

تاريخ الـبرسال (2018-11-25). تاريخ قبول النشر (2019-02-26)

- * 1 أ. معالي محمد اليوسفي : اسم الباحث الأول:
2 د. مراون محمد أبو عرابي : اسم الباحث الثاني:

- 1 اسم الجامعة والبلد (للأول) جامعة الكويت، الكويت
2 اسم الجامعة والبلد (للتاني) جامعة العلوم الإسلامية العالمية - عمان - الأردن

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address:

drmarwan1974@yahoo.com

أثر تغير معدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت في الفترة من 2017-2012

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى استعراض أثر كل من: التغير في معدل الخصم، والسياسات النقدية لبنك الكويت المركزي، وتطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال في الكويت، على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي والحصول على البيانات من بورصة الكويت، ومن خلال تحليل عينة من الشركات المساهمة بواقع (18) شركة، وتوزيع استبانة على عينة من مديري شركات الخدمات المالية وبواقع (18) مديراً. توصلت الدراسة إلى وجود أثر دال إحصائياً لكل من التغير في معدل الخصم، والسياسات النقدية لبنك الكويت المركزي، وتطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال في الكويت، على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية.

كلمات مفتاحية: معدل الخصم - المؤشر الوزني - بورصة الكويت

The impact of the change in the discount rate on the weighted index of the financial services sector in the Kuwait Stock Exchange In the period from 2012-2017

Abstract:

The aim of this study was to review the impact of: the change in the discount rate, the monetary policies of the Central Bank of Kuwait, and the implementation of the executive regulations of the Capital Market Authority in Kuwait on the weighted index of the financial services sector. The analytical descriptive approach were obtained and the acquisition of data from the Kuwait Stock Exchange, through the analysis of a sample of the Public Shareholding Companies by (18) companies, and the distribution of a questionnaire on a sample of managers of financial services companies with 18 managers.

The study found a statistically significant effect on the weighted index of the financial services sector for both the change in the discount rate, the monetary policies of the Central Bank of Kuwait and the implementation of the Executive Regulations of the Capital Market Authority of Kuwait.

Keywords: discount rate - weighted index - Kuwait Stock Exchange

المقدمة

تشكل أسواق الأوراق المالية الأولية والثانوية (البورصات) ركناً أساسياً من أركان هيكل القطاع المالي في أي اقتصاد يقوم على أساس التعامل الحر ويدرك أهمية تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات المختلفة واستثمارها من خلال أدوات مالية متنوعة، إذ أن هذه الأدوات تسهل عملية إنشاء المشاريع أو توسيعها من خلال توفير المال الذي يعد عنصراً أساسياً من عناصر الإنتاج، كما أن نجاح هذه المشاريع يؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، ويبرر دور هذه الأسواق وأهميتها عندما تلبي متطلبات تمويل اقتصاد بلدانها، وذلك عندما تتميز آلياتها بالاستمرارية في العطاء والديناميكية الخلاقة الملائمة لظروف البيئة التي تعمل فيها (حسين، 2015، 2).

ويمكن دور البورصات في جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف فعال له أثر إيجابي، وذلك من خلال طرح الأسهم والصكوك التي تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتدفع أصحاب الأموال إلى تحويل أموالهم لاستثمارات يتم توظيفها بشكل مناسب، وتعد البورصة أداة استثمار فعالة تلبي حاجات جميع المستثمرين على اختلاف قدراتهم المالية، حيث تمكن المستثمر الصغير (الذي لا يمكنه إقامة المشاريع) من الاستثمار على الرغم من صغر ما يملكه من رأس المال. (خلف، 2011، 11)

ونظراً لأهمية الأسواق المالية بشكل عام، فإن الدول تسعى إلى تشجيع الاستثمار في هذه الأسواق سواء أكان استثماراً محلياً أم أجنبياً، وفي سبيل ذلك فإنها تعمل على وضع السياسات المختلفة والكفيلة بجذب وتشجيع الاستثمارات في الأسواق المالية، ومن هذه السياسات رفع أو خفض معدل الخصم، والسياسات النقدية للبنك المركزي، والتشريعات الهادفة إلى ضبط وتنظيم الأسواق المالية والرقابة عليها.

ويعد سوق الكويت للأوراق المالية من الأسواق المالية العريقة في المنطقة العربية، فقد ابتدأ نشاطه في العام 1952 بعد تأسيس بنك الكويت الوطني، أول بنك في دولة الكويت. ولطالما كان يتمتع بسمعة تداول قوية منذ بداية نشأته، ولكن في بداية الثمانينات مرت عليه بعض الأزمات كأزمة 1982، حيث انتقل النشاط الرئيسي للأسهم من البورصة الرسمية إلى سوق ثانوي بعد الضوابط التي تم استحداثها إبان أزمة 1976، فنشطت عمليات تأسيس الشركات الكويتية المقفلة وكذلك الخليجية، وكان بعضها حقيقياً وبعضها الآخر وهمياً، كما بدأ التداول بالأجل، بالإضافة إلى التداول النقدي، وقد استفحل التداول بالأجل بشكل كبير وخطير جداً قبيل حدوث الأزمة في صيف عام 1982، حيث كان سعر السهم يتضاعف - وربما لعدة مرات - عند الاتفاق على صفقته بالأجل، حتى بالأجل القصير الذي لا يتجاوز 12 شهراً، ولغياب التشريعات وأدوات الاستثمار فقد قدرته على منافسة الأسواق الجديدة الناشئة في المنطقة. ربما كان لغياب هيئة أسواق مال الأثر الكبير في تعثر السوق الكويتي. وبعد تقديم طلب إنشاء هيئة أسواق المال؛ تم تأسيسها في العام 2010، بالإضافة إلى تحويل سوق الكويت للأوراق المالية إلى شركة خاصة تحمل اسم بورصة الكويت.

مشكلة الدراسة

تمتلك الحكومة الكويتية أغلب القطاعات الاقتصادية، واقتصاد البلد يعتمد على النفط الذي تملكه الحكومة، لذا تكاد فرص الاستثمار تكون معدومة، وعليه فإن الاستثمار في الدولة في إما عقاري (وهو مكلف جداً لمتوسطي الدخل وهي تمثل أغلبية الشعب) أما الخيار الثاني فهو الاستثمار في البورصة (اليوسفي، 2009).

ولما للأسواق المالية من أهمية في الاستقرار الاقتصادي للكويت، فإن الحكومة الكويتية تسعى لتشجيع الاستثمار في هذه الأسواق، من خلال العديد من الإجراءات كالتحكم في معدل الخصم والسياسات النقدية ومراقبة وضبط الأسواق المالية. وتأسيساً على ما سبق فإن مشكلة الدراسة تتحدد من خلال الإجابة على السؤال الرئيس التالي: (ما أثر تغير معدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت؟)

فرضيات الدراسة

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للتغير في معدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للسياسات النقدية لبنك الكويت المركزي على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت؟

H03: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ لتطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت؟

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي

- 1- استعراض أثر التغير في معدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية.
- 2- التعرف على أثر السياسات النقدية لبنك الكويت المركزي على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية.
- 3- التعرف على أثر تطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال في الكويت على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية.

