

أبعاد مستقبل سوق الأسهم بالكويت

الدكتور عبد الهادي النجار
أستاذ الاقتصاد والمالية العامة المساعد
بكلية الحقوق بجامعة الكويت

من البديهي أن نقرر أن سوق الأسهم بالكويت تعتبر انعكاساً للهيكل الاقتصادي والاجتماعي الكويتي، ولهذا كان من الضروري طرح خصائص هذا الهيكل باختصار للتعرف على طبيعة سوق الأسهم موضوع هذه الدراسة.

وفضلاً عن ذلك، فإنه كثيراً ما يثار سؤال عن مضمون نظرة الشريعة الإسلامية إلى نشاط سوق الأسهم بالكويت وعن احتمالات تطور هذه السوق في المستقبل القريب.

تقسيم :

ولتناول هذه النقاط، فإننا نستطيع أن نطرحها من خلال الفصول الآتية:—

الفصل الأول : خصائص الهيكل الاقتصادي والاجتماعي الكويتي.

الفصل الثاني : تطور أداء سوق الأسهم بالكويت — رؤية تحليلية.

الفصل الثالث : نظرة الإسلام إلى نشاط سوق الأسهم.

الفصل الرابع : احتمالات سوق الأسهم بالكويت في المستقبل القريب.

وتتابع الإشارة إلى كل فصل كما يلي على التوالي:

الفصل الأول

خصائص الهيكل الاقتصادي والاجتماعي الكويتي

Econmic Structure : الهيكل الاقتصادي

يقصد بالهيكل الاقتصادي النحو الذي تترابط معه عناصر الاقتصاد القومي، وذلك من خلال علاقات محددة يمكن عن طريقها تمييز نوع الهيكل الاقتصادي الذي على أساسه يتم أداء هذا الاقتصاد.

وتتمثل عناصر الهيكل الاقتصادي فيما يلي:

١ - الهدف من النشاط الاقتصادي، ذلك أن الدوافع الى هذا النشاط تختلف من مجتمع الى آخر، فثمة مجتمع يستهدف تحقيق أقصى ربح ممكن، ومجتمع آخر يستهدف اشباع الحاجات الاجتماعية.

٢ - الفن الانتاجي الذي يستخدم في العملية الانتاجية حيث يختلف، عبر تطوره، من اقتصاد الى آخر.

٣ - التنظيم الاجتماعي والسياسي والقانوني الذي يبين شكل العلاقات بين الافراد والسلطة، أو بين الأفراد بعضهم ببعض، فالملكية مثلاً قد تكون خاصة أو عامة، ولهذا يتميز أى نظام اقتصادي عن أى نظام اقتصادي آخر بما تتميز به المؤسسات القانونية والسياسية السائدة في كل نظام من هذه الأنظمة.

هذا ويتحدد الهيكل الاقتصادي بالمحددات الآتية (١):

(١) انظر على سبيل المثال:

ANDRÉ MARCHAL, Systéms et Structures Economiques, Presses Universitaires
De France 4e Edition 1969 pp 123-131.

وكذلك

دكتور محمد دويدار، في اقتصاديات التخطيط الاشتراكي، المكتب المصري الحديث ١٩٦٧،
صفحة ٢٧ - ٤٠.

أولاً : بالسمات الجوهرية للعملية الانتاجية، سواء من حيث روابط الانتاج، وما اذا كانت تتركز على الملكية الفردية أو الملكية الجماعية لوسائل الانتاج، أو من حيث الهدف المباشر لهذه العملية، وما اذا كانت تستهدف تحقيق أقصى ربح ممكن أو اشباع الحاجات الاجتماعية، أو من ناحية طريقة سيرو أداء النظام الاقتصادي وما اذا كان يتم عن طريق جهاز الثمن أو الخطة.

ثانياً: بالوزن النسبي لكل قطاع من قطاعات الاقتصاد القومي، وهي: القطاع الاول (الزراعي أو الاستخراجي)، والقطاع الثانوي أو الصناعي وأخيراً قطاع الخدمات. والاهمية النسبية لكل من هذه القطاعات تمثل أحد محددات الهيكل الاقتصادي، فاذا كان وزن القطاع الاستخراجي كبيراً بالنسبة لوزن القطاعين الآخرين قلنا ان الهيكل الاقتصادي يغلب عليه الطابع الأولي أو الطابع الاستخراجي.. وهكذا.

خصائص الاقتصاد الكويتي :

وبتطبيق ذلك على الاقتصاد الكويتي، نجد أن أبرز خصائص هذا الاقتصاد تتمثل فيما يلي (٢):

- تزايد الوزن النسبي للقطاع الاستخراجي.
- تناقص عدد السكان الكويتيين.
- أهمية قطاع الخدمات.

أولاً : تزايد الوزن النسبي للقطاع الاستخراجي:

بدأ تصدير النفط عام ١٩٤٦، ومنذ تلك السنة وتصدير النفط يتزايد بشكل يؤثر ايجابياً على الاقتصاد الكويتي، لدرجة أن عائداته شكلت مانسبته ٨٦٪ سنوياً في المتوسط من الإيرادات الحكومية خلال فترة العشر سنوات الماضية، كما شكلت صادرات النفط الخام والمكرر مانسبته ٩٦٪ سنوياً من اجمالي الصادرات خلال نفس الفترة ولهذا كان ولا

(٢) أنظر للكتاب: دور السياسة المالية في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، مع الإشارة الى دولة الكويت، مجلة الحقوق والشرعة، السنة الخامسة، العدد الرابع، ديسمبر ١٩٨١، صفحة ٨٥-١٤٠.

يزال البترول هو المصدر الرئيسي للفائض الريعى الذى بلغ فى السنوات من ١٩٧٥/٧٤ الى ١٩٨٠/٧٩ كما يلى بالمليون دينار وعلى التوالى (٣):

١٠٣٤١ ، ٢٥٩٩٦ ، ١٣٢٨٤ ، ٩٥٨٩ (٤)

١٠٤٨٦ ، ١٥٥٧١ .

وكانت اثمان النفط قد بدأت فى الارتفاع منذ عام ١٩٧٠ وخاصة عام ١٩٧٤/٧٣ بعد ثبات استمر حوالى سبعين عاما، فقد بلغ ثمن برميل النفط فى أوائل القرن حوالى ١٢ دولار ليستقر عند حوالى ١٦ دولار للبرميل فى نهاية الستينيات .

وبسبب التغير فى علاقات الدول المنتجة والدول المستهلكة للنفط، وزيادة القدرة على المساومة من جانب الاولى خاصة بعد تكوين منظمة الاوبك، ازدادت حصة الدول المنتجة للنفط فى الدخل العالمى بعد عام ١٩٧٤/٧٣ من حوالى ١٥ بليون دولار فى عام ١٩٧٢ الى أكثر من ١١٠ بليون دولار فى عام ١٩٧٤

وقد ترتب على هذه الزيادة فى الدخل زيادة فى الادخار وبسبب اعتبارات ترجع الى طبيعة الاقتصاد الكويتى ومحدودية قدرته على مزيد من الاستثمارات، شهدت الكويت زيادة فى طلب الأصول المالية مما أدى الى ارتفاع اثمانها .

واذا كان النفط بهذه الأهمية فى الاقتصاد الكويتى وهو مورد بطبيعته ناضب، فان الخطر يكمن فى امكانية التوصل الى بديل للطاقة البترولية، أو على الأقل انتقال زمام المبادرة من جديد الى الدول الاستهلاكية، وهو ما يمكن أن تنهائى معه اثمان النفط بما ينعكس سلبيا على الاقتصاد الكويتى والأصول المالية المختلفة التى يحتفظ بها أفرادها .

ثانيا : تناقص عدد السكان الكويتيين:

تضاعف عدد سكان الكويت بأكثر من أربع مرات ونصف منذ عام ١٩٥٧، ومن المتوقع أن يصل عدد السكان عام ١٩٨٥ الى حوالى ١٨ مليون نسمة (٥).

(٣) أنظر: وزارة المالية، إدارة الميزانية العامة، الإيرادات والمصروفات الرئيسية خلال عشر سنوات .

— بيان وزير المالية عن مشروع ميزانية ١٩٨١/٨٠ .

(٤) أضيفت الى المال الاحتياطي واحتياطي الأجيال القادمة .

(٥) أنظر: وزارة التخطيط، المجموعة الاحصائية السنوية، الكويت ١٩٧٧ .

ورغم أن مثل هذه الزيادة نادرا ما تحدث في دولة معينة، فإن نسبة الكويتيين انخفضت الى ٤١٥٪، وارتفعت نسبة الوافدين الى ٥٨٥٪ على اعتبار أن الكويت منطقة جذب للعمالة منذ ظهور النفط.

ثالثا : أهمية قطاع الخدمات :

مع تواضع القطاع الانتاجي في الاقتصاد الكويتي، فإن قطاع الخدمات يوضح الى حد كبير مفهوم اقتصاد الرفاه، فضلا عن استيعابه لنسبة أكبر من قوة العمل الكويتية، سواء تعلق الامر بنشاط التجارة أو التأمين والفنادق أو الخدمات التعليمية أو الصحية وغيرها.

ويكفى في ذلك أن نشير بالنسبة لقطاع التجارة أن عائد الصادرات النفطية يمثل فيما يتعلق بالتجارة الخارجية ما لا يقل عن ٩٠٪ من اجمالي الصادرات في حين تستورد الكويت معظم احتياجاتها من السلع المختلفة وفي هذا تبدو أهمية نشاط قطاع التجارة الخارجية في الاقتصاد الكويتي.

أما بالنسبة للتجارة الداخلية، فإنه يغلب عليها تجارة التجزئة حيث تساهم بنحو ٦٥٢٪ من الاجور، ٦٧١٪ من الناتج المحلي الاجمالي، ٦٥٢٪ من القيمة المضافة، ٦٦١٪ من المبيعات، ٢٥١٪ من الاصول الثابتة (٦).

ومن ذلك كله يتضح أن الهيكل الاقتصادي الكويتي يغلب عليه الطابع الاولى أى الطابع الاستخراجي، حيث يؤثر النفط على بقية قطاعات هذا الهيكل وخاصة قطاع الخدمات بصورة متزايدة ورئيسية.

طبيعة المجتمع الكويتي:

المجتمع الكويتي مجتمع تجارى بفطرته وقد كان الكويتيون بحكم امتلاكهم لاسطول من السفن الشراعية يربطون بين تجارة أفريقيا والهند من ناحية والخليج من ناحية

(٦) انظر: دكتور عبد الحميد الغزالي، التخطيط في ظل فائض استثماري، الحالة الكويتية، دار القلم، الكويت ١٩٧٧ صفحة ١٠٧.

أخرى، خاصة وأن طبيعة الكويت كانت تتسم بالشح حيث لا زرع ولا ماء الا ماندر. ومن هنا كان اتجاه الكويتيين الاوائل الى البحر كبديل وحيد.

وقد ورث الجيل الحالي من 'المجتمع الكويتي حب التجارة من الكويتين الأوائل. وفي ظل وجود دخول بترولية متزايدة برزت الشركات الاجنبية التي تسعى لترويج منتجاتها. وطبقا للتشريعات الكويتية كان لابد من وكلاء كويتيين لهذه الشركات، أما الفئات الأخرى من المجتمع فقد رضى معظمها بالحصول على وظيفة في الحكومة أو في قطاع النفط.

وبظهور شخصية الموظف العام بما تحويه من تركيبة مشبعة بالروح التجارية نتج عنها ازدواجية تجمع بين الوظيفة والتجارة.

ورغم وجود عدد محدود من التخصصات النادرة من مهندسين وأطباء وأساتذة جامعة ومحاسبين ومحامين.. الا أنهم — مثل بقية الطوائف الاجتماعية قد يعيشون حالة اغتراب في وظائفهم، حيث تتنازعهم الرغبة في العمل التجاري ولونحت شعار من الصورية لتفادى القوانين التي قد تحول دون ذلك، وفي هذا يقول البعض: «ان هذا الوضع العجيب أدى الى مفارقات في الجمع بين التخصص في الوظيفة العامة والعمل التجاري، ومن أمثلة ذلك أستاذ جامعي يفتح محلا لبيع قطع الغيار للسيارات، ومهندس يفتح محل «كوافير» للسيدات، ومستشار قانوني في الدولة يفتح محبزا، ومحاسب يفتح محل جزارة... وهكذا(٧)».

ولا يقتصر الأمر عند هذا الحد، بل ان سوق الاسهم الكويتية أصبح هو المنتدى الذي يجمع هذه الفئات بما فيهم الطلبة في ظل عقد صفقات يحقق من ورائها الجميع ربحا مغريا يسيل له لعاب كافة أفراد المجتمع.

وقد وصل الأمر بالطلبة الى أنهم لا يمارسون عقد تلك الصفقات في أوقات الفراغ والعطل الرسمية، بل كما يقرر «سليمان الفهد» في «عز أيام الدراسة... ربما لأنهم يؤمنون

(٧) أنظر: عبد العزيز طاهر، استراحة الخميس، جريدة الهدف بتاريخ ٢٦/١١/١٩٨١.

بأن من «طلب العلا» يكون في الحضور بسوق «البورصة»، وفي السهر بسوق المناخ، الأمر الذي قد يضطر معه أستاذهم أن يحاضرهم في مقرهم الدائم (٨)».

و يضيف الى ذلك قوله: «أن الطلاب يبررون غيابهم عن أستاذهم بأن الاقتصاد لا يحتاج الى دراسة وسهر وليالي ونظام مقررات.. بل الى حضور دائم في السوق والى متابعة ومراجعة لأساليب «الدلائل» في البيع والشراء فضلا عن استثمار الصداقات والقربات والعلاقات البورصوية الحميمة (٩)».

و يقرر — في ذلك أيضا — أحد رواد النشاط الانتاجي بالكويت أنه قد غير طريقه من اقامة المشروعات الاقتصادية المختلفة بالاقتصاد الكويتي الى المشاركة بنشاط سوق الأسهم، على أساس أن العمل بتلك السوق قليل النفقة ومجزي جدا في أرباحه، وفي ذلك يؤكد أن النشاط الجديد يمثل قاعدة اقتصادية أيضا، اذ يتم من خلال أقل نفقة بأكبر منفعة وفي هذا فانه يتخلص من مشكلات ادارية ومشكلات العمالة والايجار وهروب الكفاءات.. الخ، فضلا عن تواضع مردود هذه المشروعات واستغراقها زمنا أطول نسبيا، مما هو عليه الحال في النشاط البورصوى (١٠).

