



## «أبناء» تستعرض جهود الهيئة في تطوير منظومة السوق بجعل بورصة الكويت ضمن أبرز المؤشرات العالمية

# أسواق المال.. عهد جديد لمنتجات استثمارية متطورة ومشتقات مالية

طارق عرابي

تسعى هيئة أسواق المال بشكل مستمر إلى تحقيق أهدافها الاستراتيجية المتمثلة في تنمية أسواق المال وتنويع وتطوير أدواتها الاستثمارية بما يتوافق مع أفضل الممارسات العالمية. وقد نبنت الهيئة برنامجاً طموحاً تحت مسمى «مشروع تطوير السوق» حيث يتم تنفيذه على مراحل وفقاً للولويات والاستحقاقات التي تراها الهيئة مناسبة لتطوير السوق وتنويع الأدوات الاستثمارية وبما يتناسب مع جاهزية أطراف السوق المعنية والمتأثرة بتطبيق هذا البرنامج وتمثل في مرجعية الهيئة في التطوير إلى الممارسات الدولية المعمول بها في أسواق المال العالمية.

وقامت هيئة أسواق المال وبالتعاون مع الجهات المعنية في التطبيق وعلى رأسها شركة بورصة الكويت والشركة الكويتية للمقاصة في تقسيم هذا المشروع إلى 4 مراحل حيث تم تنفيذ المرحلتين الأولى والثانية والجزء الأول من المرحلة الثالثة ونجحت الهيئة في تطبيق ودعم بعض المبادرات بنسكل منفصل في برنامج تطوير السوق، ونتيجة

يعد مفهوم «الهندسة المالية» من المفاهيم الحديثة في عالم المال والاستثمار، حيث تعود بوادر ظهوره الأولى إلى ثمانينات القرن الماضي كعلم لقياس المخاطر. إلا أنه سرعان ما تطور ليضم عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ للعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى البحث عن حلول إبداعية لمشاكل التمويل، خاصة أن التطورات المتلاحقة في عالم المال والاستثمار جعلت من البحث عن أدوات ومنتجات مالية قليلة التكلفة، منخفضة المخاطر، مرتفعة العائد، مظل أساسياً لاستمرارية المؤسسات المالية والمصرفية في ظل المنافسة الشرسية التي تفرضها استحقاقات العولة، والتطورات التقنية المتسارعة.

وقد أثبتت الأزمان الاقتصادية والمالية المتعاقبة وصولاً لاجنحة كوفيد-19 وتداعياتها الاقتصادية، وبما لا يدع مجالاً للشك ضرورة تفعيل إجراءات التحوط المالي وإدارة المخاطر والتحكم فيها، مع إتاحة المزيد من الفرص الاستثمارية في الوقت ذاته، وذلك من خلال استخدام أساليب عدة تركز على تنوع الأصول المالية وتوزيع مخاطرها، ورسم سياسات مالية جيدة، وإبتكار أدوات مالية ومنتجات استثمارية مبتكرة تسمح بتبديله الاحتياجات وخلق استراتيجيات مرنة لضمان التوافق المطلوب مع تطورات أسواق المال، وإتاحة فرص استخدام أفضل المصادر المعنى لتحقيق فرص استثمارية جديدة، الأمر الذي يعنى بطريقة أو بأخرى تبني مفاهيم الهندسة المالية والسريعة إلى وضعها موضع التطبيق. وشهدت الأعوام القليلة الماضية قيام الجهات الرقابية المحلية كهيئة أسواق المال وشركائها في منظومة أسواق المال (شركة بورصة الكويت للأوراق المالية، الشركة الكويتية للمقاصة، وجهات رقابية أخرى كبنك الكويت المركزي ووزارة التجارة والصناعة) خطوات حثيثة للعمل على وضع الركائز الأولى للتأسيس لعهد جديد للهندسة المالية في مجال أنشطة الأوراق المالية، حيث تبنت هيئة أسواق المال منذ عام 2016 مشروعاً لتطوير نظام ما بعد التداول، تطور لاحقاً لتجعله مشروعاً لتطوير منظومة سوق المال كاملة بكل مفرداتها، وإحداث تغييرات جذرية في نواح شتى تنظيمية وتشريعية وتقنية وأخرى فنية تتصل بأنظمة التداول وما بعدها، كما تستهدف في نهاية المطاف تقديم مشتقات مالية وأدوات استثمارية تمثل ترجمة لمنتجات الهندسة المالية المطلوبة.

