



الأزمة المالية وانعكاساتها على الشركات الاستثمارية في دولة الكويت

الحلول المقترحة

تعرضت شركات الاستثمار في دولة الكويت لتحديات في بيئة الأعمال والتي بدأت منذ النصف الثاني من عام 2008م والمستمرة حتى الآن ، والتي تمثلت في انخفاض حجم إيراداتها نتيجة لانخفاض حجم التداول في الأسواق المالية وكذلك لعزوف المستثمرين عن الاستثمار في الأدوات المالية ، كما انخفضت قيم الموجودات نتيجة لنقص السيولة مما أدى إلى انكماش التدفقات النقدية الناتجة من أنشطتها التشغيلية وذلك في الوقت نفسه الذي كانت معظم هذه الشركات فيه مكبلة بالديون ، إذ بلغت حجم الإلتزامات على شركات الاستثمار حوالي 12.3 مليار دينار كويتي كما في 31 مارس 2012م وذلك وفقاً لإحصائيات بنك الكويت المركزي .

لقد أدى ذلك إلى عجز كثير من شركات الاستثمار عن الوفاء بمتطلبات خدمة الدين من حيث الفوائد والأقساط المستحقة مما أدى إلى قيام معظم شركات الاستثمار في الدخول في مناقشات إعادة هيكلة مع دائنيها لهيكلة رأس المال من حيث :

- تخفيض رأس المال لإطفاء الخسائر المتراكمة والناتج معظمها عن خسائر غير محققة ناتجة عن انخفاض قيم الموجودات منذ بداية الأزمة في عام 2008م .
- زيادة رأس المال .
- تحويل الديون إلى حقوق ملكية .

إن ذلك أدى إلى تحمل تضحيات من أصحاب المصالح في تلك الشركات سواء من المساهمين أو من الدائنين لإعادة هيكلة الشركات واستمرارها في مزاوله أنشطتها . على الرغم مما سبق استمرت شركات الاستثمار خلال الأزمة المالية وخلال تعثرها - رغم غاية الصعوبة في ذلك - في ممارسة أنشطتها المختلفة .



وعليه فقد حرص اتحاد الشركات الاستثمارية منذ بداية الأزمة المالية على دراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام والاجتهاد بالتقدم بالحلول التي سوف تعمل على حماية الاقتصاد الكويتي من أية إخفاقات وخسائر ، فقد قام الاتحاد بعقد العديد من الاجتماعات لمناقشة الأمر والالتقاء بالعديد من الجهات ذات الصلة وقدم تصوراتته حول الأزمة ، مفيداً بأن من أسباب الأزمة المحلية والمشكلة الأساسية التي تواجه الشركات الاستثمارية الكويتية ما يأتي (1):

1- انخفاض قيم الأصول ، بحيث وجدت أصولاً متميزة تباع بأقل من قيمتها الحقيقية :

لقد ساهم موضوع انخفاض قيم الأصول في إيجاد خلل في وضع الجهاز المصرفي بالدولة وانخفاض تصنيفه الدولي ، حيث اضطرت البنوك إلى إعادة النظر في وضع مخصصاتها تجاه الدائنين المحليين من شركات وأفراد ، حيث أدى ذلك الأمر إلى تراكم المخصصات المصرفية وزيادتها بنسبة عالية في الشهور الماضية لمواجهة انكشافاتها تجاه الدائنين المحليين من شركات وأفراد.

2- انعدام المصادر التمويلية ، الأمر الذي خلق وضعاً غير مستقر لكافة الشركات الاستثمارية :

لقد كان لانعدام القنوات التمويلية لشركات الاستثمار بالإضافة إلى تخوف البنوك المحلية من تقديم أية تمويلات جديدة وإن قدمت فهي بتكلفة تمويل عالية

¹ (1) انظر في ذلك -

- الأزمات المالية العالمية ، أسبابها وآثارها وانعكاساتها على الاستثمار في الكويت ، اتحاد الشركات الاستثمارية ، الكويت 2009م ، ص 33-35 .

- معالجة الأزمة المالية الاقتصادية ، المتطلبات الأساسية والملاح العامة - غرفة تجارة وصناعة الكويت ، الكويت 2009م ، ص



دوراً في خلق وضعاً غير مستقر لكافة الشركات الاستثمارية مما أدى إلى ركود كبير في نشاط القطاع الاستثماري .

لقد أثبتت التجارب بأن عدم التدخل السريع من قبل الجهات الرسمية ذات الاختصاص وإيجاد الحلول المناسبة وعدم توفر السيولة للشركات سوف يؤدي إلى أزمة مالية كبيرة وسيصيب ضررها كافة القطاعات في المنظومة الاقتصادية ، بما فيها القطاع المصرفي ، كما أكدت الكثير من التقارير والتصنيفات الدولية بانخفاض التصنيفات المصرفية للبنوك الكويتية وربطها بعاملين أساسيين هما: البيئة الاقتصادية العامة ، وتعثر الشركات الاستثمارية، وهو الأهم هنا في معادلة التصنيفات .

ولقد قام الاتحاد بمخاطبة كافة الشركات الاستثمارية لاستقرار رغبتها في الدخول تحت مظلة قانون الاستقرار المالي ، فكانت غالبية الإجابات حوالي 95% عدم رغبتها في الدخول بالقانون ، الأمر الذي يؤكد تفاقم المشكلة، كما ألقى هذا الأمر الضرر بكافة القطاعات الإنتاجية ، لذا رأى الاتحاد أن المعالجات المتبعة بما فيها قانون الاستقرار المالي هي معالجات لوحدها لا تفي بتحقيق الهدف المنشود .



وتم اقتراح الآتي:

1- تأسيس الحكومة لمحفظه استثمارية تقوم بعملية بيع وشراء الأصول العقارية والاستثمارية من الشركات الاستثمارية ، وذلك بهدف تمويل الشركات الاستثمارية وعملياتها المستقبلية ، على أن يكون للشركات الحق باسترداد وشراء تلك الأصول المباعة للمحفظه بعد فترة محدودة من الزمن وبسعر يضمن سعر التكلفة مضاف إليه تكلفة التمويل كحد أدنى ، مع ضرورة أن يتم تقييم تلك الأصول من قبل جهة محايدة .