ومن يدري فقد يأتي يوم تخلوفه دواوين الحكومة ومكاتب الشركات من الشباب الكويتي وخاصة المثقفين منهم، في هجرة داخلية الى سوق الاسهم وقد يتقدم بعضهم باستقلالاتهم اذا لم يحصلوا على منحة تفرغ للعمل بهذه السوق طالما كان مردود النشاط الهامشي الذي يقومون به بتلك السوق لا يمكن أن يقارن بمردود نشاطهم الأصلي.

تلك هي بعض أبعاد الهيكل الاقتصادي والاجتماعي الكويتي، ومدى ما يتمتع به معظم أفراد هذا المجتمع من فطرة تجارية، وبالتالي تطلعهم الى التعامل بسوق الاسهم كنوع من أساليب تنمية ثرواتهم يحظى باهتمام كبير من جانبهم.

والسؤال الذي يمكن أن يثور الان هو عن دور سوق الاسهم في تنمية هذه الثروات، وهو ما يمكن أن نطرحه من خلال عرض تطور أداء هذه السوق، وذلك في الفصل الثاني من هذه الدراسة.

(٨) و (٩) أنظر: سليمان الفهد، سواف، قاعة البحث عن الذهب، جريدة الوطن بتاريخ ١٢/١٢/١٩٨١.

(١٠) أنظر: عبد العزيز طاهر، سابق الإشارة اليه.

الفصل الثاني

تطور أداء سوق الأسهم بالكويت — رؤية تحليلية

مقدمة :

البورصات أسواق مالية منتظمة، وتعتبر نتاج التطور الاقتصادي، فالوحدات الانتاجية كانت في الاصل صغيرة ولهذا كانت حاجاتها الى رؤوس الاموال محدودة خاصة وأن الادخار كان منخفضا لدى الأفراد.

ومع نمو الاقتصاد، وزيادة الدخل القومي، ظهرت مؤسسات تحاول الاستفادة من مدخرات الأفراد، ومن ثم وجدت الحاجة الى أسواق يتم عن طريقها اجراء الصفقات، وتمكين المساهمين من بيع حصصهم وزيادتها، ويعنى ذلك أن بورصة الاوراق المالية تباع وتشتري فيها حقوق ملكية الأسهم، وحقوق الدين للسندات.

وبتطور التجارة، خاصة في المحاصيل الزراعية في القرون الوسطى في أوروبا، وجد التجار أنهم يجنون فوائد من اعتماد وسائل الائتمان من مسحوبات وسندات اذنية، وفي هذا تم تداول الكمبيالات في فرنسا في القرن الثالث عشر. أما في بلجيكا فقد راجت الحركة التجارية في القرن السادس عشر حيث كان التجار يجتمعون مقابل قصر عائلة (بورسيه) ليتبادلوا الصفقات وقد تطورت هذه الحركة لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر، ولهذا أصبحت كلمة بورصة Bourse تطلق على سوق التداول بالنسبة للاوراق المالية سواء في بلجيكا أو غيرها من البلدان.

واذا كانت جميع أسواق التداول تقوم بأدوار متشابهة بالنسبة لتسجيل الأسهم والأصول الأخرى التي تقبل في التداول، والمتاجرة فيها، وتسوية الصفقات، فانها تختلف من الناحية الادارية عن بعضها البعض. ففي سوق لندن مثلا تتعدد وتنوع الاوراق المالية المحلية والأجنبية، ومع استقلالها من ناحية الادارة عن الحكومة، إلا أن سمسار الحكومة يجلس مع مجلس الادارة المنتخب وان كان لا يصوت مع أعضاء هذا المجلس.

أما سوق الولايات المتحدة الأمريكية فان الحكومة لا تتدخل فيه الا بالنسبة لتسجيل الأسهم والسندات الحكومية.

ومفاد ذلك أن الاصل هو عدم التدخل من جانب الحكومة في هذه الاسواق اللهم الا بالنسبة لبعض الاشراف الذي يختلف مداه من دولة الى أخرى.

ولكن نشير الى تطور سوق الأسهم بالكويت كروية تحليلية، فانه يتعين أن نعرض الى موضوعات ثلاثة، الأول عن مراحل تطور هذه السوق، والثاني عن الأسباب التي تكمن خلف ارتفاع أسعار الأسهم بها، والثالث عن الشركات المساهمة الخليجية وسوق المناخ، وسنخصص لكل موضوع مبحثا مستقلا كما يلي:

المبحث الأول

مراحل تطور سوق الأسهم بالكويت

رغم حداثة سوق الاسهم بالكويت واقتصارها أساسا على أسهم الشركات الكويتية غير المقفلة، فان حجم التداول بها يضع الكويت في المركز الثامن بين بورصات الاوراق المالية العالمية (١١)، بل ان حجم التداول اليومي بها يتجاوز في بعض الأحيان مثيله في سوق الأوراق المالية بلندن.

فقد كانت خلف هذه النتيجة تطورات تمت منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، فمن المعروف أن القطاع النفطي أصبح هو المسيطر على الاقتصاد الكويتي منذ عام ١٩٤٦، ومن ثم أحدث تغييرات هيكلية في هذا الاقتصاد، وفتح أمامه فرصا للتطور السريع. ولان الموارد المالية المتزايدة وضعت أساسا في يد الدولة دون أن يكون للقطاع الخاص حصة مباشرة فيها الا من خلال ما تسمح به الدولة، فقد أصبح دور الدولة متزايدا ومحركا أساسيا في الحياة

(١١) أنظر: بنك الكويت المركزي، الاقتصاد الكويتي في عشرة أعوام التقرير الاقتصادي للفترة ١٩٧٩/٦٩ صفحة ١٠٧.

وانظر في تفصيلات تطور أداء سوق الأسهم الكويتية: دكتور حازم الببلاوي، رائد فهمي، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي، مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت ١٤-١٦. نوفمبر ١٩٨١ صفحة ١٤ وما بعدها.

وكذلك: سوق الأسهم، التطور التاريخي لأسعار أسهم الشركات الكويتية حتى ١٩٧٥، الاقتصاد الكويتي، غرفة التجارة والصناعة بالكويت العدد ١٦٩-١٩٧٧.

الاقتصادية والاجتماعية. ففي عام ١٩٥٢ تم تأسيس بنك الكويت الوطني كأول شركة مساهمة كويتية، وفي عام ١٩٥٤ تم تأسيس شركة السينما الكويتية الوطنية، وفي عام ١٩٥٧ تم تأسيس شركة ناقلات النفط الكويتية.

ولعل ضآلة حجم الأسهم المصدرة لم يكن يسمح بوجود سوق للأسهم بالمعنى المتعارف عليه خاصة وأن سوق الاراضي في تلك الفترة كانت تمثل عمقا أكبر بسبب سياسة الدولة التوسعية في مجال التشييد وال عمران مما حفز الطلب على الأراضي في ظل سياسة كريمة ونشطة للتأمين أو استملاك الأرض.

ويمكن التمييز في هذا الصدد بين عدة مراحل (١٢):

(١) الفترة من عام ١٩٦٠ الى عام ١٩٦٢:

أما بالنسب للفترة من عام ١٩٦٠ الى عام ١٩٦٢، فقد ازداد تأسيس الشركات المساهمة خاصة بعد صدور قانون الشركات التجارية رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠، فقامت ثلاث عشرة شركة مساهمة بمجموع رؤوس أموالها ٣٥٨ مليون دينار كويتي.

ولم يقتصر دور الدولة على تنظيم وإصدار التشريعات اللازمة، وإنما امتد هذا الدور الى المساهمة بحصص هامة في رؤوس أموال سبعة من هذه الشركات بلغت ١٥٤ مليون دينار أي ما يوازي ٤٣٪ من المجموع.

وجدير بالذكر أن نشر الى أن هذه الشركات استوعبت أموالاً أقل بكثير مما كان القطاع الخاص على استعداد للمساهمة به، ولهذا نجد أن اكتتاب الجمهور بأسهم شركة البترول الوطنية المخصصة للقطاع الخاص، بلغ أكثر من ثمانية أمثال عدد الأسهم المطروحة (١٣).

(١٢) أنظر الدراسة الصادرة عن الادارة العامة لشئون التخطيط الاقتصادي بوزارة التخطيط بالكويت بعنوان «دراسة سوق الأوراق المالية»، الكويت ١٩٧٦.

(١٣) أنظر: دكتور حازم البيلوي، رائد فهمي، دور سوق الأسهم في الاقتصاد الكويتي، المرجع السابق، صفحة ١٨.

— بنك الكويت المركزي، الاقتصاد الكويتي في عشرة أعوام، المرجع السابق، صفحة ١٠.

وفي هذا أدى تأسيس الشركات الجديدة وزيادة رؤوس اموال الشركات القديمة، عن طريق اصدار أسهم جديدة الى زيادة عدد الاسهم المصدرة من ٩٨٥٤٧٠ سهما في نهاية عام ١٩٥٩ الى حوالى ٢٥ مليون سهم في أواخر عام ١٩٦٢. واذا استبعدنا حصة الحكومة يصبح عدد الأسهم القابلة للتداول حوالى ٣٦ مليون سهم. ورغم أن نسبة كبيرة من هذه الأسهم تعود الى شركات مضى على تأسيسها فترة أقل من سنة بنهاية عام ١٩٦٢ الا أنها كانت قابلة للتداول لعدم وجود نص في القانون يخالف ذلك، الأمر الذي وفر الفرصة لانعاش المضاربة من خلال التصرف بالأسهم الجديدة ودون انتظار لنتائج نشاط الشركات التي تمثلها.

ولعل التركيب القطاعي للشركات المساهمة يعطى دلالة عن اتجاهات التنمية الاقتصادية في الكويت، فهناك القطاع المالى الذي يشمل البنوك وشركات الاستثمار والتأمين الذي حظى بالنصيب الاكبر من عدد الشركات وحجم رأس المال المكتتب فيه، حيث اقتضت الحكومة على المساهمة في شركات الاستثمار بمقدار النصف من رأس المال. وقد بلغ مجموع رؤوس أموال هذه الشركات ٢٠٥ مليون دينار كويتي بنسبة ٥٨% من اجمالى رؤوس الأموال المصرح بها (١٤)، ومن ثم يكون النشاط الخاص قد حظي بالنصيب الأوفر من رأسمال هذه الشركات.

وهناك القطاع الصناعي الذي يضم شركات البترول الوطنية والصناعات الوطنية وشركة مطاحن الدقيق، وبلغ مجموع رؤوس أموالها ١١ مليون دينار كويتي أى مايعادل ٣١% من رؤوس أموال الشركات التي تأسست خلال هذه الفترة.

أما بالنسبة لقطاع الخدمات، فقد تأسست شركة المواصلات وشركة الفنادق الكويتية بمساهمة الدولة، وبلغ مجموع رأسمالها ٤ مليون دينار كويتي أى مايعادل ١١% من مجموع رؤوس أموال الشركات الجديدة.

وقد ترتب على تأسيس هذه الشركات اتساع رقعة الاصدار الذي ترافق مع نشاط متصاعد في تداول الأسهم. ولعدم توافر البيانات عن كمية الأسهم وعدد الصفقات وذلك

(١٤) وقد حرصت الحكومة أن يكون رأسمال هذه الشركات وطنيا خالصا، ومن ثم لم يساهم رأس المال الأجنبي في نشاط البنوك وشركات التأمين في هذه الفترة.

بسبب عدم خضوع مكاتب السمسرة للإشراف الحكومي، فإن المعلومات تقتصر على أسعار الأسهم التي كان يحددها السماسرة وفقا للعرض والطلب ولقوة تأثيرهم.. ومن هنا لم يكن المستثمرون بمستطيعين تقييم هذه الأسهم في ظل عدم تنظيم نشاط السماسرة وغياب المعلومات عن كل شركة فضلا عن عدم توافر المعلومات الخاصة بالسوق.

وعلى أى حال، فإن السوق اتسمت خلال عام ١٩٦٢ بالرواج الذي بلغ مداه في نهاية هذا العام، وقد لعبت المضاربة دورا أساسيا في رفع الاسعار رغم أن عددا كبيرا من الشركات قد تأسس في هذه السنة (١٥).

(٢) الفترة من عام ١٩٦٣ الى عام ١٩٦٩:

استمر نمو واتساع الشركات المساهمة في هذه الفترة ولكن بمعدلات أدنى من الفترة السابقة، حيث انخفض الطلب على أسهم الشركات الجديدة التي تأسست خلال عام ١٩٦٣، ومن ثم لم تغط أسهمها بأضعاف رأس المال كما حدث في عام ١٩٦٢.

ومع أن عشر شركات تم تأسيسها في الفترة من عام ١٩٦٣ الى عام ١٩٦٨، إلا أن عامى ١٩٦٩، ١٩٧٠ لم يشهدا قيام أى شركة جديدة، وفي هذا بلغت قيمة رؤوس أموال الشركات الجديدة قبل هاتين السنتين ٤٣٧٥ مليون دينار دفع منها حوالى ٩٦٪ من المبالغ المصرح بها. وكانت مساهمة الدولة في ذلك حوالى ٦٠٪ من اجمالى رؤوس الأموال المصرح بها للشركات الجديدة، وهو ما يشير الى زيادة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية.

وبسبب التوسع في الصناعة البتروكيمياوية نجد أن التركيب القطاعى للشركات قد تغير، ومن ثم فقد القطاع المالى الأولوية الى المرتبة الثانية بعد القطاع الصناعى، ولهذا نجد أن رؤوس أموال الشركات الصناعية بلغت قيمتها ٤٧٤ مليون دينار بما نسبته ٤٧٪ من اجمالى رأسمال السوق بالقيمة الاسمية. أما القطاع المالى فقد انخفضت نسبته الى ٣١٪ من اجمالى رأسمال السوق.

(١٥) أنظر: التقارير السنوية للشركة الدولية للاستثمار.

أما قطاع الخدمات فقد ارتفعت حصته الى ٢٢٪ بدلا من ١١٪ بسبب تأسيس بعض الشركات الجديدة.

وبسبب تأسيس شركات جديدة اتسع اصدار الأسهم وبلغ مجموع أسهم الشركات المساهمة بنهاية عام ١٩٦٨، وبعد استبعاد حصة الحكومة وأسهم الشركات المقلقة، ٦٠٢٦١١٨ سهما، أى بزيادة تقدر بـ ١٧٪ من عدد الأسهم القابلة للتداول.

ولاستمرار غياب القواعد التنظيمية التي تضبط عملية التداول، وعدم وجود بيانات دقيقة عن حجم التعاملات وقيمتها وأسعار حركة الأسهم، فانه يصعب التطرق الى حركة التداول والأسعار بشكل مفصل.

ومع ذلك فانه يمكن القول، استنادا الى الرقم القياسي للأسعار الذي كانت تعده الشركة الكويتية للاستثمار حتى عام ١٩٦٦ (١٦)، أن سوق الأسهم اتسمت بالهبوط في أسعارها، وبلغت الحركة الهبوطية للسوق حدها الأدنى في مطلع عام ١٩٦٦ لتعاود ارتفاعها في الربع الأخير من هذا العام.