### مرحلة تأسيسية

وبطبيعة الحال لم يكن تقديم مشتقات مالية وأدوات استثمارية مبتكرة هدفاً بحد ذاته بالنسبة للهيئة، وإنما كان تفصيلاً هاماً في مشروع متكامل لتطوير منظومة أسواق المال، يستهدف الارتفاع بأداء المنظومة وتحقيق التوافق المطلوب مع المعايير العالمية المطبقة، وكان لابد للهيئة أن تبدأ مشروعيها بمرحلة تأسيسية تستكمل معها البنية التحتية والتنظيمية والتشريعية والتنظيمية للمنظومة، وهذا ما تم عبر مرحلتين المشروع الأولى والثانية والجزء الأول من المرحلة الثالثة التي تم الانتهاء منها، وقد تضمنت تغييرات جذرية عدة، كتحديد دورة التسوية، وتطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع، واعتماد مفهوم الضمانات المالية لمواجهة مخاطر الإخفاقات، وكذلك تغيير آلية تحديد موايد استحقاقات الأسهم، وتطوير أنظمة المقاصف والتسوية من خلال تقديم الوسيط المقابل المركزي، وتوفير النظم الملائمة لعمل صانع السوق، واستحداث الإغلاق العشوائي، إضافة إلى تقسيم السوق إلى مستويات عدة، واستحداث سوق خارج النقص المركزي غير المدرجة، واستحداث مؤشرات جديدة للسوق وجلسة للشراء الإيجابي وكذلك فواصل للتداول، وتسهيل إجراءات الصفقات الخاصة بالتوزيع الإلكتروني للارباح النقدية، وغير ذلك الكثير.

### اتكاسات مباشرة

بدأت الهيئة وشركاؤها في منظومة أسواق المال العمل في المشروع وفق مسارات عدة منذ مطلع عام 2017، ويمكن القول بأن التغييرات الجذرية المستحدثة آتفة الذكر أتت أكلها سريعاً، إذ بدأ بالتوازي مع تطبيقها مسار الترقبات التتالية للكويت وفق مؤشرات وكالات التصنيف الدولية للأسواق الناشئة والتي بدأها مع شركة فوتسي رسل في عام 2017، تلتها شركة ستاندر أندز بورز في عام 2019 وأخيراً شركة مورجان ستانلي كابيتال أنتز ناشيونال أواخر عام 2020، تلك الترقبات تراكفت مع تداولات قياسية للبورصة كان بعضها تاريخياً، وفي إطار متصل، شهدت مؤشرات بيئة الأعمال المحلية قفزات نوعية لاسيما ما تعلق منها بحماية حقوق المستثمر الأجنبي.

### على أعقاب مرحلة جديدة

المرحلتان المتبقيتان من المشروع قيد التنفيذ رانها تتضمنان بدورهما تغييرات أخرى في آليات عمل المنظومة تمثل استكمالاً للبيئة التنظيمية والتقنية المطلوبة (استحداث الوسيط المركزي للسوق النقدي، تطبيق نموذج التسويات النقدية من خلال نظام البنك المركزي والبنوك التجارية، تقديم نموذج الوسيط المؤهل، استحداث الوسيط المركزي لسوق المشتقات، وتقديم نموذج أعضاء المقاصف)، إلا أن أبرز في هاتين المرحلتين نموذج الإعداد لوضع أدوات استثمارية مبتكرة موضع التطبيق وتقديم منتجات مالية عدة، لذا تبنت الهيئة مشاريع عدة تعكف على تنفيذها رانها، كمشروعها لتأهيل البيئة التشغيلية والتشريعية لطرخ المنتجات الاستثمارية المستحدثة، ومشروع تأهيل كيانات البنى التحتية (CCP، CSD، SSF)، إضافة إلى مشروع تأهيل مقدمي خدمات الأوراق المالية (أعضاء البورصة وأعضاء

لهذه الجهود الجبارة التي تقوم بها هيئة أسواق المال برئاسة رئيس مجلس مفوضي هيئة أسواق المال – المدير التنفيذي د.أحمد عبدالرحمن الملحم – نجحت الكويت في الدخول إلى مصاف الأسواق الناشئة ضمن العديد من المؤشرات مثل فوتسي أعلى وستاندرد أند بورز داو جونز وأخير MSCI للأسواق الناشئة وتحقيق بورصة الكويت أعلى تداول يومي في 30 نوفمبر 2020 بقيمة 961 مليون دينار. نتيجة للتدفقات الأجنبية بعد إضافة بورصة الكويت للمؤشر.

