

تأثير تغير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية حالة بورصة الكويت
The impact of changing stock prices on the performance of financial markets, the case of Kuwait Stock Exchange

ط.د قرناس حياة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة غرداية	د.عمر حميدات كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة غرداية hamidat.omar@yahoo.com
--	--

تاريخ النشر: 2019-09-15

تاريخ القبول: 2019-09-11

تاريخ الإرسال: 2019-01-25

ملخص:

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية والمالية لأي بلد وخاصة في السنوات الأخيرة، حيث أصبح يمكن الحكم على تطور اقتصاد أي بلد من خلال تطور سوقه المالي، باعتبارها تحتوي على عدد من الأدوات المالية مصدرة من مجموعة من المؤسسات الناشطة في مجالات مختلفة يساعد هذا التنوع في معرفة حالة الاقتصاد، وتعتبر الأسهم بمختلف أنواعها من أهم الأدوات المالية التي يتعامل بها، لذلك يهتم المستثمرين بالتركيز على التغيرات التي تصيب أسعارها، ومختلف العوامل والأسباب التي لها أثر على أسعار الأسهم، باعتبار سعر السهم في السوق المالي مؤشر هام على قيمة المؤسسة وعلى وضعيتها المالية، كما يمكن أن يكون أداة رقابية على أداء المسير المالي.
الكلمات المفتاحية: سوق مالي، عائد، مخاطرة، سعر السهم.

Abstract:

Financial markets is very important in the economic and financial life of any country, especially in recent years. The development of a country's economy can be judged by the development of its financial market, Because it contain a number of financial instruments exported from a variety of active institutions in various fields which helps to know the state of the economy, the shares are one of the most important financial instruments it deals with. Investors are interested in focusing on the changes that affect their prices. In addition to the various factors and reasons that have an impact on stock prices. considering the stock price in the financial market an important indicator of the value of the institution and On their financial position, and can be a control tool for financial performance.

Key words: financial markets, return, risk, share price.

مقدمة:

تسعى المشاريع الاستثمارية البحث دائما على أحسن مصدر تمويلي لتغطية الحاجة التمويلية، فإما يتم اللجوء إلى السوق النقدي متمثلا في القروض البنكية سواء طويلة أو قصيرة الأجل، أو يتم اللجوء إلى السوق المالية من خلال إصدار سندات أو أسهم بمختلف أنواعها، يتحدد نوع المصدر التمويلي من خلال التركيز على العائد والمخاطرة المتوقعة من كل مصدر تمويلي إضافة إلى تكلفته، وتعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية المستعملة في التمويل لما لها من أثر كبير على نشاط المشاريع، كما أنها تتميز بارتفاع درجة المخاطرة والتي يقابلها ارتفاع العائد بسبب ارتفاع درجة التقلب في أسعار الأسهم، سنحاول في هذا البحث إسقاط الدراسة على السوق المالي الكويتي خلال الفترة 2007 – 2016 من خلال دراسة وتحليل أداء السوق خلال هذه الفترة ذلك اعتمادا على مجموعة مؤشرات لقياس أداء السوق، إضافة إلى دراسة وضعية تقلبات الأسعار لأسهم الشركات المدرجة لخمس قطاعات مختلفة في السوق المالي الكويتي، لعل ذلك يساعد على إعطاء فكرة عن الوضعية المالية لتلك المؤسسات وحتى السوق مما يمكن من الحكم على درجة نشاط وعمق السوق، كما تقوم الدراسة بالتركيز على تغيرات الأسعار بهدف تحديد العائد المتوقع والمخاطر المحتملة من خلال مجموع من المؤشرات والأساليب الإحصائية والمالية التي تساعد على تحديدهم، مما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية: ما مدى تأثير تغير أسعار الأسهم على أداء بورصة الكويت؟

أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في التركيز على موضوع مهم في البيئة المالية وهي السوق المالي، للأهمية التي تكتسبها هذه الأخيرة في الاقتصاد، بالإضافة إلى السعي لإظهار العلاقة بين التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم والعائد المتوقعة منها في السوق المالي الكويتي خلال الفترة 2007-2016، ذلك لأهمية هذه الفترة حيث عرفت العديد من التغيرات الكبيرة مثل الأزمة المالية العالمية والأزمة السياسية التي مست بعض دول العربية وفي الأخير انخفاض أسعار النفط.

أهداف الدراسة: نسعى من خلال الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نوجزها في النقاط التالية:

- إظهار أهم الأدوات المالية في بورصة الكويت؛
- تحليل أداء بورصة الكويت من خلال مجموعة من المؤشرات المالية؛
- دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر في بورصة الكويت مع تحديد أنجع الطرق لمواجهتها ومعالجتها؛

المنهج المستخدم في الدراسة:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري بهدف توضيح مفاهيم عامة حول الأسهم، وكذلك التركيز على السوق المالي الكويتي النشأة ومراحل التطور ومختلف الأدوات المالية المتداولة وكيفية الاستفادة منها في إدارة المخاطر، و الجانب التطبيقي المنهج التحليلي من خلال العمل على تحليل الواقع المالي لبورصة الكويت وكيفية تأثير تقلبات أسعار الأسهم المتداولة على أداء السوق، من خلال الاعتماد على مجموعة من الإحصائيات لشركات مدرجة في 5 قطاعات هامة في السوق وتحديد مجموعة من المؤشرات التي تساعد على تبيان نتائج تلك التقلبات على السوق المالي الكويتي دائما خلال الفترة المحددة 2007-2016.

