

أزمة المناخ وتطوير سوق الكويت للأوراق المالية

الأستاذ الدكتور / زكريا أحمد نصر

تقديم

إن التجربة التي شهدتها الاقتصاد الكويتي منذ انفجار أزمة سوق المناخ قد يعتبرها المؤرخون مستقبلاً نقطة تحول في الحياة الاقتصادية والاجتماعية لهذا البلد إذا عمل المسؤولون فيه نتيجة لما كان لتلك الأزمة من وطأة على القاء نظرة فاحصة على الأوضاع السائدة في شتى جوانب الاقتصاد القومي تمهيداً لاتخاذ ما يقتضيه المضي في جهود التطوير من سياسات ومن تدابير .

والبحث الراهن لا يطمح إلا في العمل على التيسير من تلك النظرة فيما يتعلق بجوانب فقط من تلك الجوانب وهو الجانب الخاص بسوق الأوراق المالية . ونحاول تحقيق هذا الغرض بالبداية أولاً بنبذة تاريخية قصيرة عن الأزمة الحادة التي انفجرت في صيف ١٩٨٢ وعن التدابير التي اتخذت لمواجهة آثارها ، وننتقل بعد ذلك إلى تناول بعض المعالم الأساسية للأزمة بتحليل يستهدف تفسير العوامل التي أدت إليها وتشخيص بعض عناصرها . أما القسم الثالث من البحث فنخصصه لعدد من القضايا والمقترحات التي نرجو أن يعمل تناولها على بلورة تدابير من شأنها أن تسهم في إرساء سوق الكويت للأوراق المالية على ركائز أكثر صلابة واستقراراً .

وغنى عن البيان أن تطوير سوق الأوراق المالية لا يمكن أن يتحقق على الوجه المناسب بمعزل عن بقية جوانب الاقتصاد القومي وحاجتها إلى المزيد من العناية والمزيد من المبادرات ، فالأمر رهن في التحليل الأخير بتضافر الجهود في مختلف القطاعات من أجل مواجهة ذلك التحدي المصيري الذي يجابه الكويت منذ سنوات ، تحدى العمل على إقامة اقتصاد سوى الطابع متين الأركان ، اقتصاد يتخلص — رغم الأهمية المتواصلة لإيرادات النفط — من شوائب « الاقتصاد النفطي » التي لا تزال تتميز بها وتشكو منها منطقة الخليج العربي .

والواقع ان هذا البحث مصدره تقرير تم اعداده في نطاق دراسة شاملة عن الاقتصاد الكويتي كان المفروض أن يجري انجازها برعاية من لجنة المصارف الكويتية لولا ان الظروف قد حالت دون اتمامها على الوجه الذي كانت تطمح فيه اللجنة الثلاثية المكلفة بالاشراف على ذلك المشروع الطموح .

ونود ان نسجل في هذا المقام تقديرنا لكل من الزميلين الدكتور عصام عاشور والدكتور محمد الخجا على تعاونهما معنا في اعمال لجنة الاشراف المذكورة وعلى ما تفضلا بابدائه من ملاحظات أرجو أن اكون قد وفقت في الافادة منها ..

وغنى عن البيان ان هذا البحث لا يعبر الا عن آراء واضعه الشخصية وانه يتحمل وحده المسؤولية عما جاء به من تحليل للأوضاع وعما تضمنه من مقترحات للإصلاح .

(١)

نبذة تاريخية

لقد عرفت سوق الأوراق المالية في الكويت منذ الستينيات ما تتميز به مثل هذه الأسواق عادة من تقلبات في مستوى الأسعار وحجم المعاملات تتفاوت في حدتها بين الحين والآخر . وليس من شك في أن من الأمثلة الواضحة على تلك التقلبات ما أصاب السوق الكويتية من انتكاس في نهاية عام ١٩٧٦ بعد فورة امتدت خلال ١٩٧٥ - ١٩٧٦ . والواقع أن هذه الحلقة من مسلسل تطور سوق الأوراق المالية كانت من أوجه كثيرة (حدة المضاربات ، انماط التعامل ، العوامل المكيّفة ، نوع التدابير المتخذة) نموذجا مصغرا لما شهدته بعد ذلك الفترة ١٩٨١ - ١٩٨٢ من فوران ثم انهيار وتدخل من جانب السلطات العامة . وقد زاد من نطاق التقلب وحدة التأزم في هذه الحالة الأخيرة ازدهار ثم انهيار سوق المناخ ، تلك السوق الموازية للسوق الرسمية المنظمة حيث كان التعامل يشمل أسهم عدد من الشركات الخليجية والشركات المقلدة الكويتية ، أحيانا على أسس تشكك البعض في مشروعيتها . وقد اتخذت أزمة سوق المناخ التي سرعان ما امتدت الى السوق الرسمية طابعا حادا لم تعرفه الكويت من قبل ، ليس فقط لما بلغت الأسعار والمعاملات من مستويات قياسية في مدى تقلبها ، وإنما على الأخص لنطاق ما درج على تسميته بالعمليات الآجلة في كل من السوقيين وما ترتب عليها من مديونية بلغت كما سنرى أبعادا لم تكن في حسبان أحد .

وإذا تأملنا البيانات التي يسجلها الجدول (١) أدناه فأننا نلاحظ أن السوق المنظمة قد استطاعت أن تحد نسبيا من حدة التقلب إذا ما قورنت بسوق المناخ ، لا سيما من حيث الهبوط ، نتيجة لتدخل الحكومة مساندة للأسعار عقب انفجار الأزمة . ومع ذلك فقد انعكس الوضع المتأزم واضحا في حجم التداول الذي سرعان ما تقلص الى كسر مما كان عليه ، على الأخص في أواخر ١٩٨٣ وأوائل ١٩٨٤ حين بلغ المتوسط الشهري نحو ٥ مليون دك فقط ما بين نوفمبر ١٩٨٣ ومارس ١٩٨٤ (تعامللا في أسهم الشركات العامة مع قاع في فبراير دون ٢ مليون دك) .

أما سوق الأسهم الخليجية فقد شهدت موجة عالية انطلقت فيها الأسعار انطلاقا يكاد يكون رأسيا ما بين أكتوبر ١٩٨١ ومارس ١٩٨٢ ، ثم هبطت هبوطا لا يختلف عن هذا كثيرا بعد ذلك . كذلك تقلصت في هذه السوق أيضا أحجام التداول حتى كادت تنضب في بعض الأشهر خلال ١٩٨٣ وحتى الآن .

وبلاحظ أخيرا أن الجدول لا يظهر نسبة العلاوة المحملة على التعامل بالأجل فيما يتعلق بسوق المناخ نظرا لعدم توفر بيانات بشأنها ، وإن كانت بعض المراجع تذكر أحيانا أرقا يصعب استيعابها (٤٠٠ في المئة أعلى ما ذكر) .

الجدول (١) : مؤشرات أسعار الأسهم

١٠٠ = ١٩٨١/١/١

١٩٨٤	١٩٨٢	١٩٨١
(١) (٢) (٣) (٤) (٥) (٦) (٧) (٨) (٩) (١٠) (١١) (١٢) (١٣) (١٤) (١٥) (١٦) (١٧) (١٨) (١٩) (٢٠) (٢١) (٢٢) (٢٣) (٢٤) (٢٥) (٢٦) (٢٧) (٢٨) (٢٩) (٣٠) (٣١) (٣٢) (٣٣) (٣٤) (٣٥) (٣٦) (٣٧) (٣٨) (٣٩) (٤٠) (٤١) (٤٢) (٤٣) (٤٤) (٤٥) (٤٦) (٤٧) (٤٨) (٤٩) (٥٠) (٥١) (٥٢) (٥٣) (٥٤) (٥٥) (٥٦) (٥٧) (٥٨) (٥٩) (٦٠) (٦١) (٦٢) (٦٣) (٦٤) (٦٥) (٦٦) (٦٧) (٦٨) (٦٩) (٧٠) (٧١) (٧٢) (٧٣) (٧٤) (٧٥) (٧٦) (٧٧) (٧٨) (٧٩) (٨٠) (٨١) (٨٢) (٨٣) (٨٤) (٨٥) (٨٦) (٨٧) (٨٨) (٨٩) (٩٠) (٩١) (٩٢) (٩٣) (٩٤) (٩٥) (٩٦) (٩٧) (٩٨) (٩٩) (١٠٠)		

السوق الرسمية :

الرقم القياسي ١٠٥ ١٣٥ ١٣٩ ١٥٦ ١٧٧ ١٧٦ ١٦١ ١٦٢ ١٣٢

نسبة التغير ٥ ٢٩ ٣ ١٢ ١٣ = ٩- = ١٩-

علاوة الأجل ٢٥ ٣٠ ٤٠ ٥٥ ٦٠ ١١٠ ١٠٠

الشركات الخليجية :

الرقم القياسي ١١٠ ١٣٠ ١١٥ ٢٤٠ ٣٠٠ ٢٢٥ ١٤٠ ٩٥ ٤٠

نسبة التغير ١٠ ١٨ ١٢- ١٠٨ ٢٥ ٢٥- ٣٨- ٣٢- ٥٨-

المصدر : أرقام محسوبة من بيانات نظام جمع وتخزين البيانات (بنك الكويت المركزي) ومن تقارير مجموعة الأوراق المالية .

وليس من شك في ان ما ظهر خلال النصف الثاني من ١٩٨٢ من حالات العجز عن الوفاء بالديون ، ثم بعض الأرقام التي نشرت في الربع الأخير من ذلك العام بشأن حجم المديونية الناجمة عن التعامل استنادا الى شيكات لاحقة التاريخ وعن عدد المتعاملين المقتنصين في شبك هذه المديونية ، كان لها صدى بعيد فيما اتخذته الأزمة من طابع مأسوي . ولعل أشهر رقم ذكر في هذا الصدد هو الرقم الخاص باجمالي حجم المديونية (٢٧ مليار دك) . وتظهر دلالة هذا الرقم اذا لاحظنا على سبيل المثال ان رصيد مجموع السلف المقدمة من الجهاز المصرفي كان في نهاية ١٩٨٢ نحو ٣٩٠٠ مليون دك ، مقابل نحو ٨٠٨ مليون رسيدا لقروض واستثمارات ٢٣ شركة استثمارية .

وعلى الرغم من ان رقم المديونية المذكور كان رقما اجماليا لا يأخذ في اعتباره تشابك الديون ، ورغم ما طرأ عليه مؤخرا فيما يبدو من تعديل (نحو ١٩ مليار دك ديونا مسجلة) فلا ريب ان الوضع كان يهدد بسلسلة متوالية من حالات الاعسار والافلاس من شأنها ان تمس بالاستقرار الاقتصادي ما لم تتخذ سريعا اجراءات لمواجهة الموقف .

تدخل الدولة

وقد عملت السلطات العامة بالفعل على التدخل منذ سبتمبر ١٩٨٢ استنادا الى ترسانة من التدابير يمكن ردها الى المجموعات الثلاث التالية :

(١) اطار المعاملات : ويندرج تحت هذا العنوان عدد من الاجراءات

اهمها وقف التعامل بالاجل وتصحيح عمليات تداول الأسهم التي تمت خلافا

لبعض النصوص التشريعية (حظر تداول الأسهم الجديدة خلال فترة معينة ،
الترخيص بالتداول) ووقف انشاء الشركات المغلقة ذات اعداد المساهمين
الكبيرة ، هذا فضلا عن وقف العمل ببعض احكام القانون التجارى الخاصة
بمقاصة الديون واجراءات الافلاس . يضاف الى ذلك اصدار المرسوم
المنظم لسوق الكويت للأوراق المالية ولائحتها الداخلية .

(ب) الأجهزة الاستثنائية : وأولها هيئة التحكيم التى أحلها المشرع
محل جهات الاختصاص القضائى بشأن النظر فى المعاملات الآجلة مزودا
اياها بعدد من الصلاحيات غير العادية مثل التحفظ على ما للمدين من
أموال والمنع من السفر ، وعدم التقيد بأحكام قانون المرافعات ، وتسوية
المنازعات استنادا الى معايير فضفاضة مثل « الأعراف التجارية السائدة »
و « المحافظة على النظام العام والاقتصاد الوطنى » ، وتقرير طريقة الوفاء
بالديون والحكم بإبطال أو فسخ المعاملات وتعديل الأسعار المتفق عليها ،
والحكم بالحبس على المدين المعسر الذى يخفى أمواله .. الخ من الصلاحيات
التي توحى بحالة من حالات الشدة القومية .