وتؤمن أسواق المال' بان رف معيار الاستثمار في السوق الكويتي وتطويره بما يتماشى مع المعايير العالمية الهدف منه أشمل وأبعد من ذلك والمتمثل في رفع كفاءة السوق ومعالجة نظام المقاصف والتسوية وتحسينه والإرتقاء بمنظومة عمل الأطراف المعنية تمهيداً لطرخ منتجات جديدة ومتقدمة للسوق الكويتي مثل المشتقات المالية وطرح منصة تداول السندات والصكوك والعمل بمفهوم أعضاء المقاصف.

وفي هذا السياق، تستعرض 'الأبناء' الجهود التي قامت بها هيئة أسواق المال لتطوير البورصة تحت مفهوم 'الهندسة المالية.. وإلى التفاصيل:

- د.أحمد الملحم وفريقه يقودون الهيئة لتنفيذ رؤى إستراتيجية وإرساء مقومات بنى تحتية تحاكي المعايير العالمية
- سوق ثانوي لتداول السندات والصكوك وتسويقها محلياً والاستعانة بصندوق النقد لبحث آليات الإنشاء
- مؤشرات بيئة الأعمال في الكويت شهدت قفزات نوعية على كل الأصدعة خصوصاً في حماية حقوق الأقلية

احتساب السعر المرجعي لها، وتعديلات أخرى في قواعد الشركة الكويتية للمقاصة.

تعديلات عدة بدأتها الهيئة وشركة بورصة الكويت بشأن إتاحة مجال عمل صانع السوق منذ عام 2016 إلا أن واقع صانع السوق في البورصة لا يزال دون البورصة، إذ ثمة حالة ترقيب لدى الشركات الاستثمارية بشأن تقديم الخدمات الجديدة بما فيها صانع السوق، ويؤمل للتوجهات المتعلقة بتخفيف إدراج الشركات العائلية، ذات الصلة والتسهيلات التشغيلية وتجاوز تداعيات جائحة كورونا وإجراءاتها الاحترازية أن تسهم بصورة فاعلة في زيادة نشاط السوق وتعزيز سيولته، وانعكاس ذلك تشجيعاً لاستخدام الخدمات المطروحة بما في ذلك خدمة صانع السوق.

تعد الصفقات المتفق عليها إحدى الممارسات العالمية المطبقة في الأسواق المالية المتطورة، ويقصد بها الصفقات التي تتطلب طبيعتها أن يسبق تنفيذها اتفاق بين طرفيها (البائع والمشتري) على تنفيذها على سهم مدرج في البورصة وفقاً لبياناتها، وجميعها الذي يفوق عادة الصفقات موافقة البورصة نظراً لطبيعتها والظروف التي تحيط بها، وثمة حالات عدة لتنفيذ هذه الصفقات، كالتطبيق الخصوصية على طبيعتها، وجميعها الذي يفوق عادة معدلات التداول على السهم، أو كانت لأغراض وأسباب محاسبية أو إستراتيجية، أو كان تنفيذها ساداً لقرض بنكي. تتنوع هذه النوعية من الصفقات لتسهيل الكثير من الإجراءات المتبعة، الأمر الذي يشجع على استعمالها بما ينحسك تعزيزاً لسيولة السوق نتيجة جذب رؤوس أموال جديدة، وبالتالي تعزيز الثقة به.

في عام 2016 أصدرت الهيئة قرارها الذي يسمح بتنفيذ الصفقات ذات الطبيعة الخاصة (والتي أعيد تسميتها إلى الصفقات المتفق عليها) في البورصة وفق الإجراءات السندية، وتتنوع السندات بين: سند حكومي، المجالات التي يسمح بتطبيق تلك الصفقات فيها، كما حددت إجراءات تنفيذها والإجراءات التالية المنتمة لها.