2- السماح بالمرابحات الاستثمارية التي تقدمها الشركات والصناديق المالية مقابل ضمانات مناسبة .

3- العمل على حث البنوك على توفير التمويل للشركات الاستثمارية مقابل رهونات معينة تضمن حقوق البنك دون إلزام الشركات الراغبة في التمويل من الدخل تحت مظلة قانون الاستقرار المالي طالما أن الشركات ذات ملاءة مالية جديدة .

4- خلق أدوات بديلة لتمويل الشركات الاستثمارية خارج مظلة البنوك .

5- البدء في المشاريع التنموية .

6- المساهمة من خلال مؤسسات الحكومة في زيادة رأس مال الشركات الاستثمارية ذات الملاءة الجيدة التي تحتاج إلى إعادة هيكلة رأسمالها .

كما تم التأكيد على أنه طالما أن الكويت هي جزء من المنظومة العالمية التي تأثرت بتداعيات الأزمة المالية ، فلا بد من تضافر كافة الجهود لتواكب الوضع العالمي في الخروج من هذه الأزمة ، كما أثبتت الأيام أن الدول التي عملت على دعم أسواقها واقتصادياتها خلال الأزمة المالية العالمية قد حققت تحسن في أسواقها اعتماداً على حجم الدعم الذي قدمته لاقتصادها ، كما عرض الاتحاد جدولاً يوضح التحسن المحقق بسبب دعم الدول لاقتصادياتها في بعض الأسواق المختلفة في المنطقة ودول العالم المتقدم :



نسبة النمو خلال عام 2009م	السوق
%18.819	Dow Jones
%53.535	Nasdaq 100 Stock
%23.850	DaX
%22.072	Ftse
%19.040	السوق الياباني
%27.5	السوق السعودي
%1.1	السوق القطري
%10.2	سوق دبي
14.8%	سوق أبوظبي

فأكد الاتحاد أن موضوع المراهنة على عامل الزمن بأنه كفيل بتحسين الأحوال والأوضاع الاقتصادية فإنه قد يكون رهاناً خاسراً ، والخاسر الأكبر في هذا المجال سيكون الاقتصاد الكويتي .

وإنه ورغم الجهود العديدة التي قدمت من قبل جهات عديدة أخرى للخروج من هذا النفق المظلم ، فإنه لم يتحسن الوضع بالشكل المطلوب الأمر الذي أدى إلى تداعيات سلبية على كافة الشركات الاستثمارية وغيرها .

ولوضع حلول واقعية وعملية لمعالجة هذا الأمر قدم الاتحاد خطوط عريضة مقترحة لسياسة الدولة للقطاع المالي تمثلت بما يأتي (2) :

(2) قدم اتحاد الشركات الاستثمارية المقترح المشار إليه إلى لجنة التنمية الاقتصادية في المجلس الأعلى للتخطيط بتاريخ 2012/5/23م .



1) دولة الكويت الوضع المالي والسياسي المتينين وتحدياتهما :

إن استعراض أوضاع القطاع المالي في دولة الكويت وأزمته التي تزامنت مع أزمه الرهن العقاري العالمية عام 2007م ليمر بمرحلة دقيقة . فمن المفارقات أن دولة الكويت والتي تتعم بدستور ناضج ومؤسسات وطنية ديمقراطية راسخة، وفوائض مالية قياسية، استمر تراجع أسواق المال مما زاد كلفة التمويل بشكل كبير على القطاع الخاص، الأمر الذي كان له انعكاسات سلبية على عدة جوانب من الاقتصاد الكويتي الغير نفطي.

وإذا كان نموذج الاقتصاد الكويتي يقوم بشكل مفصلي على دور الدولة في ابقاء عجلة الاقتصاد دائرة من خلال تفعيل الإنفاق الرامي إلى تنويع مصادر الدخل وتمكين القطاع الخاص من خلق الوظائف من خلال حركة تنمية بشرية وبنوية شاملة، فإن خطة التنمية التي أقرها مجلس الأمة في فبراير من العام 2010م بالرغم من أهدافها الطموحة غلب عليها بعض الغموض، حيث لم تقم مؤسسات الدولة بصياغة تعريف لها ينسجم مع المرجعيات الدولية كالبنك الدولي والأديبات المتعلقة في هذا الشأن. فما زالت التحركات أوليه ولا تلبى ما هو منتظر من حلول في محاور أربع رئيسية للتنمية وهي الإدارة الاقتصادية وكبح التضخم، وهيكلية مؤسساتها وفي صدارتها القطاع المالي، والسياسات البشرية وأسواق العمل، وتمكين القطاع العام من الإصلاحات المرجوة منه. فكل هذه المجالات لم نجد تحركا يذكر فيها في خطة التنمية بالرغم من الفوائض المالية القياسية التي تتمتع بها الدولة من إيرادات القطاع النفطي.

إن القطاع المالي في نهاية المطاف هو جزء من القطاع الخاص وقاطرته. وانه من الاهمية القصوى بمكان إحياء المشاريع الرئيسية المتأخرة، وإنعاش سمعة الكويت ومصادقيتها كبلد يرحب بالمستثمرين، وتطبيق الخطط المعتمدة سابقاً وزيادة الإنفاق



على التنمية والاستثمار الرأسمالي، واتخاذ خطوات فعلية وملموسة لدعم نشاط الأعمال المحلي ورجال الأعمال المبادرين، وتطوير المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وتنفيذ إصلاحات جديّة في القطاع الحكومي لتحسين أسلوب تقديم الخدمات، والسيطرة على الإنفاق الحكومي المتزايد على الأجور والرواتب.