والجهاز الثانى هو مؤسسة التسوية التى تحيل إليها هيئة التحكيم
المدين المعسر الذى « اضطرت أحواله المالية بحيث بدا ان أمواله لا تكفى
لوفاء بجميع ديونه » وذلك لتتولى بدورها عددا من الصلاحيات الاستثنائية
منها جرد وتقييم عناصر ذمة المحالين إليها والإشراف على ما قد يتم من
تسويات أو تفليسات والحراسة على الأموال والقيام بالتحريات ، وصرف
صكوك للدائنين بقيمة ما يتوقع الحصول عليه من ذمة المدينين وفقا لتقدير
دينار كل منهم والعناصر المكونة لثروته .. الخ .

(ج) التدابير المالية : وتشمل هذه أيضا ترسانة من الاجراءات
يشهد نطاقها بتعقيد الأزمة وبذل أقصى الجهود استنباطا للحلول : التعجيل
بحلول الديون بلورة لوضع الديونية - اجراء المقاصات دون تقيد بأحكام
القانون التجارى أو المدنى - مساندة أسعار السوق الرسمية بتدخل الدولة
مشتريه - انشاء صندوق « ضمان » لمساعدة صغار الدائنين نقدا أو
بسندات - خفض الديون المستحقة بما يوازى أساسا الأسعار الفورية
للأسهم المتعامل عليها يوم التعاقد مضافا إليها نسبة ربح لا تتجاوز ٢٥ بالمئة
سنويا (مع جواز تعديل النسبة فى أحوال معينة) - توفير عدد من التسهيلات
المالية عن طريق حث الجهاز المالى على تقديم القروض للمدينين وعلى تدبير
الموارد والصناديق لشراء أصولهم أو ارتهانها وفقا لأسس تجنب التهافت
على بيعها ايجادا للموارد .

(٢)

تحليل المعالم الأساسية للأزمة

ليس من السهل على مراقب خارجى لم يشترك فى دوامة الأحداث والإجراءات التى عاصرت أزمة سوق المناخ أن يتناول دون شئ من التردد محاولة تحليل بعض معالمها ، لا سيما إذا كان مضطرا للاقتصار على ما تم نشرة من بحوث وتشريعات دون المأم بما قد يكون متوغرا من وثائق داخلية قد تحتوى على تلك الأبحاث التى تناولت شتى جوانب الأزمة بدراسة فنية مهدت أخذا بالأقل لما اتخذ كما رأينا من تدابير عديدة . ومع ذلك يشجعنا على مواجهة تلك المهمة مرور الزمن ولو كان قصيرا وما يتيح دائما من رؤية مختلفة يتعذر تحقيقها فى زحمة الأحداث المعنية .

١ - تفسير الأحداث : والقضية الأولى التى ترغب تأملها تتعلق بالعوامل الكامنة وراء تحقق الأزمة بما شملته من فورة ثم نكسة . والواقع أن أزمة المناخ لاتزال تنتظر مؤرخها الاقتصادى والاجتماعى ولا تزال تفتقر الى عرض مفصل لما صاحبها من أحداث ومواقف استنادا الى مشاهدات مختلف الأطراف المعنية وإلى شتى الوثائق والبيانات المتوفرة وتحليلها تحليلًا يعمل على فرز العوامل الموضوعية والذاتية الواردة وتقدير ما لعبه كل منها من دور . ونختار انجازا للمهمة الأكثر تواضعا التى تواجهنا حاليا أسلوبا يبدأ أولا بإشارة الى القوانين أو المبادئ الاقتصادية الحاكمة للتفسير المقدم، ثم ينتقل الى عرض شبكة العوامل المكونة لهذا التفسير مع التفرقة بين العوامل الهيئية (أو الظروف) والعوامل المفسرة (أو الأسباب) (١) . ونختم محاولة التفسير بإيراد بعض البيانات الإحصائية عن العامل الرئيسى المقترح . ونكتفى فى هذا الشأن بتسجيل الأفكار الرئيسية دون شرح مفصل لكل منها .

(١) المبادئ الاقتصادية :

- زيادة كمية النقود المتداولة فى سوق معين يميل الى ارتفاع الأسعار .
- ارتفاع مستوى الأسعار يحتاج الى مزيد من كمية النقد المتداول .
- كل فورة (أو فقاعة) تشهدها سوق الأوراق المالية مآلها الى الانتكاس حالما يتباطأ تدفق الموارد الى السوق ، أو حالما يدب بين المتعاملين الشك فى استمرار الحركة الصعودية .
- كل حركة صعودية تقوم على الاستدانة ذات طابع هش أوضح مما لو كانت قائمة على موارد ذاتية .

(ب) العوامل المهيئة الموضوعية :

- تميز الاقتصاد الكويتي بالاختلال بين المتوفر من المدخرات والفرص المتاحة للاستثمار في أصول محلية يفضلها جمهور المستثمرين .
- العقوبات الموضوعية في وجه تأسيس الشركات العامة والالتجاء الى انشاء الشركات الخليجية وظهور سوق موازية لأسهم هذه الأخيرة تفتقر الى أى تنظيم .
- توفر مصادر الائتمان المنظم وغير المنظم (على الأخص فيما بين المتعاملين) لمساندة الحركة السعودية .
- ضعف الأجهزة الادارية المسؤولة عن شئون سوق الأوراق المالية وعن تطبيق النصوص التشريعية الخاصة بها .

(ج) العوامل المهيئة الذاتية :

- جنوح المتعاملين للمضاربة السعودية متى تحققت الظروف المواتية، كالحال في كافة الأسواق المالية .
- عدم نضج جانب من المتعاملين واعتقادهم بإمكان الانفلات من فجاءة نكسة كان يتوقعها الجميع .
- اعتماد المتعاملين على احتمال تدخل الدولة في ضوء تجارب سابقة .
- انخفاض القيمة الحدية للمال في ظروف اقتصاد ثرى كالاقتصاد الكويتى .

(د) العوامل المفسرة للفورة :

- انطلاق المضاربة السعودية استنادا الى زيادة حجم الموارد السائلة الموجهة الى التوظيف في سوق الأوراق المالية والصادرة عن موارد ذاتية واثمانية .
- حركة الدفع الذاتية لكل حركة سعودية تغذى نفسها بنفسها طالما وجدت الموارد لذلك .
- تدخل بعض المتعاملين للتأثير المفتعل في السوق كالعادة في الفورات المماثلة (وإن كان هذا العامل يحتاج الى توثيق يزيد عما هو متوفر من أحكام) .

(هـ) العوامل المفسرة للنكسة :

- تعثر الحركة السعودية وانتقادها القسرة على الاستمرار نتيجة للعوامل التالية .

— تباطؤ ثم تناقص الموارد السائلة الموجهة الى السوق ، اما تلقائيا او تحت ضغط البنك المركزى تضيقا من التسهيلات المصرفية « غير المبرمجة » وتجنبنا لاحتمالات الانتكاس .

— امتصاص جانب من السيولة المتاحة نتيجة لتضخم عرض الأوراق المالية فى السوق الرسمية او فى سوق المناخ (٢) .

— تبين عجز بعض المتعاملين عن الوفاء بالتزاماتهم الناشئة عن الاستدانة حالما تعثرت الحركة السعودية وحالما ضاق الائتمان المتاح .

— توافق انفجار الأزمة فى صيف ١٩٨٢ مع تأزم الأحوال العسكرية بالمنطقة (انتقال الحرب الى الأرض العراقية وانهزام المقاومة الفلسطينية فى بيروت) .

(و) **البيانات الاحصائية :** من الواضح اننا فى شبكة التفسير السابقة نمنح دورا رئيسيا لحجم الموارد السائلة الموجهة لسوق الأوراق المالية ، سواء من حيث الفورة أو النكسة . بل يمكن فيما نعتقد أن نعتبر هذا العامل « شرطا ضروريا وكافيا » للتفسير اذا ما اقتصرنا على مرحلة السببية واعتبرنا الظروف أو العوامل المهيئة من باب المعطيات .

وعلى الرغم من عدم توفر بيانات احصائية مباشرة عن هذا المتغير الحاسم (اللهم فيما ذكر عن الحجم الذى بلغته الشيكات اللاحقة التاريخ) ، فان عددا من القرائن تشير بوضوح الى تحققه على النحو المناسب للتفسير المقدم ، كما يظهر فى الجدول (٢) أدناه .

الجدول (٢) : مؤشرات السيولة (نسب التغير)

	١٩٨٢				١٩٨١			
	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)
حجم النقود	١٤	٢٦	٢-	٢٦	٢٦	٢٦	٤	٢٥-
حجم النقود (م)	٨	٢٠	٧	٢٩	١٩	١-	١٨-	١
قروض شخصية +	٢	١٠	٥	٢١	١٧	٢	=	٦-
قروض عقارية +	=	٧	١٧	٤-	٤٩	=	٥-	١٦
ودائع خاصة	٢٠	٣٦	٣-	٤٠	٣١	٥	٣٤-	٢-
استثمارات	١١٤	٢٢٧	٤٦-	١٧	٢١-	٣٩-	٨١-	٢١٩

(م) = من المتغيرات الموسمية

(+) = من المعتقد أن جانباً كبيراً من هذه القروض قد وجد طريقه إلى سوق الأوراق المالية .

المصدر : أرقام محسوبة من بيانات صندوق النقد الدولى وبنك الكويت المركزى .

وقد يكتفى المرء تفهما لما حدث بالصورة السابق عرضها ، ولكنه قد يتساءل أيضا في نطاق العمل على تفصيل وتوسيع شبكة التفسير عن العوامل القائمة وراء العوامل المذكورة تعميقا للأمر .

ونكتفى في المقام الراهن بالإشارة الى انه لا يسع المراقب الذي يتأمل بيانات الجدول السابق الا أن يربط بين ما طرأ عليها من تحول بعد الربع الأول من ١٩٨٢ وما سبقها من تحول في اتجاه الانفاق العام : توسع سريع في ١٩٨٠/١٩٨١ (بنسبة ٣٩ بالمئة) ثم تباطؤ في ١٩٨١/١٩٨٢ (١٢ بالمئة) . ويلاحظ في هذا الصدد استمرار ارتفاع الانفاق العام خلال الربع الأول والثاني من ١٩٨١ (١٠ ثم ٣٨ ٪) ثم بدء حركة انخفاضية واضحة بعد ذلك حين بلغت معدلات التغير مابين الربع الثالث من عامي ١٩٨١ و ١٩٨٢ على التوالي : — ١٤ ، + ٢ ، — ٦ ، — ٣ ، — ١٥ ٪ . وليس من شك أن تلك الثغرة الزمنية بين تغير الانفاق العام وتغير اوضاع السيولة في حاجة الى مزيد من البحث .

٢ — **تشخيص المديونية** : وايا ما كانت الاهمية العلمية والعملية للتعرف على اسباب الأزمة ، فان الطابع الحاد الذي اتخذته وتجابه المواقف بشأنها وتلاحق الاجراءات المتخذة ، بل واستمرار الكساد في سوق الأوراق المالية حتى الآن ، كل هذا مرده الى ذلك الحجم الضخم من الديون المتولدة عن التعامل خلال فترة الفوران ثم العجز عن الوفاء بها عند الانتكاس .

ويبدو ان تزامم الأحداث قد حال هو الآخر دون تهيئة الفرصة الكافية لتشخيص الطبيعة الاقتصادية لتلك المديونية تشخيصا يساعد على تبين ما يمكن وما لا يمكن اتخاذها بشأنها من حلول ويتعدى الوعي الحدسي بتعذر الوفاء . ومع ذلك فان الأمر يبدو واضحا اذا اعتمدنا على تفرقة قلما تبرزها المراجع الاقتصادية التقليدية ، عربية كانت او غير عربية ، ونقصد بهذا التفرقة بين الرسمال الحقيقي بشقيه المادى والمعنوى والرسمال الوهمى . وللسنا نعتقد ان المقام الراهن هو المقام المناسب للخوض في هذا الموضوع نظريا ولشرح العلاقة بين المفهومين في واقع الحياة الاقتصادية . لذا نكتفى بضرب مثل واحد على مفهوم الرسمال الوهمى نرجو أن يكون فيه بعض ما يلقي الضوء على موضوعنا .