الدراسات السابقة:

- دراسة عبد الباقي بضياف 2014:¹ التي عملت على تبيان تأثير المخاطر المالية غير النظامية على الأداء المالي للشركات مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2012 حيث استخدمت الدراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لقياس الأداء المالي و مؤشر انحراف المردودية من أجل قياس المخاطر غير النظامية لثلاثين شركة مدرجة في السوق موزعة على ثماني قطاعات خلال فترة الدراسة، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية قوية بين المخاطر المالية غير النظامية و الأداء المالي للعينة محل الدراسة.
- دراسة بسبع عبد القادر 2017:² سعت إلى قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH في ثلاثة دول حيث اعتمدت الدراسة على بيانات يومية لأسعار الإغلاق لمؤشرات أسعار الأسهم وأسعار الصرف للفترة الممتدة من جانفي 2001 إلى غاية سبتمبر 2016 توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع حساسية أسعار وعوائد أسواق الأسهم لتغيرات أسعار الصرف، باعتبار أسعار الصرف تلعب دورا كبيرا في تحديد ديناميكية عوائد أسواق الأسهم.
- دراسة علي عبد الله 2015:³ هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات أداء السوق المالي الاردني و بين متغيرات الاقتصاد الكلي خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013 ، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين حركة التداول بسوق الأوراق المالية من جهة، وحركة المتغيرات الاقتصادية الكلية.

محاور الدراسة:

- المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسهم؛
 - المحور الثاني: تحليل أداء بورصة الكويت؛
 - المحور الثالث: دراسة مخاطر الاستثمار في سوق الكويت المالي.
- المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسهم

أولاً: الأسهم العادية.

1- تعريف الأسهم العادية: تعددت التعاريف التي حاولت إعطاء تعريف واضح للسهم العادي فيمكن القول السهم العادي يعتبر من أهم أنواع الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة، ويمثل حملة الأسهم العادية ملاك رأس المال والشركة بصفة أساسية، وعند تصفية الشركة يحق لهم المطالبة بحقوقهم بعد الوفاء بحقوق السندات والأسهم الممتازة وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.⁴

كما يعرف أيضا " شهادة ملكية تعطي لصاحبها حق الحصول على جزء من موجودات الشركة، ليس له تاريخ استحقاق لكن يمكن تداوله في السوق المالي حتى يتم إعادة شرائه من طرف الشركة أو في حالة حل الشركة وتصفيتها".⁵

2- خصائص الأسهم العادية: تتمثل في النقاط التالية:⁶

- مالكة شريكا في المؤسسة له حق إبداء الرأي في قرارات الشركة لكن حسب حصة المساهمة،

- حق الملكية حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم المطالبة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛
- ارتفاع درجة المخاطر بسبب زيادة العائد الذي يكون غير محدد وغير ثابت؛
- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يتم عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابق من أسهم؛
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس.

ثانيا: الأسهم الممتازة.

1- تعريف الأسهم الممتازة: تعتبر نوعا من أنواع الأسهم لكن تختلف مع الأسهم العادية في جوانب عدة وعليه يمكن تعريفها " هي الأسهم التي تعطي لأصحابها حقوقا أعلى مرتبة من تلك التي تمنحها الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على الأرباح، أو زيادة في عدد الأصوات التي لحاملها في الجمعية العامة أو الأولوية في قبض قيمة الأسهم من أموال الشركة عند التصفية".⁷

2- خصائص الأسهم الممتازة. نوجزها في النقاط التالية:⁸

- يحدد العائد بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية تقتطع من الأرباح أو يتحدد بقيمة نقدية ثابتة تقتطع من الأرباح؛
- حق الأولوية في الأرباح الموزعة فيحصل صاحبها على الربح المتفق عليه بالإضافة إلى الأرباح التراكمية إذا كان السهم الممتاز تراكمي الأرباح؛
- لها فترات محددة للاحتفاظ بها عكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى يتم تصفية الشركة؛
- تحتوي على ضمانات مادية متمثلة في الموجودات الاستثمارية وبالتالي فهي أحسن ضمانا من الأسهم العادية وأقل من السندات؛
- لا يحق لهم التصويت في الجمعية العامة أو حتى الترشح للعضوية في مجلس الإدارة كما لا يحق لهم التدخل في الشؤون الإدارية المختلفة؛
- تراكمية الأرباح في السنوات التي لم توزع فيها أرباح وقد تم تحقيق الأرباح؛
- إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية في حالة رغبة صاحبها ذلك وذلك من خلال المقارنة بين عائد الأسهم الممتازة و عائد الأسهم العادية؛
- إمكانية الاستدعاء من طرف المؤسسة وفق شروط معينة متفق عليها في العقد.

المحور الثاني: تحليل أداء بورصة الكويت

أولاً: تقديم سوق الأوراق المالية بالكويت..

