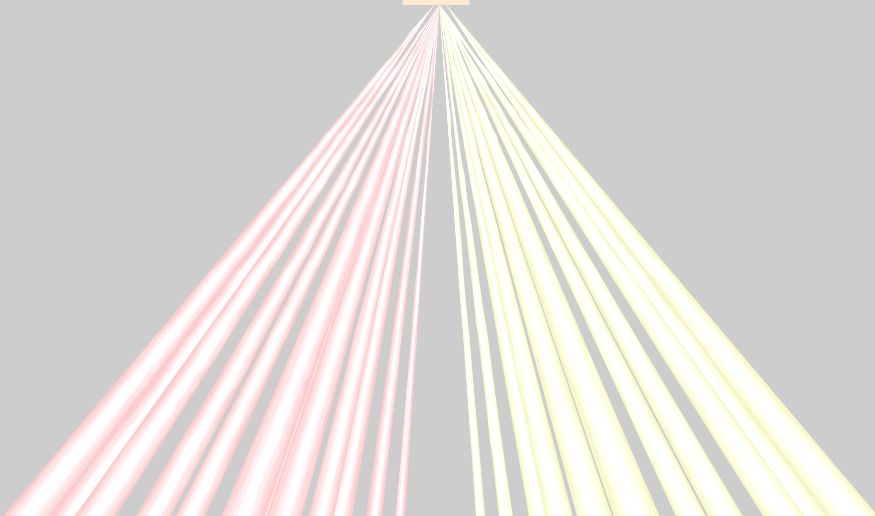


6

الباب السادس :

الأسهم السعودية



الأسهم السعودية



في هذا الملاحق

- ✓ لما الدخول في السوق السعودي وما أسباب الصعود في السنوات الأخيرة؟
- ✓ ما علاقة سعر البترول بحركة الأسهم السعودية؟ وكيف يختلف سوق الأسهم السعودي عن السوق الأمريكي؟
- ✓ كيف يتحدد سعر الافتتاح؟ وكيف يحسب المؤشر العام؟
- ✓ كيف يتم الاكتتاب؟ وأين توجد المعلومات عن السوق السعودي؟
- ✓ هل يمكن تطبيق ما ورد في الكتاب عن الأسهم الأمريكية على السوق السعودي؟
- ✓ هل يجدي التحليل الفني مع الأسهم السعودية؟ وكيف نحلل السوق السعودي باستخدام التحليل الأساسي؟
- ✓ ما هي الصناديق الاستثمارية؟ وإلى أين يتجه السوق السعودي؟



مضى

سنوات قليلة كان التعامل بالأسهم في المملكة العربية السعودية مقصوراً بشكل كبير على الاستثمار على المدى الطويل، وذلك لسببين رئيسيين: الأول يعود للنظرة التقليدية للأسهم على أنها رمز للاستثمار طويل المدى، كما عرفت دول كثيرة وممارسته الشعوب على مدى سنين طويلة، والسبب الثاني يعود إلى الصعوبة البالغة في عملية بيع الأسهم بشكل سريع في غياب سوق منظمة عالية السيولة. وكان التعامل في الأسهم في السنوات الماضية مقصوراً على فئة معينة من المستثمرين ممن لديه المعرفة بطبيعة السوق وآليته، وحتى تلك الفئة كانت تعاني من صعوبات كثيرة وتعقيدات في آلية البيع والشراء، حيث كان البيع والشراء يتم في مكاتب عقارية أو في مكاتب

¹ يمكن قراءة هذا الباب بشكل مستقل أو كتطبيق لما جاء في الكتاب من مفاهيم وأساليب على سوق الأسهم السعودية.

متخصصة في الأسهم، ولم يكن يُعرف سعر السوق للسهم بشكل متفق عليه، بل كان على الشخص الانتقال من مكتب إلى آخر بحثاً عن أفضل الأسعار. وعندما تتم عملية الشراء أو البيع بين اثنين فعليهما التوجه لمقر الشركة صاحبة الأسهم لنقل الملكية، أو كما تم لاحقاً عليهم الذهاب لأحد البنوك وتعبئة أوراق طلب نقل الملكية، الأمر الذي كان يستغرق عدة أيام لإنهاء العملية.