والمثل الذى نقصد يتعلق بفرض دولة منتصرة على دولة منهزمة تعويضات مالية . فهذه التعويضات نوع من الرسمال الوهمى لا يمكن أن ينقلب رأسمالا حقيقيا الا عن طريقين : الأول هو تجريد الدولة المدينة من جانب من ثروتها القومية (الرصيد الذهبى مثلا او الاستثمارات الخارجية أو فك بعض المصانع) ، والطريق الثانى والاقدر على مواجهة المشكلة — كما أثبتته الجدول حول التعويضات الألمانية — هو إتاحة الفرصة لى تحقق الدولة المدينة فائضا في ميزانها التجارى يمكنها من الوفاء عليها من ديون . وبغير هذا الفائض تبقى الديون حتما معلقة ، اللهم الا اذا تم التنازل عنها .

والمثل الذى يهمننا هنا هو مثل ذلك الرسمال الوهمى الذى تولد عن فورة سوق الأوراق المالية . فانطلاق اسعار هذه الأوراق — في السوق الفورية والسوق الآجلة — وتراكم الديون الناجمة عن التعامل ، كلاهما مظهر لخلق

رأسمال وهمى لا يجد ما يقابله لا فى حساب الثروة القومية ولا فى حساب الناتج القومى . والحقيقة الجوهرية التى تنبنى على هذا التشخيص هى تعذر الوفاء بذلك الجزء من الرسمال الوهمى الذى تمثله المديونية القائمة وبما يفرضه القانون من التزامات غير وهمية اذا انعقد الاصرار على ايجاد مصادر حاضرة من الرسمال الحقيقى ومن ثم على ولوج طريق مغلق بطبيعته .

بل حتى اذا ما افترضنا أن جميع المدينين يملكون من الأصول فى داخل الكويت وفى خارجها ما يمكن التحرى عنه وتعقبه — تلك الرنة التى تبدو غريبة على هوية الاقتصاد الكويتى — ما يكفى للوفاء بالتزاماتهم ، فان التصرف فى هذه الأصول وتسييلها ايجادا للموارد اللازمة ليس من شأنه أن يحافظ على استقرار الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك سواء لما يترتب عليه من انهيار فى قيمة الأموال ، أو بما يتضمنه من تحويل مفاجئ فى جانب من الثروة القومية ، أو بما يحكم به من شلل اقتصادى على الكثيرين ، أو بما قد يؤدى اليه من افراط فى حجم النقد المصدر تسييلا للأصول دون مبرر من احتياجات النشاطات الاقتصادية .

٣ — استهلاك الرأسمال الوهمى : وجوهر المشكلة فى ضوء التحليل السابق يدور حول الأساليب المناسبة لكى يستهلك ذلك الرأسمال الوهمى الذى خلقته الأسواق المالية . وأول هذه الأساليب وأقربها الى التجارب التى عرفتھا الدول الأخرى عند انفجار « فقاعات » أو « نفاخات » سوق الأوراق المالية ، هو استئصال الرأسمال الوهمى بانهايار قيمة الأوراق المالية ومن ثم تبخر تلك الفقاعة الوهمية التى كانت بأيدي المستثمرين مع ما يتضمنه هذا من أثر سالب على أوضاعهم المالية . أما الديون المعلقة التى تتبقى نتيجة الاستدانة خلال فورة السوق فيتحمل المدينون كامل عبئها ويتبخر مرة أخرى ما يتبقى بعد ذلك من مطالبات نتيجة للانفلاس . ويتضح من هذا ان عبء استئصال الرأسمال الوهمى على هذا النحو لا يقع فقط على أطراف المديونية القائمة وانما يتحمله أيضا أصحاب الأوراق التى تقلصت قيمتها نتيجة لانفجار الفقاعة ممن لم يجد نفسه واقعا حقا أو تدبرا فى شبك المديونية .

والأخذ بهذا الحل التقليدى لا يمنع من انتهاج أسلوب مكمل يستوحى فى معالجة العلاقة بين الدائنين والمدينين مبدءا لا يقل أهمية فى الفكر القانونى الحديث عن مبدءا قدسية الحقوق والالتزامات المشروعة ، ونقصد بذلك مبدءا أعمال حقوق الدائنين بما لا يترتب عليه سحق الدين والحكم عليه بنوع من الموت أو الشلل الدنى (الانفلاس) يذكرنا بعصور كان الدين المعسر يسأل فيها فى شخصه ، حبسا أو استرقاقا .

وتبرز أهمية هذا المبدءا على الأخص عندما يبلغ حجم المديونية نطاقا يشمل فئات هامة من المجتمع — عددا أو دورا — فتعمل الدولة على اصدار التشريعات التى تفرض المكابلة القانونية (تجميد الديون) أو المكابلة القضائية (ارشاد القضاء بمد فترات الامهال التى يملك منحها) (٢) .

ومثل هذا الاجراء المعروف من شأنه أولا الحد من التعجيل في اتخاذ اجراءات قد يترتب عليها آثار سلبية اقتصادية واجتماعيا ، ثم اتاحة الفرصة للتيسير على المدينين وتمكينهم من الوفاء استنادا الى طاقاتهم الانتاجية ودون تجريدهم من قدرتهم على مواصلة نشاطهم . كذلك تهيئة المجال لكى يبلور المشرع أو القضاء ما قد يعتبر تعويضا عادلا في ضوء الظروف الواردة ، ولكى يواجه الاقتصاد القومى بعد مرور الزمن الديون المعنية باعتبارها فقاعة عابرة حقا ، لا موجة عميقة قد تهز الباكسة . يضاف الى ذلك أخيرا وليس آخرا افساح المجال للتركيز على حماية المؤسسات اذا ما تعرض بعضها للخطر نتيجة للآزمة دون خوض في متاهات الأوضاع الفردية .

وليس للمكايلات بطبيعة الأمر أجل محدد باللائزم اذ قد يرى المشرع مدها طالما ارتأى ان ثمة مصلحة جماعية في تجديدها ، ولو لمجرد تقلص القيمة النسبية للديون مع الوقت وجنوح بعض المتعاملين احتمالا الى الأخذ بأسلوب « الحط والتعجيل » ، أو رضاء البعض الآخر بمواصلة جنى الفوائد دون رأس المال طالما ان أحكام المكايلة تتيح ذلك .

وقد فضل المشرع الكويتى لأسباب لا شك حاسمة ان ينتهج منهاجا أبعد من ذلك بكثير عمقا ، فأخذ بتلك المجموعة الضخمة من الاجراءات التى سبق استعراضها والتى يصعب تصور بعضها لو لم تكن الدولة قادرة على تحملها .

٤ - **العمليات الآجلة والشيكات لاحقة التاريخ** : ومما قد يعمل أيضا على توضيح الرؤية أن يتناول التحليل طبيعة التصرفات التى صاحبت التعامل فى سوق الأوراق المالية ، وفى مقدمتها تلك العمليات التى تحمل تسميات مختلفة والتى اشرنا اليها فى هذا التقرير بالعمليات الآجلة . والواقع ان الأمر لا يتعلق بعمليات آجلة بالمعنى الفنى لهذه العبارة ، وانما بعمليات يقتصر فيها التأجيل على مجرد أداء الثمن مما يجعلها من قبيل العمليات الفوزية ذات التسوية (لا التصفية) المؤجلة . والنقطة الواردة ليست مجرد نقطة لفظية قد تعتبر ثانوية ، بل تأكيد أن التعامل كان تعاملًا بالدين ، كما لاحظته عدد من المراقبين .

والمعنى الأول الذى يستخلص من هذا التحليل ان التعامل فى سوق الآجل كان فى حقيقته قائما على نوع من الائتمان غير المنظم لعبت فيه عوامل مختلفة ادوارا متشابهة ، ومنها لا شك التوقعات الخاصة بتطور أسعار الأوراق ولكن أيضا الحاجة الى نقود حاضرة اما لمواصلة التعامل أو لسداد ديون ، وذلك عن طريق تصرف المشتري فيها حصل عليه فوراً من أوراق وتصرف البائع فيها سلم اليه من شيكات ذات تاريخ لاحق .

والمعنى الثانى هو ان « العلاوة » أو « نسبة الربح » ما بين السعر النقدي المقترن بأداء فوري والسعر المتعاقد عليه للأداء المؤجل هى ، كما عرفها الجميع ، فائدة فرضتها ظروف تلك السوق الائتمانية غير المنظمة بما يناسب طبيعتها المعتادة سوقا ربوية ينطلق فيها سعر المال الى مستويات عالية يقبلها المقترض أما طمعا أو اضطرارا . وقد اتخذ هذا الوضع مظهرًا

واضح المعالم تماما في تلك الحالات التى التفت اليها المشرع ايضا (في نطاق تشريع عن المعاملات الخاصة بالأسهم : الفقرة الثانية من المادة (٢) من القانون ١٩٨٢/٥٩) حالات تبادل شيكات مؤجلة بشيكات فورية دون تعامل في أوراق والتي تركها للقضاء العادى مع اشارة موفقة الى « التعويض العادل » .

اما المعنى الثالث الذى ينبغى ابرازه في هذا الصدد — لا سيما مع ما أحيط به الامر من اهتمام — فيتعلق بتلك الظاهرة التى يصعب على المراقب الخارجى التوفيق بينها وبين الانطباع الدارج عن سيطرة الثقة بين شتى المتعاملين ، ظاهرة الشيكات اللاحقة التاريخ . فهذه الشيكات ليست في حقيقتها الا من قبيل ما يسميه الفقه القانونى الفرنسى « شيكات ضمان » ، أى أوراق تجارية تسلم للدائن في هذه الصورة بالذات حتى يتمكن من الضغط على المدين تهديدا له بمساءلته جنائيا ان ظهر أن الشيك بدون رصيد . وقد استقر كل من القانون والفقه الفرنسى في هذا الشأن على أن مثل هذه الشيكات لا يجرم عدم استنادها الى رصيد طالما لا يثبت قصد جنائى (تتطلب النصوص الحديثة « قصد الاضرار بحقوق الغير » ، لا مجرد سوء النية) ، الامر الذى لا يفسح المجال الا للمساءلة المدنية والحرمان من حق استخدام الشيكات خلال فترة معينة .

وحتى اذا كان القانون الكويتى لا يأخذ بعد بهذا النهج في تكييف ظاهرة عرفتها دول أخرى على نطاق واسع (مما لم نجد الفرصة للخوض فيه) ، فقد كان من السهل على المشرع وربما القضاء اقتباس هذا الاتجاه تجنباً لاحتمال أعمال المساءلة الجنائية في غير محلها الطبيعى .

٥ — التصرفات غير المشروعة والخطأ : وليس فيما سبق عرضه بطبيعة الامر ما يدعو الى التخفيف من مساءلة كل من اتى تصرفا من تلك التصرفات غير المشروعة التى تحفل المراجع بالاشارة اليها دون تناولها بصورة محددة تسمح بتقدير حقيقتها . ومن قبيل ذلك الاشارة الى التلاعب بالأسعار والقيام بعمليات مفتعلة واستغلال « صغار المستثمرين » وتأسيس الشركات الورقية وتوزيع الأرباح الوهمية واشتراك مؤسسات في المضاربات السعودية خروجا على أغراضها . الخ . فمساءلة المسؤولين عن مثل هذه التصرفات في الحدود التى رسمها القانون والحفاظ على قدسية النصوص لا يقل أهمية في هذا الصدد عن تعقب المدين « فاقد الضمير » ، « المسئى لوطنه ولاقتصاد بلده » الذى يحاول اخفاء أمواله أو تهريبها ، تلك الرنة مرة أخرى التى قد توحى بأفكار مستوردة .