ويرجع انكماش سوق الأسهم في هذه الفترة أساسا الى تقلص حجم السيولة النقدية المحلية بسبب لجوء الدولة الى دفع مبالغ الاستملاكات على شكل أقساط بدلا من دفعها نقدا مرة واحدة كما كانت تفعل من قبل، فضلا عن اتساع النشاط العمراني والتجاري، الأمر الذي دفع المستثمرين الى توظيف أموالهم في هذين القطاعين بصورة ملموسة.

ومع ذلك، فانه بسبب ارتفاع النفقات الحكومية اعتبارا من عام ١٩٦٥، ومن ضمنها اعتمادات استملاكات الأرض، تم تنشيط حجم السيولة من جديد مما أثر على جميع نشاطات القطاعات الاقتصادية، وإن كان النشاط العمراني قد استأثر بالجزء الأكبر من الاستثمارات، الأمر الذي ترتب عليه ارتفاع حاد في ثمن الأراضي والعقارات في جميع مناطق الكويت.

(١٦) مشار إليه في: دكتور حازم البيلالي، رائد فهمي، المرجع السابق، صفحة ٢٥ وما بعدها.

(٣) الفترة من عام ١٩٧٠ الى عام ١٩٨٠:

وفي هذه الفترة نمت سوق الاسهم من خلال صدور بعض القوانين والقرارات التنظيمية لتداول الاوراق المالية والتي مهدت لظهور البورصة. فقد صدر القانون رقم ٢٢ لسنة ١٩٧٠ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة وملغيا بذلك القانون رقم ٢٧ لسنة ١٩٦٢، كما صدر قرار وزير التجارة والصناعة رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٤ بمنع البيع بالاجل لتفادي هبوط أسعار الأسهم.

كما صدر المرسوم بقانون رقم ٣ لسنة ١٩٧٥ بشأن منع تداول أسهم الشركات الجديدة قبل صدور أول ميزانية لها عن ١٢ شهرا على الأقل، كما ألزم المؤسسين بفرز طلبات الاكتتاب قبل توزيع الأسهم للتحقيق من عدم وقوع مخالفات مثل الاكتتاب بأسماء وهمية أو مكررة.

وبالإضافة الى ذلك صدر قرار وزير التجارة رقم ٦١ لسنة ١٩٧٦ بشأن تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية، وتشكيل «لجنة الأوراق المالية» لتنظيم التداول في السوق المالية.

هذا وقد تم انشاء البورصة والسوق الدائمة للأوراق المالية في ابريل عام ١٩٧٧ كجهد للجنة الأوراق المالية، وان كانت هذه اللجنة لم تنجح في معالجة السلبات التي تواجه استقرار السوق.

وقد ترتب على انشاء البورصة أن أصبح تداول الأسهم بها قاصرا على الشركات الكويتية غير المقفلة.

والواقع أنه بنهاية عام ١٩٧٣، ارتفع العدد الاجمالي للشركات المساهمة العامة الى ٣١ شركة برأسمال كبير خاصة وان نسبة كبيرة من رؤوس الأموال تمت المساهمة بها عن طريق التمويل الذاتي لهذه الشركات، أى من الاحتياطيات والأرباح المرحلة.

وقد ترتب على ذلك، زيادة عدد الأسهم المصدرة الى ٢١٣٣ مليون سهم في نهاية هذه السنة بعد أن كانت ١١٠٥ مليون سهم في نهاية عام ١٩٧٠ وكما أنه برزت الى الوجود الشركات العقارية التي أثرت على نشاط الأراضي والعقارات.

وفضلا عن ذلك. فقد ظل متوسط أسعار الأسهم يرتفع بمعدل يتزايد بنسب متفاوتة بين النشاطات المختلفة الى أن وصل خلال عام ١٩٧٣ الى نسبة ٤٨٪. ورغم أن الزيادات في الاسعار كانت شاملة لجميع فئات الأسهم، الا أن الزيادة في شركات التأمين والاستثمار نالت نسبة أكبر حيث بلغ الارتفاع في متوسط أسعار الأسهم مايزيد عن ٩٧٪.

ومن الجدير بالذكر أن الارتفاع في الأسهم شمل أيضا الشركات التي تأسست خلال عامي ٧٢، ١٩٧٣، ولم تباشر أعمالها، حيث تجاوز متوسط أسعار الأسهم بالنسبة للشركات الجديدة في نهاية عام ١٩٧٣ قيمتها الاسمية بنسبة ١٨١٪ وذلك بعد مضي أقل من عام على تأسيس معظمها.

وقد قدرت القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة في نهاية عام ١٩٧٣ بما يقرب من مليار دينار مقارنة مع حوالى ١٨٥ مليون دينار في نهاية عام ١٩٧٠، أى أنها تضاعفت بحوالى ٦ مرات تقريبا، في حين لم يتجاوز اجمالى حقوق المساهمين في هذه الشركات في نهاية عام ١٩٧٣ ربع القيمة السوقية للأسهم، وهذا فرق كبير يتجاوز بكثير قيمة الموجودات الصافية الفعلية للشركات بالاضافة للأرباح المتوقعة تحقيقها. وإذا كانت حقوق المساهمين بلغت ٢٢٠ مليون دينار خلال عام ١٩٧٣، فإن ذلك يعنى أنها تمثل حوالى ربع القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، ويظل التبرير حائرا بالنسبة لهذه السنة كذلك (١٧).

أما في عام ١٩٧٤/٧٣، فقد شمل الصعود الحاد لأسعار الأسهم جميع أسهم الشركات تقريبا بما فيها الشركات الجديدة الأمر الذي اجتذب قطاعات أوسع من الجمهور الى التداول في الأسهم، ومن ثم خلقت موجة شديدة من المضاربات. وفي هذا بلغت نسبة متوسط حجم الأسهم المتداولة شهريا الى اجمالى الاسهم المصدرة، أى سرعة تداول الأسهم، حوالى ٥٧٪ بعد استبعاد أسهم الحكومة، في حين أن هذه النسبة في سوق نيو يورك في نفس العام بلغت ٢٣٪ (١٨).

(١٧) انظر: محمد الحجا، وليد سعيد، اسهم الشركات الكويتية المساهمة، دراسة تحليلية، الجمعية الاقتصادية الكويتية، بدون تاريخ، صفحة ٤٥.

(١٨) أنظر: دكتور حازم الببلاوي، رائد فهمي، المرجع السابق، صفحة ٣٩.

وتتميز الفترة من مطلع عام ١٩٧٤ الى نهاية شهر مارس من عام ١٩٧٥ بانخفاض في عدد الكميات المتداولة من الأسهم وفي قيمتها كذلك وقد كان التركيز الأكبر على أسهم الشركات منخفضة السعر، و يعنى ذلك أن سوق الأسهم ظهرت عليها عوامل ركود برزت في انكماش حركة التداول وحركة الأسعار، وان كانت الأخيرة أقل حدة من الأولى.

ولعل الغاء صفقات البيع بالأجل بموجب قرار وزير التجارة والصناعة رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٤ السالف الإشارة اليه كان سببا في احداث هذا الركود بعد أن ساهمت في رواج السوق في عام ١٩٧٣.

ورغم زيادة حجم الانفاق الحكومى من ٣٢٠ مليون دينار الى ٦١٢ مليون دينار، ومنها بند الاستملاكات العامة وزيادة الناتج المحلى نتيجة لزيادة الإيرادات النفطية.. رغم كل ذلك، فان ظاهرة الركود ظلت كما هى حتى الربع الثاني من عام ١٩٧٥ حيث استأنف الخط البياني للسوق اتجاها التصاعدي.

ولعل السبب في ذلك يرجع الى اتجاه السيولة المحلية الى الخارج نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة العالمية وازدياد الفرق بينها وبين أسعار الفائدة المحلية.

وتعتبر الفترة من ابريل ١٩٧٥ الى نهاية عام ١٩٧٦ — على العكس — فترة لم يسبق لها مثيل في تداول الأسهم وفي تزايد حركة الأسعار زيادة جامحة.

وفي نهاية عام ١٩٧٦ ارتفع عدد الشركات المساهمة العامة الى ١٣٨ شركة وبلغ عدد أسهمها المصدرة ٦٧٦ مليون سهم، ومجموع قيمتها الاسمية ٢٦٥٥ مليون دينار، أى بزيادة قدرها ١٩٠٪ تقريبا بالمقارنة مع أواخر عام ١٩٦٩ وحوالى ١٢٠٪ عن أواخر عام ١٩٧٥.

ومع ذلك لم ترتفع الزيادة في الأسهم القابلة للتداول سوى بنسبة ٧٥٪، ٣٢٪ بالمقارنة بعامى ٧٤، ١٩٧٥ على التوالي، ويرجع السبب في ذلك أساسا الى تأميم شركتي البترول الوطنية والصناعات الكيماوية اللتين كانتا تستأثران بنسبة هامة من المساهمات الحكومية في قطاع الشركات المساهمة.. وفي هذا تضاءلت الأهمية النسبية للقطاع الصناعي وأصبح له ٢٥٨٪ من اجمالى رؤوس الأموال في السوق بعد أن كانت هذه بالنسبة ٣٨٢٪ في عام ١٩٧٣.

وبسبب ازدهار النشاط الاقتصادي خلال السنوات ٧٥ - ١٩٧٦، تم انشاء مايزيد على ٥٠ شركة مقفلة، ومع ذلك ظلت سوق الأسهم الكويتية ضيقة بالنظر الى الموارد المالية التي توفرت في الاقتصاد القومي، ذلك أنه حتى نهاية عام ١٩٧٦ لم تتجاوز القيمة الاسمية للأسهم المصدرة ٦٨٪ من اجمالي الناتج المحلي، ٩١٪ من اجمالي المدخرات القومية، ٢١٨٪ من اجمالي السيولة المحلية (١٩)، الأمر الذي كان سببا في شيوع المضاربة وزيادة حدتها.

ومن الجدير بالذكر أن نشير الى انه خلال عام ١٩٧٦ عادت حركة تداول الأسهم وأسعارها الى نشاطها من جديد، وكانت حركة الأسعار أكثر حدة حيث حققت طفرة عالية مقابل زيادة أقل نسبيا في حجم المعاملات. وفي هذا اتخذت أسعار الأسهم اتجاها صعوديا حادا خاصة في الربعين الثاني والثالث من نفس السنة، وبلغت نسبة الزيادة على مدار العام حوالى ١٦٠٪ عما كانت عليه في نهاية عام ١٩٧٤، فقد قفزت القيمة السوقية لرأس المال من نحو ٨٩٥٧ مليون دينار في نهاية هذا العام الى نحو ٢٣٢٢ مليون دينار في نهاية عام ١٩٧٦، ومن هنا اتسعت الفجوة كثيرا بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للأسهم دون مبرر معقول.

ويكمن خلف هذه الاتجاهات التصاعدية الحادة وغير الطبيعية في أسعار الأسهم وبصفة أساسية، وجود المضاربات التي عمت السوق، ومن المؤشرات المتداولة ارتفاع معدل سرعة تداول الأسهم حيث بلغ المتوسط الشهري للأسهم المتداولة خلال عام ١٩٧٦ حوالى ٨٦٪ من مجموع الأسهم القابلة للتداول بينما كانت النسبة في سوق نيو يورك نحو ٢٩٪ (٢٠)، وموشر نسبة السعر الى المردود، فهذه النسبة للغاية لأسهم بعض القطاعات في بورصة الكويت ولاسيما بالمقارنة مع بورصات أخرى مثل بورصة لندن.

وأخيراً موشر سرعة تقلبات الاسعار ويرتكز هذا المؤشر على الارقام القياسية للأسعار التي تصدرها وزارة التجارة، ويمكن معه التوصل الى أن الاتجاه العام للأسعار تصاعدي وان كان يختلف حسب بعض القطاعات.

(١٩) المرجع السابق، صفحة ٤٦.

(٢٠) انظر: المرجع السابق، صفحة ٤٨.

وقد انعكست ظاهرة المضاربة أيضا في ارتفاع أسعار أسهم الشركات التي لم تبدأ بعد نشاطها الفعلي، ولم تمتلك أية موجودات ثابتة.

ومن ناحية أخرى، فإن ظاهرة المضاربة اصطحبت خلال عام ١٩٧٦ بتطورات في سوق الاراضي والعقارات، فقد تبنت الحكومة — بعد زيادة الموارد النفطية ببرامج تنمية طموحة، الأمر الذي ازداد معه الطلب الحاد على المساكن والمكاتب التجارية وعلى الأراضي خاصة مع تزايد قيمة بند الاستثمارات العامة.. ونتيجة لذلك ارتفعت الأراضي وقيمة الايجارات رغم التيسيرات التي منحتها الدولة لتمويل النشاطات العقارية والاستثمارية.

مرحلة الأزمة :

وفي نهاية عام ١٩٧٦ وحتى أواخر عام ١٩٧٧ تعرض سوق الأسهم الى أزمة كبيرة كرد فعل للتوسع في اصدار الأسهم وفي ارتفاع أسعارها ارتفاعا جاعا كما سلفت الاشارة إليه. ولولا تدخل الحكومة للمحافظة على تماسك السوق من خلال بعض الاجراءات التي اتخذتها لانهارت تلك السوق. فقد سجلت كميات الأسهم المتداولة انخفاضا شديدا، فهبط حجم المعاملات من ١٩٨ مليون سهم في عام ١٩٧٦ الى ١٣٧ مليون سهم في عام ١٩٧٧، ولهذا غطت مظاهر الركود قطاعا واسعا بين المتعاملين، وزعزعت الثقة بينهم.

دور الاجراءات الحكومية :

وكان يمكن لانخفاض أسعار الأسهم أن يأخذ أبعاد أكبر لولا أن قامت الحكومة باتخاذ بعض الاجراءات ومنها:

- افتتح البورصة في ابريل عام ١٩٧٧، وقصر التداول على الشركات الكويتية غير المقفلة، وان كان قد تم تداول أسهم الشركات الكويتية المقفلة في نهاية عام ١٩٨١.
- صدور القرار الوزاري رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٤ بمنع البيع بالأجل.
- صدور القرار الوزاري الخاص بايقاف تأسيس شركات مساهمة جديدة (اكتتاب عام) الى أن تتمكن السوق من استيعاب الشركات الجديدة.
- صدور قرار بعدم السماح بزيادة رؤوس أموال الشركات المساهمة الا في أضيق الحدود.