### أنواع الدخل الثابت

أنواع الدين، كما عرفتها اللائحة التنفيذية لقانون إنشاء الهيئة في أدوات استثمار متوسطة وطويلة الأجل كالسندات والصكوك القابلة وغير القابلة للتحويل ذات عائد ثابت أو متغير وسندات الخزنة وأدوات الخزنة أو أي أدوات ين أخرى توافق عليها الهيئة.

بصورة عامة، تمثل أدوات الدخل الثابت أدوات استثمارية تحقق عوائد دورية منتظمة إلى حد بعيد يمكن التنبؤ بها بصورة معقولة، ومن أهم هذه الأدوات: السندات: أداة مالية تمثل مديونية على المصدر لصالح حامل السند بموعد محدد على السند على توزيعات دورية خلال أجل السند أو دفعة أو أكثر من سداد الاستهلاك أو كلاًهما الذي يؤدي عند استحقاقه إلى انقضاء السند، وتتنوع السندات بين: سندات حكومية، سندات ذات دخل ثابت، سندات الشركات، سندات قابلة للتحويل، السندات المضمونة والسندات غير المضمونة، سندات صوفية الكوبون، السندات القابلة للاسترداد، سندات مدعومة بالموجودات.

سندات الخزنية: سندات تصدرها الحكومة (البنوك المركزية) لأجل مختلفة قد تمتد من سنة إلى 30 سنة، وتمنح عليها فائدة سنوية مدفوعاً بما بشكل سنوي أو



د.أحمد الملحم



للتوسع في قاعدة الأشخاص المرخص لهم لتقديم هذه الخدمة لاحقاً.

وشملت التعديلات التشريعية التي أجرتها الهيئة خلال شهر أبريل الماضي بشأن هذه الأداة الاستثمارية تعديلات في بعض أحكام كتاب لائحته التنفيذية (التكليفات الأولى والحادي عشر) كما تم اعتماد تعديلات قواعد الشركة الكويتية للمقاصة ذات الصلة بالتداول بالهامش. وتجدر الإشارة إلى أن إطلاق خدمة التداول بالهامش تساعد على زيادة معدلات السيولة في السوق، نظراً لقيام المستثمر بتنفيذ صفقات عبر تمويل جزء منها من ماله الخاص، في حين يقوم مقدم الخدمة بتمويل الجزء الآخر منها مقابل رسوم معينة (يمكن للجهة المقدم للخدمة تمويل المستثمر بما لا يزيد على 75% من قيمة الصفقة)، الأمر الذي يمنحه قوة شرائية أكبر مما يمتلكه بالفعل، ويوسع دائرة خياراته، إلا أن ذلك لا ينبغي وجود مخاطرة، لاسيما حين انخفاض السوق، وهو ما يجب أن يدركه المستثمر جيداً.

### تنظيم المشتقات المالية

ولإعادة تنظيم المشتقات المالية، قامت الهيئة بالتنسيق مع كل من بنك الكويت المركزي ووزارة التجارة والصناعة بشأن التعامل بالمشتقات وتوقيع أوضاع الشركات تمهيداً للتعامل بالمشتقات تحت مظلة رقابية رسمية. هذا، وقد سبق للهيئة أن أصدرت في عام 2016 قرارها بإيقاف المشتقات المالية المتداول فيها، وفي أبريل الماضي أصدرت قرارها لتنظيم تداول المشتقات المالية الزمت بموجبه الشركات التي تتضمن أغراضها الواسطة في التعامل مع المشتقات المالية أو الشركات التي تسوق خدمات تتصل بالمشتقات التقدم بطلب توفيق أوضاعها وفقاً لأحكام قانون إنشاء الهيئة ومنحتها فترة انتقالية تمتد لسنة كفترة انتقالية، مع الإشارة إلى أن رقابة الهيئة تقتصر على المشتقات المالية المصدره أو تلك التي يتم تداولها في الكويت فقط.

