

أثر الأزمة الماليّة العالميّة في العوائد غير العاديّة لأسهم المصارف الكويتيّة: دراسة حالة

محمد سلامة عناسوة

مدير الشؤون الماليّة في دائرة الجمارك الأردنيّة.

عَلَامُ مُحَمَّدَ حَمَدَانُ (*)

أستاذ المحاسبة المساعد، قسم المحاسبة،

كلية العلوم الإداريّة والماليّة، الجامعة الأهليّة، البحرين.

محمود حسني العتيبي

أستاذ الإدارة الماليّة المساعد، قسم الاستثمار والتمويل،

كلية العلوم الإداريّة والماليّة، جامعة الطائف، العربيّة السعوديّة.

مقدّمة

ألقت الأزمة الماليّة العالميّة، وما أعقبها من ركود في الاقتصاد العالمي، بظلالها على الاقتصادات العربيّة، حيث تراجع النمو فيها نتيجة لتباطؤ النشاط الاقتصادي، وتقليص الاستثمارات المحليّة والأجنبيّة. ومن المعروف أنّ تأثر الدورة الاقتصاديّة في البلدان العربيّة بالصدّات الخارجيّة ليس جديداً في اقتصاداتها المعاصرة، بيد أنّ حدّة تباطؤ النشاط الاقتصادي في عدد من البلدان العربيّة، وتزامنه مع الرّكود في الاقتصاد العالمي، أظهر مدى الارتباط الوثيق للاقتصادات العربيّة بالأسواق العالميّة، وبالذورات الاقتصاديّة في تلك البلدان.

ساعد العديد من العوامل على اتساع تأثير الأزمة الماليّة العالميّة في اقتصادات الدول العربيّة؛ فقد كان لانفتاح أسواق المال في بلدان مجلس التعاون الخليجي على الأسواق العالميّة الأثر الكبير في تعرّضها لهزّات عنيفة نتيجة هذه الأزمة الماليّة، كما أنّ اعتماد تلك البلدان على الإيرادات النفطية في تمويل أنشطتها الاقتصاديّة، ساعد إلى حدّ كبير في تأثرها بالأزمة الماليّة. أمّا بالنسبة إلى البلدان العربيّة غير النفطية، فإنّ انكماش الطلب الخارجي لدى الشركاء التجاريين الرئيسيين لها، بالإضافة إلى تراجع التدفّقات الماليّة المتأتيّة من السياحة،

وتحويلات العاملين في الخارج، والاستثمارات الأجنبيّة، كانت العوامل التي امتدّت من خلالها الأزمة الماليّة إلى تلك البلدان.

تباينت البلدان العربيّة من حيث مدى تأثرها بالأزمة الماليّة؛ فقد امتدّت الأزمة الماليّة في بلدان الخليج العربي - ومنها الكويت موضوع دراستنا - من خلال قنوات رئيسية، تتمثل في أنظمة ماليّة وتجاريّة منفتحة، وذات اتّصال بالأسواق الماليّة العالميّة، وأسواق السلع، وعلى رأسها النفط والغاز. وقد تراجعت أسواق المال الخليجيّة نتيجة للأزمة الماليّة، خاصّة بعد إفلاس بنك «ليمان برادرز» (Lehman Brothers)، وقدّرت خسائرها بنحو ٤٠٠ مليار دولار، غير أنّ القطاع المصرفي الخليجي تمكّن من التغلّب على هذه الأزمة، وتحقيق نتائج ماليّة جيّدة في نهاية العام ٢٠٠٩، بعد أن قام بامتصاص جزء من الخسائر الناجمة عن الأزمة، ساعد على ذلك احتفاظ القطاع المصرفي الخليجي بمعدّلات عالية لكفاية رأس المال قبل وخلال الأزمة، وبالتالي لم تؤثر زيادة القروض المتعثّرة كنسبة إلى إجمالي القروض في النتائج الماليّة للقطاع المصرفي، إذ حقّقت المصارف صافي أرباح في نهاية العام ٢٠٠٩، وإن كانت أقلّ ممّا حقّقتها قبل الأزمة^(١).

يرى دحدح^(٢) أنّ تداعيات الأزمة الماليّة العالميّة جاءت أقلّ وطأة على الاقتصادات العربيّة، بشكل عام، من تداعياتها على الاقتصادات المتقدّمة والناشئة الأخرى. وقد أشارت التوقّعات إلى أنّ منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، التي تضمّ غالبية الدول العربيّة، ستشهد معدل نموّ حقيقيّاً تبلغ نسبته ٤,١ بالمئة في العام ٢٠١٠^(٣)، وبالتالي فإنّ هذه التوقّعات تبشّر ببداية التعافي الاقتصادي في المنطقة العربيّة. وقد استندت هذه التوقّعات إلى عودة الاستقرار إلى سوق النفط الخام، وزيادة حجم التّجارة العالميّة، إذ من المؤمّل أن تتغلّب المنطقه العربيّة على هذه الأزمة، من خلال التعافي من انخفاض الطلب على التّفط، والتغلّب على الانخفاض الحاد في السيولة، والحدّ من التضخم^(٤).

وفي هذا الصّدّد، سعى العديد من البلدان العربيّة إلى دعم المواقف الماليّة للمصارف المحليّة، من خلال إنشاء تسهيلات مقايضة العملات في المصارف المركزيّة، بالإضافة إلى تسهيلات أذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، من أجل ضخّ السيولة في النظام المصرفي، وتعزيز التجارة بين البنوك. وفي بعض الحالات قام عدد من الحكومات بدعم السيولة المصرفيّة دعماً مباشراً، من خلال قيام المصارف المركزيّة بفتح حسابات ودائع زمنيّة حكوميّة، ذات آجال طويلة نسبياً، في المصارف التجاريّة. وعلاوةً على ذلك، قامت حكومات بعض البلدان العربيّة بتقديم ضمانات للقروض والودائع، لتعزيز الثّقة، وتقليل المخاطر، من أجل

(١) تداعيات الأزمة الماليّة العالميّة على اقتصادات الدول العربيّة (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠١٠).