- في شهر ديسمبر ١٩٧٧ صدر قرار آخر يقضى بأن تقوم الأجهزة الحكومية اعتباراً من ١٩٧٧/١٢/٢٤ بشراء أسهم الشركات الوطنية بسعر يحدد على أساس أدنى سعر جرى التداول به خلال الفترة من أول أكتوبر وحتى ١٧ ديسمبر ١٩٧٧ مع وضع ضوابط أخرى للأسهم التي لم يتم تداولها خلال الفترة المذكورة.
- وفي شهر ديسمبر أيضاً صدر قرار يقضى بتخفيض أسعار الفائدة المتفق عليها بين البنوك والعملاء، وذلك للتخفيف من الأعباء المالية المترتبة على المتعاملين بسوق الأسهم ممن تضرروا بتدهور أسعارها، وبتحديد أجل القروض الممنوحة من البنوك لتمويل عمليات الأسهم لمدة سنتين، مع إمكانية تحديدها حسب ظروف كل مقترض، لمساعدة المقترضين على الاحتفاظ بالأسهم وبالتالي عدم اغراق السوق بها فتتدنى الأسعار من جديد.

عودة نشاط السوق :

على أنه خلال السنوات من ١٩٧٨ الى ١٩٨٠ بدأت السوق تستعيد مكانتها وبلغ نشاطها مستويات متفاوتة سواء على مستوى كميات الاسهم المتداولة أو أسعارها، وإن كانت هذه السوق قد شهدت تذبذباً بين فترات الركود والانتعاش.

وفي تقرير آخر عن نفس الوزارة، بلغ اجمالي الأسهم المتداولة خلال عام ١٩٨١ بسوق الأسهم بالكويت ٢٨٠١٥٩١٦٧ سهماً بلغت قيمتها: ١٨٩٥٩٩٠٠٠ ديناراً كويتياً، وقد استأثرت مجموعة الشركات العقارية بالنصيب الأكبر من مجموع الأسهم المتداولة. وتأتي مجموعة شركات الخدمات في المرتبة الثانية حيث بلغ اجمالي الأسهم المتداولة فيها: ٤٧٧٩٨٣١٨ سهماً. وتأتي في المرتبة الثالثة مجموعة شركات الاستثمار حيث بلغ اجمالي الأسهم المتداولة ٤٢٧٧٨٣٧٨ سهماً.

وتأتي في المرتبة الرابعة مجموعة الشركات الصناعية حيث بلغ اجمالي الأسهم المتداولة فيها ٤٠٤٥١٩٤١ سهماً. أما مجموعة شركات البنوك فقد جاءت في المرتبة السادسة — بعد مجموعة شركات النقل — حيث بلغ اجمالي الأسهم المتداولة بها ٣٠٤٧٦٩٩٦ سهماً.

ويمكن أن نستدل على المستويات الجديدة التي حققتها سوق الأسهم الكويتية بالنسبة لعدد الاسهم المتداولة كما يتضح من الجدول التالي:

جدول رقم (١)

بالألف سهم

القطاع	١٩٧٦	%	١٩٧٧	%	١٩٧٨	%	١٩٧٩	%	١٩٨٠	%
التوك	٨٧٠٦	٤٤	٢٤٣١	٤	٥٩٩٧٣	٥٨	٨١٣٨٨	٤٨	٤٧٦٨٦	٣٣
الاستثمار	٥٠٦٥٨	٢٨٧	١٥٤٣٦	٢٥٧	٤٢١٧٥	٢٥٦	٢٤٣٧٩	١٤٤	٢٤٥٣٧	١٧١
التأمين	٦٩٥	٠٤	١٧٩	٠٣	٦٨٤	٠٤	٣٤٥٢	٢	١٠٤٨	٠٧
الصناعية	٦٣٧٧٥	٣٦	١٦٠٣٠	٢٦٧	٢٧٢٠٧	١٦٥	٢٢٦١٩	١٣٤	١٤٨٣٣	١٠٣
النقل	٢٣٦٣٥	١٣٤	٨٧٤٩	٣١٢	٦٣٨٣	٣٩	٨٤٢٧	٥	٢٣٦٠٧	١٦٤
الخدمات	٦١٣	٠٣	٧٢	٠١	٧٧٣٢	٤٧	٦٠٧١	٣٦	٩٢٦٤	٦٤
العقارية	١٩١١٥	١٦٥	٧١٠٤	١١٨	٢٠٦١٨	١٢٥	٢٢٨٨٤	١٣٥	٢٢٧٣٤	١٥٨
المجموع	١٧٦٢٩٧	١٠٠	٦٠٠٠١	١٠٠	١٦٤٧٧١	١٠٠	١٦٩٢٢٠	١٠٠	١٤٣٧٠٩	١٠٠

المصدر : وزارة التجارة والصناعة، ادارة الأوراق المالية والاستثمار.

ومع هذه السنوات نلمس تزايد نوبات الانتعاش والركود وتغير أوضاع ودرجات الشركات المختلفة، وذلك بسبب عدم استقرار أوضاع أسعار الفائدة العالمية من ناحية، والأحداث السياسية التي شهدتها وتشهدها المنطقة وبشكل خاص الحرب العراقية الإيرانية من ناحية أخرى.

ويتضح كذلك من هذه البيانات أن أسهم البنوك كانت قد بدأت تحتل المرتبة الأولى منذ عام ١٩٧٨ من حيث نصيبها الإجمالي من عدد الأسهم المتداولة في السوق، الأمر الذي انعكس على أسهمها فارتفع سعرها، ومع ذلك انتهت هذه الأولوية إلى المرتبة السادسة خلال عام ١٩٨١.

ونستطيع من ناحية أخرى أن نلمس تناقص نصيب الشركات الاستثمارية والصناعية وتذبذب نصيب الشركات العقارية والخدمات والنقل من إجمالي عدد الأسهم المتداولة.

ولا يعنى ذلك أن نفس التأثير تم بالنسبة لأسعار تلك الأسهم، فقد أسفرت حركة أسعار الأسهم وخاصة خلال السنوات ٧٨/١٩٨٠ عن ارتفاع حاد في القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة المدرجة في البورصة حيث ارتفعت من حوالى ١٩٧٦ مليون دينار في نهاية عام ١٩٧٧ إلى نحو ٣٠٠٠ مليون دينار في أواخر عام ١٩٧٨، وإلى ٤٤٦٠ مليون دينار في نهاية عام ١٩٧٩، أى ما يعادل زيادة سنوية نسبتها ٥٢٪، ٤٩٪ خلال عامى ١٩٧٨، ١٩٧٩، وذلك رغم أن عام ١٩٨٠ شهد انخفاضاً قدره ١٪ عن العام السابق بسبب هبوط أسعار أسهم الشركات المالية (البنوك - الاستثمار - التأمين)، التي تؤولف ما يقرب من ٤٣٪ من إجمالى أسهم الشركات المدرجة في السوق (٢١).

والآن ماهى الأسباب التي تكمن خلف ارتفاع أسعار الاسهم بهذه الصورة بسوق الأسهم الكويتية؟
هذا هو ما سنشير اليه في المبحث الثاني من هذا الفصل.

(٢١) أنظر: المرجع السابق، صفحة ٦٧.

(٢٢) قارن: محمد الحجاج، وليد سعيد، أسهم الشركات الكويتية المساهمة، المرجع السابق، صفحة ٥١ - ٥٩.

المبحث الثاني أسباب ارتفاع أسعار الأسهم بسوق الأسهم الكويتية

يمكن القول، على ضوء ما أسلفنا الإشارة اليه، أن أسباب الطفرة الكبيرة في أسعار الأسهم ترجع الى عوامل خارجية من ناحية وعوامل داخلية من ناحية أخرى.

أولا : أثر العوامل الخارجية :

يعود تأثير العوامل الخارجية على أسعار الأسهم بسوق الأسهم في الكويت الى اعتبارات عديدة أهمها: الانفتاح الاقتصادي الكويتي بأجهزته المالية والمصرفية على العالم الخارجي، وارتفاع حجم المدخرات الخاصة والحكومية المستثمرة خارج الكويت، وفي هذا تبرز عدة مؤثرات خارجية تلعب دورا أساسيا في التأثير على أسعار الأسهم الكويتية منها مايلي (٢٣):

١ - أسعار الفائدة العالمية :

وتمثل أحد البدائل المنافسة للاستثمار المحلي، ذلك أن ارتفاع معدلات الفائدة العالمية مدعاة الى انتقال الثروات المحلية الى الخارج ومن ثم هبوط النشاط في سوق الأوراق المحلية والعكس صحيح وان كان مما يخفف من هذا الأثر تقلبات أسعار الصرف.

(٢٣) أنظر: بنك الكويت المركزي، الاقتصاد الكويتي في عشرة أعوام، المرجع السابق، صفحة ١٠٨ - ١٠٩.

٢ - أسعار العملات الأجنبية :

ويمارس هذا العامل دوره في ذات اتجاه أسعار الفائدة العالمية، وقد بلغ حجم «الأرصدة لدى البنوك الأجنبية» في الميزانية الموحدة لدى البنوك التجارية ١٠٢٩ مليون دينار بنهاية عام ١٩٧٩ و بزيادة قدرها ١١٪ عن عام ١٩٧٨. وكلما كانت المضاربة العالمية مناسبة، مع توقع ارتفاع أسعار تلك العملات، اتجه المستثمرون نحو الاستفادة من ذلك الوضع مسببين تأثيرا انكماشيا على السيولة المحلية.

٣ - الاستثمارات الأجنبية المباشرة :

وتعتبر هذه الاستثمارات بديلا للاستثمار المحلي، ومن ثم تؤثر على السيولة المحلية. ويتميز هذا النوع من الاستثمار بطابع المدي الطويل على عكس العاملين السابقين فيتسمان بالمدي القصير لتوفير السيولة في الأول بدرجة أعلى، وان كانت هذه الاستثمارات الأجنبية أصبحت محل حذر بسب موجات التضخم والكساد والمشاكل الاقتصادية الأخرى.

٤ - الأحداث السياسية العالمية:

ذلك أن توتر الوضع السياسي العالمي يدعور رؤوس الأموال الى العودة للسوق المحلي والعمل على توطين المدخرات والاستثمارات حفاظا عليها من أخطار هذا التوتر.

ثانيا : أثر العوامل الداخلية :

تلعب العوامل الداخلية كذلك دورا هاما في التأثير على أسعار الأسهم في سوق الأسهم الكويتية، فلقد ارتفع الدخل القومي الكويتي ارتفاعا ملحوظا نتيجة ارتفاع إيرادات الكويت من النفط. ومع ازدياد إيرادات الدولة من هذا المصدر يزداد الانفاق الحكومي.

والجدول التالي يوضح أبعاد هذه الحقيقة

جدول رقم (٢)

الى أقرب مليون دينار

السنوات	صافي إيرادات الميزانيات العامة	صافي نفقات الميزانيات العامة
١٩٧١/٧٠	٣٥٢,٣	٣٠٦,٩
١٩٧٥/٧٤	٢١٦,٧٨	١٠٩,١٨
١٩٧٩/٧٨	٣٤,٧٥	١٧٣,٦٣
١٩٨١/٨٠	٤٨٠,٤٧	٢٩٨,٥١

المصدر: بيان وزير المالية عن مشروع ميزانيات الوزارات والادارات الحكومية والميزانيات الملحقة والمستقلة للسنة المالية ١٩٨١/٨٠.

وقد أسهمت الزيادة السنوية في الانفاق العام الداخلي ومن خلال أثر مضاعف الدخل القومي (٢٤). Multiplier Effect في نقل أثر زيادة الإيرادات النفطية الى الاقتصاد المحلي، عن طريق دفع الطلب المحلي وتنمية الدخل القومي ومستوى العمالة.

وقد أدى الارتفاع الكبير في الدخل القومي الى زيادة حجم الادخار الذي اقترن بارتفاع كبير في فائض دخل البلاد من العملات الأجنبية.

(٢٤) ينصرف اصطلاح المضاعف في التحليل الاقتصادي الى الآثار المتكررة التي تنتج عن الزيادة أو النقص في الانفاق بالنسبة للدخل القومي، فهو المعامل العددي الذي يشير الى الزيادة في الدخل القومي التي تتولد عن الزيادة الأصلية في الانفاق عن طريق ما تزاوله هذه الأخيرة من تأثير على الانفاق القومي على الاستهلاك.

أنظر في تفصيل ذلك الكاتب: اقتصاديات النشاط الحكومي مع الإشارة إلى دولة الكويت ١٩٨٢/٨١ صفحة ٩١ وما بعدها.

وتعتبر السيولة المحلية (٢٥) في هذا المجال العامل الرئيسي الذي يحكم الطلب على الأسهم، فعندما ترتفع السيولة هذه عما هو مطلوب لمواجهة الانفاق سواء استهلاكيا أو استثماريا، فإن الفائض يتجه نحو أصول أكثر ربحية وأقل سيولة بما في ذلك شراء الأسهم، وقد ساعد على هذا التحول انخفاض مستوى الفائدة على الودائع لدى البنوك التجارية المحلية بسبب وجود سقف قانوني مفروض على أسعار الاقتراض بالدينار الكويتي قدره ١٠٪ سنويا. ونتيجة لذلك انصب جزء كبير من السيولة المحلية المتوفرة لتغذية عمليات شراء الأسهم لارتفاع متوسط ربحيتها أصلا وقناعة المشتريين للأسهم باحتمال ارتفاع أسعارها.

والجدول التالي يوضح تطور السيولة المحلية :

جدول رقم (٣)

السنة	القيمة بالمليون دينار	نسبة التغير الى السنة السابقة مباشرة %
١٩٧١	٤٥٦٠	٢٥٩
١٩٧٥	٨٩١٢	٢٣٧
١٩٧٩	٢٢٨٩٧	١٧٤

المصدر: بنك الكويت المركزي، الاقتصاد الكويتي في عشرة أعوام، المرجع السابق، من جدول رقم (١٣) صفحة ٧٢.

(٢٥) تتكون السيولة المحلية من الكتلة النقدية، وهي النقد المتداول خارج البنوك التجارية المحلية والودائع تحت الطلب لدى هذه البنوك، ومن شبه النقد وهي الودائع المربوطة لأجل وودائع التوفير وشهادات الإيداع والودائع المحرة بالعملة الأجنبية.

وجدير بالذكر أن نشير الى أن ثمة عوامل ساعدت على دعم دور السيولة المحلية في زيادة أسعار الأسهم زيادة حادة، وهى توفر بعض الخصائص لسوق الأسهم بالكويت ومنها (٢٦):—

(١) ضيق نطاق السوق :

فاذا قيس حجم الادخار السنوى، وهو متزايد بحجم رؤوس أموال الشركات المساهمة، لا تضح أن سوق الأسهم بالكويت تتسم بانخفاض رؤوس الأموال المستثمرة رغم تزايدها. ومع تزايد الموارد، وضيق فرص الاستثمار، تزداد السيولة المحلية التى تؤثر على أسعار الأسهم بالارتفاع وسواء كانت أسهم الشركات المساهمة القديمة أو الجديدة.