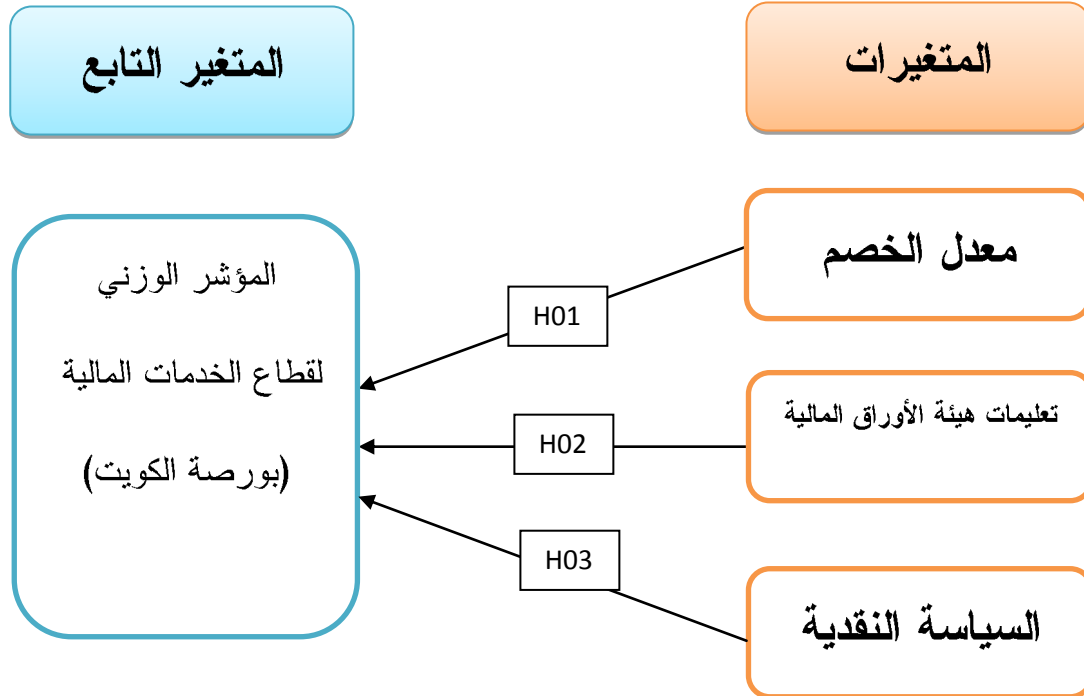
أهمية الدراسة

تأتي أهمية هذه الدراسة من أهمية الموضوع بحد ذاته، إذ تؤدي أسواق المال (البورصات) دوراً أساسياً في الاستقرار الاقتصادي، ولذا فإن من الأهمية بمكان أن تولي الحكومة الكويتية هذه الأسواق الاهتمام الكبير وتصدر التعليمات والتشريعات المختلفة لتشجيع الاستثمار فيه.

كما تبرز أهمية الدراسة كذلك أنها من الدراسات النادرة- في حدود علم الباحثان- التي تطرقت إلى أثر كل من سعر الخصم والسياسات النقدية للبنك المركزي الكويتي وتعليمات هيئة الأوراق المالية الكويتية على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية، والذ بدوه يعد انعكاساً لمستوى الاستثمارات في السوق المالي.

انموذج الدراسة

تم بناء إنموذج الدراسة الموضح في الشكل التالي:



ويوضح إنموذج الدراسة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، كما يأتي:

1- المتغيرات المستقلة:

- معدل الخصم في دولة الكويت.
- تطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال في دولة الكويت
- السياسات النقدية لبنك الكويت المركزي

2- المتغير التابع: المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت

محددات الدراسة

- محددات مكانية: تقتصر الدراسة على بورصة الكويت فقط وبالأخص قطاع الخدمات المالية .
- محددات زمانية: البيانات المستخدمة للدراسة ضمن الفترة من 2012 إلى 2017
- محددات علمية: عدم توفر عدد كبير من دراسات سابقة تخص موضوع المؤشر الوزني لبورصات المنطقة.

الإطار النظري للدراسة

الأسواق المالية (اليورصات)

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتتمدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب" (البساط، 2010، 12)، كما عرفت بأنها سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح للمبادلات واسعة النطاق وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات (عبد الحميد، 2008، 22).

و يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها: "سوق منظمة تتفق في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة" (أحمد، 2013، 34) وما يميز هذا التعريف عن التعريفات السابقة هو أنه أظهر بجلاء دور سوق الأوراق المالية في المساهمة الفعالية في إحداث التنمية الاقتصادية وذلك من خلال أنه يهدف إلى تجميع المدخرات والتمويل الناجح للمشروعات، فالمعنى الواسع للسوق المالي يشتمل على كافة النظام المالي والذي يتألف من المصارف التجارية بأنواعها والمعاملات المالية قصيرة أو طويلة الأجل والوسطاء الماليين وغيرهم.

ويلاحظ من خلال التعريفات السابقة أنها وضعت للسوق المالية عدة ميزات منها أنها "سوق منظمة" تميزاً لها عن السوق العادية "سوق السلع" الذي تتم فيه المبادلات بدون قوانين أو لوائح تحكم عمل هذا السوق وهي أيضاً تقام في مكان ثابت متعارف عليه بين المتعاملين بعكس السوق العادية.

وظائف الأسواق المالية

تقوم الأسواق المالية بالوظائف الهامة التالية:

1- تقديم التسهيلات والترتيبات اللازمة لتحويل المدخرات من الأفراد الذين يتوافر لديهم فائض من الأموال وليست لديهم فرص استثمارية منتجة لاستثمار هذا الفائض إلى الأفراد أو المنظمات الذين لديهم فرص استثمارية منتجة ولكن يفتقرون إلى التمويل اللازم لتمويل هذه الفرص.

2- تقديم التسهيلات والترتيبات التي تمنح أصحاب الأصول المالية كحصة الأسهم والسندات من بيع هذه الأصول عند الضرورة لتمويل احتياجاتهم المالية العاجلة. وهذه الوظيفة للأسواق المالية لتمويل احتياجاتهم المالية العاجلة (حنفي، 2018، 45).

3- تسعير الأصول المالية وذلك من خلال تفاعلات قوى العرض والطلب داخل السوق، فالمشترون لهذه الأصول المالية يرغبون في تعظيم معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة، وذلك بعرض أقل سعر ممكن، بينما يسعى البائعون إلى الحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة ممكنة، لذلك فأسعار الأوراق المالية داخل هذه الأسواق هي بمثابة إشارات تكيفية تخصيص موارد المجتمع (النجار، 2002، 147).