وشهد العام 2011م محطة انتظرناها طويلا في الرقابة هي نفاذ قانون هيئة أسواق المال وبدء العمل فيها ، ولا زال الاقتصاد ينتظر تفاعل واستقرار من الجهات الرقابية وأولويات واضحة لحل مشاكل القطاع، فهناك عدد من البنود في قانون هيئة سوق المال التي يجب معالجتها سريعا، لأنها على ما يبدو وضعت دون دراسة كافية لبيئتنا الحالية، ولأنها تهدد نموذج العمل في صناعة الخدمات المالية غير البنكية، ودور الهيئة في فلسفة الكويت كمركز مالي، حري بها أن تكون محفزا للأعمال والتنمية وتتجاوز دور رقابي ينحصر في فرض العقوبات.

إن لتأخر البت في الملفات المقدمة من المرجعيات الاقتصادية في البلاد للهيئة دورا رئيسيا في تراجع أداء الأسهم المدرجة بشكل حاد رغم متانة أوضاع الدولة بل وارتفاع تصنيفها الائتماني من قبل مؤسسات التصنيف العالمية.

إن سرعة البت في ملفات معلقة مثل هذه من شأنه تخفيف الضغط غير المبرر على مستويات التداول اليومي في سوق الكويت للأوراق المالية ومن ثم أسعار الأسهم فيها. وبما أن قطاع البنوك يمثل الشريحة الأكبر في الشركات القيادية، فإن ذلك سوف يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال على البنوك مما يتسبب في إثارة بعض القضايا الأخرى المرتبطة بكفاية السيولة للبنوك، كما أن ذلك سيتسبب في انحياز مدراء الصناديق إلى أسهم الشركات ذات القيمة السوقية المتوسطة والصغيرة مما سيؤثر على جودة أصول الصندوق.



استمرت معاناة قطاع الاستثمار منذ بداية أزمة التصنيفات الائتمانية المالية في 2008م. و قد تعرّفت الاقتصادات العالمية على المشاكل الناتجة عن هذه الأزمة مبكراً مما مكنها من تحديد الإجراءات التصحيحية وتطبيقها، بينما ظلت دولة الكويت صامتة حيال المشاكل التي تواجه القطاعات الغير مصرفية.

ولوضع الأمور في سياقها المناسب، يُذكر أنّ ديون شركات الاستثمار في الكويت بلغت 8.9 مليار دينار كويتي في عام 2008م أي ما نسبته 22.9% من إجمالي الناتج المحلي. وفي نفس العام، بلغت ديون الرهن العقاري في الولايات المتحدة ما نسبته 10% من إجمالي الناتج المحلي في الولايات المتحدة. أمّا أزمة الديون الأوروبية التي تتكوّن من الديون السيادية في البرتغال وإيرلندا واليونان، فتمثّل ما نسبته 5% من إجمالي الناتج المحلي. ورغم أنّ المشاكل المالية في الغرب أصغر نسبياً من مشكلتنا، إلا أنّ الحكومات الغربية ارتأت أن تجعل هذه التحديات الاقتصادية أولويات وطنية، ومن الضرورة التدخّل لحلّها.

وعمل قطاع الاستثمار في الكويت باجتهاد لحل مشاكله بنفسه. ونتج عن هذه الجهود الذاتية تقليص ديون القطاع بنسبة 35% خلال الثلاث أعوام الماضية، حيث انخفضت الديون إلى 5.8 مليار دينار كويتي أي مانسبته 16.21% من إجمالي الناتج المحلي. وحقق قطاع الاستثمار ذلك عن طريق بيع أصوله الأكثر سيولة مما تسبب بانخفاض حاد في قيمة السوق. ونتيجة لذلك، خسر الاقتصاد الكويتي 32 مليار دينار كويتي من رسملة السوق، أي مانسبته 65% من إجمالي الناتج المحلي متمثلة بمدّخرات و ثروات تعود ملكيتها للقطاع الخاص والقطاع العام. في المقابل، تعافى سوق المال الأمريكي من معظم خسائره منذ بداية الأزمة، وأعاد تعزيز ثقة المستثمرين وبذلك بدأت رؤوس الأموال بالتدفّق مجدّداً في القطاعات المنتجة.

وتستمر شركات الاستثمار بتقليص ديونها في حين تتسم قدرتها على الاقتراض



بالمحدودية، وتقلصت الفرص بشكل ملحوظ وشكلت الرسوم مصدر رئيسي للدخل في مواجهة الخسائر الكبيرة من جانب إيرادات الاستثمارات. واتضح أن العديد من شركات الاستثمار كانت مبنية على نموذج غير سليم يعتمد بشكل مبالغ فيه على عوائد الاستثمارات وينقصه القاعدة الأساسية لتحقيق الدخل من الرسوم. وذلك في وضع يتسم بالاعتماد المبالغ فيه على أسواق الأسهم المحلية التي شهدت سقوطاً مدوياً في سيولتها، واعتمدت غالبية المنتجات بشكل رئيسي على مؤشرات السوق، وعابها نقص المنتجات المتطورة التي تعتمد على المهارات المهنية.

(2) الخطوط العريضة لسياسة القطاع المالي المقترحة - المبادئ العامة :

- 1- أهمية تكريس مبدأ الشراكة مع القطاع الخاص في المؤسسات الحكومية، حيث يجب أن ينظر للقطاع الخاص كشريك رئيسي لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة وخلق فرص العمل. ويمكن تكريس هذه الشراكة بين القطاع الحكومي والخاص عن طريق سياسات تعالج الآتي:
 - طلب القطاع الخاص المتزايد لخدمات مقدمة من القطاع الحكومي بشكل فاعل،
 - رفع كفاءة المؤسسات الحكومية لتقدم للقطاع الخاص خدمات تجعل من النمو الاقتصادي شامل وعادل.
 - تكريس الشفافية في الحكومة وتوفير المعلومات لتتمكن الشركات من تقديم استشاراتها بخصوص القرارات الحكومية، وإشراك القطاع الخاص في عملية تطوير سياسات الدولة وتطبيقها.
 - تعزيز الربط بين الأداء والمكافأة في القطاع الحكومي.
 - تكريس الشفافية وتوافر المعلومات.
 - التركيز على إصلاح الخدمات المقدمة من القطاع الحكومي.



- تعزيز مشاركة القطاع الخاص في صياغة وتطبيق سياسات الدولة.
- تكريس محاسبة قادة القطاع الحكومي على الأداء.
- الحرص على تطبيق قواعد الإدارة العامة في المؤسسات الحكومية.