وبالطبع، فقد تغير كل ذلك على مراحل، وأصبح الآن بالإمكان البيع والشراء خلال ثوان من المنزل وانتقال الملكية فوراً من شخص لآخر. وهذا التغير الهام في تنظيم السوق وطريقة عمله ساعد في جذب الناس لسوق الأسهم وزيادة السيولة فيه.

أنشئت أول شركة سعودية مساهمة قبل حوالي ٦٠ عاماً وهي الشركة العربية للسيارات، وبلغ عدد الشركات المساهمة ١٤ شركة في عام ١٩٧٥م، تلا ذلك في عام ١٩٨٤م إنشاء شركة تسجيل الأسهم لتحل مشكلة التسوية ونقل الملكية والتي كانت تتم بطريقة غير مركزية وتسببت في الكثير من المشاكل. وفي عام ١٩٨٩م أصبحت عملية التسجيل هذه تدار بطريقة آلية، مما ساعد في إطلاق ما يمكن أن نسميها البورصة الإلكترونية في عام ١٩٩٠م من خلال نظام إلكتروني يسمى "إيسيس"، والذي جعل من الممكن ترتيب أوامر البيع والشراء حسب أسعارها وتسلسلها الزمني، وبالتالي إجراء الصفقات بطريقة آلية، وهذا النظام بدوره تطور وأصبح نظام "تداول" الحالي.

الاقتصاد السعودي

من منطلق تنويع الوسائل الاستثمارية والبحث عن العائد المناسب أينما وجد، على المستثمر الجاد الاستفادة من النمو المتوقع للسوق السعودي في السنوات القادمة، وعلى المضارب التعرف على طبيعة السوق والتعامل معه بالطريقة المناسبة.

يتميز السوق السعودي بقوة اقتصاده، حيث نجد أن الناتج المحلي الإجمالي ارتفع بمقدار الضعف تقريباً ما بين عامي ١٩٩٤م و ٢٠٠٤م (من حوالي ٥٠٠ بليون ريال إلى أكثر من ٩٠٠ بليون ريال)، وازدادت ميزانية الدولة خلال الفترة نفسها بمقدار الضعفين، من حوالي ١٣٠ بليون ريال إلى حوالي ٤٠٠ بليون ريال. ويلاحظ التحسن الكبير في الحساب الجاري للاقتصاد في السنوات الخمس الماضية، حيث وصل إلى أكثر من ١٨٠ بليون ريال، والذي يعتبر مؤشراً قوياً ويدل على تحسن المكانة الاقتصادية للمملكة وارتفاع مدخراتها من الموجودات الأجنبية، التي بلغت بدورها حوالي ٥٠٠ بليون ريال.

بل قد يكون أحد أهم المؤشرات الايجابية للتعامل في سوق الأسهم السعودي ما نراه من نمو جيد للقطاع الخاص غير النفطي، حيث نجد أن هناك نمواً يصل في المتوسط إلى حوالي ٤% سنوياً، بل إنه وصل في عام ٢٠٠٤م إلى ٥,٧٠%، مما يعني أن مبيعات الشركات السعودية في نمو

مطرد. وصحيح أن النمو ليس في كل القطاعات ولا في كل الشركات، إلا أنه يظل من المؤشرات الإيجابية لواقع الاقتصاد السعودي.