والمساءلة التى نقصد تشمل المساءلة الجنائية اذا ما وجد النص المناسب ، كما تشمل المساءلة المدنية كلما أدى التصرف الخاطى الى اضرار بمصالح الغير ، هذا فضلا عن المساءلة المؤسسية اذا اتى بعض المسؤولين بتصرفات من شأنها الاضرار بمصلحة مؤسساتهم .

وغنى عن البيان ان أعمال المسؤولية في تلك الحالات ينبغى أن يستند الى تحليل مفصل للتصرفات المعنية في ضوء أحكام القانون ، لا مجرد الحديث

السهل عن « تهديد استقرار الأسعار » أو « تهديد دور سوق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية » .. الخ .

٦ - **السعر الفوري + ٢٥٪** : ونود ختام هذا القسم بإشارة الى الحكم الذى تضمنه القانون القانون ١٩٨٣/١٠٠ (بعد أحكام مشابهة أخرى) بشأن العمل على استئصال الرأسمال الوهمى ولو جزئيا بخفض السعر المتعاقد عليه الى السعر الفوري عند التعاقد مضافا اليه نسبة من « الربح » قدرها ٢٥٪ سنويا . ولعل هذا الاجراء قد واجه صراحة حقيقة الطابع الوهمى للثروة التى خلقتها سوق الأوراق المالية ، ومع ذلك يلاحظ انه قد كرس وضعين كليهما محل نظر :

— الوضع الأول هو ان النفاخة التى شهدتها الأسواق لم تفلت منها اسعار السوق الفورية ، الأمر الذى يدعو الى المفاضلة بين الحل المختار وغيره من القيم التى كان يمكن الاعتماد عليها تحقيقا لمفهوم « التعويض العادل » الذى أشار اليه المشرع كما رأينا في مناسبة أخرى ، لا سيما انه لا يبدو من المسلم به ان يستفيد بعض الدائنين من نفاخة الاسعار الفورية بينما يتحمل أطراف أخرى عبء تدهور السوق كاملا ويحصل آخرون على كامل مستحقاتهم .

— والوضع الثانى هو تلك السوق الربوية التى قام عليها التعامل وتفضيل نسبة مرتفعة على أسعار الفائدة السائدة في سوق الائتمان المنظم .

ومع ذلك يبدو من الأنسب حاليا مواصلة الجهود الكبيرة التى بذلت للوصول الى حلول عادلة والعمل على الخروج من الأزمة على الأسس التى تم اعتمادها والتعجيل بطى تلك الصفحة الدقيقة من صفحات تطور سوق الأوراق المالية حتى تستعيد حيويتها وتبدأ مرحلة جديدة خالصة من الشوائب والهزات .

الملاحظات

١ — يتوقف الأسلوب المختار في كل تفسير لأحداث تاريخية على الموقف الذى يتخذه الباحث من نظرية التفسير التاريخى ، ومرد الأمر في التحليل الأخير الى قوة اقتناع الصورة المقدمة مقارنة بصور أخرى .

٢ — زاد حجم الأسهم الكويتية القابلة للتداول (شركات عامة) بنحو ٢٠٠ مليون سهم أو بمعدل قدره ٦٨٪ خلال ١٩٨١ — ١٩٨٢ ، مقابل ٣٤٠٠ مليون سهم خليجى تزيد قيمتها الاسمية عن ٥٠٠ مليون دك ، أو ما يضافه مجموع الأسهم الكويتية القابلة للتداول في آخر ١٩٨٢ . هذا فضلا عن تأسيس نحو ١٠٠ شركة مغلقة برأسمال قدر بنحو ١١٦٠ مليون دك .

٣ — المكابلة أو تكبيل الديون = Moratorium ، من أصل لاتينى يعنى الإهمال والتأخير .

(٣)

مقتضيات التطوير

وايا ما كانت حدة أزمة المناخ وما تخلف عنها من آثار مادية ونفسية فان مآلها ان تخف وطأتها وتتلاشى عواقبها مع الزمن ، فتهذب بلا رجعة اذا جعلنا منها كما اثرنا سببا لكى نتناول شئون سوق الأوراق المالية بالعناية التى تستحقها . وتحاول الفقرات التالية ابراز ما نعتقد أن من المفيد حاليا القاء بعض الضوء عليه ومناقشته عند العمل على رسم خطوات المستقبل فى ذلك القطاع الهام من الحياة الاقتصادية .

وقد وجدنا من الملائم أن نميز فى هذا الصدد بين نوعين من القضايا الوارد بحثها : قضايا تعتبر فى المرحلة الحاضرة من باب « القضايا الجانبية » التى ينبغى ألا نركز عليها على حساب « القضايا الأساسية » التى يتوقف على حلها حلا موفقا احتمال تحقق المسار الأنسب لسوق الأوراق المالية .

القضايا الجانبية

واعتقادنا أن هذا الوصف ، الذى لا يمس بطبيعة الحال مما لهذه القضايا من أهمية ، ينطبق على القضايا التالية :

١ - البورصة اداة للتنمية : أن أحدا لا ينكر أنه ينبغى أن توجه جميع الجهود فى الكويت الى اغراض التنمية وخدمة الاقتصاد القومى . ولكن شتان بين تسجيل هذه الحقيقة الاساسية وبين التركيز على البورصة باعتبارها اداة للتنمية . فلا بأس مثلا أن يذكر المرسوم المنظم لسوق الكويت للأوراق المالية فى صلب مواد مفاهيم مثل « خدمة عمليات التنمية الاقتصادية » أو « تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة » ، كذلك لا بأس من أن تشير اللائحة الداخلية الى « المساهمة فى تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية » أو الى « الاستقرار المالى والاقتصادى فى الدولة » ، ولكن بشرط أن نركز بعد ذلك على حقيقة المستهدف من سوق الأوراق المالية وهو سلامة وتطوير ما يتم بها من معاملات . فهذا هو السبيل الذى ينبغى أن تسلكه البورصة للمساهمة بطريق غير مباشر فى أى أغراض عليا أخرى من مسئولية الأجهزة المختصة فى الدولة ، وهو يمثل مهمة تكفى وحدها لاستيعاب جهود الجهات المسئولة عن السوق استيعابا كاملا .

٢ - اشهار المعلومات : أن ننظر العمل الأمثل لأسواق الأوراق المالية يفترض فيما يفترضه الممارس المتعاملين كافة بمختلف الفرص المتاحة لتوظيف أموالهم وعلى الأخص بوضع الشركات وطالع كل منها دون تمييز بين متعامل

وآخر . وينسب من ذلك ترشيدها للقرارات الاستثمارية المطالبة بأشهار المعلومات المتعلقة بالشركات على نحو يتيح القيام بتحليل أوضاعها وتقدير طالعها .

ولسنا ننكر أن لأشهار المعلومات دورا هاما وأن على الشركات الالتزام بالانصاف عن أحوالها الحقيقية والامتناع عن تزيينها . ومع ذلك فاعتقادنا أنه ينبغي حتى لا نغالى في أهمية الأمر أن نسجل التحفظات التالية :

— لا يمكن أن نطالب الشركات بأن تصبح بيوتا من زجاج يمكن للجميع الاطلاع على ما يحدث بها ، فهناك معلومات يخدم كتمانها مصلحة الشركة وقدرتها على البقاء والتنافس ، ومن ثم فالالتزام الحقيقي إنما ينصرف الى تجنب التمويه والخطأ الضار بمصالح الغير فيما تنشره الشركات وفقا لالتزاماتها القانونية .

— قد تستجيب الشركات لمطلب المزيد من البيانات باغراق المستثمرين بسيل من المعلومات التفصيلية عما فعلته وما تنوى فعله ، مما يهدد بالقاء الضلال على الأرقام الحاسمة القليلة التى يهتم بها المستثمر العادى وهى على الأخص رقم الأعمال ومعدل الأرباح وحجم التوزيعات .

— أثبتت البحوث التى أجريت فى أعرق الدول أخذا بالنظم البورصية وأكثرها تقدما من حيث الوعى الاستثمارى للأفراد ، أثبتت أن المستثمر العادى المقصود حمايته بأشهار المعلومات قلما يستطيع أن يكرس من وقته ما يلزم لدراسة البيانات المتوفرة ، حتى اذا فرضنا تجاوزا أن لديه القدرة الفنية على مباشرة تلك الدراسة . لذا نجد أن جمهور المستثمرين يعتمد على الأسماء المعروفة أو على المصادفة البحتة أو ما يسمعه من بعض الأصدقاء أو فى خير الأحوال على ما يقرأ فى بعض النشرات المتخصصة .

لذلك يبدو لنا أن ما ينشر عادة فى التقارير السنوية ذات المستوى الجيد (ولا نقصد جودة الألوان ونوعية الورق) والاهتمام بما تتضمنه عن الأوضاع الراهنة والمشاريع المستقبلية يكفى فى المرحلة الراهنة للوفاء بالحاجة المشروعة الى معلومات ، على شرط أن تلتزم الشركات بالإعلان فوراً عن كل حدث من شأنه أن يمس مساسا واضحا بحالتها المالية . أما محاكاة ما يحدث فى الولايات المتحدة من حيث نشر البيانات نصف السنوية أو ربع السنوية التى يطالب بها المحللون فى كثير من البلدان ، فهذا من جدول أعمال المستقبل .

٣ — بيوت متخصصة فى تحليل البيانات : وقد وجد البعض تكملة الاقتراح الخاص بالأشهار باقتراح آخر هو أن تؤسس فى الكويت أسوة بما نجده أيضا فى الولايات المتحدة بيوت متخصصة فى تحليل البيانات خدمة لكل من يلجأ لخبرتها . وثمة اعتبارات تجعلنا نتشكك أيضا فى قيمة ذلك الاقتراح :

— فانه ينبغي ان نميز بين تحليل البيانات المالية واستخراج النسب والمؤشرات التاريخية فرعا من الفروع التي تسند الى المحاسبة ، والتحليل الوارد بشأن التعامل في الأسواق المالية . فهذا الفرع الأخير لا يقتصر على البيانات المحاسبية بل يكلها بعدد من العناصر الأخرى منها الخاص بالشركات ومنها المتعلق بالسوق والأحوال الاقتصادية وغير الاقتصادية العامة ، الأمر الذى يحتاج الى خبرات نشك في توفرها في المنطقة العربية ، كما نشك في جدوى استقدام أصحابها من بيئات مختلفة كل الاختلاف ، لا سيما أن من بلغ منهم مستوى معترف به في السوق يعتبر قلة قليلة نشك في إمكان اجتذابها .

— ثم ان عدد الشركات المتداول أسهمها في السوق الكويتية عدد جد قليل لا يتيح تشغيل الخبرات المعنية تشغيلاً رشيداً .

— وأخيراً نعتقد أن الأجهزة الفنية المتوفرة في البنوك وشركات الاستثمار، ربما بشيء من التدعيم ، تقى بالغرض حالياً .

٤ — **بيوت الاستشارة المالية :** والواقع ان الخطوة بين تحليل البيانات وتقديم الاستشارات والتوصيات ثم إدارة الحوافظ المالية ، خطوة سهلة تحمل في طيها أخطاراً ليست يسيرة . ولنا أن نختار في هذا الشأن بين حلول ثلاثة :

— اطلاق الحرية للأفراد والمؤسسات في انشاء بيوت الاستشارة المالية وإدارة الحوافظ .

— تنظيم هذه المهنة تنظيمياً محكماً لا يكتفى بالشكليات وإنما يخوض في شئون كثيرة من أجل التثبيت من جدية البيوت المعنية وتأهيل العاملين بها، ربما على أساس عقد امتحان كما هي الحال في بعض الدول . وتحضرنا في هذا الصدد من تجارب الغير رفض القيد في سجل المستشارين الماليين (أو شطبه) لأسباب منها الجهل (؟) والعجز عن فهم بعض التقارير الهندسية الملحقة بنشرة إصدارية ، وعدم تخصيص الوقت الكافي للقيام بالبحوث ، والاكتفاء بالنقل من الغير ، ووجود مصلحة في الأوراق الموصى بها .. الخ .

— قيام المؤسسات المالية بوظائف الاستشارة المالية استناداً الى حرص هذه المؤسسات على سمعتها وقدرتها على تجنيد الخبرات اللازمة .