(٢) نبيل دحدح، تداعيات الأزمة الماليّة العالميّة على أوضاع الماليّة العامّة في الدول العربيّة المصدّرة للنفط والغاز الطبيعي، دراسات اقتصادية (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠١٠).

(٣) «Article IV Consultation Staff Report,» International Monetary Fund (Algeria), Country Report (٣) No. 10/57 (2 March 2010), < <http://www.imf.org/external/country/DZA> >.

(٤) جاسم المناعي، الأزمة الماليّة العالميّة: ورّب ضارة نافلة (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠٠٨).

تعزير عمليات الائتمّان، والنشاط الاقتصادي. وجدير بالذكر أنّ التدابير الماليّة الرّامية إلى دعم القطاع المصرفي في البلدان العربيّة لم تتضمن، بشكل عام، إجراءات شراء الأصول التالفة، والضخّ المباشر لرؤوس الأموال، وذلك بسبب أنّ حجم الأصول التالفة لم تؤثر بصورة كبيرة في نشاط القطاع المصرفي في البلدان العربيّة، كما هو الحال في أمريكا وأوروبا^(٥).

١ - مشكلة الدراسة

بشكل عام، شهدت أسواق الأوراق الماليّة العربيّة تطوراً ملحوظاً منذ إنشائها؛ فقد زاد حجم ونشاط الأسواق العربيّة، وارتفعت القيمة السوقيّة لهذه الأسواق بشكل ملحوظ خلال الفترة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥، الأمر الذي أدّى لاحقاً إلى حصول حركة تصحيح كبيرة في الأسعار، بدأت في نهاية العام ٢٠٠٥ في بعض الأسواق، واستمرت خلال العام ٢٠٠٦ لتشمل الأسواق جميعها. واستأثرت أسواق بلدان مجلس التعاون الخليجي بنحو ٧٣ بالمئة من إجمالي القيمة السّوقية للأسواق العربيّة، إذ تبلغ حصّة سوق الأسهم السعوديّة بمفردها نحو ٣٢ بالمئة في نهاية العام ٢٠٠٨^(٦). بعد هذا الصعود للأسواق الماليّة العربيّة، بدأت تداعيات الأزمة الماليّة تعصف بها، متأثرة بما يجري في الأسواق الدوليّة. لذا، فإنّ مشكلة الدراسة الأساسيّة تتمثّل في الإجابة عن التساؤل التالي: ما مدى تأثير الأزمة الماليّة العالميّة في عوائد الأسهم غير العادية في السوق الماليّة الكويتيّة^(٧)، إذ تمّ اختيار السوق الماليّة الكويتيّة كدراسة حالة عن الأسواق الماليّة لدول مجلس التعاون الخليجي، لكونها من أقدم الأسواق الماليّة فيها، وبسبب إفصاحها عن جميع البيانات التي تحتاج إليها الدراسة لتقدير متغيّراتها.

٢ - أهميّة الدراسة وأهدافها

تنبع أهميّة هذه الدراسة من كونها أولى الدراسات التي تحاول قياس تأثير الأزمة الماليّة العالميّة في عوائد الأسهم غير العادية في إحدى الأسواق الماليّة العربيّة، باستخدام منهجيّة دراسة الحدث، التي تهدف إلى قياس تأثير حدث معيّن في عوائد الأسهم، لمجموعة من الشركات في إحدى الأسواق الماليّة، وهي من الدراسات التطبيقية التي تستند إلى البيانات التاريخية، مستخدمة نماذج التحليل الإحصائي في رصد أثر الأزمة الماليّة. أمّا أهداف الدراسة، فإنّها تتمثّل في حساب ومقارنة العوائد لأسهم المصارف الكويتية قبل وبعد الأزمة، وتطبيق منهجيّة دراسة الحدث في السوق الماليّة الكويتيّة، وهو ما لم تتطرق إليه الدراسات السابقة.

(٥) أحمد بدوي، الحوافز الماليّة والنقدية في الدول العربيّة إبان الأزمة الماليّة العالميّة وانعكاساتها على جهود الإصلاح المالي، دراسات اقتصادية (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠١٠).

(٦) إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق الماليّة العربيّة: انعكاسات وعبر من الأزمة الماليّة العالميّة، دراسات اقتصادية (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠٠٩).

(٧) «التقارير اليومية لعوائد الأسهم ومؤشر السوق»، قاعدة بيانات السوق الماليّة الكويتية (٢٠١١)، <http://www.kuwait se.com>.