1- النشأة والتطور: يعود نشأة السوق المالية الكويتية إلى الخمسينات من القرن الماضي، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة كويتية في سنة 1952 وهي بنك الكويت الوطني كما تبعتها في عام 1954م شركة السينما الكويتية وصولاً إلى سنة 1970، وبصدور القانون رقم (32) وهو يعتبر أول خطوة هامة نحو تنظيم تجارة الأسهم الكويتي، وبموجبه تكونت لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية للاحتفاظ بالفوائد الاقتصادية للبلاد، وإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها، وفي سنة 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في الكويت حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية وقد استمر التعامل بهذا النظام حتى سنة 1983، ومع صدور المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة في 1983/8/14 بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد، واصلت السوق القيام بمهامها إلى غاية نقل مسؤولياتها التنظيمية لهيئة أسواق المال التي أنشأت بموجب القانون الجديد الذي تم التوقيع عليه من قبل أمير البلاد والذي أصبح ساري المفعول والعمل به في 28 فيفري 2010.⁹

في 21 أبريل من سنة 2014 وبموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 الصادر بتاريخ 20 نوفمبر 2013 وقانون هيئة أسواق المال رقم 2010/7، تأسست ما يعرف بشركة بورصة الكويت التي تتولى إدارة عمليات سوق الأوراق المالية وتعود ملكيتها بالكامل إلى هيئة أسواق المال، التي تتولى المسؤولية عن رقابة جميع جوانب أسواق المال في الكويت، ويعتبر تأسيس بورصة الكويت الخطوة الأولى في خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، الذي تأسس عام 1983، فقد بدأت المرحلة الانتقالية في 25 أبريل 2016 بتولي شركة بورصة الكويت رسمياً عمليات سوق الكويت للأوراق المالية، وتضمن ذلك قيام شركة بورصة الكويت بتطوير البنية التحتية وبيئة العمل وفقاً للمعايير الدولية، حيث بدأت عملية إنشاء منصة قوية وشفافة ونزيهة لأسواق المال تخدم جميع فئات الأصول مع التركيز المستمر على مصالح العملاء، وفي 5 أكتوبر 2016، منحت هيئة أسواق المال بورصة الكويت الترخيص الرسمي كبورصة أوراق مالية رسمية لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية الذي انتهت شخصيته الاعتبارية، وتحقيق ذلك بعد استكمال المرحلة الانتقالية بنجاح واستيفاء مجموعة من شروط ومتطلبات الترخيص وفقاً لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010،¹⁰ وقد عرفت سوق المال الكويتي عدة تطورات كان لها أثر كبير على أداؤها مقارنة مع الأسواق المالية العربية نبيها كما يلي.¹¹

- في سنة 1995 طبقة السوق أول نظام للتداول الالكتروني؛
 - في سنة 1998 تم إدخال ما يعرف بالسوق الآجل؛
 - في سنة 2003 تم إدخال سوق البيوع المستقبلية بالإضافة إلى بداية العمل بالتداول الالكتروني؛
 - في سنة 2005 تم تطبيق سوق الخيارات،
- وأهم آخر الانجازات المحققة من طرف سوق المال الكويتية هي:
- تطوير البنية التحتية وبيئة الأعمال بنجاح ووفقاً للمعايير الدولية منذ بدء المرحلة الانتقالية في 25 أبريل 2016؛

- الحصول على الترخيص الرسمي من هيئة أسواق المال في 04 أكتوبر 2016 كبورصة أوراق مالية بعد فترة انتقالية ناجحة وانتهاء الشخصية الاعتبارية لسوق الكويت للأوراق المالية؛
 - وضع وتطبيق آليات وسياسات وإجراءات سليمة وفعالة لكافة الجوانب التشغيلية لبورصة الكويت؛
 - وضع أساس فكرة الخصخصة وترسيخ ثقافة العمل الحديثة من خلال المبادرات المتنوعة لإدارة التغير؛
 - توفير خدمة الصفقات ذات الطبيعة الخاصة للأسهم المدرجة والمصممة خصيصا للصفقات ذات الحجم الكبير، ويتم تنفيذها حاليا من خلال منصة التداول لشركة بورصة الكويت؛
 - إطلاق مبادرة لتطوير نموذج ما بعد عملية التداول بحيث تكون التسوية $3+(T+3)$ وفقا لتعليمات هيئة أسواق المال على أن يتم تنفيذ المبادرة اعتبارا من سنة 2017؛
 - إصدار مسودة القواعد الخاصة بتداول السوق خارج المنصة OTC، وإصدار القواعد الخاصة بصانع السوق والصفقات ذات الطبيعة الخاصة وتعكف الشركة حاليا على دراسة بعض القواعد الأخرى؛
 - إطلاق بوابة معلومات الشركات CIP وهي عبارة عن آلية قامت بورصة الكويت بتصميمها بهدف توفير منصة معلومات متقدمة لجميع الشركات المدرجة؛
 - إطلاق خدمة البيانات المالية المحدثة بنجاح على موقع بورصة الكويت بالتعاون مع مؤسسة تومسون رويترز.
- 2- توزيع الشركات المدرجة:** تحتوي سوق المال الكويتية على 5 أسواق تتمثل في السوق الرسمي، السوق الموازي، سوق الكسور، سوق الخيارات وسوق الآجل، يتم التداول فيها من خلال مجموعة من المؤسسات تتميز هذه الأخيرة بالتنوع حيث تمس 8 قطاعات وذلك ما يميز سوق المال الكويتي ويعطيها أهمية كبيرة في التأثير على الاقتصاد الكويتي، والجدول التالي يبين توزيع عدد الشركات حسب القطاعات ومساهمتها في القيمة السوقية للبورصة:

الجدول (1): توزيع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الكويتي لسنة 2016

العدد	القطاع	المعدل بالنسبة للإجمالي %	المعدل بالنسبة للقيمة السوقية %
01	الخدمات المالية	24	10
02	العقار	18	08
03	الصناعة	18	10
04	خدمات استهلاكية	07	03
05	البنوك	07	46
06	التأمين	04	01
07	النفط والغاز	04	01
08	سلع استهلاكية	04	05
09	أخرى	14	16

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي بورصة الكويت لسنة 2016.

يلاحظ من الجدول أعلاه درجة تنوع الشركات المدرجة في السوق مما يبين مدى انفتاحها على الاقتصاد وأيضا ثقة المؤسسات النشطة في الاقتصاد بالسوق، هذا ما يبين مدى عمق السوق والذي سوف ينعكس إيجابا على حجم التداول فيها، والملاحظ بالرغم من أن الكويت دولة نفطية إلا أن الشركات المدرجة منها لا تشكل سوى 4% وبمساهمة في القيمة بمعدل 01% من إجمالي المؤسسات في السوق، أكبر نسبة هي للبنوك بمعدل 46% بالرغم من أن عدد بنوك هو فقط 14 بنك بنسبة 07%، إلا أنها تشكل أكبر نسبة في القيمة السوقية للسوق لعل ذلك راجع إلى ارتفاع عدد المؤسسات المالية المصرفية الإسلامية المدرجة في السوق مما يحفز على التداول على منتجاتها المالية من طرف الأفراد وهذا أيضا قد يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة، وهذا ما يلاحظ أن المؤسسات المالية بالإجمالي تشكل ما نسبته 35% من إجمالي عدد الشركات، هذا التقسيم يؤثر على مؤشرات سوق المال الكويتي، فبالإضافة إلى المؤشرات الأخرى* تعتمد سوق الكويت مؤشر لكل قطاع مصنفا وفق لمعيار تصنيف القطاعات الدولي (ICB)** خلال سنة، وقد عرفت مؤشرات القطاعات تغيرات خلال سنة 2016 فمثلا حقق مؤشر الخدمات المالية ارتفاع بمعدل 3.3% أما مؤشر البنوك انخفض بنسبة 7.1%.

ثانيا: أداء سوق المال الكويتي:

1- من حيث مؤشر التداول: سنحاول تبين أداء السوق من حيث التداول في السوق من خلال التطرق إلى حجم الأسهم المتداولة والقيمة المتداولة في السوق، وفي مختلف القطاعات، وهذا من أجل تبين درجة عمق السوق، بالإضافة إلى سيولة السوق المعبر عنها في سيولة الأدوات المالية المتداولة وهذا يتوقف كذلك على درجة جودة الأداة ومدى كفاءة السوق التي تساعد على ذلك، والجدول التالي يبين تطور حجم التداول كما يلي:

الجدول (02): تطور حجم التداول لسوق الكويت المالي خلال الفترة 2016/2007.

السنوات	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دك)
2007	70438,0	37009,5
2008	80850,8	35747,1
2009	106 331,7	21 828,9
2010	74 691,5	12 526,3
2011	38 423,0	6 068,3
2012	82 805,7	7 215,9

* مثل المؤشرات السوقية كالمؤشر السعري المرجح IXP ، المؤشر الوزني للقيمة السوقية IXW ، مؤشر الكويت 15 (KSX15)

** هو احد منتجات شركة FTSE الدولية المحدودة بمؤشر فاينانشال تايمز وقد تم ترخيصه للاستخدام من قبل سوق الكويت للأوراق المالية معيار تصنيف الصناعة ICB هو نظام شامل ودقيق يطبق على أكثر من 70.000 شركة و 75.000 ورقة مالية عالمية نظام ICB مدعم من قبل قاعدة بيانات ICB التي تحتفظ بها FTSE الدولية المحدودة، ويتم تعيين الشركة المدرجة في السوق إلى التصنيف المناسب وفقا لطبيعة الأعمال الرئيسية لها، وأهم عامل في تحديد النشاط الرئيسي للشركة هو مصدر الدخل الرئيسي أو حيثما تشكل غالبية إيراداتها لدى ICB أربع مستويات ويستخدم سوق الكويت للأوراق المالية أعلى مستويين منها.

