هذه الاسهم ، فحوالي ٧٠٪ من اجمالي الاسهم غير المدفوعة تحتفظ بها اما الحكومة (٢٥٪) او المؤسسون ، أو موقوفة عن التداول الى حين اصدار التقارير المالية من سنة التشغيل الاولى . فضلا عن ذلك فان معظم الشركات المشاركة في السوق تم تأسيسها بعد عام ١٩٧١ وبهذا فهي في المراحل الطليعية من دورة حياتها العملية . ومرحلة كهذه تتسم عادة بدرجة عالية من المخاطرة ، ويبين جدول رقم (٣) مدى الضعف النسبي لسوق الاسهم الكويتية . والحجم المتداول يتسم بدرجة عالية من التقلب اذ بينما تم

التداول على تسعة ملايين سهم في الربع الاخير من عام ١٩٧٥ ، لم يتعد الاتجار في الربع الاول من عام ١٩٧٧ (١ر٣) مليون سهم فقط . ونتيجة لذلك يلاحظ أن الحجم المتداول في اليوم العادي قد يتراوح بين ١٥ — ١٠٠ ألف سهم أي بمعدل عام يفوق قليلا ٥٠٠.٠٠٠ سهم (٨) وأكثر من ذلك فينبغي أن نذكر أن الجزء الأكبر من نشاط التداول قد تركز على مجموعتين أو ثلاث — العقارات والاستثمار والصناعة — وضمن هذه المجموعات ينحصر النشاط الرئيسي في ستة اصدارات متفوقة .

أما التفسير الثاني للتقلب النسبي في سوق الاسهم الكويتية فربما يكمن في نقص البيانات الكافية التي تعين المستثمر الكويتي على صياغة قرارات استثمارية سليمة . فحاليا يتوفر للمستثمر الكويتي القليل أو لا شيء من المعلومات التي تهتم ، وتقارير الشركات الكويتية لا تصدر تقاريرها الا سنويا . ونظرة عابرة على أي من تلك التقارير تدل على أنها تفتقر الى المعلومات المطلوبة من حيث الكمية والنوعية . وحيث انه لم تجر العادة على تقديم التقارير بين الفترة والاخرى ، فان المستثمر يجد نفسه مرغبا على الاستناد في اتخاذ قرارات الاستثمار الى بيانات متاجرة غير جديرة بالاعتماد في اغلب الاحيان . وبالتالي فان سلوكه الاستثماري لا يكون موجها من خلال تحليل دقيق لاحتمالات مخاطر العائد التي تتعلق بنوع من الاسهم المزمع شراؤها ، بل توجهه في معظم الاحيان ، أن لم تدفعه على الفرار ، موجات التشاؤم والتفاؤل التي تباغت سوق الاسهم من حين لآخر . والتفسير الثالث يستند الى عدم وجود مجموعة كافية من الخبرات المحترفة — محللي اوراق مالية ومدراء الحافظات المالية — الذين لديهم المهارات التحليلية المتفوقة وقدرات التنبؤ بحركات السوق . وحتى لو التزمت الشركات التجارية التزاما كاملا بشروط مبدأ الكشف التام عن التقارير والحسابات ، فانه يظل من الضروري تحليل البيانات الصادرة عن تلك الشركات واستغلالها في تقييم صفات مخاطر العائد لنوع معين من السندات أو لشركة ما . ولهذا فان عدم توفر المعلومات الملائمة والمحللين المختصين الذين يرسمون للمستثمر الكويتي الاستراتيجيات المناسبة سيؤدي به الى الاستثمار في سلوك يتسم بالخوف والجشع .

أما التفسير الرابع فهو عدم توفر أنظمة تسعير عامة ذات معنى ورقابة رسمية . فالتداول يمارس بواسطة عشرين من السماسرة التجار broker-dealers في بيع وشراء الاسهم مباشرة أي خارج البورصة over-the-counter ، ويبدو أن التنافس بينهم محدود جدا . ويبدو كذلك أن اقامة بورصة منظمة مزودة بالمرافق المركزية — حيث تتدفق طلبات البيع والشراء ، وحيث بإمكان صانعي السوق market-makers التنافس مع بعضهم بفعالية أكبر ، وحيث يكون نشاط التداول وتسعير الاسهم مرئيين ، وحيث يتمكن المستثمر من مراقبة وتتبع حركة السوق مباشرة ستكون الخطوة الصحيحة في الاتجاه الصحيح ولقد قامت