ولأن فرص الاستثمار الخارجي تكتنفها بعض المخاطر، فإن ذلك يؤثر على حجم السيولة المحلية بالزيادة، ومن ثم يزداد الطلب على الأسهم فيرتفع سعرها.

(٢) زيادة عدد المتعاملين بالأسهم :

فقد شجع ارتفاع أسعار الأسهم عددا من المتعاملين الجدد على دخول سوق الأسهم أملا في تنمية مدخراتهم، ولا يمنع ذلك من تعرضهم لعمليات تلاعب من جانب الفئات المسيطرة على السوق، بسبب عدم خبرتهم أو درايتهم بهذا المجال من التعامل.

(٣) تيسير عمليات الائتمان المصرفي :

وهنا لم يساهم تيسير عمليات الائتمان المصرفي في زيادة نسبة السيولة المحلية فقط وفي أثر ذلك على أسعار الأسهم والأراضي والعقارات عموما فحسب، بل إن البنوك قامت بتقديم السلف والخصميات الى المقيمين وأغلبها تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل بشكل مباشر، وقد بلغ معدل الزيادة في ذلك عام ١٩٧٦ حوالى ٨٣٪، وهى زيادة ساهمت في دفع المضاربة على أسعار الاسهم وزيادة أثمانها بالتالي.

(٢٦) أنظر: محمد الخوجا، وليد سعيد، أسهم الشركات الكويتية المساهمة، المرجع السابق، صفحة ٥٥—٥٩.

(٤) المضاربة :

ان الارتفاع السريع في أسعار الأسهم يؤدي في حد ذاته الى ادخال عنصر المضاربة الى حركة تداول الأسهم، وهنا يمكن القول أن عنصر المضاربة يوجد مع تزايد السيولة المحلية التي تساهم في رفع أسعار الأسهم، وتوقع غالبية المضاربين تحقيق مزيد من الارتفاع في الأسعار خاصة في ضوء ما يعتقدونه من ضمان الحكومة لعدم انخفاض أسعار الأسهم انخفاضاً مؤثراً، على نحو ما قامت به في أزمة عام ١٩٧٧.

وسنشير بعد ذلك الى الشركات المساهمة الخليجية وسوق المناخ في المبحث الثالث من هذا الفصل.

المبحث الثالث

الشركات المساهمة الخليجية وسوق المناخ

بالرغم من توفر موارد مالية محلية، خاصة في أواخر السبعينيات، فإن هذه الموارد لم تعط الفرصة لاستثمارها داخل الكويت مما أدى الى لجوء أصحاب رؤوس الأموال الى دول الخليج (الامارات، والبحرين) لسهولة الحصول على الصيغة القانونية لانشاء شركات مساهمة خليجية برأس مال كويتي (٨٠٪ - ٩٥٪ من أسهم جميع هذه الشركات تقريباً). هذا بالإضافة الى بعض الأسباب التي ساعدة على قيام هذه الشركات ومنها:

- أ — تخوف رؤوس الأموال من الاتجاه نحو الأسواق العالمية لما تتميز به من مشاكل ومخاطر اقتصادية مثل التضخم والكساد وتقلبات أسعار الصرف.
- ب — أسلوب تنظيم تأسيس الشركات المساهمة محلياً والتي كانت لا تسمح بتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة الا في نطاق محدود.
- ج — مرونة قوانين الدولة المجاورة، وخصوصاً الامارات والبحرين، التي تسمح بانشاء الشركات المساهمة في أسواقها.

وتجدر الإشارة الى أن سوق الأسهم في الكويت قد شهدت خلال عام ١٩٨١ تطور سوق جديد هو سوق المناخ الذي يتم فيه تداول أسهم الشركات الخليجية المساهمة التي استقطبت جانبا ملموسا من رؤوس الأموال الوطنية. وبالإضافة الى ذلك، فقد تم تداول أسهم الشركات الكويتية المقفلة في نهاية عام ١٩٨١.

ان توفر الأموال الوطنية الباحثة عن فرص الاستثمار المجزية في الاقتصاد الكويتي، مع عدم الاستقرار والمخاطرة في مجالات الاستثمار الخارجية، قد أدى الى التعامل في أسهم الشركات الخليجية لعدة أسباب منها: تدني أسعارها الفورية بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة الكويتية، وعدم وجود حدود لامتلاك أي عدد منها، مع امكانية التزايد الحاد في أسعارها الآجلة، وغياب أي اطار تنظيمي خاص بتلك الأسهم.

وجدير بالذكر أن وزارة التجارة والصناعة قد وضعت في أواخر عام ١٩٨٠ بعض القواعد التي يتم بموجبها السماح للشركات المساهمة الخليجية بتداول أسهمها في بورصة الكويت، الا أن هذه القواعد لم يتم معها حل مشكلة الشركات الخليجية جميعها حيث أدرج في البورصة — بناء على تلك القواعد — في شهر مارس عام ١٩٨١ أسهم شركتين فقط هما شركة الخليج الاستثمارية العقارية وشركة الخليج للتنمية الزراعية. ويعني ذلك أن سوق المناخ قد فرضت ذاتها كأمر واقع كسوق لتداول الأسهم الخليجية. وفي محاولة أخرى لتنظيم سوق الأسهم الخليجية، عمدت وزارة التجارة والصناعة في شهر نوفمبر عام ١٩٨١ الى تشكيل لجنة استشارية لوضع المقترحات، ورفع التوصيات، وتنظيم الأمور الخاصة بالشركات الخليجية.

و يتميز سوق المناخ بعدة خصائص أهمها مايلي:

- أ — ان حجم تداول الأسهم الخليجية في ذلك السوق — وان لم تتوفر بيانات دقيقة عنه — بلغ مستويات قياسية، لا يمكن مقارنتها بحجم التداول بالبورصة الكويتية.
- ب — ان أسعار أسهم الشركات الخليجية قد حققت عام ١٩٨١ قفزات ملحوظة لاسيما في الربع الأخير من ذلك العام، مما يدل دلالة واضحة على مدى ماتعرضت له تلك الأسهم من عمليات المضاربة غير المبررة في كثير من الأحيان سواء بالقياس الى ربحيتها المتحققة أو المتوقعة.

و يتضح مما سبق، أن ثمة اتجاهات أوليا للفوائض المالية للبحث عن منافذ استثمارية محلية، خاصة عندما تكون الفرص الاستثمارية الخارجية غير آمنة أو مجزية.

وفي ظل الأرباح القياسية التي تتحقق في سوق المناخ من خلال تداول الأسهم واطراد زيادة أسعارها بصورة ملموسة، ومع غياب الأسس القانونية والتنظيمية والرقابية، فإنه يكون من الطبيعي أن يتم التخلي عن الفرص الاستثمارية الحقيقية لصالح المضاربة العشوائية التي سادت سوق الأسهم بالكويت في الفترة الأخيرة.

ونشير بعد ذلك الى نظرة الاسلام الى نشاط سوق الأسهم في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

نظرة الاسلام الى نشاط سوق الأسهم

مقدمة :

من البديهي أن نقرر أن الفقه الاسلامي لم يعرض مباشرة لنشاط سوق الأوراق المالية، وذلك لحداثة هذا النشاط نسبيا. ومع ذلك فإن الاسلام لا يضيق بالجديد في الحياة، ولا يتنكر له مادام هذا الجديد يحقق نفعاً، ويسد مطلباً، بل ان الاسلام يزكى هذا الجديد ويباركه طالما أنه لم يأت نتيجة لهوى طائش، أو شهوة عمياء، فهنا يرد الاسلام هذا الجديد الى أصله، ولا يرضي لأتباعه أن يجتمعوا عليه.

ولان المضاربة والبيع الآجل من أبرز العوامل التي تساعد على تداول وارتفاع أسعار الأسهم بصورة غير طبيعية، فضلا عن خلق التقلبات الحادة في تلك الأسعار مما يشكل خطورة على صغار المدخرين ومن لا تتوافر لديهم الخبرة الكافية بالسوق...، فانه يتعين أن نعرض لوجهة نظر الاسلام بشأنهما بعد أن نتعرف على مفهوم كل منهما في الفكر المعاصر. ونرى أن يتم ذلك في مبحث مستقل لكل منهما كما يلي:

المبحث الأول

المضاربة

يمكن تعريف المضاربة Speculation في الفكر الاقتصادي بأنها السعى الى تحقيق الربح بتحمل المخاطر والاستفادة من فروق الأسعار. ورغم أن فكرة المضاربة تثير في الذهن الكسب غير المبرر والانتهازية، فانها بالنسبة لسوق الأسهم والأسواق المالية عموماً أمر طبيعي، طالما ظلت في حدودها المعقولة ولا تحولت الى غرر أو مقامرة.

ولأن النشاط الاقتصادي نشاط ممتد عبر الزمن، فإن الاحتمال يكون أحد خصائص الحياة الاقتصادية. ويميز الاقتصاديون في ذلك بين المخاطر Risks وبين عدم اليقين Uncertainty على أساس أن الأولى تشير إلى أمور غير مؤكدة وإن كانت هناك معرفة بتوزيع الاحتمالات حول تحققها، أما عدم اليقين فيشير إلى أمور غير مؤكدة وغير معروف توزيع احتمالاتها.

فروق الأسعار والمضاربة :

فإذا وجدت فروق في الأسعار سواء في المكان والزمان، فإن ثمة فرصة لتحقيق الربح بالشراء حيث يكون الثمن منخفضا، والبيع حيث يكون الثمن مرتفعا، و يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب في السوق المنخفضة أثمانها، وزيادة العرض في السوق المرتفعة الثمن.. مما يقرب الأثمان و يعيد التوازن إلى السوق.

وهناك عدة وسائل لتحقيق هذا التوازن على أساس أن ثمة اختلافا بين الأثمان في السوق ينصرف إلى المكان من ناحية، وإلى الزمان من ناحية أخرى. فالتحكيم Arbitrage يعد أهم وسيلة لازالة فروق الأسعار بين الأماكن المختلفة، والتوقى Hedging أو المضاربة تعد أهم وسيلة للقضاء على فروق الاسعار بين فترة وأخرى (٢٧).

إن التحكيم يمثل عملية مزدوجة للشراء والبيع بما يسمح بتحقيق ربح مؤكد نتيجة الشراء بثمن رخيص من مكان، والبيع بثمن أعلى في مكان آخر، مع الأخذ في الاعتبار نفقات النقل بين المكانين، فهناك فرصة مؤكدة للكسب دون تحمل أى مخاطر، بشرط توافر العلم الكامل بالسوق. ومع ذلك فإن السير العادي للنشاط الاقتصادي وتعدد المعاملات

(٢٧) أنظر في تفصيل ذلك: وزارة المالية، إدارة البحوث الاقتصادية، ملحق النشرة الاقتصادية، القاموس الاقتصادي - السنة الأولى ١٩٧٧ صفحة ٢٥ وما بعدها.

وانتشار المعلومات يحقق المساواة في الاسعار بما لا يوجد حاجة للتحكيم الا في بعض الاسواق كأسواق العملات و بعض الاسواق التي تتداخل فيها الاسعار وتحتاج الى متخصص في التحكيم.

أما التوقى أو المضاربة، فانها تنصرف الى امكانية تحقيق الربح نتيجة اختلاف الأسعار بين فترة وأخرى مع مراعاة نفقات النقل والتخزين وسعر الفائدة.

ويثير اختلاف الأسعار في الزمان فكرة المخاطر، لأن الزمن صنو المخاطر والاحتمالات، ولذلك فانه لا توجد وسيلة مؤكدة للربح كما هو الحال بالنسبة للتحكيم، ومن ثم تطلب الأمر البحث عن وسيلة اقتصادية لنقل تحمل مخاطر تقلب الأسعار لأشخاص آخرين مهئين لهذه الوظيفة.. انهم المضاربون.

وعلى هذا الأساس تكون المضاربة (أو التوقى) عمليات مزدوجة للبيع والشراء الآجل بقصد تخفيف أو ازالة مخاطر تقلبات الأسعار ونقلها الى شخص آخر هو المضارب، ومن ثم ترتبط المضاربة بوجود أسواق آجلة Forward Markets.

وقد أدى الارتفاع السريع في أسعار الأسهم في سوق الأسهم بالكويت الى ادخال المضاربة الحادة الى حركة التداول، كما أشرنا من قبل.

واذا كانت المضاربة تعمل من خلال اختلاف الأسعار بين فترة وأخرى، كعملية مزدوجة تتمثل في الشراء الرخيص في فترة، والبيع الغالى في فترة أخرى، فان المضاربة في سوق الأسهم بالكويت تعمل بصورة رئيسية حول خط الاتجاه العام لارتفاع الأسعار حيث لم يكن لها أى تأثير لخفض اتجاه الأسعار المتصاعد وخاصة وأن توقعات المضاربين تتمثل في تحقيق المزيد من الارتفاع في الأسعار.

ويعنى ذلك أن المضاربة — بصورتها الراهنة — في سوق الأسهم بالكويت لم تقم بأى دور بالنسبة لتقلبات الاسعار، ولاعادة التوازن بين الأسعار للقضاء على الفروق بينها، طالما أنها تدور حول الاتجاه التصاعدي فقط لهذه الأسعار.

وليس من شك في أن السياسة المالية دعمت من موقف المضاربين، بل ووفرت الحماية لهم كما هو الحال في سياسة الاستملاكات العامة، ذلك أن مجرد قيام الحكومة بشراء الاراضي بثمان يزيد كثيرا عن ثمن السوق، فانها تخلق بذلك مجالا للمضاربة في العقارات على أساس أن تصرفها هذا يعنى ضمينا أن ثمن الارض والعقارات عموما لن ينخفض. (٢٨)

أسواق النشاط الاقتصادي :

توجد أسواق ثابتة للنشاط الاقتصادي: سوق السلع المنتجة وسوق العمل (العمالة)، وأخيرا سوق الأصول المالية. ومن البديهي أن نقرر أن هذه الاسواق ترتبط ببعضها بحلقات متصلة ومتتالية، فانتعاش الانتاج يزيد من العمالة، وهذا من شأنه أن يزيد من الأرباح ويحسن التوقعات مما ينعش سوق الأصول المالية. ومن هنا فالأصل أن تعكس سوق الأصول المالية مايجرى في الأسواق العينية للانتاج والعمالة.

على أنه اذا تحقق بعض سبق أو التراخي الزمني لسوق عن أخرى، فانه يكون من غير الطبيعي أن تستمر سوق الأصول المالية في اتجاه مستقل بصورة مطلقة كما هو الحال في سوق الأسهم الكويتية. ولعل هذا الاتجاه الاستقلالي يمثل التهديد الحقيقي لمستقبل سوق الأسهم الكويتية والمعوق الرئيسي لها عن ممارسة الدور الذي يمكن أن تؤديه في مجال التنمية الاقتصادية.