4- تخفيض بعض التكاليف المرتبطة بعقد الصفقات والمتمثلة في تكاليف البحث عن مشروع أو بائع لأصل ما وكذلك تكاليف الحصول على المعلومات اللازمة لتقييم الأصول المالية قبل شرائها فمع توافر مكان مخصص لتلقي البائعين والمشتريين يعفى المستثمرون من تكاليف البحث، علاوة على إعفائهم من تكاليف الحصول على المعلومات الملائمة، وذلك إذا اتصف السوق بالكفاءة لأن أسعار الأصول المالية داخل السوق الكفاء تعكس بصورة فورية كل المعلومات الملائمة عن الأصول المالية التي يتم تداولها داخل السوق (قندوز، 2010، 15).

إن انخفاض تكاليف عقد الصفقات يؤدي إلى تحفيز المتعاملين في السوق من بائعين ومشتريين للأصول المالية إلى عقد الصفقات وبالتالي حقن السوق بالمعلومات التي تتوافر لهم عن المنظمات الجيدة، والمنظمات الجيدة والمنظمات غير الجيدة. فيتوافر الأوراق المالية للشركات ذات الأداء الغير جيد وشراء الأوراق المالية للشركات ذات الأداء الجيد وبالتالي حقن السوق بهذه المعلومات التي تعكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للمنظمة المصدرة للورقة المالية.

أما إذا كانت تكاليف عقد الصفقات مرتفعة بالدرجة التي يتلاشى معها عائد الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية فلا يكون هناك الدافع لدى الأفراد الذين تتوافر لديهم معلومات عن هذه الفرص لشراء الأوراق المالية للمنظمات أصحاب هذه الفرص الاستثمارية، الأمر الذي يعني حجب معلومات هامة عن منظمات ذات أداء جيد داخل السوق أي عدم اتصاف السوق بالكفاءة الإعلامية وما يترتب عليه من عدم تخصيص موارد المجتمع التخصيص الكفء بما يضر بالاقتصاد القومي، لذلك لا بد من توافر العديد من المتنافسين من شركات السمسرة وصناع السوق كأحد أساليب تخفيض تكاليف عقد الصفقات (النجار، 2002، 174-175).

مما تقدم يتبين لنا أهمية وجود البورصة فهي في الواقع تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية والمستثمرون في تلك الأوراق. إذا ان كونها تجمع بين البائع والمشتري في مكان واحد يساعد على سهولة تداول الأوراق المالية من حيث توفير ركن العلانية للمستثمر عن مركز الشركة المالية، وحالة الطلب والعرض على أي ورقة مالية، واتجاه الأسعار وهذا كله يساعد بدوره على جذب المستثمرين وتوجيه مدخراتهم ووضع خططهم الاستثمارية منحو هذه المنشآت.

أداء الأسواق المالية وعلاقته بأداء الاقتصاد القومي

إن الأداء الجيد للأسواق المالية يعنى القدرة على تعبئة مدخرات أفراد المجتمع وتوجيهها للفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية (ربحية) التي تخدم أغراض نمو الاقتصاد القومي وتحقيق مستوى معيشة أفضل لأفراد المجتمع، بعبارة أخرى ان حسن أداء الاقتصاد القومي يتطلب وجود أسواق مالية قادرة على تخصيص موارد المجتمع بشكل كفء، فالتخصيص المبني على تحويل المدخرات من الأفراد او المنظمات الذين لا يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة الى الأفراد او المنظمات الذين يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة يؤدي الى زيادة الكفاء داخل المجتمع (البدوي، 2006، 39).

إن مجرد وجود أسواق مالية داخل مجتمع ما لا يعني بالضرورة قدرة هذه الأسواق على التخصيص الكفء لموارد المجتمع، بل لا بد من وضع الضوابط والترتيبات والتشريعات الحكومية لإزالة أي مشكلات أو عوائق تؤثر على أداء هذه الأسواق المالية.

وتعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات من المشكلات الهامة التي يجب التصدي لها من تحدثه من اثار سلبية على أداء الأسواق المالية وبالتالي على أداء الاقتصاد القومي، والمقصود بعدم تماثل المعلومات هو عدم إلمام احد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر لهذه الصفقة بما لا يمكنه من اتخاذ القرار الصحيح، فعلى سبيل المثال نجد ان مديري منظمات الأعمال يتوافر لديهم الكثير من المعلومات عن أداء شركاتهم في الوقت الذي لا تتاح فيه هذه المعلومات للكثير من الأفراد الراغبين في شراء الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات الأمر الذي لا يمكن هؤلاء الأفراد من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة (هارون، 2009، 187).

ويترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشكلات يعدان أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية: المشكلة الاولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ والمشكلة الثانية تحدث بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية.

بورصة الكويت

تأسست بورصة الكويت في العام 2014، وتولت مسؤولية تشغيل سوق الكويت للأوراق المالية. وهي شركة خاصة مستقلة حصلت على ترخيص رسمي لتشغيل وإدارة عمليات سوق الكويت للأوراق المالية والذي كان حتى أكتوبر 2016 تحت رقابة هيئة أسواق المال. إلى أن تم خصخصة سوق الكويت وتحويله إلى شركة البورصة. وبعدها بحوالي عام تمت ترقية بورصة الكويت إلى سوق ناشئة .

وقد كان العام 1983 هو عام صدور المرسوم الأميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية بمفهومه العصري المعروف اليوم وتم تكليفه بمهام تشغيل السوق المالية وتنظيم أنشطة التداول وضبطها. ومع تطور سوق الكويت للأوراق المالية تم تطبيق أول نظام للتداول الإلكتروني وإدخال السوق الآجل، وسوق البيوع المستقبلية وسوق الخيارات (الموقع الرسمي، بورصة الكويت). وبورصة الكويت تتكفل باتخاذ كافة الإجراءات الهادفة إلى تنمية المعاملات، والمحافظة على استقرار التعامل حسب لوائح هيئة أسواق المال. ومن شروط إدراج الشركات المساهمة في بورصة الكويت أن يتجاوز رأس مالها في قيد أوراقها المالية 2 مليون دينار كويتي وأن تكون قد حققت أرباح صافية خلال آخر سنتين قبل إدراجها. كما وعليها أن تفصح عن بياناتها بشكل ربع سنوي. تستخدم البورصة نظام الكتروني عالي المرونة وحدود التداول الأدنى هي سهم واحد والأعلى هو 5 مليون سهم. تعتبر بورصة الكويت سوق محلية حيث أن 85 % من مستثمريها من الجنسية الكويتية. وقد كان الافراد هم أكثر المتعاملين، فقد استحوذوا على 49 % من الأسهم حتى العام 2016. ومع نهاية العام 2016 انخفض عدد الشركات المدرجة إلى 184. بعد أن كان أعلى عدد للشركات هو 217 في منتصف العام 2011. لكن الشركات المنسحبة في العام 2016 لم يكن لها قيمة سوقية تذكر؛ حتى وإن كانت مجتمعة؛ ولذلك لم يكن لها تأثير حقيقي على البورصة (التقرير المالي، هيئة أسواق المال). لكن حسب تقرير الشال الاقتصادي الأسبوعي (2017، 27)، والذي أكد فيه أن قيمة الشركات السوقية المنسحبة ليست ثقيلة، لكن كان لانسحابها تأثير سلبي على الثقة في البورصة. وبالرغم من المعارضة الدائمة في تقارير الشال للتدخل الحكومي بضخ سيولة إذا كان بدون جهد احترافي، إلا أنه اقترح هذه المرة أن تقوم الحكومة بشراء الشركات التي كانت تنوي الانسحاب بعد دراسة وتقييم إعادة هيكلة مالية لها.