أولاً: الدراسات السابقة

١ - دراسة زروق وآخرين (٢٠٠٩)^(٨) بعنوان: «أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربيّة وتحديات الأزمة الماليّة العالميّة»

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أوضاع القطاع المصرفي العربي، واستعراض ما واجهته من تحديات جرّاء الأزمة الماليّة العالميّة، وما اتخذته من إجراءات في سبيل التغلّب على هذه التحديات. بيّنت الاختبارات الإحصائيّة لسلامة وربحيّة المصارف أنّ القطاع المصرفي في غالبية الدول العربيّة حقّق، بشكل عام، أداءً جيداً خلال السنوات الخمس الماضية، إذ تحسّنت معدلات كفاية رأس المال، وتراجعت القروض المتعثرة كنسبة إلى إجمالي القروض، مع تحسّن نوعيّة المحافظ الائتمانيّة لدى المصارف. وكان من المتوقع أن تستمر اتجاهات الأداء للقطاع المصرفي في الدول العربيّة، غير أنّه بسبب تطورات الأزمة الماليّة العالميّة، وما أدّت إليه من شح السيولة النقديّة لدى المصارف التجاريّة في معظم الدول المتقدّمة، وزيادة مخاطر انهيار القطاع المالي في هذه الدول، فقد توقّع زروق^(٩) أن تتراجع ربحيّة المصارف العربيّة بشكل عام، والخليجيّة بشكل خاص، إلى مستويات أقلّ بكثير ممّا كانت عليه في الأعوام القليلة الماضية، وذلك في ضوء تباطؤ النشاط الاقتصادي، وحجم الأعمال في العديد من الدول العربيّة. غير أنّ من المتوقع أن يبقى التمويل المصرفي ورسملة المصارف في غالبية الدّول العربيّة مناسبين ومؤاتيين لدعم الاقتصاد المحلي، خاصّة في ضوء الجهود المتخذة من قبل السلطات الرسميّة في عدد من الدول العربيّة لضخّ السيولة في السوق، ودعم سلامة القطاع المصرفي المحلي. وفي هذا الصدد، ركّزت بعض الدول العربيّة، مثل: الإمارات، والسعوديّة، وعمّان، والكويت، على دعم المصارف المحليّة من جانب المطلوبات، ورأس المال، في ميزانيات المصارف، وذلك بإتاحة تسهيلات إقراض للمصارف العاملة فيها، في حين قامت السلطات الرسميّة في قطر بدعم سلامة المصارف المحليّة من جانب الأصول، إذ قامت بشراء المحافظ الاستثماريّة التي انخفضت قيمتها بشدّة لدى المصارف المحليّة، في ضوء تراجع مؤشرات سوق الدوحة للأوراق الماليّة. وقد هدف هذا الدعم لجانب الأصول إلى تحسين نوعيّة الأصول في المصارف، وتوفير السيولة لها، بالإضافة إلى إعادة الثقة بالأسواق المحليّة. أمّا الدول العربيّة الأخرى التي لم تتأثر بالأزمة الماليّة، فقد عمدت إلى استخدام أدوات السياسة النقديّة، لتعزيز السيولة في القطاع المصرفي. وقد شملت هذه الأدوات: تخفيض أسعار الفائدة الرسميّة، وتخفيض نسب الاحتياطي الإلزامي.

في ضوء ما تقدّم، قدّمت الدراسة مجموعة من التوصيات إلى الدول العربيّة على ثلاثة مستويات: يتضمّن المستوى الأول تطوير وتعميق الدور التنظيمي والرقابي في الأنظمة المصرفيّة

(٨) جمال الدين زروق [وآخرون]، أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربيّة وتحديات الأزمة الماليّة العالميّة، دراسات اقتصادية (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠٠٩).

(٩) المصدر نفسه.

المحليّة، وذلك للتصدّي للمخاطر النظاميّة (Systematic Risks) الناجمة عن هذه الأزمة. والمستوى الثاني يتعلق باتخاذ سياسات نقدية ومالية تساند وجود السيولة في السوق، واستمرار النمو الاقتصادي. أما المستوى الثالث، فيتعلق بالتعاون النقدي والمصرفي بين الدول العربيّة.

٢ - دراسة دحدح (٢٠١٠)^(١٠) بعنوان: «تداعيات الأزمة الماليّة العالميّة على أوضاع الماليّة العامّة في الدول العربيّة المصدّرة للنفط والغاز الطبيعي»

تمثّلت أهمّ تداعيات الأزمة الماليّة على الاقتصادات العربيّة المصدّرة للنفط والغاز في الانخفاض الحاد في أسعار النفط ومشتقاته، وتراجع الطلب العالمي عليه، والتباطؤ في وتيرة النشاط الدرّاسي، وتراجع أوضاع الماليّة العامّة، وتناقص التدفّقات النقدية الواردة إلى هذه الاقتصادات. وقد أعادت الأزمة الماليّة العالميّة إلى الواجهة مشكلة التقلّبات الحادّة في أسواق النفط العالميّة، فقد أدّى ارتفاع أسعار النفط الخام، في الفترة التي سبقت الأزمة، إلى زيادة حصّة الفرد من الناتج المحليّ الإجمالي في الدول العربيّة المصدّرة للنفط، جنباً إلى جنب مع زيادة معدّلات التضخّم. ومع ظهور الأزمة وتفشّي تداعياتها، انكمش الناتج المحليّ الإجمالي بالأسعار الجارية في معظم هذه الدول، وتناقصت حصّة الفرد منه، الأمر الذي تمخّص عنه تباطؤ الطلب الكليّ على السلع والخدمات. وعلى صعيد تناقص التدفّقات النقدية إلى الاقتصادات العربيّة في ظلّ شحّ السيولة، وزيادة المخاطر، وتشدّد القطاع المصرفي في منح التسهيلات الائتمانية بشكل عام، تظهر الحاجة إلى توفير مصادر إضافية للتمويل؛ فخلال الفترة الماضية للأزمة، نشط القطاع المصرفي المحليّ في دول مجلس التعاون الخليجي في منح التسهيلات الائتمانية، خصوصاً في مجال تمويل النشاط العقاري، والإقراض للأفراد في مجال الاستثمار العقاري السكني، والتعامل في أسواق الأوراق الماليّة، إذ حدّ هذا التوجّه من توفير التمويل اللازم لمشاريع البنية التحتية، والمشاريع الخاصّة بقطاع النفط والغاز.