### التداول بالهامش

ففي إطار الإعداد لتقديم هذه الخدمة، قامت الهيئة بإجراء تعديلات تشريعية عدة شملت تعريف هذه الأداة المالية، والشخص المقدم لها، وشروط تقديمها، ومهام ومسؤوليات مقدمها، كما أوجبت على مقدم الخدمة تشكيل لجنة مخاطر تختص بإدارة المخاطر المتعلقة بتقدمها، وحددت أيضاً ضمانات حسابات التداول بالهامش وضوابطه.

هذا، وقد حرصت الهيئة بتقديم هذه الخدمة في الأشخاص المرخص لهم بمزاولة نشاط مدير محفظة الاستثمار، وهو النشاط الأبرز الذي تحرص شركات الاستثمار على تقديمه في الوقت الراهن مع التوجه

## جهود رقابية توعوية متزامنة

معظم تلك الأدوات والمنتجات (ما طوق منها وما هو في طريقه للتطبيق في المستقبل القريب) بعد حديث عهد بواقفنا الاستثماري، الأمر الذي يستلزم تفعيل تطبيق هذه الأدوات والمراقبة المرته لتطبيقها بما يضمن التدخل السريع لمعالجة ما قد يظهر من اختلالات في تطبيقها، كما تقتضي أن يتزامن تطبيقها بجهود رقابية موازية تضمن توافر مستويات الشفافية والإفصاح المطلوبة في تعاملاتها، والتعقيب المباشر على الأخبار المتداوله، والردع المطلوب إزاء ما قد يرافق تطبيقها من ممارسات سلوكيات مخالفة وممارسات مضللة كالتشاعت والشائعات ومحاولات التلاعب المخالفة الجانف التوعوي ذي الصلة بتطبيق المنتجات الاستثمارية لا يقل أهمية عن الجانب الرقابي، خاصة أن التوعية في هذا الإطار سابقة لتطبيق تلك الأدوات ولأحقه لها. هيئة أسواق المال وشركاؤها لم يدخرأوا جهداً في هذا المجال، إذ شهدت المرحلة السابقة تنفيذ العديد من الندوات وورش العمل التوعوية الهادفة لإلقاء الضوء على تلك المنتجات، ومن المنتظر أن تشهد الفترة المقبلة المزيد من الحملات التوعوية المكثفة الهادفة للتعريف بتلك الأدوات وآلية التعامل بها ومزايا ومخاطر كل منها.

نصف سنوي حتى تاريخ الاستحقاق. أدوات الخزنة: ورقة مالية يصدرها البنك المركزي تتراوح مدتها بين ثلاثة شهور وسنة وعادة ما يتابع بخصم على قيمتها الاسمية كاملة في تاريخ الاستحقاق. الصكوك: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري، وتتنوع بين: صكوك حكومية وصكوك قائمة على الموجودات، وصكوك قابلة للتحويل، وصكوك مدعومة بالموجودات.

بصورة عامة، أدوات الدخل الثابت تحقق عائداً منتظماً يمكن معرفته مسبقاً بصورة تقريبية، تعد قليلة المخاطر مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى، إلا أنها لا تخلو نهائياً منها إذ ثمة مخاطر تتعلق بالتضخم وأخرى مشروع معين أو نشاط استثماري، وتتنوع بين: صكوك حكومية وصكوك قائمة على الموجودات، وصكوك قابلة للتحويل، وصكوك مدعومة بالموجودات.

وقد وقعت الهيئة منذرة فاقهم مع بنك الكويت المركزي خاصة بأدوات الدين العام وأدوات البنك المركزي للتدخل في السوق النقدية، كما حددت عبر اللائحة التنفيذية الصادرة في عام 2015 شروط إدراج السندات والصكوك، إضافة لما تمنحه سنوياً منذ ذلك التاريخ من موافقات على إصدار السندات والصكوك للشركات المدرجة والمرخص لها، وقد أشكك وضوح الإجراءات ذات الصلة والتسهيلات التشغيلية وتجاوز تداعيات هذه الإصدارات وتنوعها في مصدرها، الأمر الذي يعنى في الوقت الراهن للتنسيق مع الجهات المحلية المعنية كبنك الكويت المركزي ووزارة المالية والاستعانة بفرق من صندوق النقد الدولي لبحث آليات إنشء سوق ثانوي لتداول السندات والصكوك وتسويقها في السوق المحلي، وكذلك التنسيق مع شركة بورصة الكويت والبنوك والمؤسسات المالية للمساهمة بهدف إدراجها في البورصة بالتزامن مع تنفيذ الجزء الثاني من المرحلة الثالثة من مشروع تطوير منظومة سوق المال.