المضاربة في الاسلام :

وتختلف المضاربة في هذا المعنى عن المضاربة المعروفة في الفقه الاسلامي والتي تأخذ صورة اتفاق بين كل من مالك رأس المال والمستثمر على تكوين مشروع اقتصادي

(٢٨) أنظر للكاتب: دور السياسة المالية في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية مع الإشارة إلى دولة الكويت، مجلة الحقوق والشرعة، مرجع سابق الإشارة اليه، صفحة ١٣٣ - ١٣٤.

حيث يكون رأس المال من الأول والعمل من الثاني، ويحددان حصة كل منهما من الربح بنسبة معينة (٢٩).

ومع ذلك، فإن المضاربة كما تجرى في سوق الأسهم الكويتية تعتبر مجالا فسيحا للمقامرة في طلب الثراء العريض من أقرب طريق، وحيث تكون المقامرة.. تكون دوافع الاحتيال أقوى الأسلحة وأفعالها في يد المضاربين لجر المغانم أو دفع الأخطار.

وفي هذا، كانت المضاربة سببا في تهيئة الثراء الفاحش لقلة قليلة من المقامرين على حساب الألوف المؤلفة من صغار المدخرين، وذلك عمل ينكره كل مجتمع، حتى تلك المجتمعات التي لا تدين بدين الاسلام، لأن ذلك يعتبر افسادا لحياة هذه المجتمعات، ومن حقها أن تدافع عن نفسها، وتعمل على صيانة ثروتها.

وقد كانت الأزمة التي تعرضت لها سوق الأسهم بالكويت عام ١٩٧٧ بسبب ارتفاع أسعار الأسهم الجامح الذي غذته المضاربة أساسا، ولولا تدخل الحكومة — على نحو ما رأينا — لكانت النتيجة أسوأ بالنسبة للاقتصاد القومي ككل.

وتنصرف المضاربة، كما هو معروف، الى العمليات المزدوجة للبيع والشراء الآجل بقصد تخفيف أو ازالة مخاطر تقلبات الأسعار ونقلها الى شخص آخر هو المضارب، ولهذا فإن المضاربة ترتبط بوجود أسواق آجلة، ومن ثم يكون الحديث عنها بتفصيل أكبر في اطار الإشارة الى البيع الآجل من وجهة نظر الشريعة الاسلامية، وهو ما سنعرض له في المبحث الثاني من هذا الفصل.

(٢٩) أنظر في تفصيل ذلك: الأمام علاء الدين أبي بكر بن مسعود الكاساني الحنفي، كتاب بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتاب العربي بيروت، الطبعة الثانية ٣٩٤هـ — ١٩٧٤م، الجزء السادس، صفحة ٥٦ وما بعدها.

المبحث الثاني

المنظور الاسلامي للبيع الآجل في سوق الأسهم بالكويت

رأينا أن حركة تداول الأسهم وقيمتها انخفضت اعتباراً من مطلع عام ١٩٧٤ وحتى نهاية شهر مارس عام ١٩٧٥، ومن ثم تميزت سوق الأسهم بالكويت بالركود في تلك الفترة على عكس ما كان عليه الحال عام ١٩٧٣، وقد رأت وزارة التجارة والصناعة ان عقود البيع الآجل للأوراق المالية كانت من العوامل التي ساهمت في ذلك الركود، الامر الذي أصدر معه وزير التجارة قراراً وزارياً في ديسمبر ١٩٧٤ برقم ٥٢ لسنة ١٩٧٤ يقضى بمنع البيع الآجل للأوراق المالية والأسهم الى اشعار آخر. وفي عام ١٩٧٧ ثم رفع الحظر المفروض على هذه العقود بموجب قرار وزاري صدر برقم ٣١ لسنة ١٩٧٧. وقد أعاد هذا القرار امكانية التعامل بهذه العقود ولكن ضمن معايير وأسس تحدد طريقة الدفع ومدة العقد وطريقة تسجيله لدى وزارة التجارة.

ولقد مارس البيع الآجل تأثيره في رفع أسعار الأسهم من خلال اذكاء المضاربة، وقد ساعد على ذلك ارتفاع نسبة الهامش الذي يدفعه المضاربون مقابل تأجيل الدفع، فقد تراوحت هذه النسبة بين ٣٣٪، و ١٢٠٪ لمدة سنة ومن هنا بلغ متوسط الفائدة على مبيعات الأجل بالسوق المحلية ٧٠٪، وذلك حسبما ورد على لسان وزير التجارة والصناعة بمؤتمر تطوير سوق الأسهم بالكويت الذي عقد في الفترة من ١٤ الى ١٦ نوفمبر ١٩٨١ بالكويت. ومن ناحية أخرى، فقد وصلت قيمة مبيعات الأجل الاجمالية التي تمت حتى الآن إلى مبلغ تزيد عن ٢٠ مليون دينار كويتي، وهو رقم أكبر بكثير من امكانيات البنوك المحلية مجتمعة (٣٠).

ومع أنه قد يخفف من أثر الصدمة التي يولدها رقم قيمة مبيعات الأجل امكانية اجراء المقاصة على شيكات هذه المبيعات، الا أنه مع ذلك يولد شعوراً بتزايد المخاطر خاصة اذا انفردت حبة واحدة من مسبحة قيمة هذه المبيعات لسبب أو آخر، وهو احتمال بتعين أن يكون وارداً.

(٣٠) أنظر: دكتور وجدي شركس في «حوار حول البورصة والخليجيات» بتاريخ ١٥/٤/١٩٨١ ونظمته جمعية المحاسبة، جريدة القبس في ١٦/١٢/١٩٨١.

ان تيسير عمليات الائتمان المصرفي قد أثرت على حجم السيولة المحلية بالزيادة، ومن ثم ساهم ذلك في رفع أسعار الأسهم والأصول المالية الأخرى، وبالتالي تهتئة الظروف لاذكاء هذه المضاربة، وقد رأينا من قبل أن نسبة الزيادة في تقديم السلف بلغت عام ١٩٧٦ على سبيل المثال ٨٣٪، وأن نسبة الفائدة على مبيعات الأجل بلغت ٧٠٪.

والواقع أن البيع الآجل للأسهم الكويتية إذا تم تمويله بهذه الصورة يكون بمثابة عملية ربوية يحرمها الاسلام بنصوص صريحة لا تقبل الشك أو التأويل. والمتأمل في النظام الاسلامي يلاحظ أن من قواعد الغنم في مقابلة الغرم، والجزاء في مقابل الجهد.. مما ليس هنا مجال التفصيل فيه.

وعلى أية حال، فإن صورة البيع الآجل، وما يدور بشأنه، يمكن أن تتضح من المثال التالي:

يملك شخص ما خمسين ألف سهم ثمن كل منها عشرة دنانير، باعها ببيعاً آجلاً بتاريخ ١٩٨٢/٢/٧ لمدة سنة الى مشتري بسوق الأسهم عن طريق «دلال»، وطبقاً للنموذج المعد لذلك، بواقع ١٥ دينار للسهم. وفي نظير تسجيل الأسهم باسم المشتري كعملية مادية للشراء، قام الأخير بتسليم البائع شيكاً قيمته ٧٥٠ ألف دينار ومستحق الدفع في ١٩٨٣/٢/٦.

يذهب المشتري بعد ذلك الى السوق من جديد لبيع الاسهم بيعا حاضرا بسعر عشرة دنانير أو أكثر للسهم، وذلك ليضارب بقيمتها من جديد عن طريق البيع والشراء طيلة مدة العام الذي هو مهلة الدين المستحق عليه، وهو موقن في كل ذلك أنه سيتمكن من تحصيل قيمة الدين و ربح اضافي عليه. ولا يمتنع في ذلك أن يبيع حاضرا أو آجلا في حدود الأجل المضروب أولا، حتى ولو كان ذلك لذات البائئ الأصلي.

ولا يقتصر الأمر عند هذا الحد، بل إن بعض المضاربين يستغلون عدم وجود نظام دقيق يوضح حقيقة الأسهم، و يقومون بأعمال المناورة من خلال شراء أسهم معينة لأجل حتى تكاد تنضب من السوق، كصورة من صور الاحتكار، ثم يرفعون أسعارها بأسلوب دعائي عكس، فيتهافت عليها المشترون من جديد فترتفع أسعارها ارتفاعاً يحققون معه أرباحاً فاحشة.

ومن ناحية أخرى قد يعتمد هؤلاء المضاربون الى زيادة عرض أسهم معينة بأسعار متدنية بقصد اغراق السوق بها وتخفيض أسعارها تفريراً بأصحابها لسرعة التخلص منها، ثم يعتمدون من جديد الى الدعاية لها فترتفع أسعارها دون أى أساس انتاجى في ذلك. و يقومون بعد ذلك ببيعها محققين ذات الأرباح، في اطار من التلاعب، واختلاق الظروف المواتية لهم، وفي ذلك كله يكون الضحية هؤلاء الذين قد غرر بهم نتيجة لعدم خبرتهم بالسوق والألاعيب التي تدور بها.

تلك هي باختصار صورة البيع الآجل كما تحدث عادة في السوق الكويتية للأسهم، ومع هذه الصورة نستطيع أن نشير الأمور الآتية:

أولاً : عقد البيع الآجل في سوق الأسهم بالكويت، هل هو ضمن بيوع الغرر أم هو عقد سلم؟

ثانياً : الى أى حد يمكن أن تصبح تصرفات المضاربين من قبيل «احتكار القلة» بيعاً أو شراءً أوهما معاً؟

ثالثاً : هل يمكن أن يعتبر البيع الآجل في سوق الأسهم بالكويت من قبيل ما يسمى في الفقه الاسلامي بيع العينة في اطار ما يتم بشأن هذا البيع؟

عود على بدء :

بعد هذا الاستعراض نعود الى طرح المنظور الاسلامي في كل أمر من هذه الامور، باختصار يقتضيه المقام وذلك فيما يلي:—

أولاً : البيع الآجل في سوق الأسهم : عقد غرر أم عقد سلم؟

يقرر ابن تيمية أن الغرر هو «ما خفيت عاقبته، وطويت مغبته أو انطوى أمره (٣١)». والغرر ليس صفة للبيع، وإنما المبيع نفسه هو الغرر، كالثمرة قبل بدو صلاحها. وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر (٣٢):

(٣١) أنظر: ابن تيمية، العقود، طبع بعنوان «نظرية العقد» ١٣٦٨هـ—١٩٤٩م صفحة ٢٢٤ — ٢٢٥

(٣٢) أنظر: الامام محمد بن علي بن محمد الشوكاني، نبيل الأوطار، الجزء الخامس، الطبعة الأخيرة صفحة ١٦٦.

١ — فعن أبي هريرة أن النبي صلى الله عليه وآله وسلم «نهى عن بيع الحصاة وعن بيع الغرر» رواه الجماعة إلا البخارى.

٢ — وعن ابن مسعود أن النبي صلى الله عليه وآله وسلم قال: «لا تشتروا السمك في الماء» فإنه غرر» رواه أحمد.

ومفهوم ذلك أن بيع الغرر ينصرف الى المبيع فالبائع يأخذ الثمن، و يكون المشتري على الخطر كما اذا باع ثمر الشجر سنين، وقد يحصل المشتري على هذا الثمر أولا يحصل عليه.

والتفجير على هذا النحو هو «أن يعقد له عقدا يأخذ فيه ماله، ويبقى في العوض الذي يطلبه على مخاطرة، فان لم يحصل كان قد أكل ماله بالباطل، فهذا هو الغرر الذي يدخل بيعه في معنى القمار والميسر الذى حرمه الله ورسوله صلى الله عليه وسلم تسليما (٣٣)».

وعلى هذا الأساس قد يقول قائل أن البيع الآجل يتضمن مخاطرة اذا لم يتم سداد ثمن الأسهم في الآجل المضروب، ومن ثم يأخذ حكم أكل أموال الناس بالباطل أى بغير حق، فهو اذا تغرير نهى عنه رسول الله صلى الله عليه وسلم.

والواقع أن مجرد أن يكون الغرر في المبيع وليس في البيع يجعل عقد الغرر يختلف اختلافا أساسيا عن عقد البيع الآجل في سوق الأسهم.

ومن ناحية أخرى، فان السلم كالسلف وزنا ومعنى، ويعنى شرعا بيع موصوف في الذمة وزيد في الحد ببدل يعطى عاجلا (٣٤).

وعن ابن عباس قال «قدم النبي صلى الله عليه وآله وسلم المدينة وهم يسلفون في الثمار السنة والستين، فقال: من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم الى أجل معلوم» رواه الجماعة وهو حجة في السلم في منقطع الجنس حالة العقد (٣٥).

(٣٣) أنظر: ابن نعيم، العقود، المرجع السابق، صفحة ٢٢٨.

(٣٤) أنظر: الامام الشوكاني، نيل الأوطار، المرجع السابق، صفحة ٢٥٥.

(٣٥) المرجع السابق، صفحة ٢٥٥.

وقد اتفق العلماء على تسليم الثمن في مجلس العقود وفي هذا يختلف عقد السلم أيضا عن عقد البيع الآجل في سوق الأسهم: ذلك أن المؤجل هو الثمن وليس محل العقد أى الأسهم.

ومفاد ذلك كله أن البيع الآجل ليس من قبيل بيع الغرر المنهى عنها شرعا، وليس بمثابة عقد السلم الذى اتفق العلماء على مشروعيته وإن اختلفوا في بعض شروطه (٣٦).

ونظرا لأن السهم أصل من الأصول المالية، ولا يعبر بالضرورة في سوق الأسهم بالكويت عن قدرة إنتاجية معينة، فإن مبادلتة كقيمة آجلة بما يزيد عن قيمته الحاضرة يدخله في باب النهى عن بيع الدينار بالدينار أى بيع النقود بنقود أكثر آجلة، وهو ما يدخله في الربا المحرم شرعا. ومع ذلك فإن البيع الآجل غير محرم شرعا أخذا بقوله تعالى: «يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه...»، وذلك إذا كان الهدف هو البيع والشراء. وهذا على خلاف رأى بعض الكتاب الذين يرون الاقتصار على البيع النقدي (٣٧).

ثانيا : البيع الآجل في سوق الأسهم واحتكار القلة:

يقصد باحتكار القلة الحالة التى يتكون فيها سوق سلعة معينة من عدد قليل من البائعين Oligopoly أو من المشترين Oligopsony

ونظرا لأن المضاربين بسوق الاسهم يبيعون و يشترون من خلال مجموعات تتصف بالسيطرة على هذا السوق، فإن سوق الاسهم يغلب عليه إذا طابع احتكار القلة.