خرجت هذه الدراسة بجملة من التوصيات، تصدياً للتراجع الحادّ في أوضاع الماليّة العامّة في الدول النفطية، تتضمّن: العمل على تعزيز الإيرادات الضريبية، والإيرادات غير الضريبية؛ كالاتفاق بين دول مجلس التعاون على فرض ضريبة القيمة المضافة، بالإضافة إلى ضرورة ترشيد النفقات العامّة، ورفع كفاءتها، على مستوى الإنفاق الرأسمالي والجاري، وأخيراً وضع قواعد ماليّة يتمّ تطويرها بناءً على حاجة كلّ دولة إلى تحقيق الاستقرار في الماليّة العامّة.

٣ - دراسة عاكوم (٢٠٠٩)^(١١) بعنوان: «أسواق الأوراق الماليّة العربيّة: انعكاسات وعبر من الأزمة الماليّة العالميّة»

إنّ تعرّض الاقتصادات وأسواق المال في العالم لصعوبات، وحتىّ لأزمات كبيرة، يُعدّ أمراً لا مفرّ منه، وهو جزء من الدورة الاقتصاديّة العالميّة (Business Cycle)، إلا أنّ الدول تسعى

(١٠) دحدح، تداعيات الأزمة الماليّة العالميّة على أوضاع الماليّة العامّة في الدول العربيّة المصدّرة للنفط والغاز الطبيعي.

(١١) عاكوم، أسواق الأوراق الماليّة العربيّة: انعكاسات وعبر من الأزمة الماليّة العالميّة.

بشكل مستمر إلى تبنّي سياسات اقتصاديّة وماليّة، بهدف تعزيز الاستقرار الاقتصاديّ عموماً، والحدّ من التداعيات السلبية التي قد تنجم عن هذه الأزمات لدى حصولها. مرّت الأسواق الماليّة الدوليّة والعربيّة بفترات حرجة خلال تعرّضها للأزمة الماليّة العالميّة، أمّا بالنسبة إلى أسواقنا العربيّة تحديداً، فقد خطت هذه الأسواق خطوات ملحوظة، ونمت بشكل كبير خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أنّه نتيجة تطور الأسواق الماليّة الدوليّة والمحليّة بشكل مستمر، واستحداث أدوات ماليّة جديدة، والتنوّع المستمر في الحاجات التموليّة لقطاع الأعمال، وفي ظلّ تزايد العولمة الماليّة، تجد السلطات المعنيّة بتطوير الأسواق الماليّة في المنطقة نفسها بحاجة دائمة إلى مجاراة هذا التغيّر، وتطوير هياكلها التنظيميّة، والنظم الرقابية التي تطبّقها على هذه الأسواق. وقد قدّمت هذه الدراسة جملة من التوصيات لتطوير الأسواق الماليّة الخليجيّة والعربيّة بشكل عام، تتمثّل في ما يلي:

أ- السعي إلى تقوية الأنظمة الرقابية والإشرافية على مكوّنات القطاع المالي، ودراسة النماذج الرقابية المتنوّعة المستخدمة في الأسواق العالميّة، بغية انتقاء ما يتناسب مع وضع أسواق المنطقة، في محاولة للتغلّب على تعثر القطاع المالي.

ب- إنّ غياب الشفافيّة والإفصاح الكافي في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانيّة حصول أزمات، ويضاعف من حجمها، ويزيد من التكلفة الماليّة للتعامل معها، ويزيد من العبء الاجتماعي الذي ينجم عنها.

ج- على البورصات العربيّة الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدّمة، باعتبار أنّ كل ما تقوم به هذه الأسواق ليس هو بالضرورة ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، ممّا يستوجب التوازن بين الحاجة إلى تطوير الأسواق، ودعم السيولة فيها، من جهة، والانتقائيّة في نوعيّة الأدوات الماليّة التي يتمّ إدراجها، والسماح بتداولها في أسواقنا العربيّة، وفي نوعيّة الممارسات التي تسمح الأسواق باعتمادها، من جهة أخرى.

د- الحاجة إلى دعم حوكمة الشركات؛ فقد أظهرت التجارب أنّ الأزمات الماليّة التي تعرّض لها الاقتصاد العالمي كانت نتيجة غياب حوكمة الشركات، إذ يساهم عدم الالتزام بقواعد حوكمة الشركات في تقويض العمل المؤسسي، ويزيد من إمكانيّة حصول أزمات ماليّة، خاصّة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات الماليّة بين أسواق الدول المختلفة. وتكتسب حوكمة الشركات أهميّة كبيرة في ما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديداً، وخاصّة القطاع المصرفي، لأنّ تعثر هذا القطاع بسبب عدم الالتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات، من شأنه أن يعطلّ الشريان الرئيس للنشاط عموماً.

٤ - دراسة بدوي (٢٠١٠)^(١٢) بعنوان: «الحوافز الماليّة والنقدية في الدول العربيّة إبان الأزمة الماليّة العالميّة وانعكاساتها على جهود الإصلاح المالي»

(١٢) بدوي، الحوافز الماليّة والنقدية في الدول العربيّة إبان الأزمة الماليّة العالميّة وانعكاساتها على جهود الإصلاح المالي.