11 389,4	129 921,3	2013
1466.4	12798.7	2014
789.6	8284.93	2015
2880	8,226.27	2016

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الكويت لفترة الدراسة.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن حجم التداول في السوق المالي الكويتي عرفت عدة حالات، الحالة الأولى خلال الفترة من 2007 إلى غاية 2009 والتي تحسن فيها حجم التداول، فقد ارتفعت مقارنة مع سنة 2008 بمعدل 31.5%، لعل ذلك راجع إلى التحسن في حجم التداول في قطاع الاستثمار الذي كانت له الحصة الأكبر في تلك الفترة، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة فيه 32624.6 مليون سهم، كما تم القيام بإجراء تعديلات يكون بموجبها لإدارة السوق القدرة على وقف التعامل في أسهم أي من الشركات المدرجة في السوق في حال قيامها بدمج شركة سبق أن تم رفض إدراجها أو اندمجت فيها، وذلك لمدة سنة من تاريخ سريان الاندماج ولا يجوز إعادة التعامل في أسهم الشركة الدامجة بعد انتهاء هذه المدة إلا بعد موافقة لجنة السوق، واستيفاء الشروط التي تحددها هذه اللجنة، بعد ذلك إلى غاية سنة 2012 عرفت السوق تراجع كبيراً في حجم التداول وصل إلى معدل انخفاض حوالي 30%، لعل ذلك بسبب الوضعية السياسية التي عرفتتها المنطقة العربية في تلك الفترة، وهو ما يلاحظ على حجم الاستثمارات في السوق وخاصة المستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي، حيث قد سجلت هذه الاستثمارات تدفقاً صافياً سالباً* وصل إلى 7.2 مليون دينار كويتي في سنة 2010 وأيضاً التراجع في الأرباح المحققة في العديد من الشركات المدرجة في السوق بحوالي 60 % في نفس السنة، ثم عرفت السوق تحسناً في سنة 2013 لتعود إلى التدهور في السنوات الأخيرة من فترة الدراسة، وذلك التدهور له علاقة بحالة أسعار النفط التي كان لها أثر كبير على معدل الدوران وحجم التداول في السوق.

كذلك تؤثر سياسة توزيع الأرباح أو ما يعرف باستحقاقات الأسهم المتبعة في بورصة الكويت على حجم التداول، حيث لدينا ما يعرف

بتاريخ حيازة السهم وهو آخر يوم تداول للورقة المالية محملة بالاستحقاقات أي له الأحقية في الحصول على توزيعات الأرباح وبالتالي فهو اليوم الأخير الذي يجب عنده الاحتفاظ بالسهم حتى يكون المساهم مقيداً في سجلات الشركة في يوم الاستحقاق للحصول على التوزيعات، ويجب أن يكون هذا اليوم قبل يوم الاستحقاق ويتحدد وفقاً لدورة التسوية وهي ثلاثة أيام تداول قبل يوم الاستحقاق، والشكل التالي يوضح ذلك:

* يتم التحصل عليها بالمعادلة التالية: عمليات الشراء ناقص عمليات البيع.

الشكل (1): سياسة توزيع الأرباح في بورصة الكويت

• إذا بيع السهم اليوم لا يستطيع صاحبه الحصول على توزيعات الأرباح حسب قانون بورصة الكويت لأنه تاريخ استحقاق الأرباح والسهم قد انتقلت ملكيته الى شخص آخر ذلك ماله من أثر على حركة التداول في السوق.	يوم توزيع الارباح
• إذا بيع السهم اليوم لا يستطيع صاحبه الحصول على توزيعات الأرباح حسب قانون بورصة الكويت لأنه لا يحقق شرط الحصول على استحقاق الأرباح وهي 3 ايام قبل التوزيع.	يوم تداول قيل يوم واحد من توزيع الارباح (بيع السهم)
• نفس الحالة إذا بيع السهم اليوم لا يستطيع صاحبه الحصول على توزيعات الأرباح حسب قانون بورصة الكويت لأنه لا يحقق شرط الحصول على استحقاق الأرباح وهي 3 ايام قبل التوزيع.	يوم تداول قيل يوميت من توزيع الارباح (بيع السهم)
• إذا بيع السهم اليوم يستطيع صاحبه الحصول على توزيعات الأرباح حسب قانون بورصة الكويت لأنه يحقق شرط الحصول على استحقاق الأرباح وهي 3 ايام قبل التوزيع.	يوم تداول قيل 3 أيام يوم من توزيع الارباح (بيع السهم)

المصدر: من إعداد الباحثين.

المحور الثالث: دراسة مخاطر الاستثمار في سوق الكويت المالي.

سنقوم بدراسة مخاطر الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت، من خلال تحديد العائد المتوقع للاستثمار وتحديد المخاطر المالية الناتجة عن الاستثمار، ثم تبين أهم الآليات المتبعة لإدارة المخاطر في السوق، لكن قبل ذلك يجب التطرق إلى ما يعرف باستحقاقات الأسهم في بورصة الكويت.

أولاً: تحديد العائد المتوقع عن الاستثمار في الأسهم: هناك عدة طرق لحساب العائد منها استخدام اللوغاريتم، حيث يمثل العائد في هذه الحالة لوغاريتم السعر الحالي على لوغاريتم السعر السابق، أما الطريقة الأخرى والتي سوف نعتمدها في تحديد العوائد للقطاعات المختارة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2017 يتحدد من خلال العلاقة التالية:

$$R_i = \frac{(P_t - P_0)}{P_0}$$

حيث:

P_t يمثل متوسط أسعار الأسهم للسنة المعنية للمؤسسات التي تنتمي إلى القطاع، P_{t-1} يمثل متوسط أسعار الأسهم للسنة الماضية للمؤسسات التي تنتمي إلى القطاع، والجدول التالي يبين العوائد لأسهم خمس قطاعات في بورصة الكويت خلال الفترة المحددة سابقا.