بناء قدرات المؤسسات :

2- يجب إجراء إصلاحات في القطاع الحكومي في مجال الحوكمة والشفافية والفعالية، حيث أصبح تحديث مؤسسات الحكومة لتتبنى بيئة صديقة للعميل أو المستثمر ضرورة ملحة ولا يمكن الاستغناء عنها.

3- إيجاد أدوات صنع سياسات تضمن التنسيق الأمثل بين المؤسسات الحكومية المختلفة التي تتعامل مع القطاع الخاص.

4- تطوير المؤسسات الحكومية التي تتعامل مع القطاع الخاص وجعلها في مصاف المؤسسات العالمية الراقية، وذلك عن طريق استخدام جميع نواحي العمل التي تشمل إدارة الموارد البشرية، والحوكمة، وأفضل الممارسات لتشجيع التميز في الأداء.

5- تطوير القدرات التقنية والمؤسسية في القطاع الحكومي لتمكينها من مواجهة التعقيدات الطارئة على بيئة العمل بحلول استباقية، وعدم كفاية لجوء المؤسسات الحكومية إلى الاستشارات الدولية بحد ذاتها دون توافر العمق المعرفي المطلوب في المؤسسات الحكومية للتعامل مع المعلومات الواردة في هذه الاستشارات وتطبيق توصياتها.



6- يجب أن تكون المؤسسات الحكومية التي تتعامل مع القطاع الخاص أكثر تنافسية وعلى مستوى عالمي من حيث سياسات توظيف الموارد البشرية، والرؤية، والانفتاح على الأعمال التجارية.

بيئة الأعمال التجارية:

7- تكريس مبادئ السوق الحرة ومرونة الأسعار لتعكس تغيرات العرض والطلب وتمايز السلع والخدمات المقدمة من قبل القطاع الخاص، يجب أن لا تقوض الجهات الرقابية مرونة الأسعار هذه.

8- وقف تدخل بعض المؤسسات الحكومية كمنافسين للقطاع الخاص، وهو الأمر الذي يترتب عليه مزاحمة القطاع الخاص بدلاً من تكريس الدور الحكومي الرئيسي في تعزيز دور القطاع بدلاً من إضعافه.

9- وضع حلول نهائية لمشكلة الفروقات بين أجور العاملين في القطاع الخاص والقطاع الحكومي التي تشوّه سوق العمل، وهو أمر بالغ الأهمية لتطوير القطاع الخاص في الكويت.

10- تمكين المستثمرين من الحصول على أراضي من خلال إجراءات تتسم بالعدالة والشفافية لما لذلك من أهمية قصوى للقطاع الخاص ليكون قادراً على المساهمة في نمو اقتصاد مستدام ومتزن.



الحوكمة :

11- يجب أن تصاحب اجراءات مكافحة الفساد مؤشرات أداء رئيسية لتتجح الحكومة في أداء دورها في تمكين القطاع الخاص. وتشمل هذه المؤشرات نمو القطاع الغير نفطي، وخلق الفرص الوظيفية في القطاع الخاص، والاستثمار الأجنبي المباشر.

12- يجب على الحكومة أن تصنع أو ترجع إلى مؤسسات وسياسات التكافؤ للتأكد من عدم دخول المؤسسات الحكومية في نزاعات مع القطاع الخاص تكون فيها هي الخصم والحكم في آن واحد.

13- النقاش عن الحوكمة والشفافية الذي انطلق إثر الأزمة المالية يجب أن لا يقتصر على القطاع الخاص وحده نظراً؛ لأهمية وحساسية الدور المناط بالقطاع الحكومي الذي يجب أن يكون مشمولاً بجهود تعزيز الشفافية والكفاءة والفعالية. إن إيماننا بأهمية الحوكمة لهو إيمان راسخ ويتجاوز القطاع الخاص ليمتد إلى كافة مؤسسات الدولة. ويجب غرس ثقافة الترقية ومكافأة الجدارة والشفافية ووضع خطط واضحة للتعين، وتفويض الموظفين الحكوميين صلاحيات كبيرة في اتخاذ القرار، وربط الترقية والتعويضات الوظيفية بمعيار تقديم الخدمة الناجحة، وتوفير التدريب للقطاع العام ليكون أكثر توجّهاً نحو تحقيق الأهداف ومصمّماً لتشجيع الموظفين على الاستجابة لاحتياجات مستخدمي الخدمات العامة. كما يجب تشجيع وتسهيل التنسيق وتدفق المعلومات ما بين إدارات المؤسسة الواحدة.



(3) القطاع المالي الكويتي: أهميته في الاقتصاد الوطني تفرض لزوم استمراره :

منذ اندلاع الأزمة المالية، وتأثيرها الحاد خلال السنوات الثلاث الأخيرة، شهدت شركات الاستثمار الكويتية العديد من التحديات. بما فيها انخفاض الأصول المدارة بشكل عام، وصعوبة إعادة الرسمة، وتراجع أدائها في سوق الأسهم، وزيادة الضغوط التنظيمية. وكان نموذج العمل السابق الذي شدد على الدخل الاستثماري المتقلب جداً بدلاً من دخل الرسوم المستقر لم يساعد هذه الشركات كما ينبغي. علاوة على أن التركيز على المنتجات كان في معظم الأحيان مرتكزاً على المؤشر، يصاحبه افتقار إلى تقديم منتجات متطورة تعتمد على المهارات .

لكن القول بإلغاء القطاع يعد متسرعاً؛ نظراً لدور الوساطة الذي يلعبه بجانب القطاع المصرفي في الاقتصاد الكويتي. فبينما يقوم القطاع المصرفي -كمؤسسات مستلثة للإيداعات - بلعب دور الوسيط لتمويل التنمية الصناعية والشركات الاستثمارية، يمكن للقطاع الاستثماري -كمؤسسات غير مستلثة للإيداعات- أن يكمل هذا الدور عن طريق أدوات تمويل متنوعة مثل الأسهم، وقروض الميزانين، والسندات، والصكوك وغيرها من الأدوات الاستثمارية. وبإمكان الشركات الاستثمارية توفير مداخل للمستثمرين من المؤسسات والأفراد ذوي الدخل العالية لتمويل المشاريع التي تتطلب فهم عميق من قبل المتخصصين. كما يمكنها هيكلة وتقديم منتجات مبتكرة قادرة على توزيع المخاطر على شريحة واسعة من المعنيين، وبذلك تحسن قابلية التمويل المصرفي للمشاريع. ولا يقتصر دور هذا النوع من الوساطة .