رَكَزَت هذه الدراسة على الحوافز الماليّة التي اتبعتها الدول العربيّة للحدّ من تداعيات الأزمة الماليّة العالميّة؛ فقد أولت الدول العربيّة اهتماماً خاصّاً باحتواء التداعيات السلبيّة على القطاعات الإنتاجيّة والخدميّة. لذلك، ركّزت السياسة الماليّة على إجراءات وتدابير، هدفت إلى دعم الطّلب الكليّ، وتعزيز النمو من خلال زيادة الإنفاق الحكومي، معتمدة على الأرصدّة والاحتياطيات المتراكمة من السنوات السابقة للأزمة. وقد ساعدت هذه الإجراءات على منح تلك الدول، التي أتبعَت هذا المنحى، حيزاً مالياً واقياً لمواجهة تداعيات الأزمة العالميّة من خلال زيادة الإنفاق العام. أمّا في ما يتعلق بالسياسة النقديّة لمواجهة الأزمة، فقد ظلّ ضعف الأرصدّة والأصول الأجنبيّة، وارتفاع معدّلات الدين العام يعملان على تقليص مدى السياسة الماليّة. لذا قامت عدّة دول: كالأردن والمغرب، بتطبيق سياسة نقديّة مرنة لتخفيف القيود النقديّة، وقد تمثّلت هذه السياسة في: خفض معدّلات الفائدة، ومتطلّبات الاحتياطي القانوني، والتحكّم في النقد الأجنبي.

أمّا بالنسبة إلى إجراءات دعم السيولة، وضمانات الودائع والقروض، فقد قامت بعض الدول، خصوصاً دول مجلس التعاون الخليجي، التي عانت مصارفها بشكل كبير تراجع السيولة، باتّباع سياسات تركّز بصورة أساسيّة على دعم الموقف المالي، وتعزيز سيولة القطاع المصرفي من خلال التسهيلات الائتمانيّة، وضمان الودائع البنكيّة، بالإضافة إلى تجنب مخصّصات للقروض المشكوك في تحصيلها، وتحديد للأرباح الموزّعة. وفي هذا الصّدّد، تجدر الملاحظة أنّ المصارف العربيّة لم تسجّل حالة إفلاس واحدة.

٥ - دراسة (2010) Ellaboudy (١٣) بعنوان: «The Global Financial Crisis: Economic Impact on GCC Countries and Policy Implications»

تمحورت هذه الدراسة حول مدى قدرة اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي على الوقوف في وجه الأزمة الماليّة العالميّة؛ فقد كان للعلومة الماليّة العديد من النتائج، من بينها: تحرير التجارة، وانتقال رأس المال، وتحرير الصناعات المحليّة والماليّة على حدّ سواء. وعلى الرّغم من كون اقتصادات دول مجلس التعاون تعتمد بشكل كبير على إيرادات النفط ومشتقاته، وبالتالي يعتقد بتأثيرها بشكل كبير بهذه الأزمة، إلا أنّ هذه الدراسة حاولت الوقوف على أهمّ التحدّيات التي واجهتها هذه الدول. ويقدر حجم ما تعرّضت له دول مجلس التعاون الخليجي من خسائر بسبب تلك الأزمة الماليّة بما بين ٤٠٠ مليار دولار إلى تريليون دولار، أثّرت بشكل كبير في ثرواتها السياديّة، غير أنّ المعلومات لم تكن مؤكدة بشكل كبير، بسبب غياب الشفافية الكافية في الإفصاح. أمّا التآثيرات غير المباشرة للأزمة الماليّة في دول مجلس التعاون الخليجي، فقد تمثّلت في مشكلة السيولة لدى مصارفها، على الرّغم من الإجراءات التي اتخذت في سبيل مواجهتها. لذا أوصت الدراسة الجهات الحكوميّة في دول المجلس،

Shereef Ellaboudy, «The Global Financial Crisis: Economic Impact on GCC Countries and Policy Implications», *International Research Journal of Finance and Economics*, no. 41 (2010), pp. 180-194.

والمشرفة على الاقتصاد، بضرورة دعم السيولة من خلال سياسات رشيدة، وأخذ البنوك المركزيّة للتدابير اللازمة لتشجيع الائتمان، بالإضافة إلى دعوتها إلى الاستفادة من صناديق الثروة السياديّة في تمويل ودعم الشركات، وتطوير قطاعات اقتصاديّة بديلة.

٦ - دراسة (Mansoor & Jalal (2011)^(١٤) بعنوان: «The Global Business Crisis and Consumer Behavior: Kingdom of Bahrain as a Case Study»

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف تأثير الأزمة الماليّة العالميّة في سلوك المستهلكين في الخليج العربي. وقد اتخذت البحرين كدراسة حالة لها، وبحث في ما إذا كان سلوك هؤلاء المستهلكين قد تغيّر نتيجة لهذه الأزمة الماليّة. فكما هو معروف، فإنّ للانكماش المالي الحالي العديد من التأثيرات في الجوانب الماليّة والاجتماعيّة للمستهلكين. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أنّ المستهلكين في الخليج العربي قاموا بتغيير عاداتهم الشرائيّة بما يتوافق مع متطلّبات الأزمة الماليّة، بحيث خفّضوا من إنفاقهم على سلع الرفاه، وكذلك قلّت مستويات الادّخار لديهم بشكل كبير.

ثانياً: الدراسة التطبيقية

١ - مجتمع وعيّنة الدراسة

يتمثّل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في السوق الماليّة الكويتيّة، أمّا عيّنة الدراسة فإنها اقتصرّت على المصارف الكويتيّة المدرجة فيها، ويبلغ عددها ٩ مصارف للفترة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٨، وقد تمّ استثناء مصرف واحد بسبب عدم توفر البيانات اللازمة لتقدير متغيّرات الدراسة.