أما عائد السوق فيتم التوصل إليه من خلال العلاقة التالية: $\frac{\sum_{i=1}^5 R_i}{N}$ حيث تعبر R_i عن عائد القطاع في السنة المعنية أما N فتمثل عدد القطاعات، والجدول التالي يبين عوائد القطاعات المعنية بالدراسة وعائد السوق خلال الفترة المدروسة.

الجدول (03): عوائد الاستثمار في الأسهم في بورصة الكويت للفترة 2017/2009.

السنوات N	القطاع				
	البونك R_i	التأمين R_i	الاستثمار R_i	العقار R_i	الصناعة R_i
عائد السوق R_m					
2009	/	/	/	/	/
2010	0,263180	-0,147284	-0,15552075	0,064832	0,10354186
2011	-0,123734	-0,05611	-0,19324926	-0,158352	-0,23337516
2012	-0,247048	-0,086678	0,01896552	0,251266	-0,02782324
2013	-0,076545	0,074925	0,17315285	0,079352	0,05589226
2014	-0,069075	0,024163	-0,12019231	-0,090772	-0,15299745
2015	-0,209086	-0,054264	-0,1210929	-0,056435	-0,05041036
2016	-0,058945	-0,287545	-0,33001741	-0,247988	-0,05245213
2017	0,030674	0,140332	0,00222717	-0,023255	0,10878661
المجموع	-0,490580	-0,392468	-0,72572709	-0,181354	-0,24883761
العائد	-0,0545089	-0,0436076	-0,08063634	-0,020150	-0,02764862

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الكويت خلال فترة الدراسة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن هناك تدهورا ملحوظا في عوائد القطاعات الخمس المختارة بالرغم من تنوعها من حيث المجال وحتى من حيث الشركات المدرجة في كل قطاع، وهو ما يلاحظ على عائد السوق الذي كان بمعدل -4.5 % أي حالة غير مريحة لوضعية السوق، وهذا يبين درجة تأثير السوق المالي الكويتي بالبيئة الاقتصادية التي تعمل بها فهذه الفترة من سنة 2009 إلى غاية 2017 تميزت بعدة تغيرات مست المنطقة العربية كما قلنا، من الأزمة المالية لسنة 2008 والأزمة السياسية التي في سنة 2011 والتي أثرت على انخفاض معدل المتعاملين الأجانب غير الكويتيين، وحتى غير أصحاب منطقة الخليج العربي، وذلك ما سوف نحاول تبينه في النقطة القادمة.

ثانياً: تحديد مخاطر الاستثمار في الأسهم: في هذا العنصر سوف يتم تحديد مخاطر كل قطاع من خلال الانحراف المعياري للعوائد وكذلك تحديد درجة حساسية كل قطاع بالتغيرات الخاصة في السوق وذلك من خلال تحديد معامل المخاطر النظامية المعروف بمعامل بيتا من خلال المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{\sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m)(R_i - \bar{R}_i)}{\sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m)^2}$$

والجدول التالي يبين مخاطر الاستثمار في الأسهم الخاصة بكل قطاع والمخاطر النظامية في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة.

الجدول (04): مخاطر الاستثمار في الأسهم في بورصة الكويت للفترة 2017/2009

القطاع					السنوات
الصناعة δ_i	العقار δ_i	الاستثمار δ_i	التأمين δ_i	البنوك δ_i	N
/	/	/	/	/	2009
0,01721094	0,007222102	0,00560768	0,01074886	0,10092646	2010
0,04232341	0,019099804	0,01268167	0,00015647	0,00479213	2011
3,0492E-08	0,073667158	0,00992053	0,00185513	0,0370713	2012
0,00697908	0,009900789	0,06440895	0,01405	0,00048561	2013
0,01571233	0,004987497	0,00156467	0,00459293	0,00021218	2014
0,0005181	0,001316613	0,00163673	0,00011358	0,02389429	2015
0,00061521	0,051910303	0,06219092	0,05950574	1,9685E-05	2016
0,01861457	0,00000961	0,00686636	0,03383412	0,00725628	2017
0,10197367	0,168113875	0,16487751	0,12485682	0,17465794	المجموع
0,10644439	0,136672307	0,13535037	0,11778362	0,13930699	المخاطرة
0.62	0.46	0.52	0.5	0.3	β معامل

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الكويت خلال فترة الدراسة.

من خلال الجدول نلاحظ تقارب درجة المخاطر بين القطاعات، حيث أعلى درجة مخاطرة كانت لقطاع البنوك بحوالي 13.93% والتي يقابلها معامل بيتا 0.3 وهو مقبول في هذه الحالة نتيجة حالة السوق، لأنه بالرغم من ارتفاع درجت المخاطرة إلا أن حساسيتها بتغيرات السوق أقل، ففي هذه الحالة كلما انخفض عائد السوق بـ 10% ينخفض متوسط عائد قطاع البنوك بـ 3%، أما أدنى مستوى مخاطرة هو في قطاع الصناعة بمعدل 10.64% بدرجة حساسية 0.62، وهي أعلى درجة حساسية بالرغم من انخفاض المخاطرة أي أكثر القطاعات تأثراً بحالة السوق فكلما انخفض عائد السوق بمعدل 10% ينخفض عائد قطاع البنوك بمعدل 6.2%، وعليه نلاحظ أن في هذه الفترة عرفت بورصة الكويت تذبذباً في الأداء مما دفعها إلى إجراء بعض التدابير التي كمن شأنها تحسين الأداء ومواجهة المخاطر التي يمكن أن تؤثر سلباً على استقرار السوق.