ونحذ الأخذ بالحلين الآخرين معاً من أجل توفير فرص العمل للشباب الكويتي الذي يتقبل الشروط القاسية التي تتطلبها تلك المهنة الهامة ولا يخشى أن يواجه ما يتعرض له أصحابها من نقد وتهكم كلما كان الأداء دون المتوسط .

٥ - خلق أدوات جديدة للتعامل : ومن الاقتراحات « الفنية » التي كثر أيضا ترديدها نقلا عن الخارج أن يوسع مجال التعامل في السوق بإدخال نظام الخيارات . وسوق الخيارات في أبسط صورها سوق يحصل فيها مشتري الخيار مقابل ثمن يدفعه للبائع على الحق في أن يشتري منه (خيار الشراء) أو يبيع له (خيار البيع) كمية معينة من الورقة المتعامل عليها بالسعر المتعاقد عليه وخلال الأجل المتفق عليه . ولحامل الخيار حسبما يرى فيه مصلحته في ضوء تغير الأسعار أو التوقعات أن يعمل خياره أو يصرف النظر عنه أو يتنازل عنه للغير .

والأمر لا يحتاج الى تأمل لكي نقتنع بأنه يدور أساسا حول التوقعات الخاصة بتغير سعر الورقة المتعامل عليها ، أي حول إيجاد أداة جديدة للمضاربة والمقامرة . ويظهر هذا الطابع المضاربي بصورة أوضح اذا ما أخذ بما يسمى « خيارات المؤشر » حيث يتم التعامل لا على ورقة معينة وإنما على مفهوم معنوي هو اتجاه أسعار السوق بصفة عامة (أو جانب منه فقط) معبرا عنه بمؤشر (رقم قياسي) . والأمر في هذه الحالة يصبح من قبيل الرهان البحت على اتجاه الأسعار ولا يميزه عن اليسر الا غلبة الحظ المطلق على هذا الأخير (١) .

وعلى الرغم من أن مثل تلك الأدوات قد انتشر في بعض البورصات فلنسا نعتقد أن ما تحتاجه السوق في الكويت حاليا هو المزيد من سبل التقارع والتقامر على اتجاه الأسعار ، وإنما كما سنراه بعد المزيد من الأوراق المثلة لنشاطات انتاجية ، اللهم الا اذا اعتبرنا سوق الأوراق المالية أو بالأحرى البورصة دارا لمثل ذلك التقارع والتقامر - وهو وارد أيضا كما نراه بعد .

٦ - شجب المضاربة وتصنيف المستثمر الحقيقي : والواقع أن لتكثيف دور البورصات علاقة وثيقة بما جرت عليه العادة - وليس في الكويت فقط - من حيث التمييز بين المضاربة والاستثمار الحقيقي ، مع جعل الأولى مصدر شر (اذا زادت عن الحد « المعقول » ، أيا ما كان المقصود بهذا الوصف) واعتبار الثاني مصدر خير . ومثل هذا الرأي يهمل حقيقة لا ينبغي إهمالها وهي أن البورصات في المقام الأول عبارة عن أسواق « مخاطر » لا تقوم في الأجل القصير على اكتاف المستثمر الحقيقي الذي يسحب مادة من السوق بقر ما تعتمد على نشاط فئة خاصة هي فئة المضاربين . فالمضاربون لا يهتمون باكتناز الأسهم ومتابعة ما تدره من أرباح أو مواصلة السيطرة على الشركات (٢) ، وإنما هدفهم هو جني الأرباح العاجلة الناجمة عن تغير الأسعار ، وذلك سواء في السوق الفورية أو سوق العمليات الآجلة . وعلى اكتاف هذه الفئة الأخيرة تقوم الى حد بعيد حياة البورصات اليومية واستمرار نشاطها بصفة متواصلة وتوسيع نطاق التعامل بها .

٧ - اسعار السوق والقيمة « الحقيقية » للأسهم : ومن القضايا التي درجت شتى الكتابات على ترديدها قضية ابتعاد اسعار الأسهم في الأسواق الكويتية عما تشير به مستويات الأداء الفعلى للشركات متمثلا في أرباحيتها ، ومن ثم ابتعادها عن القيمة الحقيقية للأسهم .

ومثل هذا الرأي يهمل فيما يهمله حقيقة واضحة هي ان البورصات ليست « مكاتب تجميع » وظيفتها تبين قيمة الأوراق المالية كما يتبين خبير قيمة عقار أو لوحة فنية . فالبورصة تتعامل في سلعة معقدة ليست مطابقة للمفهوم القانوني للسهم (نصيب في ملكية أصول مدرة للدخل) ، وانما تتعامل في أداة تعكس عددا من العوامل - بعضها متوافق وبعضها متضارب - لا يحتل بينها أداء الشركات (مخاطر الورقة) الا دورا ثانويا في كثير من الأحيان ، الى جانب دور بقية العوامل الأخرى (مخاطر السوق) . ومن هذه الأخيرة مستوى المتوفر من السيولة ومستوى سعر الفائدة وسعر الصرف والأوضاع السياسية والاقتصادية ، وشتى التوقعات المتعلقة بكل هذه العوامل معا .

ان ما شهدته سوق الأوراق المالية في الكويت قد يستحق الشجب من جوانب كثيرة ، ولكن ليس من بينها تلك العلاقة المدرسية المبسطة بين الأسعار وأرباحية الشركات المعنية .

٨ - استغلال المعلومات الداخلية : ونختتم هذه القائمة غير الجامعة لما نعتقد انه من قبيل القضايا الجانبية بمشكلة قد تكون هي الأخرى من باب النقل من الخارج ، ونقصد بذلك مشكلة استغلال بعض العاملين بالشركات أو غيرهم لمعلومات لم تنشر بعد من أجل التعامل في ضوءها وتحقيق الأرباح . ونترك للقارئ الملم بحقيقة أوضاع الشركات الكويتية الحكم على ما اذا كانت هذه القضية تمثل حقا مشكلة تحتاج تركيزا عليها .

القضايا الأساسية

وهذه كما اثرننا هي القضايا التي ينبغي في تقديرنا التركيز عليها في المرحلة الراهنة من تطور سوق الكويت للأوراق المالية بعد العمل على إعادة تنظيمها مؤخرا .

١ - السوق الأولية أو سوق الإصدار : وأول قضية نرى اثارتها في هذا الصدد هي قضية السوق الأولية وعلى الأخص سوق إصدار الأسهم . فهذه السوق هي التي تمد البورصات بالمنتجات التي تتداول بها والتي يتطور فيها تلاقى الإصدار والاستثمار . وإذا كان الاقتصاد القومي يستطيع أن يستغنى عن سوق ثانوية منظمة (بورصة) فانه لا يستطيع في مرحلة معينة من تطوره أن يستغنى عن استخدام تلك الأداة الفعالة في تجميع الموارد وفي تنظيم حقوق الفرقاء تنظيميا واضح المعالم مستقر الطابع ، أداة انشاء الشركات المساهمة وإصدار أوراقها . بل ان سوق التداول تغدو

من قبيل الحلقة المغلقة على نفسها المنعزلة عن تطور الحياة الاقتصادية ان لم تغذيها سوق الإصدار بدماء متجددة في صورة أسهم وسندات تعبر عن ذلك التطور .

ويتطلب تنشيط السوق الأولية عددا من الشروط منها بطبيعة الأمر التوفيق في اختيار الأوضاع والنصوص المنظمة لتأسيس الشركات وإصدار أوراقها وتداولها ، ومنها كذلك وفي ضوء ما حدث وجوب التمسك باحترام كافة التنظيمات القائمة ومساءلة الخارجين عليها . ولكن إعتقادنا ان الاعتبار الذي يحتل المقام الأول في هذا الشأن يتعلق بوجود العمل على مواجهة واقع الاقتصاد الكويتي وتبين إمكاناته الفعلية في بناء الطاقات الانتاجية .

فمن السهل مثلا ان نؤكد - كما يفعل تقرير مسئول - أن الثروة المالية التي يتمتع بها الكويت يمكن أن تسهم في انشاء شركات مساهمة قادرة على مواجهة حاجة البلاد من مختلف السلع والخدمات بما يدنى من الاعتماد على الخارج ، وان أسهام هذه الشركات في التنمية يتطلب أن تغطي كافة القطاعات ، وان الموارد المالية الإضافية يمكن أن توجه للاستثمار رغم القاعدة الضيقة للاقتصاد المحلي ، وان التكنولوجيا الحديثة كفيلا بالتغلب على ما يواجه هذا الاقتصاد من عقبات اقتصادية وطبيعية وفنية . وقد اطنا من هذا الاقتباس لأن ما نحتاج اليه بالذات هو على نقض ذلك تماما ، وهو مواجهة الواقع والاعتراف بان بناء الاقتصاد الكويتي يتطلب من كل من القطاع الخاص والقطاع العام قدرة متواصلة على الخلق والإبداع لاتزال في حاجة الى مزيد من التأكيد في ظل ظروف هيكلية وتاريخية ليست دائمة مواتية . ولعل في صعوبة هذه الظروف بعض ما يفسر الالتجاء الى انشاء الشركات الخليجية ، تلك الظاهرة التي قد تبشر رغم ما شابها من شوائب بما يخبئه المستقبل للاقتصاد الكويتي من حيث الامتداد الى الخارج في صورة نشاطات اقليمية ودولية من شأنها أن تدعم أركان الاقتصاد المحلي وتغذى سوق الأوراق المالية بدماء صالحة متجددة .

واذا كان لنا ان نختار ابراز اهم الاعتبارات الواردة في هذا الحقل الدقيق دون خروج على حدود المقام الراهن ، فان اختيارنا يقع بلا تردد على التعاون اللازم تأكيده بين فئة « المنظمين » أهل المبادرات من ناحية والجهاز المالي من مصارف وشركات استثمار من ناحية أخرى ، باعتبار هذه المؤسسات هي صاحبة تلك الوظيفة الحيوية التي تربط بين السوقين الأولية والثانوية ، وظيفة تدبير وضمان إصدار الأوراق المالية ، ومواجهة ما يتطلبه الأمر من الطاقة المالية الكافية وشبكة العملاء الواسعة والقدرة على تجنيد الطاقات الفنية اللازمة للاقدام على تدقيق وتأسيس وتنفيذ المشروعات .

وبغير هذا التعاون يبقى تطوير القاعدة الانتاجية رهنا بجهود لها دائما حدودها الضيقة ، جهود المنظم المعتمد على موارد شخصية ، وجهود طاقم العاملين في للقطاع العام بموارد توفرها الدولة .

٢ - الحاجة الى بورصة : والقضية الثانية التى نود اثاريتها تتعلق بالحاجة الى انشاء بورصة او سوق للأوراق المالية منظمة ومركزة . فعلى الرغم من ان التنظيمات الأساسية لهذه السوق قد صدرت مؤخراً فان ما لدينا منها يقتصر على الهيكل العظمى الذى ينتظر أن تكسوه لحما وحياة نصوص وممارسات لاحقة قد تجد فى مناقشة تلك القضية المبدئية بعض ما يعين على رسم خطاها .

ومما تجدر ملاحظته أولاً أن تحبذ انشاء بورصة منذ أواخر الستينات على الأقل ، أو الإشارة الى أن السوق الكويتية قد أصبحت فى الصفوف الأولى من أسواق العالم ، بل حتى فيما نعلم شجب ما عرفته من أوجه ضعف بين الحين والآخر ، كل ذلك لم يقترن ببسط وجهة نظر تقليدية تعرفها الدول الأخرى كلما ثار الحديث عن الشؤون البورصية والعمل على اصلاحها . ونقصد بذلك ابراز الجوانب السلبية التى تصاحب دائماً هذه المؤسسات ، وهى وجهة نظر بقيت حية منذ أول مؤلف وضع عن البورصات فى القرن السابع عشر (حيث وصفت البورصة بانها « بؤرة للشر » و « نموذج لكافة أنواع الغش ») وحتى نعتها بانها دار للمقامرة (كازينو) على لسان اللورد كينز .