على تحسين فرص التمويل للمستثمرين، لكنه أيضاً يحسن من سيولة النظام وهو مطلب رئيسي في ظل تعثر الأوضاع الراهنة، وبهذا تتخفض التكلفة النهائية على العميل بشكل كبير .



اتحاد الشركات الاستثمارية
Union of Investment Companies

إن دور الشركات الاستثمارية بالوساطة يعد بالغ الأهمية خصوصاً في محيط يتسم بتراجع شهية البنوك للمخاطر بسبب الأزمة المالية. لذلك تزداد أهمية شكل ومثانة وأداء الشركات الاستثمارية لتسريع عجلة التنمية، وتوفير الوظائف ورؤوس الأموال. إن القطاع الاستثماري معني بشكل رئيسي في عملية التنمية بالبلاد، وبالتالي من الضروري لجميع أصحاب الشأن أن يتخذوا إجراءات عملية لاستعادة عافية وسلامة القطاع.



ويمكن تلخيص دور القطاع المالي الغير بنكي في الاقتصاد الوطني بالآتي:

1. وسائل الاستثمار الجماعي: أصبحت وسائل الاستثمار الجماعي قناة ضرورية للاستثمارات. وفي الكويت، يقوم مجتمع المساواة على التقسيم المتكافئ للثروة، حيث لا توجد أي مجموعة أو عائلة تملك الثروة الكافية لإيجاد المشاريع الضخمة للبنية التحتية، أو لإيجاد كيانات تجارية تملك القدرة على المساهمة في خلق وظائف جديدة. لذلك، أصبحت شركات الاستثمار وسائل ذات قدرة على تجميع رؤوس الأموال والاستثمار في المشاريع الضخمة. إلا أن إجمالي أصول الشركات الاستثمارية انخفض بواقع 5.8 مليار دينار كويتي كنتيجة لبيع الأصول وانخفاض قيمتها.

2. أدوات الاستثمار: توفر هذه الأدوات منتجات استثمارية لمختلف المستثمرين في الكويت، كما توفر قنوات لتوظيف المدخرات في القطاعات الاقتصادية المنتجة. والأهم من ذلك، تقوم هذه الأدوات باستثمار الثروات داخل الكويت، وبالتالي تضيف إلى اقتصاد الدولة وظائف جديدة. إلا أن إجمالي الأصول المدارة من قبل شركات الاستثمار انخفض من 18.6 مليار دينار كويتي في 2008م إلى 9.1 مليار دينار كويتي في 2011م، أي انخفض بنسبة 49% خلال السنوات الثلاث الماضية. ويعود معظم هذا الانخفاض إلى التخطيط الضعيف لطرح قوانين وأحكام هيئة أسواق المال، حيث لم تتعامل بشكل واقعي مع وضع سوق المال والأدوات المالية الموجودة في الكويت مثل صناديق سوق المال، وصناديق الأسهم الخاصة، وصناديق السندات، وصناديق المشتقات وغيرها.

3. الخدمات المالية والتمويلية: تقوم شركات الاستثمار بتمويل المشاريع الضخمة في الكويت بشكل نشط. ففي الماضي كان الاعتماد مقتصر على الشركات



العالمية الكبرى لتنفيذ المشاريع الضخمة، إلا أنّ شركات الاستثمار أصبحت تقوم بتجميع الديون والأسهم لتمكين الشركات المحلية من تنفيذ هذه المشاريع. وكان لدور شركات الاستثمار عدّة فوائد: (1) خلق قيمة مضافة للاقتصاد عن طريق خفض تكلفة رأس المال، (2) إيجاد وظائف جديدة ذات قيمة عالية للكويتيين، (3) تنويع مصادر الدخل. إلا أنه منذ بداية الأزمة المالية، فشلت معظم إدراجات الأسهم في البورصات، أو لم يتم ادراجها في السوق. والأهم من ذلك هو حاجة خطة دولة الكويت للتنمية -التي يعتمد نجاحها على القطاع الخاص- إلى سوق رأس مال جيّد. أمّا في الوضع الراهن، فإنّ المنافسين المرجّح أن يكسبوا المشاريع الضخمة في الكويت هم الشركات العالمية والإقليمية. وبذلك، تقوم الكويت بمساعدة الاقتصادات المجاورة على حساب اقتصادها الوطني.

(4) أركان السياسة المالية المقترحة

4-1) تحقيق التوافق حول دور القطاع المالي في الاقتصاد الوطني : ضرورة تدخل الدولة لدعم القطاع المالي مع المحافظة على المال العام و تعظيمه:

كانت التوتئة السابقة ضرورية لتشجيع الدولة على تخصيص أموال لدعم القطاع المالي فيها من خلال صندوق أو صناديق تتوفر فيها مواصفات رئيسية تسمح للدولة بلعب الدور المزدوج الذي يتمثل بالآتي:



أ- دور صانع السوق الذي يضخ السيولة من أجل وقف تدهور أسعار الأصول، و هو التدهور الذي أدى إلى تراجع المؤسسات المالية بشكل عام و القطاع الخاص بشكل أوسع.

ب- الاستثمار في لعب دور المستثمر السيادي الرئيسي من خلال المحافظة على المال العام و تعظيمه.

ومن المثير للاهتمام أنه رغم الظروف الصعبة التي تشهدها أسواق المال الرئيسية والثانوية في البلاد، فإن هناك كمّاً كبيراً من الفرص التي يمكن للدولة الدخول من خلالها لضخ السيولة و من ثم تنشيط العجلة الاقتصادية فيها، مع إمكانية واضحة لتحقيق العوائد و تعظيم المال العام.