### صناديق المؤشرات المتداولة

صناديق المؤشرات المتداولة ETFs هي صناديق استثمارية مفتوحة تتبع أحد المؤشرات، ويتم تداولها يومياً، وتتميز بإتاحتها فرصاً عدة متنوعة للاستثمار في الأسواق الناشئة والمتطورة، ووفرة لتكلفة الاستثمار ووقت، والساعده في التحول إلى الاستثمار المؤسسي، وتمتعت هذه الصناديق بالشفافية إذ تتبع حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات تلك المؤشرات، كما يلتزم مصدروها بنشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها، ومع استكمال البنية التحتية الخاصة بصناديق المؤشرات المتداولة من الموقع لإطلاق تداول هذه الصناديق مع إطلاق الوسيط المركزي.

### صناديق الدخل المتداولة (REITs)

الهيئة بالتعاون مع شركائها في منظومة أسواق المال عملت على تهيئة البيئة التنظيمية والتشريعية لطرخ صناديق الدخل المتداولة (REITs) صناديق في إطار مشروعها لتطوير منظومة السوق في الجزء الأول من المرحلة الثالثة، وكان إدراج أول صندوق عقاري مدر للدخل في البورصة نقطة البداية على صعيد المنتجات الاستثمارية الملائمة.

### البيع على المكشوف

تتيح هذه الأداة الاستثمارية قيام المستثمر ببيع ورقة مالية لا يملكها وإنما قام باقتراضها وبيعها بهدف شرائها لاحقاً بسعر أقل استناداً إلى توقعات بانخفاض سعرها، وبالتالي تحقيق أرباح (في حال تحقق توقعه) تعادل الفرق بين سعر البيع على المكشوف وسعر الشراء لاحقاً، وتتبع هذه العملية بيع الأصل دون امتلاكه، كما تتيح رفع كفاءة التسعير في السوق وتعزيز سيولته ومقومات كفاءته وتفعيل مراقبة إدارة الشركة المصدره للسهم، وتفعيل تطبيق مبادئ الحكومة.

هذه الأداة الاستثمارية قيد التطبيق في البورصة منذ ما يقارب العامين بعد إجراء التعديلات المطلوبة على قواعد التداول بالبورصة واعتمادها من الهيئة وأعمالها على قواعدها الإقراض والاقتراض الصادرة من الشركة الكويتية للمقاصة واقتصر تطبيقها على أسهم السوق الأول بداية وبما يعادل 10٪ فقط من الأوراق المالية القائمة للشركة، أعقب ذلك توسعها لتشمل أسهماً متنقاة في السوق الرئيسية.

### اتفاقيات إعادة الشراء

أداة استثمارية تتيح للمستثمر الحصول على تمويل قصير الأجل لبيع بموجبه أوراقاً مالية لمستثمر آخر مع قبوله إعادة شراء الأوراق المالية نفسها في اليوم التالي بسعر أكبر من سعر البيع ليستفيد من الفارق بين السعرين، وتعد هذه الاتفاقية بمنزلة قرض قصير الأجل بضمانة الأوراق المالية محل القرض. ومن المتوقع إطلاق هذا المنتج خلال مراحل تطوير السوق القادمة.

### صفقات المبادلة

يتم بموجب هذه الأداة الاستثمارية قيام طرفين (أشخاص طبيعيين أو اعتباريين) بتبادل ورقة مالية مدرجة بأخرى مدرجة بشكل مباشر، على أن تكون الأوراق المالية (محل المبادلة) متساوية القيمة وملكوته بالكامل لأطراف الصفقة إضافة إلى عدم وجود قيود قانونية أو أية اتفاقيات تمنع التصرف فيها. يساعد تطبيق هذه الأداة الاستثمارية على زيادة سيولة السوق وتعزيز تداولاته ويفتح آفاقاً واسعة أمام متداوليه.