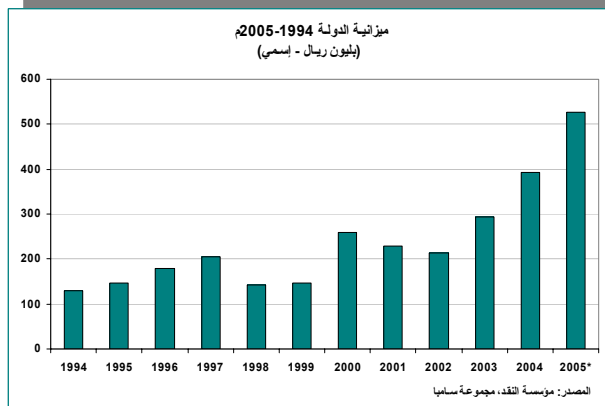
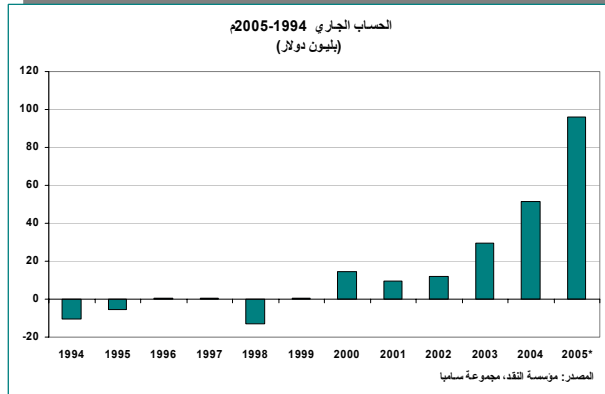
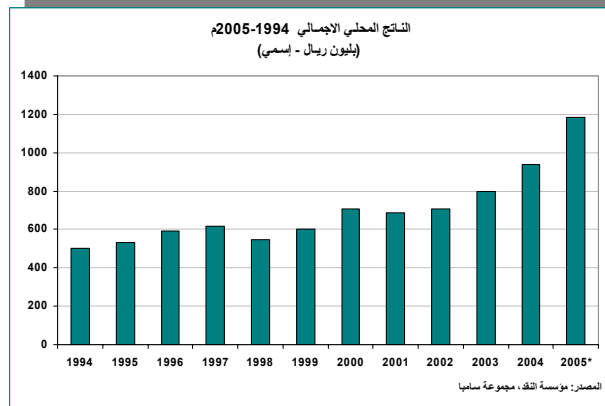
علاوة على ذلك نجد أن تضخم الأسعار في المملكة يعتبر مستقراً إلى حد كبير، وإن هناك تحسناً ملحوظاً في قدرة الدولة على السيطرة على قضية الدين العام، الذي سوف تكون له نتائج إيجابية على قوة الاقتصاد وقدرة الدولة على الصرف والاستثمار في البنيات التحتية وفي بناء الإنسان. ومن ناحية أخرى، هناك بالطبع الطلب المتزايد على البترول ومنتجاته والذي من المتوقع أن يستمر لسنوات عديدة، إضافة إلى النتائج الإيجابية الأولية لعدد من برامج الإصلاح التي بدأت تؤتي ثمارها، وأخيراً انضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية. وعند الأخذ في الاعتبار السيولة النقدية العالية في البلاد، وكون السوق لا يزال في مراحله الأولية من النمو والتوسع في عدد الشركات المدرجة فيه، وما نراه من خطوات إيجابية نحو تطوير هيكل السوق وتنظيمه، نجد عندها أن السوق السعودي أمام مراحل ازدهار ونمو جيدة، وإن له جاذبية قوية لا بد للمستثمر والمضارب على حد سواء الاستفادة منها.

ومن النواحي السلبية الواجب أخذها بالاعتبار أن هيكلية السوق لم تكتمل بعد، فهناك العديد من الأنظمة واللوائح التنفيذية التي لم تصدر بعد، ولا يوجد هناك صناع للسوق، مما يعرّض السوق لارتفاعات وانخفاضات حادة، ولا توجد بعض أوامر التداول المتقدمة، ولا تزال العملة مرتفعة جداً.