تلك بالفعل . وربما قد تبقى هذه الخطوة قليلة الجدوى ان لم يصاحبها مجموعة انظمة صارمة وشروط تسجيل للاسهم المتداولة في البورصة listing والتي تهدف الى زيادة الكفاءة ، واهم من ذلك حماية مصالح جمهور المستثمرين . وحماية المستثمر لا تعني حمايته من تغيير الخسارة وتعويضه من قبل الحكومة كلما حدث هبوط في السوق ، بل تعني حمايته من التصرفات الاحتيالية ، التلاعب بالاسعار او تقديم بيانات ومعلومات زائفة وغير صحيحة ولذا فانه من الاهمية بمكان ان يستوفي صانعو السوق وسماسرة الاسهم اعلى مستوى من النزاهة العالية والكفاءة المهنية والتقيد بمجموعة مبادئ وقواعد ثابتة (٩) .

والسبب الخامس الذي يؤثر في عدم استقرار سوق الاسهم الكويتية هو بالطبع عدم التوفر النسبي لفرص استثمار بديلة . فعلى اثر ارتفاع سعر النفط في عام ١٩٧٣ والبرامج المختلفة التي تبنتها الحكومة لتسريب بعض عوائدها الى القطاع الخاص تراكمت لدى الافراد والمؤسسات الكويتية مبالغ لا يستهان بها من الاموال الصالحة للاستثمار . وربما ان الاقتصاد الكويتي اقل حجما ممن ان يستوعب تلك الموارد الضخمة من الاموال القابلة للاستثمار ، فقد اتجه المستثمر الكويتي الى الاسواق الدولية بحثا عن فرص استثمار مربحة . وبالتالي فحين يسود الاقتصاد الدولي جو من الاستقرار والهدوء ، وحين تكون فوارق معدل الفائدة عالية ، تهرب كميات ضخمة من الاموال الصالحة للاستثمار الى خارج البلاد .

ومن ناحية اخرى ، وفي الفترات التي يسود فيها الاضطراب الاقتصادي الدولي والتقلبات في اسواق النقد الدولية ، يميل المستثمر الكويتي الى اعادة امواله والبحث عن فرص استثمار محلية . وكنتيجة لتراكم الفائض في السيولة تتعرض الاسعار بوجه عام ، واسعار الاوراق المالية بشكل خاص ، الى ضغوط ارتفاع هائلة .

وهناك تفسيرات اخرى قد تلقي بعض الاضواء على سلوك السوق كاحتمال حيازة افراد قلة لأكبر حصة من الاسهم ، وتقنين هامش التداول في هذه المرحلة المبكرة من اللعبة . الخ . ولكن عدم توافر البيانات عن هذه العوامل والعوامل الاخرى يحول دون الوصول الى استنتاجات محددة .

وباختصار فان التقلب الحاد في سوق الاسهم الكويتية تسببه عوامل يصعب حلها حلا سريعا وسهلا . فالحلول المقترحة والتي تتضمن توحيد قيمة الاسهم الاسمية وتعويض المستثمرين عن خسارتهم وتدخل الحكومة كعنصر استقرار تشير ليس الى عدم الاحاطة التامة بطبيعة العوامل التي تسبب دورة السوق ، بل حتى القواعد الاساسية للعبة الاستثمار . فاللعبة مئرة وصعبة بسبب تقلب السوق ، وهؤلاء الذين اختاروا الاشتراك في تلك اللعبة عليهم ادراك احتمالات الربح والخسارة على حد سواء . وينبغي على الحكومة الا تؤمن على خسارتهم وتعويضهم ، فذلك قد يؤدي الى طرح بعض الاسئلة القانونية المعقدة والتي تتعلق