وهذه الشركات البالغ عددها (184) شركة، هي شركات تندرج تحت 14 قطاع هم النفط والغاز، مواد أساسية، صناعية، سلع استهلاكية، رعاية صحية، خدمات استهلاكية، اتصالات، منافع، بنوك، تأمين، تكنولوجيا، عقار، خدمات مالية وأدوات مالية. وعدد المؤشرات في بورصة الكويت ثلاثة وهي؛ المؤشر السعري، المؤشر الوزني ومؤشر كويت. وقد عرفت بورصة الكويت نوعين من الأوراق المالية وهي الأسهم والسندات. ومنذ عام 1990 تم السماح بإنشاء صناديق استثمارية كتتويج لأدوات الاستثمار الجماعي.

هيئة أسواق المال

أنشئت هيئة أسواق المال في العام 2010 كهيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. ومن مهامها تنظيم أنشطة الأوراق المالية، الاشراف والرقابة على الجهات الخاضعة لها. تطوير وتنويع الأدوات الاستثمارية وتقليل الأخطار النمطية المتوقعة وحماية المتعاملين بالإضافة إلى توعية الجمهور .

وقد فوضت الهيئة شركة بورصة الكويت للأوراق المالية بإدارة الأصول المالية والمعنوية لسوق الكويت للأوراق المالية. وأصبحت الهيئة هي المسؤولة عن التشريع والإدراج في البورصة ومنح التراخيص فيها، ومنها تراخيص أنظمة الاستثمار الجماعي (التقرير المالي، هيئة أسواق المال).

أهم أهداف هيئة أسواق المال تطوير مؤشرات السوق، لاسيما مؤشرات الإنذار المبكر والمرتبطة بمخاطر أسواق المال في الكويت. وعليه فإن الهيئة تتبع أداء أسواق المال ما بين الانتعاش والركود وتقييم المخاطر، ثم تبني سياسات إصلاحية استباقية للحد من أي آثار سلبية. وحسب التقرير المالي السنوي للهيئة (2016) فإنها بصدد استحداث مؤشرات جديدة لإعطاء صورة أوضح وأدق حول أداء السوق ومساعدة المتداولين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية السليمة.

ومن الإجراءات التنظيمية الخاصة بالشركات الخاضعة لإشراف الهيئة زيادة وتخفيض رؤوس الأموال، ومنح الموافقات ونشرات الاكتتاب، بيع وشراء أسهم الخزينة وإصدار أدوات الدين والتصنيفات الخاصة بالشركات والانسحاب الاختياري. وفي المجال الرقابي للهيئة، أنها معنية بالرقابة على التداول، وتعزيز حوكمة الشركات، مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب. وقد بدأت بتنفيذ اللائحة التنظيمية وعليه تم إيقاف عدد من الشركات المدرجة بصفة مؤقتة بسبب حالات إفصاح عن المعلومات الجوهرية. كما أنها تراقب إعلانات البورصة والشركات المدرجة في الصحف ووسائل الإعلام (الموقع الرسمي لهيئة أسواق المال الكويتي).

وداخلياً فإنها تفرض على منتسبيها التصريح السنوي لممتلكاتهم عبر نظام الإفصاح الإلكتروني لضمان عدم استخدام سلطاتهم في التنفيـع الشخصي .

وعلى صعيد تنمية أسواق المال فإن من مشاريعها ترقية بورصة الكويت. وقد حصلت بورصة الكويت في أكتوبر 2017 على تصنيف سوق ناشئ من منظمة التتبع المالي (Financial Tracking Service).

وبحسب تقرير الهيئة، فإنها في طور تنمية الأسواق في الكويت، وهي بصدد إعداد دراسة حول المنافع المترتبة على قيام الدولة ببيع جزء من ملكيتها في مؤسسة البترول الكويت وما نسبته حوالي 30% إلى المواطنين مباشرة من خلال اكتتاب عام في بورصة الكويت لكي تساهم في توظيف المدخرات وتسريع عملية تصنيف السوق ليكون أكثر قدرة على التنافس ولجذب الاستثمارات الأجنبية.

بنك الكويت المركزي

تأسس بنك الكويت المركزي في العام 1969، وهو المسؤول عن رسم السياسة النقدية في دولة الكويت وتنظيم المهنة المصرفية. وتهدف هذه السياسة للحفاظ على الاستقرار المالي للنظام المصرفي واحتواء آثار التضخم ونمو الدخل القومي كما عليه متابعة سيولة البنوك وحجم الائتمان وفرض قرارات منظمة العمل ومتابعتها. ومن أهم الأدوات المستخدمة لتحقيق هذه الأهداف هي عمليات السوق المفتوح، سياسة الاحتياطي الإلزامي وتحديد قيمة الخصم والفائدة.

ويتولى إدارة بنك الكويت المركزي ثنائي أعضاء، يرأسهم محافظ البنك ثم الأعضاء هم نائب المحافظ وممثل وزارة المالية وممثل وزارة التجارة والصناعة و أربع أعضاء يتم اختيارهم ممن لهم خبرة في الشؤون المالية والمصرفية والاقتصادية، حيث يتم تعيينهم جميعاً بمرسوم أميري (الموقع الرسمي، بنك الكويت المركزي).

ومن صلاحيات مجلس إدارة بنك الكويت المركزي رسم السياسة النقدية والائتمانية، وتقرير نظام خصم وإعادة خصم الأوراق التجارية ومنح القروض وتحديد الضمانات المطلوبة وتحديد الحدود العليا للقروض الممكن منحها للبنوك التجارية في الدولة. بالإضافة إلى اتخاذ القرارات المتعلقة بالأمور التنظيمية والرقابية الخاصة بالأنشطة المصرفية والمدولة في طلبات السلف المقدمة من الحكومة. وتحديد مقدار المبالغ المخصصة لشراء وخصم سندات القروض العامة وأذونات الخزينة الحكومية، وإنشاء غرف المقاصة وإنشاء صندوق المتقاعدين وتحديد مساهمات البنك المركزي فيه. إقرار تقديرات الإيرادات والمصروفات السنوية واعتماد الميزانية العمومية السنوية والحساب الختامي للبنك. كما يضع المجلس السياسات الداخلية المتعلقة بالشئون المالية والإدارية لضمان حسن سير إدارة البنك ويعتمد التقرير السنوي للبنك والذي يتم تقديمه لوزير المالية في الدولة.