ثالثاً: آلية إدارة المخاطر في بورصة الكويت: تمتاز بورصة الكويت بوجود فريق عمل لإدارة المخاطر، وقد قام هذا الأخير بوضع آليات قوية لتحديد المخاطر الرئيسية التي من الممكن أن تتعرض لها المؤسسات، وبيان أولويات المخاطر بشكل مستمر وتنفيذ خطط عمل للتخفيف من هذه العوامل، كذلك قامت دولة الكويت بعد الأزمة المالية لسنة 2008 بإنشاء هيئة أسواق المال* بمثابة جهة رقابية حديثة مستقلة تهتم بتنظيم السوق وتسهيل عمله، من خلال مجموعة من الإجراءات والتدابير في المستقبل، فبورصة الكويت تحتاج إلى الحصول على موافقة هيئة أسواق المال على الاستراتيجيات العامة وخطط العمل، لأنها الهيئة الرقابية على أداء السوق، وأهم اللجان التي تقوم بإدارة المخاطر نبينها في ما يلي:¹²

1- لجنة إدارة المخاطر في بورصة الكويت: تم إعادة تشكيلها في 17 أبريل من سنة 2016 بشكل يتوافق مع متطلبات العمل التنظيمي والرقابي، وتمثل أهم مهامها في النقاط التالية:

- مراجعة الهيكل التنظيمي لإدارة المخاطر؛
- مراجعة الوصف الوظيفي والمهام والمسؤوليات الخاصة بإدارة المخاطر؛
- مراجعة سياسات واستراتيجيات إدارة المخاطر قبل اعتمادها من مجلس الإدارة والتأكد من تنفيذها؛
- مراجعة الإطار العام لخطة استمرارية العمل وخطة التعافي من الكوارث والسياسة الخاصة بها؛
- مراجعة السياسات والإجراءات الخاصة بالشركة والمتعلقة بملف الترخيص لدى هيئة أسواق المال والتوصية باعتمادها من مجلس الإدارة؛
- مراجعة المخاطر ونزعة المخاطر وتقييم مستوى المخاطر المقبولة في الشركة وعرضها على المجلس للاعتماد؛
- مراجعة تقارير إدارة المخاطر الدورية حول تقييم وقياس المخاطر بالإضافة إلى خطة تجنب المخاطر؛
- تقييم نظم وآليات تحديد وقياس ومتابعة أنواع المخاطر المختلفة التي قد تتعرض لها الشركة؛
- اعتماد خطة إدارة المخاطر وخطة إدارة الالتزام الرقابي ومكافحة غسل الأموال؛
- المراجعة السنوية لللائحة اللجنة؛
- تقييم أداء إدارة المخاطر ومسؤول إدارة المخاطر؛
- مراجعة محتويات التقرير النصف السنوي المرسل إلى هيئة أسواق المال.

2- لجنة التدقيق في بورصة الكويت: تم إعادة تشكيلها في 17 أبريل من سنة 2016 بما يتوافق مع التنظيمات الرقابية، ومن أهم مهامها ما يلي:

- التوصية لمجلس الإدارة بالموافقة على تعيين مسؤول التدقيق الداخلي وتحديد أتعابه؛
- مراجعة الهيكل التنظيمي لإدارة التدقيق الداخلي؛
- مراجعة البيانات المالية المرحلية والسنوية والتوصية لمجلس الإدارة باعتمادها؛

* هي هيئة تهتم بإدارة وتنظيم سير عمل البورصة ومراقبة أدائها حيث تم إنشاؤها بموجب القانون رقم 37 لسنة 2015 بشأن الموافقة على اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

¹ بورصة الكويت، التقرير السنوي لسنة 2016، ص ص: 33-34.

- مراجعة وإقرار خطة عمل إدارة التدقيق الداخلي المستندة على تقييم المخاطر؛
- إعداد التقرير السنوي لإدارة التدقيق تمهيدا لتلاوته في الجمعية العامة؛
- مراجعة نتائج تقارير التدقيق الداخلي والتأكد من أنه قد تم اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة بشأن الملاحظات الواردة في التقارير؛
- تقييم أداء مراقب الحسابات الخارجي والتوصية لمجلس الإدارة بشأن إعادة تعيينه وتحديد أتعابه؛
- دراسة السياسات المحاسبية المتبعة وإبداء الرأي والتوصية لمجلس الإدارة في شأنها؛
- المراجعة السنوية لللائحة اللجنته.