(بالانصاف) و (العدالة) ، فدور الحكومة الكويتية ينبغي ان يقتصر على توفير مجموعة أنظمة ملائمة ونظام رقابة فعال من شأنه ان يؤمن للسوق فعالية منتظمة وسلسة وفي النهاية قد يتاح للسوق تحقيق مستويات متنافسة ومتزايدة من التطور والتوازن . ولكن ، بدون اتخاذ أي خطوات جريئة ، سيبقى مجال سوق الاسهم ضيقا نسبيا ، وذلك بسبب امكانيات الاستثمار المحدودة والمتأصلة ضمن الاقتصاد الكويتي . ويمكن لسوق الاسهم ان يتسع اذا قامت الحكومة ببيع حصصها من الاسهم وازالة العوائق القانونية التي تستثني اكثر من نصف عدد سكان الكويت من المشاركة في سوق الاسهم . والخطوة الاجرا من ذلك هي السماح بتسجيل وتداول اصدارات اسهم الشركات الاقليمية وحتى الدولية الراسخة ، وبأخذ قدرات الادخار في الكويت بعين الاعتبار فان سوق الاسهم بحجمها الحالي لا تستطيع استيعاب الاستثمارات المالية لسكان الكويت ، ولكن اذا ما تم اتخاذ مثل تلك الخطوات فسيتسع سوق رأس المال في الكويت ، ويتحقق مستوى أعلى من التكامل المالي في المنطقة .

الخاتمة :

لقد أحرزت الكويت بدون شك في غضون العقدين المنصرمين تقدما ملحوظا نحو اقامة سوق مالية قابلة للنمو والتطور . فمن مجال مالي ضيق — اشتمل على مؤسسة أو مؤسستين مائتين في أوائل الستينيات — أصبحت الكويت الان **وطنا لشبكة فعالة من وسطاء ماليين** تصل نشاطات البعض منها جميع اجزاء العالم . فضلا عن ذلك فالادوات المالية — الائتمان والاسهم — التي ادخلت تدريجيا الى السوق تتيح للمستثمر الكويتي الان تشكيلا عريضا من الادوات المالية لم يعهدها قبل حوالي عشرة اعوام . وبالرغم من احراز بعض التقدم ، الا ان السوق المالية الكويتية ما تزال في مراحلها الاولى ولا يزال امامها قطع اشواط بعيدة قبل ان تصبح سوقا كفؤة قادرة على استمرار النمو .

وفي هذا البحث حاولنا ان نشير الى العوائق المختلفة التي تحول دون نمو وتطور السوق المالية الكويتية . واهم تلك العوائق هي القاعدة الاقتصادية المحدودة والمتأصلة في البلاد ، فهناك تنوع ضئيل — ان وجد — من الموارد الطبيعية التي ترتبط عادة بمجتمع مساهم متطور .

واذا أخذنا تلك العوائق بعين الاعتبار ، فان بمقدور الكويت ان تدخل بعض الاجراءات التي من شأنها ان تدفع عجلة النمو والكفاءة لسوقها المالية . واحد هذه الاجراءات بالطبع يتضمن فتح مجال امتياز خاص لحيازة وشراء الاسهم امام المواطنين غير الكويتيين ، وآخر يتضمن خلق شبكة منتظمة من التجار السماسرة اضافة الى شروط صارمة للتسجيل والتداول ، واخيرا تسجيل الشركات الراسخة الاقليمية بهدف دمج السوق المالية الكويتية بسائر الاسواق في بقية اجزاء المنطقة .

جدول رقم (١)
الاصول الاجنبية التي تملكها البنوك التجارية في الكويت
بالمليون د.ك.

الاصول اجنبية اجمالي ٪ (٥) + (٤)	اجمالي الاصول (٥)	اجمالي اوراق مالية اجنبية (٤)	اوراق مالية اجنبية (٣)	تسليمات لغير المقيمين (٢)	ودائع لدى بنوك اجنبية (١)	السنة
٧٢	٦١٠٦	٤٣٩٥	٢٩٩	٥٥٥	٣٥٤٩	١٩٧٠
٧٠	٦٧٩٨	٤٧٧٩	١٤٩	٢٩٩٢	٣٩٤٩٦	١٩٧١
	٧٣٦٧	٥١٣٥	٨٣٠	٦١٩١	٣٦٩٩٤	١٩٧٢
٦٠	٨٠٣٤	٤٧٩٩	٩٨٥	٨٦٧	٢٩٣٣٩	١٩٧٣
٥٤	١٠٣٧٦	٥٦١٤	٦٨٨	٩٨٥	٣٨٤٩١	١٩٧٤
٤٧	١٣٠٠٧	٦١٤٩٤	٩٥٨	١١٦٣	٤٠٢٣٣	١٩٧٥
٣٧	١٨٣٩٠	٦٧٤٩٩	١٢٦٦	٨٩٩٢	٤٥٩٩١	١٩٧٦
٣٤	٢٢٩٧٣	٧٩١٩١	١٢٤٥	٨٨٧	٥٧٧٨	١٩٧٧*

* بشكل رئيس اوراق تجارية واوراق مالية ذات اجل استحقاق متوسطة وطويلة .