وبالتالي، تظهر في الأفق مجالات واضحة لأن تتحرك الدولة فتبادر بالتدخل من خلال إنشاء صندوق / صناديق تحقق المبادئ الآتية:

1. الحرص على أن لا يكون دور الدولة محصوراً في الإنقاذ المالي، بل يتحرى أن يقدم برنامجاً يوفر سيولة لأسواق المال الرئيسية (رؤوس أموال مثلاً) والثانوية (تداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات)، و يحقق عوائد اقتصادية لخزينة الدولة في ذات الوقت على الأمدين المتوسط و الطويل.

2. أن يحقق الصندوق / الصناديق تضافراً في المصالح بين الدولة و القطاع الخاص.

3. ليس هنالك ما يمنع أن يأخذ الصندوق / الصناديق بعين الاعتبار المخاطر التي تتحملها الدولة جراء قيامها بالاستثمار نقداً، وذلك بمكافأتها بعوائد تفضيلية.



4. ينبغي الحرص على وضع ضوابط واضحة لإدارة مخاطر الصندوق / الصناديق، بحيث يتم توزيع الأموال في استثمارات مختلفة تحقق التنوع و تمنع أي شبهاة حول تضارب المصالح.

5. أن يتم تقييم استثمار المستحقين للدخول بالصندوق من قبل أطراف محايدة.

(2-4) إعادة هيكلة شركات القطاع المالي المتعثرة :

في صميم المشكلة تكمن درجة الاختلاف في حجم تعثر شركات الاستثمار. وبالتالي، يصبح من الضرورة بمكان تصنيف شركات الاستثمار اعتمادا على وضعها الحالي والمتوقع في ثلاث شرائح بدءاً من قوي، شبه قوي، وضعيف.

الشركات المليئة :

1. تحفيزها للاستحواذ على وحدات قابلة للنمو من الشركات الضعيفة.
2. تمكينها من السيولة بشروط مناسبة للقيام بعمليات استحواذ أو اندماج.
3. توفير الفرص لها (عبر برامج استحواذ بالدين) لتحويل الدين وتحرير السيولة.

الشركات شبه المليئة :

1. تسهيل إعادة هيكلة ديون الشركات شبه القوية لمساعدتها في العودة إلى قوتها باستخدام قانون الاستقرار المالي أو برامج الاستحواذ بواسطة الدين.
2. تمكينها من السيولة (قروض ميسرة) بشروط مناسبة تتيح لها بيع تلك الأصول بأسعار أقل وبأسعار مشجعة.



3. السماح للصناديق الحكومية الخاصة بالحصول على دين من دفاتر صناديق سوق النقد، والمستثمرين من القطاع الخاص والبنوك، مثل تلك الصناديق يمكن أن تملأ الفراغ الذي تركه عدم وجود مهارات للتعامل مع الديون المتعثرة.
4. الاستحواذ على الأصول المتعثرة عبر برنامج للاستحواذ على الأصول هدفه توزيع رأس المال المريض لجني عوائد كبيرة معدلة وفق المخاطر. وهو ما قد ينجم عنه تأسيس قاعدة لتسعير الأصول، والحفاظ على قيمتها. الأهم من هذا، وضع الأصول المتعثرة في أيدي مهنيين وخبراء قادرين على استعادة قيمة تلك الأصول.

الشركات المتعثرة :

1. تجزئة الشركات الضعيفة إلى وحدات مختلفة وعديدة مثل إدارة أصول، وخدمات مصرفية استثمارية، وملكية خاصة.
2. توزيع الوحدات القابلة للنمو والتي لديها أهمية اقتصادية مستمرة (مثل إدارة الأصول) على الشركات القوية، بهدف الحفاظ على ثقة المستثمر فضلا عن المواهب المتقنة .
3. تسهيل تصفية الوحدات غير القابلة للنمو في الشركات الضعيفة عبر برنامج الاستحواذ على الأصول.

عمليات الإفلاس :

يجب تأهيل النظام القضائي ليتعامل بفاعلية مع عمليات إعادة تنظيم الإفلاس التي تُمكن إعادة هيكلة الديون بشكل فاعل وعادل. ورغم أن القانون يوفّر له (الصلح الوافي من الإفلاس)، إلا أن الخبراء والهيئات القضائية لا يملكون الخبرة الكافية



للتعامل مع تعقيدات عمليات الإفلاس الحالية، ونتيجة لذلك يصل الدائن والمدين إلى طريق مسدود يجبرهم على ابقاء الوضع القائم على ما هو عليه، والتأجيل بدلاً من إيجاد حلول.

4-3) تنظيم سوق السندات

أ- الدعم التنظيمي للسندات السيادية وسندات الشركات

تحتاج عملية تأسيس سوق محلي منظم للسندات إلى وقت طويل قبل أن تستطيع دعم عمليات التمويل المصرفية التقليدية، لاسيما عندما يتعلق الأمر بالمشاريع طويلة الأمد ذات المخاطر المرتفعة بالإضافة إلى المساعدة في خفض تكاليف التمويل.

تفتقر المنطقة للأسف إلى سوق منظم لأدوات الدين، ذلك أن الاقتصادات الثلاثة الكبرى (المملكة العربية السعودية والإمارات العربية والكويت) لم تكن بحاجة إلى جمع الأموال عبر مثل هذه السوق بسبب الفوائض المالية المرتفعة على خلفية الارتفاع الذي شهدته أسعار النفط الخام. وقد تم اتخاذ بعض الخطوات الأولية في الاتجاه الصحيح على مستوى منطقة الخليج، إذ بادرت المملكة العربية السعودية إلى تأسيس سوق الصكوك في الربع الثاني من العام 2010م في إطار "تداول" من أجل تنظيم الصكوك، إلا أنه لم يكن ثمة جهود واضحة في هذا المجال على مستوى منطقة الخليج.