معدل الخصم

هناك الكثير من تعريفات معدل الخصم والكثير أيضاً من الأساليب التي يتم بها حساب معدل الخصم، وقد عرف بعض الكتاب معدل الخصم للتدفقات النقدية على أنه: "معدل الخصم الذي يحول العوائد المتوقعة من مشروع استثماري لقيمتها السوقية الحالية، والذي يهدف إلى تعويض النقص في القيمة الحقيقية للأموال نتيجة تأكلها عبر الزمن بفعل عامل التضخم" (الغالي، 2015، 122)

ويعرف معدل الخصم على أنه: " المعدل المستخدم لقياس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية كما في عملية حساب التدفق النقدي المخصوم. ومن المفترض أن يعكس معدل الخصم معدل العائد المنتظر أو المتوقع الحصول عليه نظير الاستثمار في منشأة ما أو في نشاط ما، ويقدر معدل الخصم عادة عن طريق قياس تكلفة الفرصة البديلة للتدفقات النقدية المتخلى عنها في الوقت الحالي مقابل الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية" (لطفي، 2004، 46).

الدراسات السابقة

لم يكن هناك - في حدود علم الباحثان - العديد من الدراسات التي بحثت في موضوع تغيير معدل الخصم وأثره على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية، وتم تلخيص مجموعة من الدراسات ذات العلاقة غير المباشرة بموضوع الدراسة، وترتيبها من الأحدث إلى الأقدم، وكما يأتي:

أجرى (شعيب، 2015)، دراسة هدفت إلى معرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة (العائد على حقوق المساهمين، العائد على اجمالي الأصول، إجمالي الديون على إجمالي الأصول ونصيب السهم من صافي الأرباح) على المتغير التابع (أسعار الأسهم) ومن هي المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على هذا الأخير، وقد شملت عينة الدراسة 9 مؤسسات مدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية موزعة على مختلف القطاعات، كما غطت هذه الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من الفصل الأول 2010 إلى غاية الفصل الرابع 2013. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وبين أسعار أسهم مؤسسات العينة، وبعد اختيار عدة نماذج باستخدام الإنحدار المتعدد تمكنا من التوصل إلى النموذج الأمثل والمناسب والذي له علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة الثلاثة العائد على حقوق المساهمين، اجمالي الديون على اجمالي الأصول ونصيب السهم من صافي الأرباح، كما أظهرت النتائج أن لكل متغير مستقل علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية مع أسعار الأسهم ما عدا المتغير المستقل العائد إجمالي الأصول ليس له دلالة إحصائية مع أسعار الأسهم .

كما أجرى العتيبي ومشير (Mishra & AlOtaibi, 2015)، دراسة هدفت إلى التعرف على أثر التقلبات العالمية والإقليمية على الأسواق الخليجية للأسهم، وقد ذكر الباحثان أن فهم أسباب التقلبات في غاية الأهمية لرسم التصورات للمنظومة المالية والتكامل التمويلي بالإضافة إلى الظروف المحيطة ومالها من تأثير خطير على القرارات والمتطلبات لضبط الموارد المالية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي.

أظهرت نتائج الدراسة أن السوق السعودي هو الأكبر في المنطقة من حيث رأس المال، وكشف أن التقلبات في السوق السعودي له تأثير على جميع الأسواق في المنطقة باستثناء السوق في الكويت. لكن السوق الكويتي تأثر بشدة في الأزمات الاقتصادية العالمية الأخيرة لارتباطه القوي بالأسهم العالمية، لاسيما البنوك والأسواق النقدية الأمريكية. وكان أكبر أثر لانخفاض السيولة فيه من 189 بليون دولار في العام 2007 إلى 95.9 بليون دولار فقط في العام 2009.

وجاءت دراسة أبو عرابي والقرعان (Abu Orabi & Al qurran, 2015) بهدف التعرف على تأثير التقلبات في سوق عمان المالي من حيث الكفاءة والعوائد، خلال فترات 2004-2012، من خلال الاستفادة من تكرارات خوارزمية المربعات التراكمية، نماذج GARCH و GARCH-M. وقد بينت الدراسة أن التغيرات في التقلبات تنشأ من تطور أسواق الأسهم الناشئة، والتبادل تغيرات سياسة السعر والأزمات المالية. وبالرغم من تشابه الظروف الاقتصادية والسياسية في المنطقة إلا أن الكويت تحاول وببطء أن تحرر اقتصادها مقارنة بالدول المجاورة وذلك لكي تزيد منك الاستثمارات الخارجية.

واستهدف دراسة (الأزهر، 2013)، التعرف على واقع البورصات العربية وأهم خصائصها، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج المقارن بالإضافة إلى المنهج التاريخي. أظهرت نتائج الدراسة أن تفعيل التكامل بين البورصات العربية من شأنه أن يسهل إنسياب الأموال داخل الوطن العربي ما يشجع على قيام استثمارات عربية مشتركة يقودها القطاع الخاص بدعم التعاون بين الدول العربية في مختلف المجالات، وتشكل لبنة أساسية لقيام التكامل الاقتصادي العربي.

أما دراسة (المصري، 2011) فقد هدفت التعرف إلى تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية وبالتالي الحكم على كفاءة بورصة فلسطين. وتم تجميع أسعار الإغلاق الأسبوعية من 2006م وحتى 2009م، حيث تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة لفحص درجة الاستقلالية واختبار التوزيع الطبيعي للحكم على كفاءة البورصة، واستخدم اختبار بيرسون لمعرفة ارتباط القطاعات الخمس مع بعضها البعض، واستخدم اختبار أريما لمعرفة اتجاه وحركة أسعار الإغلاق وإمكانية التنبؤ بالمستقبل. خلصت الدراسة إلى أن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤة وإن أسعار إغلاق الأسهم غير مستقلة ولا تتصف بالتوزيع الطبيعي ويمكن للمستثمر أن يتنبأ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية.

وهدف دراسة اليوسفي (Al-Yousufi, 2009) التعرف على تحركات أسعار الأسهم في بورصة الكويت خلال الفترة (1992-2001)، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي باستخدام برنامج (SPSS)، وقد أوضحت الدراسة أنه من المهم أن تتوفر في النموذج المختار للربط بين البورصات العربية حتى لا تصبح عملية الربط بين البورصات العربية مجرد عملية فنية لا تساهم في الرفع من حجم التعاملات بالأوراق المالية عبر الحدود بين الدول العربية. ظهرت نتائج الدراسة أن الكويت بلد نفطي، يشكل النفط العصب الأساسي لاقتصاده بنسبة تراوح 95% من صادراته ويمثل دخل الحكومة

80% منه. وعليه فإن أي تغير في أسعار البترول عادة ما يكون له تأثير رئيسي على وضع البلد الاقتصادي، وعليه فإن أسعار الأسهم تتأثر بالحالة النفسية للمستثمرين بسبب تأثرهم بالوضع الاقتصادي المحلي. وبالرغم من ارتفاع دخل الأفراد في الكويت إلا أن فرص الاستثمار فيه ضئيلة جداً. فالحكومة تمتلك أغلب الأراضي والمشاريع وهي إن كانت تدعي الرأسمالية إلا أن اقتصادها مشترك وربما يكون أقرب للاشتراكية على أرض الواقع.