والاحتكار غير جائز في الاسلام، فقد جاء عن سعيد بن المسيب عن معمر بن عبد الله العدوى أن النبى صلى الله عليه وسلم قال: «لا يحتكر الا خاطىء، وكان سعيد يحتكر الزيت» رواه أحمد ومسلم وأبو داود.

(٣٦) أنظر: في تفصيل ذلك على سبيل المثال: عبد الرحمن الجزيري، كتاب الفقه على المذاهب الأربعة، الجزء الثاني، قسم المعاملات، الطبعة السادسة، المكتبة التجارية الكبرى (بدون تاريخ) صفحة ٣٠٤ وما بعدها.

(٣٧) أنظر: عبد الرحمن عبد الخالق، الضوابط الشرعية للتجارة بالأسهم، جريدة الوطن، الجمعة ١٩٨٢/٢/١٢.

وعن معقل بن يسار قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: «من دخل في شيء من اسعار المسلمين ليغليه عليهم كان حقا على الله أن يقعه بعظم من النار يوم القيامة(٣٨)».

وإذا كان الحديث الأول قد جاء بمناسبة احتكار الطعام (الزيت)، فذلك لايعنى أن الاحتكار ينصرف فقط الى الطعام، وفي هذا نجد أن الحديث الثاني يظهر منه أن الاحتكار محرم، بصورة مطلقة، شرعا، سواء كان في شأن الطعام أو غيره من السلع والخدمات، فالعلة في تحريم الاحتكار هي الاضرار بالمسلمين، ويستوى في ذلك القوت وغيره(٣٩).

وعلى هذا الاساس فان مايجرى في سوق الاسهم من احتكار البيع والشراء من جانب قلة من المضاربين أمر لايقره الاسلام لأنه يتضمن رفع أسعار الاسهم لتحقيق أرباح طائشة هؤلاء المضاربين وعلى حساب صغار المدخرين، وبما يؤثر سلبيا على صالح الاقتصاد القومي ككل.

ثالثا : البيع الآجل في سوق الأسهم وبيع العينة:

سبق أن رأينا أن للبائع في سوق الاسهم أن يقوم ببيع أسهمه بيعا آجلا، ثم يقوم المشتري لتلك الأسهم ببيعها بيعا حاضرا بسعر يقل بالطبع عن سعر البيع الآجل ليضارب بضمنها الحال في السوق وليس من اجل البيع والشراء. وقد يقوم المشتري في ذلك ببيع ذات الأسهم الى نفس بائعها الأصلي من جديد، وفي حدود الأجل المضروب بينهما من قبل. وفي هذه الصورة نكون ازاء مايسمى في الفقه الاسلامي ببيع العينة.

عن ابن عمر أن النبي صلى الله عليه وسلم قال : «إذا ضن الناس بالدينار والدرهم، وتبايعوا بالعينة، واتبعوا أذناب البقر وتركوا الجهاد في سبيل الله أنزل الله بهم البلاء، فلا يرفعه حتى يراجعوا دينهم» رواه أحمد وأبو داود.

(٣٨) أي بمكان عظيم من النار يوم القيامة.

(٣٩) أنظر في تفصيل ذلك: الشوكاني، نيل الأوطار، المرجع السابق، صفحة ٢٥٠-٢٥١.

وفي هذا فان بيع العينة لا يكون المهدف منه التبايع وانما هو حيلة للتعامل بالربا، وان كان الأصل في ابطال الحيل هو قول رسول الله صلى الله عليه وسلم «انما الأعمال بالنيات».

ورغم أن مالک وابو حنيفة وأحمد لم يميزوا بيع العينة، على أساس أن من يعطى ألف دينار مثلاً حالة، ويأخذها ١٥٠٠ دينار مؤجلة انما هو تعامل بالربا، الا أن الشافعي وأصحابه قد أجازوا بيع العينة بما وقع من ألفاظ البيع (٤٠).

وعلى اى حال فاننا لانستطيع أن نقطع بأن بيع العينة يحدث بهذه الصورة كثيراً في سوق الأسهم بالكويت وذلك في اطار اتساع دائرة التداول وارتفاع أسعار الاسهم ارتفاعاً جامعاً في معظم الأحيان في الفترة الأخيرة، وبالتالي فان النادر لا قياس عليه، خاصة وأن هذا النوع من البيوع ليس محل اجماع من الفقهاء، ويبقى أن الاصل في ابطال الحيل هو حديث رسول الله السالف الاشارة اليه — انما الاعمال بالنيات، ولكل امرئ ما نوى.

وترتيباً على ذلك، فانه على خلاف رأى بعض الكتاب (٤١)، لانستطيع الا أن نحكم على الواقع من خلال الفقه الشرعى دون محاولة لتطويع الأخير للحكم على هذا الواقع.

استدراك :

ان الدخول في تفصيلات الموضوع أمر مطلوب ووارد، ومع هذا، فانه يتعين قبل ذلك أن نحيط بالأصول التي تحكم هذا الموضوع، ومن ثم فان السؤال الذي يطرح نفسه هو ما اذا كان نشاط سوق الاسهم الكويتي يعنبر نشاطاً انتاجياً فيما انتهى اليه من تصاعد جامع لأسعار الأسهم، وقبل أن نتحقق نتيجة نشاط بعض شركات المساهمة، التي أصدرت تلك الاسهم؟.

(٤٠) أنظر: الامام الشوكاني، نيل الأوطار، المرجع السابق، صفحة ٢٣٤-٢٣٥.

(٤١) قارن: عبد الرحمن عبد الحلق، جريدة الوطن بتاريخ ١٩٨٢/١/٢٩، صفحة ٦.

الواقع أن الانتاج يعنى الجهد الانساني الواعى الذي يبذل لجعل الموارد الاقتصادية، من طبيعة أى أرض، وعمل، ورأسمال وتنظيم صالحة لاشباع الحاجات الانسانية، سواء عن طريق خلق المنفعة التي تشبع بها هذه الحاجات، أو زيادتها لتكون السلع والخدمات أكثر صلاحية لاشباع هذه الحاجات.

ويمكن القول — على ضوء ذلك — أن ما يتم وما انتهى اليه سوق الأسهم بالكويت لا يعبر في معظمه عن انتاج بهذا المعنى، على أساس أن ما يتحقق هو مجرد توظيف للثروات وجعلها على شكل أصول مالية كالأسهم والعقارات.

فالاستثمار يشير الى الاضافة الى الطاقة الانتاجية، في حين أن التوظيف يشير الى تبادل الأصول المالية بين المتعاملين، ومن هنا فان التوظيف لا يمثل الا دخولا وخروجا لطائفة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية دون تغيير في حجم الطاقة الانتاجية.

وتتمثل القيمة الحقيقية لهذه الأصول المالية في قدرتها على التحول الى سلع وأصول عينية في الوقت المناسب، وفي غير ذلك فان هذه الثروة، وغيرها من الفوائض الربعية للبترول والتي تأخذ اشكالا أخرى كالسندات والودائع والأذونات..، ليس لها من قيمة حقيقية.

وإذا كانت التنمية الاقتصادية والاجتماعية تعنى القضاء على التخلف من خلال تبني استراتيجية للتطوير تحقق هذا الهدف، فان مفهوم التنمية في الفكر الاسلامي لا يختلف عن ذلك الا بالنسبة للهدف النهائي، فليست الغاية في الفكر الاسلامي هي اشباع الحاجات المادية كما هو الحال في الفكر الوضعي وانما هي العبودية لله تعالى بمعناها الواسع، وفي هذا يقول الله تعالى:

«وما خلقت الجن والانس الا ليعبدون» الذاريات/٦٠.

ولأن الله سبحانه وتعالى يأمرنا بالانفاق من طيبات الكسب، في قوله تعالى:

«يا أيها الذين آمنوا أنفقوا من طيبات ما كسبتم» البقرة/ ٢٦٧، فان ذلك يعني أنه لا يتصور الانفاق الا بعد الكسب الطيب، وهل الكسب الطيب الا من الانتاج الحلال، ومن هنا فان مالا يتم الواجب الا به يعتبر واجبا.

ولهذا، فان «الاكتساب» يعنى تحصيل المال بما يحل من الأسباب، وذلك اذا جاء هذا اللفظ مطلقاً، ومع ذلك، فان اللفظ يستعمل في الوجوه المضادة، كما في قوله تعالى:

«وما أصابكم من مصيبة فبما كسبت أيديكم» الشورى / ٣٠، أى بجنايتكم على أنفسكم، فقد سميت جناية المرء على نفسه كسبا، وفي هذا قال تعالى كذلك في آية السرقة «جزاء بما كسبا نكالا من الله» المائدة/٣٨.

ان طلب الكسب في معناه الأول فريضة على كل مسلم، فقد قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: «طلب الحلال كمقارعة الأبطال، ومن بات ناويا من طلب الحلال بات مغفورا له (٤٢)».

وفي قول الله تعالى: «وقاتلوهم حتى لا تكون فتنة ويكون الدين كله لله» الأنفال/٢٥، وقوله: «وأعدوا لهم ما استطعتم من قوة ومن رباط الخيل ترهبون به عدو الله وعدوكم» الأنفال/٦٠... في كل ذلك نحن مطالبون بالجهاد في سبيل الله، وهل يكون الجهاد فعلا الا اذا دعمه اقتصاد قوى؟ وهل يقوى الاقتصاد الا من خلال الانتاج والتنمية الشاملة؟

ولعل تعبير القوة في الآية الأخيرة يشمل مختلف الجوانب المادية البشرية والمعنوية فضلا عن انه مفهوم حركى بحيث تهىء كل مرحلة للمرحلة التي تليها على طريق التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة.

وعلى هذا الأساس، فان عدم ارتباط أسعار الأسهم بسوق الأسهم بالكويت بقاعدة انتاجية حقيقية تساهم في القضاء على التخلف الاقتصادي والاجتماعي... ليس من الاسلام في شىء.

ومن ناحية أخرى، فان بيع أسهم الشركات قبل أن تراول أعمالها انما يعنى بيع ترخيص تأسيس تلك الشركات، ومن هنا فان أى ربح في ذلك لا يركز على قيمة حقيقية لنشاط الشركات هذه، وانما على زيادة قيمة السهم كقيمة مالية بسبب التلاعب في السوق.. وقد رأينا أن قيمة هذه الأصول المالية تتمثل فقط في قدرتها على التحول الى سلع

(٤٢) أنظر في تفصيل ذلك الكتاب القيم بعنوان «الكسب» للامام محمد بن الحسن الشيباني تحقيق وتقديم الدكتور سهيل زكار، نشر وتوزيع عبد الهادي حرصوني، دمشق ١٤٠٠هـ-١٩٨٠م، صفحة ٣٢ وما بعدها.

وأصول عينية في الوقت المناسب .. ولهذا فإن أى زيادة في قيمتها زيادة غير طبيعية عن غير هذا الطريق تكون محرمة من وجهة نظر الشريعة الإسلامية (٤٣).

وينصرف هذا الحكم أيضا الى بيع الكفالات أو أخذ مقابل لها، لأنها من قبيل الخدمات المجانية الواجبة للمسلم على أخيه المسلم كالشهادة والشفاعة.

ونشير بعد ذلك الى احتمالات سوق الاسهم بالكويت في المستقبل القريب وذلك في الفصل الرابع من هذه الدراسة.

(٤٣) من هذا الرأي: عبد الرحمن عبد الخالق، الضوابط الشرعية للتجارة بالأسهم، جريدة الوطن بتاريخ ١٩٨٢/٢/٥، صفحة ٤.

الفصل الرابع

احتمالات سوق الأسهم بالكويت في المستقبل القريب

مقدمة:

نقصد باحتمالات سوق الأسهم بالكويت في المستقبل القريب، دراسة مستقبل Future Studies هذه السوق، ومناقشة بدائل مصيرها بهدف تمكين واضع القرار السياسي والاقتصادي من التوصل الى سياسات واستراتيجيات حاضرة ومستقبلية معينة.

واذا كان الحاضر بانجازاته وليد الماضي، وهو في نفس الوقت بذرة المستقبل، فانه لا يمكن استشراف المستقبل الا من خلال الماضي والحاضر.

ولا يعني استشراف المستقبل الرجم بالغيب فالشيء الوحيد المؤكد عن المستقبل هو أنه لا يمكن الاحاطة به كاملاً إلا اذا تحول الى حاضر، ولهذا يزداد عدم اليقين كلما ازداد البعد الزمني في محاولة دراسة واستشراف هذا المستقبل، ومن أجل ذلك كان اهتمامنا بالمستقبل القريب، وهو ما يمكن أن يكون في حدود عشر سنوات.

واذا كان الرجم بالغيب نوعاً من الخرافة في المنظور العلمي، فهو كذلك من وجهة نظر الدين اذا جاز جدلاً أن نفصل بين العلم والدين، فالغيبيات لا يعلمها الا الله، وفي هذا يقول الله تعالى: «وعنده مفاتيح الغيب لا يعلمها الا هو» (الأنعام م/٥١) ويقول كذلك: «عالم الغيب فلا يظهر على غيبه أحداً» (الجن/٢٦).

ويختلف التنبؤ — من ناحية أخرى — عن التنجيم لأن الأول لا ينبع من فراغ، وانما هو حصيلة ماتوصل اليه العلماء وأهل الفكر، كما اذا تنبأ طبيب مثلاً بموت مريضه بعد فترة معينة استناداً على الانجازات العلمية والفكرية الراهنة. أما المنجمون فهم على خلاف ذلك، أبعد عن المنهج العلمي، ولذلك يكفي فيهم الحديث الشريف «كذب المنجمون ولو صدقوا»، اذ يعتمدون على الدجل والشعوذة رغم ما قد يصادفونه من حقيقة أحياناً.

ونستطيع في هذا المقام أن نطرح بدائل أو احتمالات رئيسية ثلاثة، حيث يمكن أن يتحقق أحدها بفعل العوامل التي تؤدي الى تحقيقه، وسنحاول أن نعرض في ذلك لعناصر الدفع والجذب التي تكتنف كل بديل أو احتمال.

ان الاحتمالات أو البدائل التي يمكن أن نطرحها في هذا الخصوص هي:

الاحتمال الأول: ابقاء سوق الأسهم بالكويت على ماهي عليه.

الاحتمال الثاني: ترشيد أداء سوق الأسهم بالكويت.

الاحتمال الثالث: تحديد قيمة السهم على أساس نتيجة نشاط الشركة المساهمة التي تصدره.