بنك الكويت المركزي . النشرة الاحصائية الفصلية ، سبتمبر ١٩٧٧ .
* الربع الثالث لعام ١٩٧٧ .

جدول (٢)
سوق الاسهم الكويتية
معدل سعر السهم في الفصل (٣) شهري
مقاسا بالنشاط الاقتصادي
دينار كويتي

الصناعة	١٩٧٦				١٩٧٧			
	الفصل ٤	الفصل ١	الفصل ٢	الفصل ٣	الفصل ٤	الفصل ١	الفصل ٢	الفصل ٣
الاستثمار	٢٨٩٧	٣٢٥٥	٤٩٦٦	٧١٠١	٨٨٥٠	٧١٥٠	٦٤٢٤	٦٠٢٤
المعارات	٥٠٥٨	٦٧٥٧	٩٢٦٦	١٢٥٩٧	١٧٣٩٧	١٢٢٥٠	٩١٠٦	٨٧٠٦
الملاحة	٥٠٠٢	٥١٠٩	٥٧٩٢	٦٠٠٢	٥٩٠٦	٥٧٩٢	٥٣٥٨	٣٧٥٠
البنوك التجارية	٧٦٩٣	٨٣٥٨	٨٦٩٣	١١٣٩٦	١٦٢٩٦	١٥٩٩٧	١٣٧٩٢	١١٣٩٢
البنوك المتخصصة	٤٥٥٨	٤٣٥٥	٥٨٥٠	٨٨٥٨	١٢٠٠٩	١٠٠٥٠	٧١٠٦	٦١٥٨
التصنيع	٥٣٥٨	٦١٥٥	٨٢٩٦	١٠٠٠٩	١٠٩٩٦	٩٥٩٢	٦٤٩٧	٦٠٠١
التأمين	٧٥٩٣	١٠١٠٩	١١٠٩٢	١١٨٩٩	١٨٩٥٠	٢٠٥٥٠	١٨٥٩٢	١٨٤٩٧
المواصلات	٢٦٩٧	٢٤٩٣	٢٧٥٥	٣١٩٧	٤٩٩٣	٥٣٥٠	٥٣٥٠	٤٧٩٧
اخرى	٢٤٥٥	٢٦٩٦	٣١٥٥	٥٢٩٩	٦٥٥٥	٦٢٩٧	٥٧٥٨	٥٦٥٠
المعدل العام	٤٨٥٠	٥٤٩٩	٦٧٩٦	٨٤٩٩	١١٣٩٦	١٠٣٥٠	٨٦٩٦	٧٩٩٣

المصدر : بنك الكويت المركزي ، النشرة الاحصائية الفصلية ، سبتمبر ١٩٧٧ .

جدول (٢)
سوقي الاسهم الكويتية
الحجم التداول / الفصل
الربع الاخير ١٩٧٥ - الربع الثالث ١٩٧٧
(١٠٠٠)