منهجية الدراسة

مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة والتي يتم تداول أسهمها في بورصة الكويت، تمثل قطاع الخدمات المالية وعددها 43 شركة وذلك لمدة خمس سنوات، خلال الفترة من 2012 إلى 2017. وتم اعتماد العينة على أساس قوة الأداء المالية للشركة وعددها (18) شركة كما هي موضحة بالجدول رقم (1). يذكر الجدول أسماء الشركات التي كانت ضمن عينة البحث، وقد تم توزيع الاستبيانات على مديري الصناديق الاستثمارية في هذه الشركات ممن لهم خبرة بإدارة الصناديق.

الجدول رقم (1)

الرقم	اسم الشركة
1	الشركة الكويتية للاستثمار (كويتية)
2	شركة التسهيلات التجارية (تسهيلات)
3	شركة الاستثمارات المالية (إيفا)
4	شركة الاستثمارات الوطنية (استثمارات)
5	شركة مشاريع الكويت القابضة (مشاريع)
6	شركة الساحل للتنمية والاستثمار (ساحل)
7	المركز المالي الكويتي (المركز)
8	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي (كميفك)
9	شركة المال للاستثمار (المال)
10	شركة أعيان للإجارة والاستثمار (أعيان)
11	شركة أصول للاستثمار (أصول)
12	شركة كامكو للاستثمار (كامكو)
13	مجموعة الصناعات الوطنية (صناعات)
14	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار (كفيك)
15	كي اف اتش كابيتال (عندها صناديق مدرجة)
16	جلوبال (عندها صناديق مدرجة)
17	ان بي كي كابيتال (عندها صناديق مدرجة)
18	شركة وفرة للاستثمار الدولي (عندها صناديق مدرجة)

مصادر جمع البيانات تم الحصول على بيانات معدل الخصم من الموقع الرسمي لبنك الكويت المركزي وكان مصدر بيانات المؤشر الوزني من الموقع الرسمي لبورصة الكويت. أما التحليل الإحصائي كان عن طريق توزيع استبيانات على عدد من مديري محافظ وصناديق استثمارية في شركات مالية كويتية. وقد كان الاستبيان يختص بمناقشة أربع عوامل أساسية وهي (معدل الخصم، السياسة النقدية لبنك الكويت المركزي، اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال والمؤشر الوزني) وكان لكل عامل منهم عدد من الأسئلة.

ولغرض تحليل البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية الملائمة لطبيعة البيانات، والمتمثلة بالآتي:

- المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية.
- معامل ثبات أداة الدراسة كرونباخ ألفا (Cronbach Alpha).
- تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression).

ثبات أداة الدراسة

للتحقق من ثبات أداة الدراسة، تم إجراء اختبار معامل كرونباخ ألفا، وقد أظهرت نتيجة الاختبار أن قيمة هذا المعامل بلغ (0.78)، وهو أعلى من النسبة المقبولة (60%)، لذا يمكن وصف أداة الدراسة بالثبات، وأن البيانات التي تم الحصول عليها مناسبة لقياس المتغيرات كما أنها تخضع لدرجة اعتمادية.

اختبار ملائمة النموذج

لاختبار مدى ملائمة بيانات الدراسة لتحليل الانحدار، تم اختبار الارتباط الخطي المتعدد، والارتباط الذاتي، وكما هو موضح في الجدولين (2) و (3).

- اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Tests)

بهدف التأكد من عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات الفرعية للمتغير المستقل تم إجراء اختبار الارتباط الخطي المتعدد بالاعتماد على اختبار ارتباط معامل بيرسون بين أبعاد المتغير المستقل (معدل الخصم - تطبيق اللائحة التنفيذية - السياسات النقدية)، ويوضح الجدول (2)

جدول رقم (2) مصفوفة الارتباط لمتغير العوامل المؤثرة على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة

الكويت

المتغير	معدل الخصم	تطبيق اللائحة التنفيذية	السياسات النقدية
معدل الخصم	1.00	**0.68	*0.33
تطبيق اللائحة التنفيذية	**0.68	1.00	**0.62
السياسات النقدية	*0.33	**0.55	1.00

* دالة إحصائية عند مستوى (0.05).

** دالة إحصائية عند مستوى (0.01).

يبين الجدول رقم (2) أن أعلى ارتباط بين المتغيرات المستقلة هو (0.68) بين المتغيرين (معدل الخصم) و (تطبيق اللائحة التنفيذية)، وهذا يدل على عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، حيث يعتبر الارتباط الذي يصل إلى أعلى من (0.80) مؤشراً لوجود هذه المشكلة (Montgomery, Peck & Vining, 2001)، وعليه فإن العينة تخلو من مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد.

- اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation)

بهدف التأكد من خلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات الفرعية للمتغير المستقل تم إجراء اختبار الارتباط الذاتي بالاعتماد على اختبار دارين واتسن (Durbin-Watson Test)، ويعتمد هذا الاختبار على مقارنة قيمة (DW) الجدولية عند حجم عينة معين، وعدد معين من المتغيرات مع نتيجة (DW) المحسوبة، حيث يوجد قيمتان جدوليتان : قيمة صغرى وقيمة كبرى، ويتم رفض وجود مشكلة الارتباط الذاتي إذا كانت قيمة (DW) المحسوبة أكبر من القيمة العظمى (Montgomery, Peck & Vining, 2001)، والجدول (3) يوضح نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي لمدى ملائمة النموذج.

جدول (3): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

الفرضية	قيمة (DW) المحسوبة	قيمة (DW) الصغرى	قيمة (DW) العظمى	النتيجة
H01	1.88	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H02	1.87	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H03	1.92	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي

من خلال الجدول السابق يتضح أن جميع قيم (DW) للمتغيرات في الفرضيات المذكورة جميعها أكبر من قيمة (DW) العظمى، مما يشير لخلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي، أي عدم وجود ارتباط بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار (Montgomery, Peck & Vining, 2001).

عرض نتائج الدراسة

تم ادخال البيانات لغرض التعرف على أثر معدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت. وقد تم تقسيم فترة الدراسة (2012-2016) بالاعتماد على البيانات الربعية، وكان مجموعها 20، كما هو موضح بالجدول رقم (4).