وعلى الرغم من ان هذا الراى يهمل حقيقة أساسية هى ان البورصات قد أصبحت جهازاً هاماً من أجهزة الاقتصاد الرسمى ، فان تسجيله يدعو الى تأمل الوظائف التى تسند عادة لذلك الجهاز ثم تدقيق انطباقها على أوضاع الاقتصاد الكويتى . ولعل أهم الوظائف المذكورة فى هذا الشأن تتلخص فى ثلاث : تمويل الاستثمار - حسن تقييم الشركات استناداً الى تقييم أوراقها - تحقيق سيولة الثروة المنقولة .

فأما عن الوظيفة الأولى فان المراقبين يجمعون حالياً على ان البورصات لم تعد تمثل ركناً أساسياً من حيث تمويل المؤسسات نتيجة لازدياد أهمية التمويل الذاتى وتوفر مصادر أخرى للأموال (الجهاز المصرفى وكذلك الدولة) . وقد لفت غيرنا النظر الى ان تلك الوظيفة لا تعكس حقيقة الأوضاع فى الكويت حيث تزيد أحجام الادخار عن حاجات المشروعات للاستثمار (٢) .

وأما القول بان البورصة تعمل على سلامة تقييم الأوراق المالية فى ضوء تقييم أداء الشركات المصدرة لها ، فقد رأينا ما يعترى هذا الراى من تحفظ ، فضلاً عن اجماع المراقبين على عكسه تماماً فيما يتعلق بالسوق الكويتية .

لذلك لا يتبقى لدينا الا الوظيفة الثالثة ، وظيفة تسهيل الثروة المنقولة ، وهى لا شك وظيفة أساسية وان كانت تحتاج الى الأخرى أن توزن فى ضوء الاعتراف بان مجرد تنظيم بورصة ليس شرطاً كافياً فى ذاته لتحقيق سيولة الأوراق المالية كما تثبته المشاهدة فى بعض الأسواق العريقة حيث نجد أحياناً من الأوضاع ما يذكر بالأسواق غير المنظمة (تأجيل تنفيذ العمليات ، تعدد الأسعار ، الخ) .

وعلى الرغم من كل هذه التحفظات غاعتقادنا ان البورصة في الكويت تخدم أساسا غرضين هامين :

— الغرض الأول هو ان قيد ورقة مالية في البورصة الكويتية التي تتولى الاشراف عليها هيئة تجمع بين السلطات العامة وممثلى القطاع الخاص ، هذا القيد ينبغي ان يكون قرينة قوية على جدية تلك الورقة وجدية المؤسسة المصدرة محلا لتوظيف المدخرات ، الأمر الذى يحمل المسؤولين عن شئون البورصة عبئا ليس يسيرا .

— والغرض الثانى هو تحقيق شفافية المعاملات وتركيزها تركيزا من شأنه أن يفرز سعرا موحدا ويحول دون تفتت السوق وتشتت الصفقات . ويكفى للاقتناع بأهمية هذا الغرض الذى يعتبر عنصرا من عناصر التسييل — أن نقارن بين وضع التعامل والأسعار في أسواق منظمة مركزة مثل نيويورك أو لندن أو طوكيو ، ووضعها في سوق غير منظم وغير مركز مثل سوق الأوراق اليوردو لارية حيث يسود التحكم في هوامش البيع والشراء والتمييز بين الصفقات الكبيرة والصغيرة (ليس دائما في نفس الاتجاه) وأحيانا تعذر إيجاد الطرف المقابل للتعامل معه في ورقة معينة .

ونخلص من التحليل السابق ان للبورصة في الكويت دورا هاما عليها أن تقوم به خدمة للمستثمرين الراغبين في توظيف مواردهم في الأوراق المالية سواء من حيث الطمأنة على نوعية المنتجات المعروضة أو من حيث الحصول على الشروط المناسبة . وليس في تسجيل هذا الدور المتواضع نسبيا ما يمنع بطبيعة الأمر من بذل الجهود لى توسع من الوظائف المرتقبة من مثل ذلك الجهاز المالى ولكى ندعم من مركزه في الحياة الاقتصادية القومية .

وتحتاج مثل تلك الجهود الى أن نتناول بالبحث الدور الذى يتولاه عدد من الأطراف المعنية بشئون البورصة ، وهو ما ننتقل اليه .

٣ — دور الحكومة : يشمل الدور المسند الى السلطات العامة في هذا الشأن عناصر ثلاث :

— أولا بطبيعة الأمر القيام بتنظيم نشاط الاسواق ومختلف النشاطات ذات الصلة المباشرة بها مما يدخل في الوظيفة التنظيمية العامة لكل دولة .

— وثانيا تغذية البورصة بمادة متجددة في صورة اصدار لسندات عامة غرضها في ظروف أقل حظا مواجهة احتياجات الموازنة العامة . وهذه وظيفة لم تلجأ اليها الدولة في الكويت اعتمادا على إيرادات النفط ، ومع ذلك فقد يرى المسؤولون في مرحلة معينة ملازمة الافادة منها في ضوء اعتبارين : أولهما تعديل المفاهيم والأساليب المأخوذ بها عند وضع الموازنة العامة والفرقة بين إيرادات ناجمة عن دخل حقيقى وإيرادات ناشئة عن تسييل

أهم عناصر الثروة القومية ، أو بعبارة أخرى ليس هنا الحل لتفصيل مغزاها ، تكيف إيرادات النفط على أنها نوع من المعونة تقدمها الأجيال القادمة للأجيال الحاضرة (استهلاك الثروة القومية وملاءمة تحمل هذه الأخيرة لجانب من الخدمات العامة .

أما الاعتبار الثانى فهو العمل على توفير اداة مأمونة لتوظيف المدخرات والموارد السائلة المتوفرة لفترات متغايرة .

— والعنصر الثالث فى دور الحكومة يتعلق بذلك الواقع المتمثل فى ملكية الدولة لجزء كبير من رسمال الشركات العامة . فقد ازداد نصيب الدولة فى هذا الشأن من نحو ٢٥٪ فى منتصف السبعينات الى ٣٦٪ عام ١٩٨٢ ثم الى ما يتعدى ٤٢٪ مؤخرا نتيجة لعمليات المساندة التى أشرنا إليها . وإذا صرفنا النظر عن الشركات المغلقة المدرجة نجد أن نحو نصف الشركات العامة يزيد فيه نصيب الدولة على ٥٠٪ مع ست شركات أخرى يزيد فيها هذا النصيب على ٣٥٪ . بل أن هذه الأرقام لا تأخذ فى اعتبارها ما للدولة من قدرة السيطرة على شركات أخرى لما لها فيها من نصيب أكثر تواضعا . وهذا الوضع يثير ذلك التساؤل التقليدى الذى يصعب الرد عليه بصفة قاطعة ، التساؤل عن دور البورصة فى اقتصاد يغلب عليه طابع القطاع العام . ويظهر مغزى هذا التساؤل من جانبين على الأقل : أولا عدم تداول ذلك الجانب الكبير من الثروة المنقولة وما ينجم عنه من تضيق فى نطاق السوق ومن ثم فى اضعاف قدرتها على استيعاب الهزات ، وثانيا جنوح ذلك المساهم المهيمن الى التدخل بما قد لا يتفق باللازم مع اتجاه العوامل الاقتصادية المكيفة فرضا لأسعار البورصة .

وأيا ما كان الأمر فعسى أن تصبح الظروف مجددا مواتية لكى يطرح التساؤل عن هوية الاقتصاد التى قد يراد العمل على تحقيقها ، ثم النظر فى ملاءمة تخلص الدولة من جانب من حافظتها المالية المحلية ووضع القطاع الخاص أمام ما عليه أن يتحمله من مسئوليات فى ادارة المؤسسات وجنى ما ينجم عنها من غنم أو غرم .

٤ — دور الجهاز المصرفى :

وللبنوك أيضا بشأن عمل البورصات دور متعدد الجوانب يمكننا تناوله بالتمييز بين ثلاث وظائف :

— أولا توفير الخدمات لعدد من الأطراف المعنية ، ومنها كما أشرنا مصدرو الأوراق المالية وما يحتاجه كل اصدار من خدمات مختلفة ، ومنها أيضا فئة المستثمرين الذين يلجأون الى مصارفهم تنفيذاً لرغبات بيع أو شراء ، أو لجرد البحث عن النصيح والإرشاد .

— والوظيفة الثانية هى تدبير سوق للأوراق المالية تعتبر سوقا موازية للبورصة وعلى صلة وثيقة بها . فاشتراك الجهاز المصرفى والمالى

في تسويق الأوراق المالية وضع تعرفه كافة الدول ، حتى تلك التي حصرت كل تداول في الوسطاء المعتمدين بالبورصة (مع اقتسام العمولة بين البنك والوسيط) .

وليس من شك في أن تلك الوظيفة قد تعنى بعض الازدواج وبعض التفتت في السوق والنيل من وحدة السعر ومن سهولة الاشراف على العمليات ما لم تشترك المصارف اشتراكا مباشرا في البورصة وما لم تظهر أوامر البيع والشراء جزءا من المعاملات المدرجة ، وذلك أما عن طريق قيام البنوك بوظيفة الوساطة اعترافا بأهميتها الخاصة عاملا من عوامل تنشيط السوق ، وأما عن طريق المشاركة مع الوسطاء في تنفيذ العمليات .

— كذلك قد تتعامل المصارف في البورصة بصفتها أصيلا يعتقد العمليات لحسابه الخاص ادارة لحافظة مالية . وهذا الموضوع يثير كما هو معروف جدلا حول ملائمة خوض البنوك التجارية لسوق الاستثمار طويل الأجل . والاعتباران الواردان في هذا الصدد هما ملائمة التعرض للمخاطر اعتمادا على موارد قصيرة الأجل بطبيعتها ، ثم احتمال تضارب المصالح عندما يجد المصرف نفسه على جانبي العلاقة الاقتراضية : مساهم في رأسمال المؤسسة المقترضة وجهاز ائتماني عليه التزام الموضوعية التامة . والميل الحديث كما هو معروف يحبز تعدد وظائف المصارف طالما تتخذ التدابير الكفيلة بتجنب المغالاة في التعرض الى المخاطر (عن طريق التنظيم الداخلى مثلا أو أنشاء وحدات متخصصة أو الدخول في مشاريع مشتركة) .

— والوظيفة الأخيرة هي قيام البنوك بتمويل التعامل في البورصة بما تقدمه من تسهيلات لشتى الأطراف المعنية ، مستثمرين أو مضاربين . وتدل على أهمية هذه الوظيفة في السوق الكويتية الأرقام القليلة المتوفرة عما قدم من تسهيلات خلال ١٩٨١/٨٢ . فيبدو أن نحو ١٥٪ من رصيد التسهيلات المصرفية في آخر مارس ١٩٨١ كان بغرض تمويل عمليات شراء أسهم — مقابل ١٨٪ في آخر مارس ١٩٨٢ (٤) . ويصعب التقليل من شأن هذه الوظيفة طالما يتخذ المصرف الضمانات والاحتياطات المناسبة لهذا النوع من الائتمان المشروع الذي يلعب دورا لا ينكر في تنشيط السوق .

ويبدو لنا أن الجهاز المصرفي في الكويت يستطيع أن يعمل على تعميق توليه لكافة هذه الوظائف خدمة للاقتصاد القومي وتنويعا لمصادر الدخل القومي . ولعل فيما أشار اليه البعض من حيث احتمال تورط ذلك الجهاز في أزمة المناخ لولا ضغط البنك المركزي ما يكفي لتجنب كل مغالاة في المستقبل وللتحكم في ميل البنوك التقليدي الى مساندة الحركات الصعودية في البورصات (٥) .

٥ - دور الشركات :

ان دور الشركات من حيث أداء أوراقها في السوق عكسا لمنجزاتها وطالعتها لا يحتاج الى تأكيد . لذلك فالنقطة التي نود اثارها هنا تتعلق بالتنظيم الذي صدر مؤخرا بشأن سوق الكويت للأوراق المالية . فقد اعتبر المشرع جميع الشركات العامة (٦) أعضاء في البورصة ، فضلا عن الشركات المغفلة التي تقبلها لجنة السوق . كذلك قصر المشرع التداول على أسهم اشركات الأعضاء وما قد تقبله لجنة السوق (عدا حالات القبول حكما) .