المجموعة	١٩٧٥				١٩٧٦				١٩٧٧			
	الربع ٤	الربع ١	الربع ٢	الربع ٣	الربع ٤	الربع ١	الربع ٢	الربع ٣	الربع ٤	الربع ١	الربع ٢	الربع ٣
المجموعة الاستثمارات المقاربات اللاحة البنوك التجارية البنوك المتخصصة التصنيع التأمين المواصلات اخرى الاجمالي	١٧٦٦ ار	٧٨٦ مر	٢٦٣ مر	١٩٠٤ ار	٥٢٨ ار	٢٤٨ ار	٩٢٨ ار	٣١٦ مر	١٧٤٣٠	٢٤٨ ار	٩٢٨ ار	٣١٦ مر
	٢٥١٠ ار	١٦١٣ مر	٧٣٤ ار	٣٨٥ ار	١٧٤٣٠	٣٣٣ ار	٣٢١٠	٢٨٨	٩٩٤	٣٣٣ ار	٣٢١٠	٢٨٨
	٤٠٤ ار	٢٦٥ ار	٧٧٠ ار	٣٣٥ ار	١٢٦ ار	٣٨٢	٨١ ار	٦٠٢ ار	١٢٦ ار	٣٨٢	٨١ ار	٦٠٢ ار
	٣٦٣ ار	٦٨٧	١٨٩ ار	١٢٥ ار	٦٩ ار	٢٦٠	٥٣ ار	١٥٥	١٢٦ ار	٢٦٠	٥٣ ار	١٥٥
	٢٢٤ ار	٢٧٢	١٨٣ ار	٩٣ ار	١٥٤	١٤ ار	٢٠ مر	٢٣٥ مر	١٤ ار	١٤ ار	٢٠ مر	٢٣٥ مر
	١٧٥ ار	٤٥ ار	٤٧ ار	١٩ ار	١٥٤	٢٩٥ مر	٢١٦ مر	٢٣٥ مر	٢٩٥ مر	٢٩٥ مر	٢١٦ مر	٢٣٥ مر
	٣١٤	٢٨٩	١٨٧	٦٢	٢٥٦	٠ ار	٢٠	١٠	٠ ار	٠ ار	٢٠	١٠
	١٥٣	٢٠	٢٢	٣٧	٣١٢	—	—	٠٧	٣١٢	—	—	٠٧
	٣٤٩٣٧	١٣٦٣٧	٢٨٧٢ مر	٣٠٠٨ ار	٥٩٦ مر	٣٠٥ ار	٨٠٤ ار	٤٣٧ مر	٥٩٦ مر	٣٠٥ ار	٨٠٤ ار	٤٣٧ مر
	٨٩٨٦٦	٤١٩٣٥	٨٠١٨ ار	٥٨٩٨ مر	١٦٧٦ مر	١٢٦٤ ار	٥١٨٧ مر	٤٨٠٨ ار	١٦٧٦ مر	١٢٦٤ ار	٥١٨٧ مر	٤٨٠٨ ار

المصدر : بنك الكويت المركزي ، النشرة الإحصائية الفصلية ، سبتمبر ١٩٧٧ .

١ - G.F.D. Palmer. "The Development of a South African Money Market. *South African Journal of Economics* XXVI. No. 4, (December 4, 1958).

٢ - George W. Woodworth. *The Money Market and Monetary Management*. 2nd ed. New York: Harper and Row, 1972, P 3.

٢ - For further discussion see Arnold W. Sametz. "The Capital Market". & Paul S. Nadler and H.L. Engberg. "The Money Market". *Financial Institutions and Markets*. by Murray E. Polakoff (Boston: Houghton Mifflin Co., 1970).

٤ - ازداد عدد سكان الكويت من حوالي ٦٩.٠٠٠ نسمة في عام ١٩٦٩ الى حوالي مليون نسمة في ١٩٧٧ . وتضاعف اجمالي الناتج المحلي في الكويت اربع مرات خلال الفترة مما بين ١٩٦٩ - ١٩٧٥ أي من ٨٧٢ مليون د.ك في ١٩٦٨ الى ٣٢٢ بليون في ١٩٧٥ .

٥ - لقد قدر معدل الادخار بالكويت بحوالي ٥٪ من اجمالي الناتج القومي .

٦ - يمنع القانون الكويتي المواطنين غير الكويتيين من امتناء الاسهم العادية في الشركات الكويتية المساهمة وهذا يعني استثناء حوالي ٥٠٪ من السكان (الوافدين) من سوق الاسهم .

٧ - يقارن بـ ١٥٥٠ اصداراً تم تسجيلها في بورصة نيويورك في نهاية ١٩٧٦ ويبلغ عدد الاسهم المستحقة في ٥٠ شركة رئيسية أكثر من ٦٢٢ بليون سهماً أو ما قيمته ثمانى أضعاف اجمالي الاسهم المستحقة في الكويت ولدى احدى الشركات ، ، أكثر من ٦٠٠ مليون سهماً مستحقاً وحوالي ٣ ملايين مساهم (أي ٣ أضعاف عدد سكان الكويت) .

٨ - يقارن بالمعدل اليومي لحجم الاسهم المتداولة في بورصة نيويورك في عام ١٩٧٦ والبالغ ٢١٢ مليون سهماً .

٩ - لقد اقرت السلطات الكويتية عدة قوانين وانظمة في محاولة لمراعاة التداول بالاوراق المالية . راجع قانون رقم ٢٢ لعام ١٩٧٠ ، مرسوم رقم ١٠ لعام ١٩٧١ ، مرسوم رقم ٦١ لعام ١٩٧٦ ومرسوم رقم ٢١ لعام ١٩٧٧ .