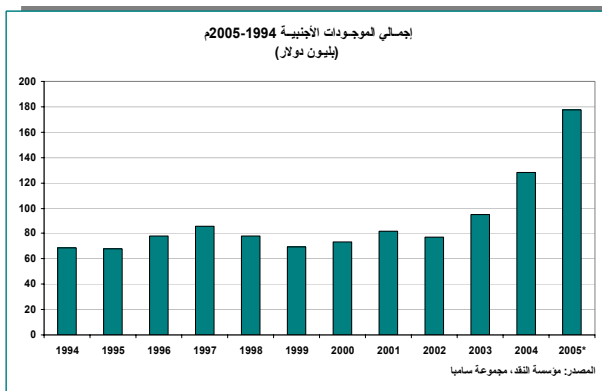
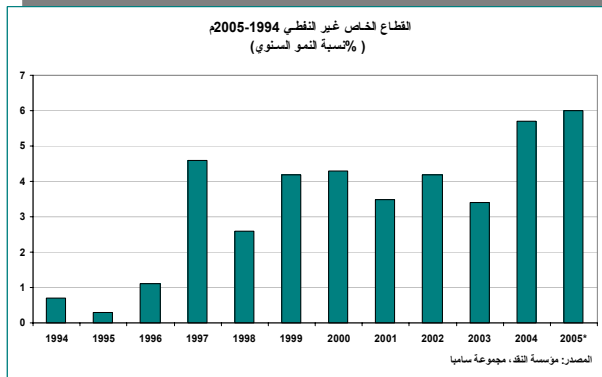
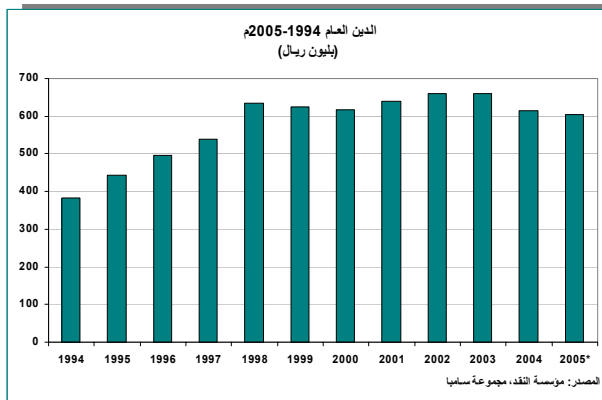
متوسط دخل الفرد

ذكرنا في الصفحة ٢٠١ بعض المعلومات عن الناتج المحلي الإجمالي ومتوسط دخل الفرد، وبالرغم من النمو المطرد للاقتصاد السعودي خلال الخمس وعشرين عاماً الماضية إلا أن هناك من ركّز على الانخفاض الكبير في متوسط دخل الفرد خلال هذه الفترة، واعتبر ذلك ضعفاً في الاقتصاد الوطني ومدعاة لاستنفار جميع القوى لإيقاف هذا التدهور الخطير، كما يزعم. والواقع إن مثل هذه القراءة للواقع خاطئة، فأولاً متوسط الدخل لا يعني مرتب الشخص الشهري ولا ثروته ولا رفايته، بل هو مجرد قسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان. ويعود سبب انخفاضه في المملكة أولاً للارتفاع الحاد في عدد السكان، وثانياً لطبيعة التركيبة السكانية التي دخل من ضمنها خلال الخمس وعشرين عاماً الماضية عدد كبير من الأيدي العاملة المنزلية والعمالة الرخيصة. ومشاركة هذه العمالة وصغار السن من السكان في الناتج الإجمالي بطبيعة الحال ضعيفة، لكن ذلك لا يعني ضعفاً في قوة الاقتصاد ونموه.

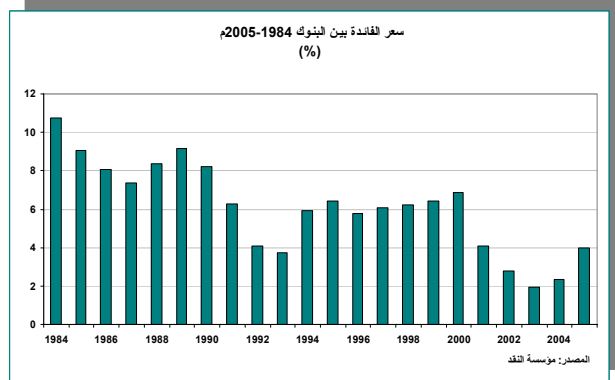
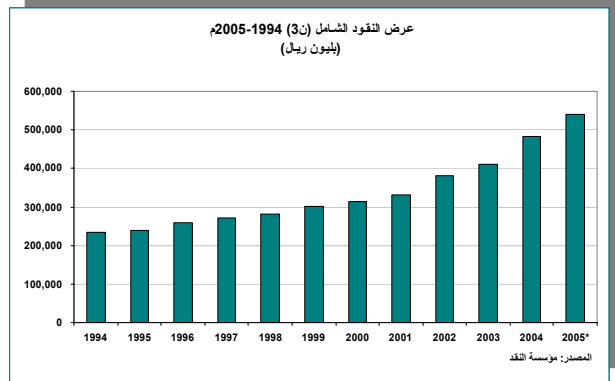
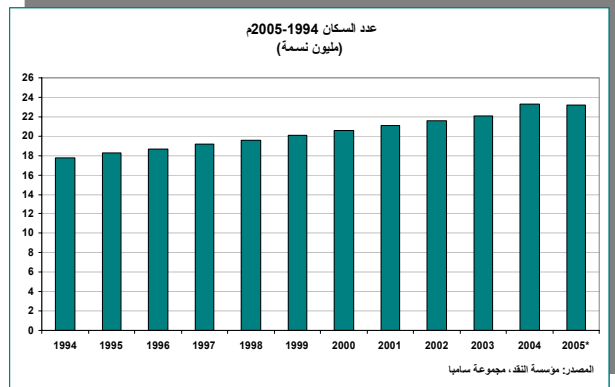
أنظر الشكل ١، والشكل ٢، والشكل ٣ لمعرفة بعض البيانات الاقتصادية الرئيسية الخاصة بالاقتصاد السعودي خلال السنوات الماضية، ولاحظ النمو الجيد في السنوات الثلاث الماضية.