٢ - منهجيّة الدراسة: خطوات دراسة تأثير الأزمة الماليّة العالميّة في عوائد أسهم المصارف الكويتيّة

لقياس تأثير الأزمة الماليّة العالميّة في عوائد الأسهم غير العاديّة للمصارف الكويتيّة، تمّ استخدام منهجيّة دراسة الحدث (Event Study Methodology) التي تطلق على الدراسات التطبيقية التي تهدف إلى بحث العلاقة بين أسعار الأوراق الماليّة والأحداث الماليّة، مثل قياس مدى تأثير أسعار الأسهم بأحداث معيّنة، مثل: الأحداث السياسيّة، والأحداث الاقتصاديّة في المؤسسة، وتوزيعات الأرباح، إذ إنّ في يوم الحدث (Event Day أو Day Zero) تكون هناك معلومات غير عاديّة (Unexpected Information)، هي التي يراد قياس تأثيرها في أسعار الأسهم.

تمرّ دراسة الحدث بالخطوات التالية:

أ - تحديد يوم الحدث، وهو اليوم الذي شهد وقوع حدث ما ينتظر أن يؤثر في عوائد

(١٤) Durra Mansoor and Akram Jalal, «The Global Business Crisis and Consumer Behavior: Kingdom of Bahrain as a Case Study», *International Journal of Business and Management*, vol. 6, no. 1 (2011), pp. 104-115.

الأسهم. في الدراسة التي بين أيدينا، فإنّ يوم الحدث حدّد بيوم ١٢ شباط/ فبراير ٢٠٠٧، الذي شهد بداية الانهيار في البورصات العالميّة، نتيجة لعدم تسديد تسليفات الرهن العقاري.

ب - تحديد نافذة الحدث (Event Window)، وفيها يتمّ تحديد الأيام التي تسبق الحدث، والأيام التي تليه. وفي دراستنا هذه، تمّ تحديد ٤٠٠ يوم تسبق الحدث (تبدأ من ١ كانون الثاني/ يناير ٢٠٠٦، وتنتهي في ١١ شباط/ فبراير ٢٠٠٧)، كما تمّ تحديد ٤٠٠ يوم تلي الحدث (تبدأ من ١٣ شباط/ فبراير ٢٠٠٧، وتنتهي في ٢٣ آذار/ مارس ٢٠٠٨).

ج - تحديد فترة الاختبار (Test Period)، وهي التي تشتمل على: يوم الحدث ونافذة الحدث.

د - تحديد فترة التقدير (Estimation Period)، وهي فترة تسبق نافذة الحدث، وفيها تكون الأحداث قد سارت بشكل طبيعي. وفي هذه الدراسة تمّ تحديد فترة التقدير بـ ٧٢٠ يوماً (تبدأ من ١ كانون الثاني/ يناير ٢٠٠٤، وتنتهي في ٣١ كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٥).

هـ - يتمّ حساب العائد على السهم (R_i) لكلّ مصرف، والعائد على السوق (R_m) استناداً إلى دراسة سترونغ^(١٥) وفق المعادلات التالية:

• قياس العوائد اليومية للأسهم

تعدّدت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العاديّة بتعدّد الدراسات، ولا يوجد إجماع على أفضليّة أيّة طريقة منها. وفي هذه الدراسة، تمّ قياس عوائد الأسهم اليومية باستخدام اللوغاريتم الطبيعي للأسعار النسبية للأسهم معدّلة بالتوزيعات. ومن المعلوم أنّ العوائد اللوغاريتميّة، هي عوائد متصلة عبر الزمن (Continuous Time Returns)، وتعطى بالمعادلة التالية:

$$R_{i,t} = \ln[\text{Price Relative}] \quad (1)$$

$$R_{i,t} = \ln \left[\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right]$$

حيث إن:

$R_{i,t}$: العائد على سهم الشركة (i) في الفترة (t).

$P_{i,t}$: سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في الفترة (t).

$P_{i,t-1}$: سعر الافتتاح لسهم الشركة (i) في الفترة (t).

$D_{i,t}$: التوزيعات للشركة (i) في الفترة (t).

\ln : اللوغاريتم الطبيعي.

(١٥) Norman Strong, «Modelling Abnormal Returns: A Review Article,» *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 19, no. 4 (1992), pp. 533-553.

ولغايات هذه الدراسة، ووفقاً لدراسة صالح (Saleh, 2006)، فقد تمّ إجراء التعديلات التالية على أسعار الإغلاق اليومية للأسهم:

- استبعاد أثر تجزئة الأسهم، وذلك بتعديل سعر تداول السهم لليوم الذي تمّت فيه التجزئة، بضرب السعر بعدد الأسهم التي تمّت تجزئته الأصلي إليها، وذلك لاحتساب العائد اليومي لليوم الذي تمّت فيه التجزئة، في حين تمّ اعتماد سعر التداول بعد التجزئة، بهدف احتساب العائد اليومي الذي يلي يوم التجزئة.

- تمّ اعتماد سعر التداول لليوم الذي ينقطع فيه تداول سهم معيّن، على أساس سعر تداوله لليوم السابق لفترة الانقطاع.

تمّ استثناء الأرباح النقديّة الموزّعة (Dividends) (D_i)، حيث دلّت الدراسات السابقة على أنّ ذلك لا يؤثر في نتائج الدراسة.

وقد اختار الباحثون طريقة قياس عوائد الأسهم اليومية باستخدام اللوغاريتم الطبيعي، استناداً إلى ما أشار إليه سترونغ^(١٦) من أنّ العوائد اللوغاريتميّة مفضّلة نظرياً وتجريبياً. فمن الناحية النظرية، وجد أنها أكثر قابليّة (Tractable) عند تجميع عوائد الفترات الجزئية (Sub-period) لتشكّل عوائد في الفترات الأطول. أمّا من الناحية التجريبية، فإنّ العوائد اللوغاريتميّة هي أكثر احتمالاً لأن تكون موزّعة طبيعياً، وبالتالي تتفق مع افتراضات الطرق الإحصائيّة القياسيّة.