وبصرف النظر عما تحتاجه بعض النصوص من ضبط (٧) فانه يلاحظ ان نصا واحدا لا يبين الدور المرتقب من هذه الفئة من الأعضاء أو المهمة التي سوف يتولاها افرادها في حياة البورصة اليومية ، وذلك سواء في الرسوم الصادر بالتنظيم أو في اللائحة الداخلية . وإذا افترضنا (والمرء مضطر للافتراض لصحت النصوص) ان الأمر ليس مجرد التواجد بصفة المراقب ، وأنه كذلك ليس مجرد تحمل الالتزامات المنصوص عليها (مما كان يمكن ربطه بغير الأوراق) ، وإذا تذكرنا أن مجرد العضوية لا يحمل معنى بعيدا من حيث مواجهة الحاجة الى تمويل ، فان للمرء أن يظن أن للأمر علاقة بالتعامل في الأوراق المعنية . وفي هذا ما يثير التساؤل عما اذا كان البحث قد فاضل بين الحلول المختلفة المتاحة في هذا الشأن - حرية تعامل الشركات في أسهمها ؟ التقيد الخفيف القائم وفقا للنصوص السائدة حاليا ، التقيد الأثقل ، أو الحظر - ثم غلب خيارا على الآخر في ضوء الظروف المحلية .

ولعل مما يزيد الاقتناع بملاءمة تأمل هذا الموضوع ما أشار اليه بعض المراقبين من حين جنوح بعض الشركات المحلية الى انتهاج

« سياسات يكون الباعث والمحرك الأساسي لها حركة السعر في البورصة بدون النظر الى جدوى هذه السياسة على الأمد الطويل بالنسبة لربحية وإنتاجية الشركة ، وخاصة في مجال زيادة رأس المال وسياسات توزيع الأرباح وصفقات النشاط التي تقوم بها » (٨) .

٦ - الوسطاء :

تقوم بأعمال الوساطة في البورصة وفقا لللائحة الداخلية (ولعل كان من الأفضل النص على ذلك في الرسوم ذاته الذي يكتفى بذكر « الوسطاء » فقط) شركات يرخص لها بذلك على أساس عدد من الشروط نصت عليها اللائحة . وينوب عن هذه الشركات أشخاص طبيعيون (أطلق عليهم نفس التعبير الذي استخدم وصفا للشركات : « الوسطاء ») رددت الشروط المطلوبة فيهم المادة ٢١/ب ثم المادة ٢٤ (مع عدم ذكر التفريغ في هذه الأخيرة رغم أهميته) .

ولا يسع قارئ النصوص الا أن يشعر ان واضعها قد بدأ بالنظر الى الوسطاء كاشخاص طبيعية ثم غلب بعد ذلك جعلهم أشخاصا اعتبارية يقوم بتمثيلها عدد من « الوسطاء » ومساعدتهم . وقد يفسر هذا المغالاة في تبسيط الشروط المهنية المطلوبة (ثانوية عامة او خبرة تقبلها لجنة السوق) وصرف النظر عما تتطلبه نظم أخرى من امتحان قاس من شأنه العمل على الارتقاء بمستويات الأداء .

وقد منحت اللائحة « الوسيط » حق التعامل لحسابه بشرط أن يتم هذا عن طريق وسيط آخر . ويفتقد المرء في هذا الصدد مزيدا من العناية بما هو مستهدف من ذلك الحق وبما يقتضيه تجنب تضارب المصالح من شروط تتعلق بإجراء العمليات ما بين الوسطاء وبما قد يكون لبعضهم من مصالح خارجية (تحظر بعض النظم على الوسيط القيام بأى نشاط تجارى أو مالى آخر) .

كذلك يلاحظ ان التنظيم الحالى قد اكتفى ضمانا لتصرفات الوسطاء وممثلهم بتقديم كفالة مالية تحددها لجنة السوق . فلم يأخذ بما نجده أيضا في نظم أخرى من كفالة تضامنية تستهدف زيادة الاطمئنان الى سلامة المعاملات ، وذلك سواء عن طريق فرض هذه الكفالة في الأحكام المنظمة للبورصة و / أو انشاء صندوق ضمان يشترك في تمويله أصحاب الشأن . وليس أقل المزايا المرتقبة من مثل هذا النوع من التضامن الجماعى أن يمارس الوسطاء وما قد ينظم لهم من هيئة رقابة ذاتية قد لا تقل اثرا عن رقابة سلطات السوق .

٧ - صانعو السوق :

ولعل في إتاحة الفرصة لى تتعامل الشركات الوسيطة لحسابها أصالة ما قد يشير الى إمكان قيام هذه المؤسسات بالوظيفة التى يتولاها « صانعو السوق » أو « الأطراف المقابلة » (حسبما نفضل النقل عن الأمريكية أو الفرنسية) . وهذه في اعتقادنا قضية تحتاج هى الأخرى الى مزيد من الإيضاح .

فعدد من مراقبى السوق فى الكويت قد طالب تطويرا لها بتأسيس بيوت تتولى تلك الوظيفة أسوة بما نجده على الأخص فى لندن (الـ « جوبير ») ونيويورك (الأخصائى) ، هذا بينما يوحى صراحة التقرير الأخير للبنك المركزى بوجود صانعى السوق رغم أنهم يخفون فى بعض الأحيان (٩) .

كذلك يبدو أن البعض يميل الى الاعتقاد بأن مهمة صانع السوق هى العمل على استقرار الأسعار بالتدخل حيناً فى جانب العرض وحيناً فى جانب الطلب حسبما يظهر من اختلال بين الجانبين ، الأمر الذى ييشر بافلاس سريع اذا أخذ به بعضهم . والحقيقة أن وظيفة صانع السوق هى موازنة

الكميات المعروضة والكمية المطلوبة عن طريق تعديل الأسعار التي يتعامل بها بيما و شراء ومن ثم اتاحة سوق حاضرة متواصلة لمن يرغب التعامل في الأوراق التي يتخصص فيها .

ويتطلب القيام بهذه الوظيفة عددا من الشروط الخاصة بالقدرة المالية الكافية وعلى الأخص زيادة على ذلك بالسلوك الواجب على صانع السوق اتباعه (توقيت المواقف المتخذة وعكسها خلال فترة معينة) مما يحتاج الى تنظيم محكم من لجنة السوق .

وثمة قرائن على دقة تولى وظيفة صناعة السوق منها تقلص عدد القائمين بها (من نحو ٢٥٠ قبل الحرب العالمية الى نحو ١٨ حاليا في لندن) ومنها رفض الاعلان عن سعرين بيما و شراء وتطلب الانفصاح عن رغبة التعامل مقدما ، أو المغالاة في توسيع الهامش ما بين السعرين تغطية لاحتمالات الخسارة . ويضاف الى ذلك أن الجمع بين دور الوسيط ودور صانع السوق قد يؤخذ عليه اتاحة فرصة يصعب مقاومتها للاستفادة من التعامل لا بما يحقق مصلحة المتعاملين وانما بما يحقق مصلحة ذاتية لطرف مطلع على جانبي السوق .

٨ - تدقيق الحسابات :

لقد تناول المؤتمر الذي خصص لدراسة تطوير سوق الأسهم في الكويت (نوفمبر ١٩٨١) هذه المشكلة بما تستحقه من اهتمام بالغ سواء من حيث الحاجة الى تعميق وتنميط المفاهيم والأساليب أو من حيث ضرورة التقيد بأصول مهنية وسلوكية رفيعة المستوى . والواقع أن احدا لا يشك في حسن نية أى من الأطراف المعنية بهذه المشكلة سواء في الكويت أو في غيرها من الدول التي ثارت فيها أيضا بعض التساؤلات المشروعة بغرض النهوض بمستويات الأداء . ولكن القضية ليست قضية تدقيق سلامة النيات وانما تدقيق مطابقة البيانات المالية لواقع موضوعى ليس من السهل دائما الاحاطة بكل جوانبه دون بذل جهود غنية متواصلة ، ربما طوال السنة وبصفة منتظمة .

والنقطة التي نود اثارها هنا تتعلق بحقيقة ينبغي الاعتراف بها اذا اردنا الا يبقى الحديث عن الارتقاء بالأداء من قبيل التعبير عن الآمال الطيبة ، ونقصد بهذا الحاجة الى تدقيق تتوفر فيه كافة شروط الاستقلال . فمن ناحية لا يبدو من الواقعى أن نترقب أن تقم لجنة السوق نفسها في عدد من الأمور الفنية التي يتطلبها تدقيق التدقيق حتى اذا افترضنا أن ذلك يناسب مهمتها وان لديها القدرات الفنية اللازمة . ومن ناحية أخرى يبدو من الملائم أن نلفت النظر الى أن الاتجاه الحديث لدى جانب من الفقه القانونى على الأقل هو نحو تكييف دور المدقق لا على أنه من قبيل الوكالة عن العميل أو من قبيل أداء الخدمات بمقابل ، وانما على أنه القيام بوظيفة الجهاز المستقل بين أجهزة الشركة . بل نحن نميل شخصيا الى اعتبار

نشاط المدققين من قبيل الأنشطة « ذات النفع العام » أو اخذاً بالأقل نشاطاً يجمع (كالحال بالنسبة للموثق الفرنسي مثلاً) بين الطابع الخاص والطابع العام . ومع ذلك لن نذهب هنا الى ما ذهب اليه في مناسبة مماثلة اتحاد المحللين الماليين في فرنسا من حيث المطالبة باسناد اختيار المدققين الى جهة غير الشركات المعنية ، لما في هذا من غلواء . ولكن قد يكون من المناسب النظر في حل آخر نقترح ان يكون - طرعا للمناقشة - العمل على انشاء مجلس استشاري يجمع بين ممثلين للمهنة المحاسبية وآخرين عن المؤسسات المنتفعة بخدماها ، وتكون مهمته ترشيح البيت المدقق لكل من الشركات المدرجة في البورصة . ومن المنطقي ان يتمتع هذا المجلس بصلاحيات تقدير طاقة البيوت المعنية وما تحمله من عبء العمل ، لا سيما اذا اخذ بها لحنا اليه فقط من حيث التدقيق المتواصل والحاجة الى احلاله محل التدقيق السنوي .

٩ - شركة المقاصة والغاء القالب المادي للأسهم :

يعتبر انشاء شركة المقاصة لا شك مبادرة طيبة سوف تعمل على تكملة مقومات سوق الأوراق المالية في الكويت . وقد ترى الجهات المسؤولة ان تخطو خطوة أخرى في هذا السبيل فتعمل على مسيطرة الميل الحديث نحو التخلص من القالب المادي للأوراق المالية اكتفاء بقيود في ذاكرة الكترونية تسجل ملكية تلك الأوراق وكافة ما يطرأ بشأنها من معاملات . وقد تتم هذه الخطوة على نحو متواز أو متوال ما بين شركة المقاصة والمؤسسات المالية والشركات المصدرة من ناحية وبين هذين الطرفين وشركة المقاصة من ناحية أخرى .

وغنى عن البيان ان مثل هذا التدبير يزيد على منافعه المادية وتوفيره للأيدى العاملة امكن ضبط ما يتم من معاملات ومتابعة احترام التنظيمات الخاصة بتداول الأوراق المالية . والتعامل على نطاق واسع في هذا النوع من الثروة المنقولة لا يزال حديثاً نسبياً ، شأنه شأن تنظيم البورصة ذاتها ، ومن ثم يعتبر ادخال التسهيلات التي توفرها التكنولوجيا الحديثة أيسر مما هو متاح في ظروف أخرى تجب بين العادات المستقرة والمخاوف الكثيرة التي لا محل لها في السوق الكويتية رغم ما حدث مؤخراً .

١٠ - المضاربات والعمليات الآجلة :

ونجمع هذين المفهومين لأنه من الواضح ان المضاربة وانحرافاتهما على الرغم من انها قد تشمل أيضاً السوق الفورية ، تجد مرتعها المفضل وأداتها العادية في سوق العمليات الآجلة على أنواعها .

والواقع ان المشرع الراغب في العمل على تطوير سوق الأوراق المالية يجد نفسه - كغيره من المراقبين - بين اعتبارين متناقضين ليس من السهل التوفيق بينهما : اعتبار ادانة المضاربة لما قد تجره أحياناً من تقلب وتأزم ، واعتبار افساح المجال لها نظراً لما تحمله من توسيع للسوق وتنشيط له .