جدول (4): معدل الخصم ومتوسط المؤشر في بورصة الكويت للسنوات (2012-2017)

الرقم	معدل الخصم	متوسط المؤشر	الربع السنوي
1	250	460.23	2012 Q2
2	250	456.188	2012 Q3
3	250	463.944	2012 Q4

الرقم	معدل الخصم	متوسط المؤشر	الربع السنوي
4	200	498.404	2013 Q1
5	200	566.003	2013 Q2
6	200	575.908	2013 Q3
7	225	598.7	2013 Q4
8	200	607.217	2014 Q1
9	200	628.73	2014 Q2
10	200	621.107	2014 Q3
11	225	584.549	2014 Q4
12	225	545.918	2015 Q1
13	225	508.044	2015 Q2
14	225	477.258	2015 Q3
15	250	435.419	2015 Q4
16	250	388.646	2016 Q1
17	225	396.495	2016 Q2
18	250	393.905	2016 Q3
19	250	403.527	2016 Q4
20	275	500.013	2017 Q1

كما تم ادخال البيانات المتعلقة بإجابات الاستبيان الذي تم فيه طرح أسئلة تخص المتغيرات (معدل الخصم، السياسة النقدية لبنك الكويت المركزي، اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال والمؤشر الوزني). وقد تم احتساب المتوسطات الحسابية لكل متغير، ولكل سؤال يختص بالمتغير كذلك. وعليه تم مقارنة المتوسطات الحسابية مع أوزان الإجابات والتي كانت (ينطبق =4، أحياناً=3، أبداً=2، لا ينطبق=1)

الجدول رقم (5) يوضح النتيجة الاحصائية للدراسة. وكما هو مبين في الجدول أدناه، فإن المتوسط الحسابي لمعدل الخصم 2.74 والذي يعتبر أقرب للإجابة "أحياناً"، وعليه فإن معدل الخصم له تأثير متوسط على المؤشر الوزني وليس تأثيراً قوياً.

لجدول رقم (5): النتيجة الإحصائية

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
معدل الخصم	2.74	0.360
السياسة النقدية	3.38	0.409
اللائحة التنفيذية	3.40	0.314
المؤشر الوزني	3.27	0.309

وبالنسبة للسياسة النقدية فإن المتوسط الحسابي له هو 3.38، أي أنه يقع بين الإجابتين "ينطبق" و "أحياناً" لكنه أقرب للإجابة الثانية منها للأولى، بمعنى أن له تأثير أعلى من معدل الخصم والذي هو إحدى أدوات السياسة النقدية وربما يكون المبرر لذلك أن خليط الأدوات له تأثير أعلى من معدل الخصم منفرداً على المؤشر الوزني.

وأما المتغير الثالث وهو تطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال، فإن المتوسط الحسابي له يساوي 3.4 وهو كذلك يقع بين الإجابتين "ينطبق" و "أحياناً" لكنه أقرب للإجابة الثانية منها للأولى بمعنى أنه له تأثير على أداء السوق وعلى المؤشر الوزني. إن تطبيق الهيئة لللائحة التنفيذية جاء في مصلحة الشركات المدرجة في البورصة وبالتالي زاد ثقة المستثمرين في أداء الصناديق الاستثمارية.

والمتغير الرابع هو المؤشر الوزني فإن المتوسط الحسابي له كان 3.27 وهو يقع بين الإجابتين "ينطبق" و "أحياناً" لكنه أقرب للإجابة الثانية منها للأولى. وقد كانت أسئلة الاستبيان تخص مدى أهميته ومدى ثقة المستثمرين بالمؤشر بالتحليل الفني وهذا دليل على أن له تأثير على قرارات المستثمرين.

اختبار الفرضيات

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ لمعدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.

يوضح الجدول (6) نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط للفرضية الأولى

جدول (6) نتائج اختبار الانحدار البسيط

جدول المعاملات Coefficient					تحليل التباين ANOVA			ملخص النموذج Model summary		المتغير التابع
Sig F*	t	الخطأ المعياري	β	البيان	Sig F*	درجة الحرية	f	r^2	r	المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية
مستوى الدلالة	المحسوبة			معدل الخصم	مستوى الدلالة	dr	المحسوبة	معامل التحديد	معامل الارتباط	
0.000	13.48	0.048	0.62		0.001	1	17.796	0.497	0.705	

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى $(P \leq 0.05)$

تشير نتائج الجدول (6) أن قيمة ($r=0.705$) ، وهذا يعني أن هناك علاقة ارتباط قيمتها (70.5%) وهي تعتبر مرتفعة (zikmund,200.513) بين معدل الخصم والمؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية . ويتبين أن قيمة معامل التحديد ($r^2=0.497$) ، وهذا يعني أن معدل الخصم قد فسر ما مقداره (49.7%) من التباين في مستوى المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية. ونسبة (50.3%) نتيجة عوامل أخرى لم تتناولها هذه الدراسة. كما يتبين من جدول المعاملات ان قيمة (f) قد بلغت (17.796) عند مستوى ثقة ($\text{sig}=0.001$) وهذا يؤكد معنوية الانحدار عند مستوى ($P\leq 0.05$) وعند درجة حرية واحدة. كما يتبين من جدول المعاملات أيضاً أن قيمة ($\beta = 0.62$) أي أن التغير في وحدة واحدة في المتغير المستقل (معدل الخصم) يؤدي الى تغير بمقدار (62.0%) في المتغير التابع (المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية)، وأن قيمة ($t = 13.48$) عند مستوى ثقة ($\text{sig} = 0.000$) وهذه تؤكد معنوية المعامل عند مستوى ($P\leq 0.05$) . وبناء على ما سبق من تحليل، لا نقبل الفرضية العدمية الأولى ونقبل الفرضية الفرعية البديلة القائلة : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ لمعدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للسياسات النقدية لبنك الكويت المركزي على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت؟

يوضح الجدول (7) نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط للفرضية الثانية

جدول (7) نتائج اختبار الانحدار البسيط

جدول المعاملات Coeffecient					تحليل التباين ANOVA			ملخص النموذج Model summery		المتغير التابع
Sig F*	t	الخطأ المعياري	β	البيان	Sig F*	درجة الحرية dr	f	r^2	r	المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية
مستوى الدلالة	المحسوبة	ي			مستوى الدلالة		المحسوبة	معامل التحديد	معامل الارتباط	
0.000	17.22	0.002 1	0.779	السياسات النقدية	0.000	1	20.118	0.607	0.779	

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى ($P\leq 0.05$)

تشير نتائج الجدول (7) أن قيمة ($r=0.779$) ، وهذا يعني أن هناك علاقة ارتباط قيمتها (77.9%) وهي تعتبر مرتفعة (zikmund,200.513) بين السياسات النقدية لبنك الكويت المركزي والمؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية. ويتبين أن قيمة معامل التحديد ($r^2=0.607$) ، وهذا يعني أن السياسات النقدية قد فسرت ما مقداره (60.7%) من التباين في مستوى المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية. ونسبة (39.3%) نتيجة عوامل أخرى لم تتناولها هذه الدراسة.

كما يتبين من جدول المعاملات ان قيمة (f) قد بلغت (20.118) عند مستوى ثقة (sig=0.000) وهذا يؤكد معنوية الانحدار عند مستوى (P≤0.05) وعند درجة حرية واحدة.

كما يتبين من جدول المعاملات أيضاً أن قيمة (β = 0.779) أي أن التغير في وحدة واحدة في المتغير المستقل (السياسات النقدية) يؤدي الى تغير بمقدار (77.9%) في المتغير التابع (المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية)، وأن قيمة (t = 17.22) عند مستوى ثقة (sig = 0.000) وهذه تؤكد معنوية المعامل عند مستوى (P≤0.05). وبناء على ما سبق من تحليل، لا نقبل الفرضية العدمية الثانية ونقبل الفرضية البديلة لقائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للسياسات النقدية لبنك الكويت المركزي على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.