● قياس العوائد اليوميّة للسوق

تجدر الإشارة إلى أنّ عوائد السوق في هذه الدراسة قد تمّ احتسابها باستخدام المعادلة التالية، وباستخدام مؤشر بورصة الكويت المرجّح بالقيمة السوقية كممثل (Proxy) لعوائد السوق، ولكن بعد استبعاد التوزيعات، كما هو في معظم المؤشرات السوقية، حيث تمّت الإشارة إلى ذلك في دراسة أحمد وحسين (Ahmad and Hussain, 2001)، بمعنى أنّ عائد السوق يعطى بالمعادلة التالية:

$$R_{m,t} = \ln[\text{market price relative}] \quad (٢)$$

$$R_m = \ln \left[\frac{\text{Index}_t - \text{Index}_{t-1}}{\text{Index}_{t-1}} \right] \quad \text{حيث إن:}$$

R_m: العائد على السوق.

Index_t: مؤشر السوق في نهاية الفترة (t).

Index_{t-1}: مؤشر السوق في بداية الفترة (t).

Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

و - في فترة التقدير (EP) يتم تقدير معلمات نموذج العائد المتوقع $\hat{\alpha}, \hat{\beta}$ في المعادلة:

$$R_{i,t} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} R_m + \ell \quad (3)$$

وقد ظهرت كما هي في الجدول التالي الرقم (1):

الجدول الرقم (1) تقدير معلمات نموذج العائد المتوقع

المصارف الكويتية								المعاملات
KFIN	BURG	KIB	ALMUTAHED	ABK	CBK	GBK	NBK	
0.001	0.001	-0.001	-0.053	0.000	0.001	0.001	0.001	α
-0.012	-0.131	-0.167	2.458	-0.527	0.103	-0.046	0.094	β

ز - استخدمت المعلمات السابق تقديرها في التبوؤ بعوائد الأسهم في الفترة المقبلة (فترة الاختبار)، إذ تم الحصول على تقدير للعائد على السهم $\hat{R}_{i,t}$ استناداً إلى عائد السوق الحقيقي، كما هو ظاهر في الجدول الرقم (2).

الجدول الرقم (2)

متوسط العوائد اليومية في فترة التقدير والاختبار والعائد غير العادي

المصرف	متوسط العائد في فترة التقدير	متوسط العائد في فترة الاختبار	متوسط العائد المقدر في فترة الاختبار	متوسط العائد غير العادي
بنك الكويت الوطني NBK	0.00099	-0.00002	0.00099	-0.00098
بنك الخليج GBK	0.00107	0.00049	0.00109	-0.00058
البنك التجاري الكويتي CBK	0.00101	0.00081	0.00098	-0.00015
البنك الأهلي الكويتي ABK	-0.00071	-0.00072	-0.00058	-0.00015
البنك الأهلي المتحد Almutahed	-0.05062	-0.04441	-0.05158	0.00624
بنك الكويت الدولي KIB	-0.00160	-0.00286	-0.00157	-0.00129
بنك برقان BURG	0.00099	0.00166	0.00110	0.00058
بيت التمويل الكويتي KFIN	0.00101	0.00068	0.00099	-0.00028

ح - للحصول على العائد غير العادي (Abnormal Return) في فترة الاختبار (TP)، يتم طرح العائد المتوقع للسهم $\hat{R}_{i,t}$ من العائد الفعلي $R_{i,t}$ ، وقد ظهرت النتائج كما هي في الجدول الرقم (2).

ثالثاً: نتائج الدراسة وتوصياتها

بعد أن تمّ حساب العائد غير المتوقع في فترة الاختبار، يتمّ الآن اختبار فرضيّة الدراسة التالية:

H_0 : لا يوجد تأثير سلبي للأزمة الماليّة العالميّة في العائد غير العادي للمصارف الكويتيّة.

H_a : يوجد تأثير سلبي للأزمة الماليّة العالميّة في العائد غير العادي للمصارف الكويتيّة.

إنّ الفرضيّة العدميّة لهذه الدراسة تنصّ على عدم وجود تأثير سلبي للأزمة الماليّة العالميّة في العائد غير العادي للمصارف الكويتيّة؛ بمعنى أنّ العائد الفعلي خلال فترة الاختبار (Test Period) يكون مساوياً، أو أكبر من العائد المتوقع لهذه الفترة نفسها، وبالتالي سيكون العائد غير العادي حينئذ موجباً. أمّا الفرضيّة البديلة، فإنّها تنصّ على وجود تأثير سلبي للأزمة الماليّة العالميّة في العائد غير العادي؛ بمعنى أنّ العائد الفعلي خلال فترة الاختبار هو أقل من العائد المتوقع لهذه الفترة (Test Period) نفسها، وبالتالي سيكون العائد غير العادي حينئذ سالباً.

من أجل اختبار هذه الفرضية، تمّ استخدام اختبار العينة الأحاديّة (One Sample T-test) لاختبار فرضيّة الدراسة التي يمكن التعبير عنها بالرموز كما يلي:

$$H_0 : abnormal\ returns \geq 0$$

$$H_a : abnormal\ returns < 0$$

بناءً على هذا الاختبار، تكون قاعدة القرار بوجود تأثير سلبي للأزمة الماليّة العالميّة في العائد غير العادي للمصارف الكويتيّة إذا كانت قيمة (T-test) سالبة، وذات دلالة إحصائيّة. وقد كانت نتائج اختبار فرضيّة الدراسة، كما هي في الجدول الرقم (٣).