وأن محركات النمو كلها متوفرة من أجل تطوير سوق خليجي للسندات، سواء من الحاجة إلى تطوير البنية التحتية مروراً بغياب وسائل التمويل طويلة المدى



(بسبب سيطرة التمويل المصرفي قصير الأمد) وصولاً إلى الشعبية التي يتمتع بها التمويل الإسلامي. وثمة حاجة إلى وجود دعم مستمر من الحكومات في هذا السياق من خلال خلق منحى للعائد ورفع مستوى الإصدارات ودعم الإصدارات الأساسية والثانوية.

كما تعتبر زيادة قدرة القطاع المصرفي المحلي على تمويل مشاريع خطة التنمية الكويتية خارج يد القطاع إلى حد كبير، ذلك أن الوسيلة الأساسية لزيادة الإقراض تتمثل في زيادة الودائع والتي تعتبر خارج سيطرة البنوك. على أن زيادة معدلات الفائدة على الودائع من شأنها أن تشجع العملاء على الاحتفاظ بأموالهم في ودائع بعيداً عن الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر أكثر وأرباحاً أقل. بيد أن رفع معدلات الفائدة على الودائع ينطوي على صعوبة في بيئة تسود فيها معدلات فائدة منخفضة لأنها تحد من الهامش أو فارق سعر الفائدة الذي تستفيد منه البنوك.

إضافة إلى ذلك، فإن البنك المركزي قد يلجأ إلى رفع نسبة القروض إلى الودائع في محاولة لتشجيع القروض. غير أنه في ضوء ارتفاع هذه النسبة في الوقت الحالي، فإن القدرة على المناورة تبدو محدودة. هذا فضلاً عن أن الحكومة بوسعها زيادة ودائعها لدى البنوك المحلية من أجل رفع القدرة التمويلية باستحقاقات ذات آجال أطول.

إن تأسيس وتطوير سوق لأدوات الدين من شأنه أن يؤدي إلى خلق منحى للعائد ويساعد الشركات (سواء كانت مرتبطة بالخطة أم لا) على إدارة مديونياتها



بفعالية أكبر. ومن شأن ذلك أيضاً أن يلبي وبشكل مباشر احتياجات الخطة الانمائية (التمويل طويل الأمد) والحد من الحاجة إلى التمويل التقليدي وبالتالي تخفيف العبء على البنوك المحلية. أضف إلى ذلك أن تأسيس مثل هذا السوق من شأنه أن يفي بأحد أهداف خطة التنمية أي تنويع وتطوير قطاع الخدمات المالية. إن تأسيس مثل هذه السوق ونجاحه قد يتطلب دعم الحكومة من خلال وضع جدول للإصدارات وتقديم الدعم القوي لإصدارات السوق الثانوية.

المخاطر	تداعياتها على خطة التنمية	الموارد/الحلول
القطاع المالي	القطاع المالي هو آلية تمويل خطة التنمية ولذلك فهو ذو أهمية حيوية	1. صياغة سياسة لتحديد دور القطاع المالي في خطة التنمية (على المدى الطويل والقصير) 2. تقصي الوسائل المتنوعة للتمويل من سندات وتمويل ميزانين والشركات الخاصة وغيرها
التمويل المصرفي	من المتوقع أن تقوم البنوك المحلية بتمويل ما يقارب 1-2 مليار د.ك سنوياً. اتجاهات الإقراض السائدة حالياً توحى بأنه قد يكون من الصعب على البنوك توفير السيولة. يعتبر نطاق منتجات الأنظمة المصرفية من النوع العادي في حين أن المنتجات طويلة المدى ذات النطاق الواسع تتطلب أفكاراً جديدة ومبتكرة.	1. بوسع البنك المركزي رفع الحد الأقصى لنسبة القروض إلى الودائع من أجل تعزيز فرص الإقراض. 2. بوسع الحكومة والجهات المرتبطة بها زيادة الودائع طويلة الأمد لدى البنوك المحلية من أجل تحرير الأموال للإقراض. 3. توسيع وتنويع المنتجات والخدمات التي يمكن أن تكون أداة جيدة لزيادة مستويات الودائع.
سوق السندات	تعتمد الحكومة على الفوائض المالية لديها وعلى البنوك المحلية لتمويل خطة التنمية. ومن شأن إيجاد مصادر متنوعة للتمويل أن يساعد في الوصول إلى أهداف خطة التنمية من خلال إزالة القيود على الحكومة وإشراك القطاع الخاص وزيادة الثقة في الخطة.	1. إيجاد سوق منظم لأدوات الدين للإصدارات الحكومية. 2. خلق منحى للعائد من أجل تطوير وتنويع القطاع المالي وقاعدة الودائع في البلاد. 3. الدعم المستدام للإصدارات الرئيسية والثانوية.



ب- السعي لقبول تسوية السندات الكويتية في مؤسسات التقاص العالمية :

بشكل عملي وواقعي لا يمكن وضع السندات الكويتية على خارطة الاهتمام العالمي إلا إذا دعمت هذه السندات مؤسسات تقاص عالمية. إلا أن الشركة الكويتية للمقاصة لا تحتفظ بحساب مع يوروكلير أوف كليرستريم (Euroclear of Clearstream)، وهي قنوات المقاصة والتسويات لجميع السندات الأوروبية، وجميع إصدارات السندات في العالم. ولا ترى الشركة الكويتية للمقاصة الحاجة الملحة للتعامل مع يوروكلير، ولا تعي إنها في محاولاتها لتوفير آلاف معدودة من الدولارات قد قامت وحدها بإغلاق سوق الكويت للسندات عن المستثمرين من المؤسسات الإقليمية والعالمية.

يقوم المستثمرون من المؤسسات العالمية بدمج سنداتهم في حساب واحد مع يوروكلير أو سيدل (Cidel) وينطبق الأمر على جميع البنوك حول العالم، ولن يكون بمقدورهم شراء أي سندات كويتية إلا إذا قام المستثمر بفتح حساب مع الشركة الكويتية للمقاصة، وهي عملية مرهقة جداً نظراً إلى متطلبات مكافحة غسيل الأموال (AML). بالإضافة لذلك، لن يكون بمقدورهم إجراء عمليات بيع أو شراء بهذه السندات، أو عقد اتفاقيات إعادة شراء، وهو أمر أساسي لتحديد مشاركتهم في أي سند.