H03: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ لتطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت؟

يوضح الجدول (8) نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط للفرضية الثالثة

جدول (8) نتائج اختبار الانحدار البسيط

جدول المعاملات Coeffecient					تحليل التباين ANOVA			ملخص النموذج Model summery		المتغير التابع
Sig F*	t	الخطأ المعياري	β	البيان	Sig F*	درجة الحرية	f	r ²	r	المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية
مستوى الدلالة	المحسوبة	ي			مستوى الدلالة	dr	المحسوبة	معامل التحديد	معامل الارتباط	
0.000	16.31	0.041	0.57	اللائحة التنفيذية	0.000	1	17.254	0.542	0.621	

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى (P≤0.05)

تشير نتائج الجدول (8) أن قيمة (r=0.621)، وهذا يعني أن هناك علاقة ارتباط قيمتها (6.21%) وهي تعتبر مرتفعة (zikmund,200.513) بين تطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال والمؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية.

ويتبين أن قيمة معامل التحديد (r²=0.542)، وهذا يعني أن تطبيق اللائحة التنفيذية قد فسرت ما مقداره (54.2%) من التباين في مستوى المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية. ونسبة (45.8%) نتيجة عوامل أخرى لم تتناولها هذه الدراسة.

كما يتبين من جدول المعاملات ان قيمة (f) قد بلغت (17.254) عند مستوى ثقة (sig=0.000) وهذا يؤكد معنوية الانحدار عند مستوى (P≤0.05) وعند درجة حرية واحدة.

كما يتبين من جدول المعاملات أيضاً أن قيمة (β = 0.57) أي أن التغير في وحدة واحدة في المتغير المستقل (تطبيق اللائحة التنفيذية) يؤدي الى تغير بمقدار (57.0%) في المتغير التابع (المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية)، وأن قيمة (t = 16.31)

عند مستوى ثقة ($\text{sig} = 0.000$) وهذه تؤكد معنوية المعامل عند مستوى ($P \leq 0.05$)، وبناء على ما سبق من تحليل، لا نقبل الفرضية العدمية الثالثة ونقبل الفرضية البديلة القائلة : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ لتطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.

النتائج

على ضوء التحليلات الواردة في الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- 1- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل الخصم على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.
- 2- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسياسات النقدية لبنك الكويت المركزي على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.
- 3- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال على المؤشر الوزني لقطاع الخدمات المالية في بورصة الكويت.

التوصيات

توصي الدراسة بما يلي:

- 1- ضرورة أن تستمر هيئة أسواق المال في مراقبة الشركات وأدائها واستحداث مؤشرات جديدة تعكس دقة ووضوح أكبر للمستثمرين، وتوفير أدوات أفضل لمديري المحافظ والصناديق.
- 2- العمل على توسيع وتنويع الأبحاث العلمية عن المنطقة العربية لاسيما دول الخليج العربي، بما يخص أداء الأسواق المالية والقدرة على التنبؤ بالتقلبات بأسعار الأسهم. على أن تكون هذه الدراسات مدعومة من جهات موضوعية لا تتبع أي جهة من جهات التأثير على قرارات أسواق المال في المنطقة.

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أحمد محي الدين أحمد. (2013). أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية.
- الأزهر، بن دحمان إلياس (2013). دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة: "الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- البدوي، السيد عبد الحافظ. (2006). إدارة الأسواق المالية: نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر.
- البساط، هشام. (2010). الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين الأوراق المالية في المصارف، دار الرسالة للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان.
- حسين، أحمد. (2015). أسواق الأوراق المالية "البورصة"، مجلة جامعة الأنبار، (6)2، 1-21.
- حنفي، عبد الغفار. (2018). البورصات : أسهم - سندات - صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر.
- خلف، فليح حسن. (2011). الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن.
- شعيب، سهيلة. (2015). العوامل المؤثرة في تحديد السعر الحقيقي للسهم في البورصة: دراسة حالة البورصة السعودية 2010-2013، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
- عبد الحميد، ياسين. (2008). بورصة الأوراق المالية، منشأة دار المعارف، الإسكندرية، مصر.
- الغالي، إبراهيم. (2015). مناقشة الرأي المجيز لاستخدام سعر الفائدة كأساس لعملية خصم التدفقات النقدية للمشروعات في الاقتصاد الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، (12) 7، 118-132.
- قندوز، عبد الكريم أحمد. (2010). الهندسة المالية واضطراب البورصات العالمية، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع: اتجاهات عالمية، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت.
- لطفي، أمين السيد. (2004). دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
- المصري، محمود. (2011). تحليل سلوك أسعار الأصهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية: دراسة تحليلية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- النجار، فريد غالب. (2002). البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر.
- هارون، محمد صبري. (2009). أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات، دار النفائس، عمان، الأردن.
- التقرير السنوي الخامس للسنة المالية 2015-2016. الكويت، هيئة أسواق المال، زيارة نوفمبر، 8، 2017
- <https://www.cma.gov.kw/ar/web/cma/pdf-viewer?file=/documents/20622/87708>
- الموقع الرسمي لبنك الكويت المركزي. دولة الكويت. <http://www.cbk.gov.kw/ar/index.jsp>
- الموقع الرسمي لبورصة الكويت. دولة الكويت. <http://www.boursakuwait.com.kw/A/Default.aspx>
- الموقع الرسمي لهيئة أسواق المال. دولة الكويت. <https://www.cma.gov.kw>
- تقرير الشال الاقتصادي الأسبوعي (2017). المجلد 26، الإصدار 2. زيارة نوفمبر، 10، 2017
- <http://www.alshall.com/wp-content/uploads/2016/01/20160117-KA.pdf>

تقرير الشال الاقتصادي الأسبوعي (2017). المجلد 27، الإصدار 1. زيارة نوفمبر، 10، 2017

<http://www.alshall.com/wp-content/uploads/2017/01/20170108-KA.pdf>

ثانياً- المراجع الأجنبية

Abu Orabi, Marwan Mohammad, & Al qurran, Talal Abed-Alkareem (2015). Effect of Volatility Changes on Emerging Stock Markets: The Case of Jordan. *Journal of Management Research*, 7(4), 132-143. Retrieved on November 6, 2017 from

<http://macrothink.org/journal/index.php/jmr/article/view/7463/6486>

AlOtaibi, Abdullah R., & Mishra, Anil V. (2015). Global and Regional Volatility spillover to GCC Stock Markets. *Elsevier, Economic Modelling* 45 (1), 38-49. Reterived November 12, 2017 from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0264999314004167>

Al-Yousufi, Ma'ali Mohammed (2009). *Investegating Stock Price Dynamics in Kuwait Time Series Analysis (1992-2001)*. Unpublished Master's Theses, Kuwait Maastricht Business School. Kuwait.