ونناقش كل احتمال فيما يلي: —

الاحتمال الأول — ابقاء سوق الأسهم بالكويت على ماهي عليه:

لانغالي اذا قلنا أن إبقاء سوق الأسهم بالكويت على ماهي عليه ينذر بشر مستطير، مثل ذلك الذي حدث للاقتصاد الأميركي عام ١٩٢٩، من أزمة وركود حيث كانت مرحلة انكسار سوق الأوراق المالية من أسباب ما حدث لهذا الاقتصاد وللانكسار الرأسمالي جميعه.

هذا وقد تعرض الاقتصاد الكويتي لما يشبه تلك الأزمة خلال عام ١٩٧٧، على نحو ما أشرنا، ولولا تدخل الحكومة في الوقت المناسب للمحافظة على تماسك الاقتصاد، لانهارت تلك السوق، وانهار الاقتصاد في النهاية.

والسؤال الذي يمكن أن يطرح الآن هو هل يمكن أن يتكرر تدخل الحكومة فيما لو وصل الحال الى نقطة الأزمة، على نحو ماتم خلال عام ١٩٧٧؟ وبأي مدى؟ في ظل ازدياد حجم وأسعار الأسهم زيادة جاعحة؟

إنه حتى تحدث مثل تلك الهزة المتوقعة لسوق الأسهم في حالة إبقاء الوضع الراهن على ما هو عليه، فإن ثمة آثارا سلبية سوف تترتب على ظاهرة عدم الانضباط، وعدم تنفيذ القوانين وخاصة في سوق المناخ:

أولاً: رأينا مدى عزوف الشباب الكويتي، وخاصة المثقفين منهم عن العمل الانتاجي. إن ذلك يؤدي الى قتل أي تفكير في رغبة استثمارية لدى أي فرد منهم، والخوف أن تبدأ الموارد ريعية وتنتهي كذلك ريعية، دون مساهمة انتاجية تساندها أو تكون عوضاً عنها في يوم ما. انه ليس غريباً إذا أن نسمع أن العديد من الشركات المحلية صناعية وتجارية ومقاولات أخذت تركز نشاطها على سوق المناخ بدل التركيز على النشاطات الانتاجية والخدمية التي تضيف الى الطاقة الانتاجية.

إن قتل أي رغبة استثمارية يعني في حد ذاته قتل روح الجد والعمل والابداع، وهي التي تضيف على أي مجتمع قيمته الحقيقية، ودرجة ثرائه و يساره الفعلية.

وإذا كان القادرون في العادة على ارتياح سوق الأسهم، في الغالب، هم النخبة المتعلمة التي تشغل مراكز قيادية في المجتمع، فإن مجرد تخليهم عن تلك المراكز أو انشغالهم عنها، يحقق خسارة كبيرة لوطنهم، رغم ما قدم لهم الوطن من امكانيات متعددة حتى وصلوا الى ما هم عليه الآن.

ثانياً: ان تعميق التفاوت في الدخول، والفوارق الطبقيّة، لهو نتيجة طبيعية لنشاط سوق الأسهم بالكويت بصورته الراهنة، ويكفي في ذلك أن أقل صفقة مقبولة في سوق المناخ هي ٥٠ ألف سهم. والنتيجة الحتمية لذلك أن النفقات العامة التحويلية التي تقوم بها الحكومة، ومهما اتسع حجم ونطاق بنودها، لن تجدي في محاولة إعادة التوازن الاجتماعي بين الطبقات والفئات المختلفة في المجتمع.

وإذا كانت هذه النتيجة قد تبدو محدودة الأثر في ظاهرها، فإنها غير ذلك في باطنها، ومن ثم فستكون مصدر ظواهر اجتماعية خطيرة، وهي ان لم تكن كذلك في الزمن القصير، فإنها على الأقل ستعمق من تشييط همم الفئات المنتجة، وتدفعهم الى المزيد من النشاطات الهامشية بما ليس في صالح الهيكل الاقتصادي والاجتماعي في النهاية.

ثالثاً: اذا كان الخاسر الحقيقي في النهاية هو الاقتصاد القومي، فان أفراداً كثيرين من المجتمع الكويتي هم الخاسرون كذلك، وخاصة أصحاب الدخول الثابتة والمحدودة، على أساس أن الأسهم ليست إلا أصولاً مالية، واذا ارتفعت قيمتها دون أن يصاحب ذلك طاقات إنتاجية متزايدة، فانها ستعتبر والحال كذلك أداة تضخمية تؤثر على أسعار السلع والخدمات اللازمة لمعيشة هؤلاء الأفراد فضلاً عن الأصول الأخرى كالعقارات والأراضي وغيرها بما ينعكس على القيم الإيجابية في النهاية.

الاحتمال الثاني – ترشيد أداء سوق الأسهم بالكويت من خلال بعض الاجراءات:

ان محاولة ترشيد أداء سوق الأسهم بالكويت تقتضي أن يتم اتخاذ اجراءات مختلفة اقتصادية ومالية وتنظيمية لنرى الآن أبعاد هذه الاجراءات.

أولاً – الاجراءات الاقتصادية والمالية:

سبق أن أشرنا الى أن السيولة المحلية هي العامل الرئيسي الذي يحكم الطلب على الأسهم، وعندما ترتفع هذه السيولة عما هو مطلوب لمواجهة الانفاق الاستهلاكي والاستثماري، فان الفائض يتجه الى أصول أكثر ربحية وأقل سيولة بما فيها شراء الأسهم.

كما أشرنا الى أن التوسع في الائتمان المصرفي يؤثر على تلك السيولة بما يرفع من أسعار تلك الأسهم.

وعليه، فانه للحد من تزايد تلك السيولة وبالتالي تدارك آثارها السيئة يرفع من أسعار تلك الأسهم في سوق الكويت، فانه يتعين ترشيد النفقات العامة من خلال الاهتمام بآنتاجية وكفاءة استخدام هذه النفقات والعمل على الحد من سوء توزيع الدخل القومي وخاصة عن طريق اجراء مزيد من النفقات العامة التحويلية لتحقيق الأهداف الاجتماعية المختلفة.

ومن ناحية أخرى، فانه يمكن ترشيد سياسة الاقراض من جانب البنك المركزي من خلال:

أ – سعر الاقراض Bank Rates الذي يطلبه البنك، ولهذا السعر أثره في نفقة

الأموال التي تحصل عليها البنوك المحلية من البنك المركزي، فضلا عن التأثير المعنوي على مستويات أسعار الاقراض التي تطبقها البنوك مع عملائها.

ب — حجم الأموال التي يوافق البنك المركزي على تقديمها للبنوك من خلال عمليات الخصم وعن طريق القروض، وما ترتبط بها من شروط يضعها البنك المركزي يمكن معها التأثير على حجم الأرصدة المتاحة لدى البنوك وبالتالي يؤثر على قدرتها في منح الائتمان المصرفي.

ومع أهمية هذه السياسة، فإنها لا تحدث أثرها الا بتوافر شروط معينة منها مايلي:

أ — أن تكون البنوك المحلية محتاجة دائما الى طلب الأموال المتزايدة من البنك المركزي، ولايتأتى ذلك الا اذا كانت هذه البنوك توظف معظم مالديها من الأموال ولايتبقى لها الا الحد الأدنى من نسبة السيولة المقررة، فاذا ازداد النشاط التجاري عن المعدلات لجأت تلك البنوك الى البنك المركزي، وهنا يمكن فقط للبنك المركزي أن يرشد من سياسة الائتمان من خلال ادوات سعر الاقراض وحجم الأموال التي يوافق على تقديمها للبنوك المحلية.

ب — أن يكون لدى البنوك المحلية الحجم المناسب من الاوراق التجارية التي يقبل البنك المركزي خصمها أو إعادة خصمها، وأن يكون سعر البنك المركزي للخصم أو للاقراض أقل نفقة في الحصول على الأموال مما لو قامت بتسييل بعض استثماراتها.

ج — أن يكون النشاط الاقتصادي في حالة رواج و يوجد طلب متزايد على الائتمان المصرفي لأن السياسة النقدية لا تحدث تأثيراتها الفعالة الا في أوقات الرواج الاقتصادي، وهي محدودة الأثر في حالة الركود أو الكساد.

د — ان يستخدم البنك المركزي الادوات النقدية المتاحة له والمتنوعة الآثار للمعاونة في تحقيق سياسة فعالة للائتمان، ومن هذه الادوات عمليات السوق المفتوح او نسب السيولة التي يفرضها على البنوك المحلية او نسب الاحتياطي الاجباري ... الخ.

ومفاد ذلك كله أنه اذا لم تتوافر كل أو بعض هذه الشروط، فان ترشيد أداء سوق الأسهم بالكويت من خلال التأثير على السيولة سيكون محدود الأثر الى حد كبير.

ثانياً - الاجراءات التنظيمية:

تمثل الاجراءات التنظيمية لب المشكلة في اطار هذا البديل أو الاحتمال. ونعني بالاجراءات التنظيمية، التنظيمات المرحلية وليست التنظيمات الشاملة، لأن الأخيرة تحتاج الى قرارات حاسمة تمس فئات اجتماعية قوية ليس من السهل تجاوزها.. وهنا يكمن ضعف هذه الاجراءات.

ومع هذا فهناك عدة اقتراحات في ذلك :

— تطبيق القرارات التنفيذية التي تصدر من الجهات المنظمة للسوق بصورة جدية ، ومن ثم تكتسب الاحترام من جانب المتعاملين جميعا وخاصة في سوق المناخ الذي يبدو وكأن الرقابة غائبة عنه رغم وجود الكثير من هذه القرارات. وفي هذا نشر بتاريخ ١٩٨٢/٢/٤ أن لجنة الأوراق المالية تبنى قلقها بشأن الترويج لأسهم الشركات الخليجية وعدم التزام المتعاملين بالقرارات الصادرة في هذا الشأن وبتعهداتهم السابقة التي تقضي بعدم تداول أسهم هذه الشركات.

— سرعة اصدار المرسوم الخاص باصدار وتداول الأوراق المالية بالكويت، وتضمينه نصوصا تميز للسلطات المختصة الحق في الغاء أي تعاقد أو تعامل لم يجر على الوجه القانوني أو الأصول المنصوص عليها في هذا المرسوم.

— ضرورة قيام وزارة التجارة والصناعة بتحديد المجالات التي يتم انشاء الشركات فيها.

والواقع أن العبرة ليست في الاقتراحات والمسئوليات المختلفة بقدر ماهي في الالتزام بتنفيذ كل ما هو مطلوب من هذه الشركات. ولعل عدم وجود جزاء رادع جعل الكل يفعل ما يريد، دون مراعات لمصلحة قومية تنعكس عليهم في النهاية.

الاحتمالات الثالث — اجراء تغييرات عميقة وشاملة تتضمن تحديد قيمة الأسهم على أساس نتيجة نشاط الشركة التي تصدره:

ومؤدى ذلك أن يتم الاهتمام بالمشروعات الصناعية. ومع أن مشكلة العملة قد

تشور في هذا الخصوص، الا أنه يمكن التغلب عليها جزئيا أولا، بتبنى المشروعات كثيفة رأس المال، وثانيا بتشجيع المشاركة الفعالة في المشروعات الانتاجية على المستوى الاقليمي والعربي. وهنا يمكن تحديد مجالات وقنوات الاستثمار في اطار ربط سياسة اقامة هذه المشروعات بخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ان التخطيط في هذا المجال كأسلوب لادارة الاقتصاد القومي، ليس مجرد عمل فني، بل هو في الأصل عمل سياسي واقتصادي واجتماعي، ولعل التركيز على وجه واحد منه فقط يضيف الى مشكلات الاقتصاد الوطني بدلا من أن يساعد على تحقيق الهدف.

وفي تشجيع النشاط الانتاجي، والاهتمام بانتاجية العمل، يمكن للدولة أن تحد من سوء توزيع الدخل القومي، ومن النشاطات الطفيلية أو الهامشية.

ان مجرد اختيار التخطيط الملزم والشامل، يعني ضرورة اعادة تنظيم المجتمع تنظيمًا شاملاً، ومقتضى ذلك اعادة توزيع الناتج الاجتماعي وتنظيم الانتاج بحيث يستلزم ذلك تغيرات عميقة في هيكل المجتمع.

ومن ناحية أخرى، فان عدم وجود نظام ضريبي متكامل يفوت الفرصة في أن يعمل هذا النظام كمصحح لعملية توزيع الدخل، أو تنظيم عملية الاستهلاك، أو كوسيلة لامتصاص جزء من السيولة الداخلية في تزايدها المطرد.

ان التناقضات التي تكمن في عجز الانفاق الاستثماري في الاقتصاد الكويتي، وهروب الادخار أو الثروات عن تمويل هذا الاستثمار، وتزايد معدلات الاستهلاك والانفتاح بالكامل على العالم الخارجي من خلال تزايد معدلات الاستيراد باستمرار.. كل ذلك أدى الى الاختلال في الانفاق الداخلي، وزيادة الضغوط التضخمية.

والنتيجة.. مزيد من الاستهلاك، وتجميد الادخار في شكل أرصدة سائلة أو قيم هروبية مثل المضاربة في الأسهم والعقارات والأراضي والعملات.. ومعاناة الاستثمارات من ارتفاع النفقات، وعدم تناسب العائد منها مع المنفق عليها. و يترتب على ذلك ازدياد اندماج الاقتصاد الكويتي في الاقتصاد العالمي.. وهنا يبرز دور الشركات دولية النشاط التي تزيد من النفقات الاستثمارية سواء لدراسات الجدوى أو التنفيذ الذي يتم عادة على

شكل «التسليم بالمفتاح»، فضلا عن عرضها للأثمان المرتفعة سواء لمنتجاتها أو لأدواتها التكنولوجية.

والسؤال الآن هو هل يمكن أن يكون هذا الاحتمال واردا في المستقبل القريب؟ أقول لا بكل تأكيد، لأن الأمر يحتاج الى قرارات حاسمة على مستوى الاقتصاد القومي تمس بالدرجة الأولى بعض الفئات الاجتماعية التي لن تسمح بسهولة بذلك. وبالتالي فإن هذا الاحتمال مستبعد في نظرنا في المستقبل القريب.

ان التحدي الأكبر الذي يواجه الانسان الكويتي، والانسان العربي والمسلم عموما هو امكانية الهجرة المرتدة من العمل الهامشي الى العمل المبدع والخلق، ولن يتحقق ذلك الا اذا كانت قيمة هذا الانسان تقدر بمقدار ما يبذل من جهد ايا كان موقعه، حيث أن هذا الجهد هو الدعامة الأساسية للنتاج..

ان عدل هذا المفهوم يتجلى في قوله تعالى: «وأن ليس للانسان الا ما سعى، وأن سعيه سوف يرى. ثم يجزاه الجزاء الأوفى» صدق الله العظيم.

الموضوع الرابع

شّوار أفغانستان
في ضوء قواعد القانون الدولي