الخاتمة:

تعتبر السوق المالي الكويتية من الأسواق المالية العربية النشطة سواء من حيث العمق أو من حيث عدد الشركات المدرجة بها وحتى فيما يخص تنوع المستثمرين بها، وقد عرفت تطوراً كبيراً خاصة في السنوات الأخيرة فيما يخص التعامل بالمشتقات المالية، ذلك لأنها تسعى دوماً إلى إيجاد أساليب جديدة بهدف تطوير نفسها فقد قامت سوق الكويت بإطلاق مبادرة هامة في سنة 2016 متمثلة في بوابة العملاء الإلكترونية، والتي تعتبر آلية تم تصميمها من طرف خبراء بورصة الكويت تساعد على توفير منصة معلومات متقدمة لكل الشركات المدرجة في السوق، وذلك من أجل السعي إلى توفير المعلومة لكل المتعاملين في الوقت المناسب وبكل شفافية، بهدف تقليل مخاطر عدم تناظر المعلومات، مما يساعد من رف كفاءة السوق وبالتالي يرفع من ثقة المتعاملين في السوق وهذا الذي يساعد السوق على استقطاب أكبر قدر من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب لأن المستثمر يبحث عن الراحة المالية التي تمكنه من تحقيق الربح الذي يهدف إليه، وعليه مما سبق يمكن استخلاص النتائج التالية:

النتائج:

- ✓ تركز سوق الكويت المالي على دراسة المخاطر من أجل السعي إلى إدارتها وتخفيفها، فقد قامت بتأسيس فريق يطلق عليه اسم فريق إدارة المخاطر مثل لجنة التدقيق، لجنة إدارة المخاطر، إضافة إلى تأسيس هيئة سوق المال التي تهتم بإدارة عمل السوق ومراقبة أدائها؛
- ✓ إن نتائج العائد في سوق الكويت المالي المعبر عنه في الأمل الرياضي نتيجة انخفاض حجم التداول في العديد من القطاعات ومحدودية المنتجات أمام المتعاملين والتركيز على المستثمرين الأفراد، تبين أن السوق تواجه عدة تحديات لا بد من مواجهتها؛
- ✓ إن نتائج المخاطرة المتمثلة في الانحراف المعياري على العموم كانت متقاربة في أغلب القطاعات محل الدراسة وهو ما أكدته معامل بيتا، ذلك راجع إلى درجة الإفصاح والشفافية التي تتسم بها سوق المال الكويتية إضافة إلى اهتمامها بتطبيق مبادئ الحوكمة والسعي منها إلى سهولة انتشار المعلومات الصادقة والصحيحة، فقد قامت بفتح بوابة المعلومات الإلكترونية CIP بهدف توفير المعلومات لجميع المتعاملين في السوق؛
- ✓ تعتبر سوق الكويت من الأسواق المالية العربية النشطة في مجال الأدوات المالية المشتقة، حيث تعتبر هذه الأخيرة إحدى أدوات الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية بمبادرة من المركز المالي الكويتي.

التوصيات:

- ✓ يجب على بورصة الكويت اعتبارها قد أدرجت المشتقات المالية في التداول العمل على تطوير التعامل بها مع البحث عن استراتيجيات مثلى للتعامل بها، لأنها لا تزال متأخرة في ذلك؛
- ✓ ضرورة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ودراسة أفضل الأساليب والتقنيات التي تساعد على الالتزام بذلك، إضافة إلى ضرورة التركيز على قواعد الإفصاح والشفافية من خلال تطوير أنظمة الإفصاح والشفافية والتعامل بالآليات الالكترونية وإجبار المؤسسات المدرجة في السوق ضرورة تطبيق ذلك؛
- ✓ يجب على بورصة الكويت السعي إلى تحقيق الاستقرار المالي المالي، من أجل تحسين مؤشرات أدائها من خلال التركيز على تنظيم التعامل وإقامة هيئات رقابية واستشرافية تساعد على إدارة المخاطر وتحقيق أعلى مستوى من الأداء؛
- ✓ يجب على بورصة الكويت السعي إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية تخضع لرقابة شرعية من طرف مجمع إسلامي، أو هيئة تعمل على متابعتها بهدف التقليل من الفقاعات المالية التي تنتج حين التعامل بالفائدة وبيع الدين.

الهوامش والإحالات:

- ¹ عبد الباقي بضياف وآخرون، دراسة تأثير المخاطر المالية غير النظامية على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 14، 2014.
- ² بسيع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، 2017.
- ³ علي عبد الله، بلحمري خيرة، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 6 العدد 1، 2015.
- ⁴ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، تم التحميل www.kotobarabia.com، تاريخ الإطلاع 2014/03/25.
- ⁵ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، 2004، ص: 113.
- ⁶ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص: 94-95.
- ⁷ علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2007، ص: 40.
- ⁸ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 101، 102.
- ⁹ سوق الكويت للأوراق المالية، من موقع: <http://www.kuwait-history.net/vb/archive/index.php/t-1646.html>، تاريخ الاطلاع، 2016/06/16.
- ¹⁰ بورصة الكويت، من موقع: <https://www.boursakuwait.com.kw/page/39>، تاريخ الإطلاع 2016/06/16.
- ¹¹ معتوق جمال، إدارة مخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة دكتوراه تخصص علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد بوضياف بمسيلة، 2016/2015، ص 250.
- ¹² بورصة الكويت، التقرير السنوي لسنة 2016، ص: 33-34.