الجدول الرقم (٣)

نتائج اختبار فرضيّة الدراسة

المصرف	متوسط العائد غير العادي	الانحراف المعياري	t-Test	p-value
بنك الكويت الوطني NBK	-0.00098	0.01648	-1.435	0.152
بنك الخليج GBK	-0.00058	0.01792	-0.776	0.438
البنك التجاري الكويتي CBK	-0.00015	0.01877	-0.191	0.849
البنك الأهلي الكويتي ABK	-0.00015	0.04536	-0.081	0.936
البنك الأهلي المتحد Almutahed	0.00624	0.20814	0.721	0.471
بنك الكويت الدولي KIB	-0.00129	0.06319	-0.491	0.624
بنك برقان BURG	0.00058	0.01852	0.752	0.452
بيت التمويل الكويتي KFIN	-0.00028	0.01862	-0.358	0.721

من الجدول الرقم (٣) يلاحظ أنّ متوسط العائد غير العادي لجميع المصارف الكويتية كان سالباً. وهذا يشير إلى وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية في عوائد تلك المصارف، إذ إنّ العائد الفعلي خلال فترة الأزمة كان أقلّ من العائد المتوقع قبل حدوث هذه الأزمة. كذلك يلاحظ ارتفاع الانحراف المعياري، ممّا يعني وجود تباين كبير في عوائد المصارف الكويتية خلال هذه الفترة الحرجة. وعند اختبار فرضية الدراسة بوجود تأثير سلبي للأزمة في العوائد غير العادية للمصارف الكويتية، يلاحظ من الجدول تحقّق شرط واحد، وهو سلبية العوائد خلال هذه الفترة، وظهور معلمة الاختبار بقيمة سالبة، غير أنّها لم تكن ذات دلالة إحصائية. بناءً على ذلك، فإننا لا نستطيع رفض الفرضية العدمية من عدم وجود تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية للمصارف الكويتية.

إنّ نتائج الدراسة تشير إلى تعافي القطاع المصرفي الكويتي من التداعيات الحادة للأزمة المالية العالمية، نتيجة للجهود التي بذلتها الجهات الحكومية في ضخّ السيولة إلى القطاع المصرفي، ودعم جانب الأصول والالتزامات؛ إذ ساعدت كل هذه الجهود على زيادة الثقة في القطاع المصرفي الكويتي بشكل خاص، وبالسوق المالية الكويتية بشكل عام. إنّ السرعة في اتّخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهة الصّدّامات الخارجية لتجنّب تباطؤ النشاط الاقتصادي، والتصدي للمخاطر النظامية، كان لها الأثر الكبير في تقليل الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية في الاقتصادات العربية. كما أنّ الإصلاحات الاقتصادية الشاملة التي نفّذها عدد من الدول العربية غير النفطية، ساهم في احتواء تداعيات الأزمة نسبياً، وسهّل قدرتها على إدارة تبعات هذه الأزمة على الوضع المالي، وميزان المدفوعات لديها.

بناءً على هذه النتائج، فإنّ الدراسة توصي الجهات المنظمة لعمل المصارف الكويتية والعربية، باتّخاذ التدابير اللازمة لتطوير وتعميق الأدوات الرقابية والتنظيمية في المصارف، للتصدي للأزمات المالية ومخاطرها النظامية، وتشجيع التعاون المصرفي العربي؛ إذ كان من الملاحظ غياب التنسيق الكافي بين الأجهزة المصرفية العربية خلال الأزمة المالية العالمية، وتطوير خطط طوارئ لمواجهة النقص في السيولة خلال الأزمات المالية. كذلك توصي الدراسة السوق المالية الكويتية، والأسواق العربية، باتّخاذ الإجراءات الكفيلة بزيادة مستويات الحاکمية المؤسسية، إذ إنّ الحاکمية المؤسسية لها الأثر البالغ في تلافي التعرّض المالي، خاصّة في القطاعات المصرفية ■

من جديد

مركز دراسات الوحدة العربية

سلسلة «أوراق عربية»

يُصدر مركز دراسات الوحدة العربية سلسلة من الدراسات جديدة، تحت عنوان أوراق عربية، بدءاً من شهر آب/أغسطس ٢٠١١، تنفيذاً لبرنامجها العلمي (٢٠١٠ - ٢٠١٤) الذي أقر مشروع السلسلة.

- تُعنى أوراق عربية بنشر مادة فكرية ميسرة لقاعدة واسعة من القراء، في موضوعات وشؤون مختلفة (سياسية، اجتماعية، اقتصادية، لغوية، إعلامية، عسكرية، وسير شخصيات وأعلام...).
- تسعى أوراق عربية إلى تنمية تقاليد القراءة لدى الشباب، وبالتالي ربط قرائها بالقضايا والإشكاليات الكبرى التي تشغل النُخب والرأي العام، وتتصل بالمصير والمستقبل في وطننا العربي، والعالم من حولنا.
- نُفُذت أوراق السلسلة في حجم صغير، لا يتجاوز من حيث عدد الكلمات السبعة آلاف كلمة، للورقة الواحدة، وهو ما يشير إلى أن هذه الدراسات لا تقصد التوسّع أو التخصص المعمق، وإنما تفتح لقارئ موادها أفقاً أمام الفضول العلمي بما يدفعه إلى طلب المزيد في ما هو أوسع من الدراسات وأعمق، فيكون المراد بالسلسلة توفير المداخل والعموميات الضرورية لتهيئة قرائها للاتصال بالنصوص المتخصصة.
- يشارك في كتابة هذه «الأوراق» نخبة من المفكرين والباحثين العرب.