ج- إعادة تشجيع صناديق السندات التي تستثمر فيها مؤسسات الدولة لدعم الإصدارات الأولية

من الأهمية بمكان تضافر جميع مؤسسات الدولة لدعم الاستثمار في السندات ومد هذه المؤسسات صناديق السندات التي تستثمر فيها الهيئة العامة للاستثمار



والتي أوقفت استثماراتها بعد أن طلبت الهيئة العامة للاستثمار إعادة الأموال المستثمرة. إن دعم سوق إصدارات السندات الأولية في المرحلة القادمة يتطلب سياسة واضحة من أجهزة الدولة جميعها للاستثمار في السندات متى ما حققت هذه السندات المتطلبات الائتمانية للمستثمرين.

4-4) كما أوضح الاتحاد أن هناك تعديلات عاجلة يلزم البت بها لدى هيئة أسواق المال من أجل استقرار الأسواق .

4-5) مسؤولية الدولة في إطلاق صناديق محفزة تحقق استقرار الأسواق وتدعم الاقتصاد الوطني: مثال صندوق الفرص الائتمانية :

يهدف هذا الصندوق إلى ضخ السيولة في أسواق القروض والسندات و غيرها من أدوات الدخل الثابت (صكوك، صناديق نقد و غيرها) من خلال تحقيق عوائد عن طريق الاستثمار في شراء أدوات الدين من الشركات الكويتية المتعثرة وفق ضوابط مخاطر متفق عليها سلفاً وبعد إعادة تقييم هذه الأدوات من قبل مقيم مستقل و متخصص، إضافة إلى اتخاذ الخصومات (المخصصات) اللازمة التي تعكس الأوضاع الحالية لهذه الشركات.

و يقوم صندوق الفرص الائتمانية على الهيكل الآتية:

1. يقوم الصندوق بدعوة حاملي المديونيات من الأفراد و الشركات لاستبدال مديونياتهم غير القابلة للتسييل بوحدات في صندوق الفرص الائتمانية، الأمر الذي يسمح لهؤلاء المستثمرين بالاستفادة من أي ارتفاع في قيمة المديونية



لاحقاً، و توزيع مخاطر استثمارهم بشكل أفضل لكونه لم يعد يقتصر على مديونية واحدة بل تجزأ إلى مديونيات مختلفة وصولاً في آخر الامر إلى وحدات من يمكن بيعها لاحقاً في الأسواق المالية.

2. نقترح أن تقوم الدولة، بالإضافة إلى مستثمرين آخرين، بالمساهمة نقداً في الصندوق مقابل وحدات تفضيلية في الصندوق. و تخول هذه الوحدات الدولة الأولوية بصدد أية سيولة يتم تحصيلها من قبل الصندوق، بالإضافة إلى عائدٍ متناسبٍ مع ما هو متوفر في السوق (كالودائع البنكية).

3. من أجل أن يحقق الصندوق أحد هدفه، و هو الهدف المتمثل في ضخ السيولة في السوق الثانوي، يسمح باسترداد فوري لجزء من قيمة وحدات مستثمري القطاع الخاص أعلاه، على ألا يزيد عن 30% من قيمة وحداتهم في الصندوق.

4. مقابل استثمارها نقداً في الصندوق، يكون للدولة عوائد تفضيلية تبلغ 6% سنوياً من العوائد المحققة نتيجة ارتفاع تقييمات القروض مع عودة الدورة الاقتصادية إلى معدلاتها الطبيعية. أما ما يزيد عن ذلك من عوائد فيكون بالمشاركة بين المستثمرين من القطاع الخاص و الدولة.

نذكر بأن أدوات التدخل الثابت هذه (كالسندات والصكوك) تتداول حالياً بأسعار مخصومة إلى حدٍ كبيرٍ عن سعرها العادل، نتيجة لأزمة التمويل الحالية التي شجعت عدد كبير من المستثمرين (أفراد و مؤسسات) على بيع ما يحملونه من ديون بأسعار منخفضة عن قيمتها العادلة. وفي هذا السياق، لا يستبعد أن يحقق مثل هذا الصندوق عوائد قوية لا تقل عن 12% سنوياً و بمخاطر أقل بكثير من مخاطر الأسهم. كما نذكر أيضاً:



1. إن الصندوق ليس برنامج إنقاذ مالي، بل هو برنامج يوفر للمستثمرين سيولة جزئية مع توفير سيولة فورية (لكن جزئية) للدائنين.
 2. يحقق الصندوق تضافراً في المصالح بين الدولة (المستثمرة نقداً) و بائعي الدين (المستثمرين عيناً).
 3. يأخذ الصندوق بعين الاعتبار المخاطر التي تتحملها الدولة من خلال الاستثمار نقداً، و ذلك بمكافأتها بعوائد تفضيلية.
- يتم تقييم استثمار المستحقين للدخول بالصندوق من قبل طرف محايد، لتفادي أي تضارب بالمصالح.

الفائدة المحققة للأطراف المختلفة

الدولة	المستثمرون من القطاع الخاص	الشركات المتعثرة
<ul style="list-style-type: none">• عوائد تبلغ 6%.• هيكل متقدم يوفر مستوى جيد من الأمان.• إمكانية بيع أو رهن الوحدات الرئيسية.• تزويد القطاع الخاص بالسيولة بأقل نسبة من المخاطر لتغذية أنشطتها، أو لاستثمارها في فئات أخرى من الأصول، أو لسداد ديونها، مما يحفز أسواق المال و الاقتصاد.	<ul style="list-style-type: none">• سيولة فورية تصل إلى 30% من استثماراتهم.• إمكانية المشاركة بأدوات دين مماثلة عديدة و بالأخص غير القابلة للتداول.• سيولة مستقبلية من خلال صناعة سوق.• التنوع من خلال مجموعة متنوعة من أدوات الدين مما يقلل من تركيز المخاطر.	<ul style="list-style-type: none">• إن دمج كمية كبيرة من أدوات الدين المنفردة للشركات المتعثرة تمكن جهود إعادة الهيكلة من تعزيز القيمة لصالح كل من المستثمرين و الشركات.