ولا يعتبر المشرع الكويتي استثناء على هذا الوضع كما يظهر من تاريخ سوق الأوراق المالية وحظر التعامل بالأجل حيناً وإباحته حيناً آخر . بل إنه هذا التردد المعتاد بشأن العمليات الآجلة قد وجد سبيله أيضاً إلى صلب اللائحة الداخلية التي أصدرت لبورصة الكويت . ففي هذه الوثيقة نجد توقعاً لتشغيل سوق لتلك العمليات (إنشاء جهاز لمراقبة البيع الأجل وفقاً للمادة (٤٦) وأعمالاً لنص المادة (٨) من مرسوم التنظيم) إلى جانب حكم من شأنه أن يقضى تماماً على تلك العمليات وهو حكم المادة (٢٩) التي تفرض على كافة الوسطاء التحقق من حيـازة المتعاملين للأوراق المالية أو للأموال اللازمة لاتمام التداول . فمن المعروف أن العمليات الآجلة تقوم أساساً على بائعين لا يملكون وقت التعاقد الأوراق المباعة وعلى مشترين ليس لديهم المال اللازم للوفاء الفعلي بشن مشترياتهم ، اعتماداً على أن الأمر سوف يتلخص في مجرد قيود دفترية بالربح أو الخسارة دون تبادل حقيقي لأوراق أو ائتمان .

ولسنا نعتقد أن ثمة حل أمثل لمشكلة تناقض الاعتبارات الواردة بشأن المضاربة يمكن الاعتماد عليه بصفة مطلقة ، بل يتوقف الأمر على مدى نضوج السوق المعنية لتقبل المضاربة وتجنب انحرافاتهما . ومن عناصر هذا النضج بطبيعة الحال توفر التنظيم القادر على الردع وعلى حماية المتعاملين من الغلواء في توقعاتهم ، دون القضاء على نشاط يعتبر كما أشرنا عصباً من أعصاب البورصات المتطورة .

١١ - سوق موازية أم سوق ثانية ؟

والواقع أن تنظيم السوق لكي يحقق النجاح ينبغي أن يتجاوب تماماً مع الرغبات المشروعة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية والا فسرعان ما تظهر أسواق موازية - رمادية اللون أو سوداء - تعمل على اشباع تلك الرغبات أو ما هو أسوأ منها . لذلك فالمسبيل إلى الحد من ظاهرة الأسواق الموازية هو الارتقاء بأداء السوق الرسمية وتحقيق ما تقتضيه المعاملات من مرونة وما تتطلبه مصلحة المتعاملين من أوضاع . ولعل من سبل ذلك توسيع نطاق السوق الرسمية بحيث تستوعب ظاهرة مثل ظاهرة الشركات الخليجية أو ظاهرة تداول أسهم قبل الموعد المحدد قانوناً .

وجدير بالملاحظة في هذا الشأن أن بعض الدول - إنجلترا وفرنسا - قد وجد من المناسب أن تنظم في نطاق البورصة وإلى جانب السوق الأصلية سوق « ثانية » تخفف فيها الشروط المطلوبة للقيد في السوق الأصلية دون أن يترك المستثمر مجرداً من كل حماية في سوق موازية . وتعتبر تلك السوق الثانية بمثابة مرحلة اختبار تسبق انتقال الأوراق المعنية والشركات المصدرة لها إلى المرتبة الأعلى . ومن الشروط الوارد النظر فيها في هذا الصدد حجم الراسمال المطلوب وحجم الأسهم التي يشترط تصريفها لدى جمهور المستثمرين وحجم العمليات المتاحة وفترة الاحتفاظ بالأوراق قبل تداولها ، بل ربما أيضاً نوع الأسهم المقبولة وهوية المتعاملين .

أما المستثمر الذي يفضل رغم ذلك التعامل خارج نطاق السوقين متحملاً المخاطر الأعلى طمعا في المغنم الأسمن فلا يلومن إلا نفسه إذا ما تعرض لما يكره . ويكفى للاقناع بجدوى النظر في هذا الاقتراح الإشارة الى ما شاع ذكره من تصرفات ، سواء فيها تعلق بالشركات الخليجية أو بالشركات الكويتية المغلقة ، لا يمكن تصورها الا في غياب كل اشراف وترك المستثمر فريسة سهلة لمن أراد(١٠) .

١٢ — المدخرون المستثمرون :

والواقع أنه من الواضح أن تطوير سوق الكويت للأوراق المالية لن يتحقق على النحو المناسب للموارد المستعدة للتوظيف في هذا النوع من الثروة المنقولة ما لم نلتفت الى ذلك الطرف الذي يحتل مركزا حاسما في حياة كل بورصة في الأجل الطويل ، ولا سيما في ظروف الاقتصاد الكويتي ، طرف المدخرين المستثمرين (مستثمرو التمويل كما أشرنا اليهم من قبل) . ونود في هذا الشأن طرح النقطتين التاليتين :

— أولا حاجة هؤلاء المدخرين الى التدريب والاعلام بشئون البورصة . فأعرق الدول أخذا بنظام البورصة يشكو حتى الآن من قصور تعريف المستثمرين بهذا الجهاز وتدريبهم للاستفادة من إمكاناته . لذلك قد يكون من المفيد أن تتولى بعض الجهات — ومنها المؤسسات المالية — تنفيذ برنامج يهدف الى تحقيق ذلك الغرض ، وتحقيقه بما يبرز ليس فقط مزايا التعامل في البورصات وانما أيضا مخاطره الكثيرة وبحيث تعرض الطبيعة الحقيقية للبورصات البعيدة عن صورتين كل منهما وهمية : صورة المؤسسة شبيهة الخيرية الساهرة تحت اشراف الدولة على مصالح المستثمرين ولاسيما صغارهم ، ثم صورة دار المقامرة التي تبتلع فيها الأموال المكتسبة بعرق الجبين والتي يسطو فيها كبار المضاربين على صغار المستثمرين .

ويحتاج الأمر الى جانب مثل هذا البرنامج أن يزود الجمهور ، بل والفنيون أيضا — بدورية تتناول بالعرض والتحليل مختلف الأوضاع المالية المحلية وشئون الشركات (مع ترك الأسواق العالمية لأصحابها ولدورياتها العديدة) (١١) .

وان كان الوضع العلمي في المنطقة العربية لا يبشر فيما نعتقد ببلوغ هذا العمل المستوى الذي يقارن بما نجده حتى في بعض الدول غير البعيدة عنا في مستوياتها الحضارية (بعض دول أمريكا اللاتينية) ، فان الأوان قد آن لكي نخطو خطوات على ذلك الطريق حتى تتراكم لدينا الخبرات التي يحتاجها تنفيذ ذلك الاقتراح غير الطموح .

— أما النقطة الثانية فتتعلق بوجوب العمل على ابعاد صغار المدخرين عن التعامل في البورصة بصفة منتظمة . وليس من السهل تعريف من يعتبر صغيرا ، لاسيما في ظروف الاقتصاد والمجتمع الكويتي . ونقترح — بعد غيرنا وفي شيء من التحكم — أن يعتبر صغيرا في هذا الشأن كل من

لا يستطيع اعتمادا على دخله وثروته أن يتحمل تقلصا في حافضته الاستثمارية قد يبلغ لفترة ممتدة نحو ربع أو ثلث قيمتها . فإذا كان المدخر لا يندرج في تلك الفئة السعيدة القادرة على تحمل هذه الصدمة فخير له - أيا ما كانت النصائح التي تبذل له وأيا ما كان الحديث عن خدمة البورصة لصغار المستثمرين أو عن ملاعبة عدم تحويل البورصة الى نادى للأثرياء - خير له أن يطرق باب مجالات استثمارية أخرى .

وفي مقدمة هذه المجالات كما هو معروف مجال الاستثمار الجماعى الذى تجمع فيه مدخرات الأفراد لتدار بمعرفة خبرات أقدر على ترشيد القرارات الاستثمارية فى ضوء الأهداف المناسبة للمستثمر . ومن أساليب الاستثمار الجماعى التى لاقت رواجاً فى الخارج ، ولنفس الاعتبار التى سبق ذكرها ، أسلوب صناديق الاستثمار التى نظمتها كبرى المصارف لمواجهة حاجات عملائها والتى أصبحت المقارنة بين أدائها النسبى الشغل الشاغل لكثير من المستثمرين . ولعل تأمل الاقتباس من هذا الميدان الفسيح يفتح بابا يعود بالنفع على المدخر الكويتى ، ويسهم فى تطوير سوق الأوراق المالية من سوق فردية الى سوق مؤسسية أكثر استقرارا وأكثر اعتبارا للحقائق الاقتصادية .

وتملك لجنة السوق من الصلاحيات ما يمكن استخدامه تحقيقا لهدف ابعاد صغار المدخرين ، ومثال ذلك رفع الحد الأدنى لحجم العمليات وزيادة مبلغ الغطاء المطلوب ووضع حد أدنى لما يفرض من رسوم وعمولات ، هذا فضلا عن برنامج التوعية السابق اقتراحه .

الملاحظات

(١) ومع ذلك يلاحظ أن المشرع الفرنسى لم يمنع من تقبل دفع المقامرة ابطالا للعقود الآجلة الا عام ١٨٨٥ حين ألغى حق التمسك بهذا الدفع طالما كان التعامل فى نطاق البورصة .

(٢) يشمل مفهوم المستثمر الحقيقى فئتين متميزتين : فئة « مستثمر التمويل » الباحث عن الأرباح ونماء الأصل ، وفئة « مستثمر السيطرة » الذى يهدف لأسباب متنوعة الى السيطرة على الشركة المعنية . وفكرة سحب مادة من السوق فكرة نسبية بطبيعة الأمر ليس هنا المقام للخوض فيها تفصيلا .

(٣) أنظر الكلمة الافتتاحية للسيد عبد العزيز حمد الصقر فى المؤتمر المخصص لدراسة « تطوير سوق الأسهم فى الكويت » نوفمبر ١٩٨١ ، وكذلك تعليق الدكتور محمد الخجا على البحث الأول المقدم للمؤتمر .

(٤) أنظر « سوق الأوراق المالية فى الكويت » ١٩٨٣ (جهاز الدراسات والبحوث الاستشارية لصاحب السمو أمير الكويت (ص ٣٧) .

(٥) المثل المشهور على ذلك مثل البنوك الإسلامية في ١٩٣٢ حين تطلب البنك المركزي تقييد تسهيلاتهما للمتعاملين في البورصة ، فانهارت السوق انهياراً شديداً (يوم الجمعة السوداء) رغم تماسك الحالة الاقتصادية .

(٦) أو الشركات ذات الاكتتاب العام تجنباً للبس مصدره النقل حيناً من الانجليزية وحيناً من الفرنسية حيث يشير وصف « العام » الى القطاع العام .

(٧) نقصد بذلك على الأخص التفرقة في الألفاظ المستخدمة : القيد ، قبول التداول ، الترخيص بالتداول ، القبول . كذلك القيد والادراج ، أو التعامل ، والتداول ، والعمل في أسهم .

يضاف الى هذا ما نشير اليه من حيث استخدام لفظ « الوسطاء » جمعيتين مختلفتين ، وغير ذلك .

(٨) راجع تعليق د. فهد محمد الراشد على البحث الخاص بإدارة البورصة الكويتية في أعمال المؤتمر سابق الذكر .

(٩) التقرير الاقتصادي للبنك المركزي ١٩٨٣ (ص ٧٤ و ٧٥) .

(١٠) انظر على الأخص مذكرة غرفة التجارة والصناعة المنشورة في مجلة « الاقتصادي الكويتي » ٨٤/٧/١٧ .

(١١) لسنا نقصد بطبيعة الأمر انكار أهمية الأسواق الدولية أو قصر أفق المستثمر الكويتي على السوق المحلي ، إنما فقط تجنب الانطلاق اعتماداً على المادة الغزيرة المتوفرة عن الخارج ثم الشح فيها يتعلق بالداخل المحتاج الى مزيد من الجهد .