الشكل ١: بعض الأرقام الإحصائية الخاصة بالاقتصاد السعودي ٣/١.



الشكل ٢: بعض الأرقام الإحصائية الخاصة بالاقتصاد السعودي ٣/٢.



الشكل ٣: بعض الأرقام الإحصائية الخاصة بالاقتصاد السعودي ٣/٣.

متابعة عرض النقود

ذكرنا أهمية متابعة مستويات عرض النقود وتأثير ذلك على الحركة الاقتصادية للبلاد (راجع صفحة ٢٠٢)، حيث وجدنا إن عرض النقود ن١ يشمل العملات الورقية والمعدنية المتوفرة في أيدي الناس إضافة إلى المبالغ المالية في الحسابات الجارية. لذا فإن نمو ن١ يدل بشكل كبير على ارتفاع حجم الودائع والتي تأتي غالباً نتيجة النمو الكبير في القروض المصرفية للأفراد والشركات (راجع فكرة خلق النقود من قبل البنوك في صفحة ٢٠٥). أما حركة عرض النقود ن٢ (والذي يشمل الودائع الادخارية والزمنية) فيتأثر بشكل كبير نتيجة ازدياد حجم هذه الودائع لدى البنوك إما بسبب جاذبية سعر الفائدة المقدم من البنوك أو لعدم وجود فرص استثمارية مناسبة لدى الناس، الأمر الذي يجعلهم يلجئون إلى إيداع أموالهم لدى البنوك. وبالنسبة لمقياس ن٣ فهو يتأثر بحركة الودائع الكبيرة بين المؤسسات المالية الكبيرة، وليس بين الأفراد. لذا فمن المتوقع أن تؤدي القيود النظامية التي فرضت مؤخراً على الاقتراض المصرفي إلى هبوط مستوى ن١، ونتوقع كذلك أن يزداد مستوى ن٢ بسبب نمو الودائع الادخارية والزمنية نتيجة الارتفاع المستمر لسعر الفائدة عما كان عليه في السنوات الماضية.

أداء السوق السعودي

يبين الجدول ١ كيف أن الاستثمار في الأسهم السعودية على مدى الواحد وعشرين عاماً الماضية أدى إلى نتائج متميزة، وذلك على فرض أن الشخص استثمر في محفظة شاملة لجميع الأسهم السعودية، وبدون أخذ الأرباح الموزعة في الحسبان (والتي من الممكن أن تضيف ١% سنوياً). من هذا يتضح أن الاستثمار في الأسهم خلال الأعوام الماضية في المملكة قد أدى إلى عائد تراكمي سنوي يفوق ١٤%، وهو أفضل بكثير من الاستثمار في العقار، وأبسط منه بكثير! ونلاحظ أخيراً أن النمو السنوي في الست سنوات الماضية، والذي تجاوز ٤٢% سنوياً يعتبر نمواً قوياً وغير مألوف.

هناك بورصات دولية أحياناً تحقق ارتفاعات كبيرة جداً، ولكن يكون السبب في الغالب راجع لتضخم الأسعار في تلك الدولة، وليس بسبب الاقبال على شراء الأسهم، ولا يؤخذ كدليل على نمو السوق وقوته.

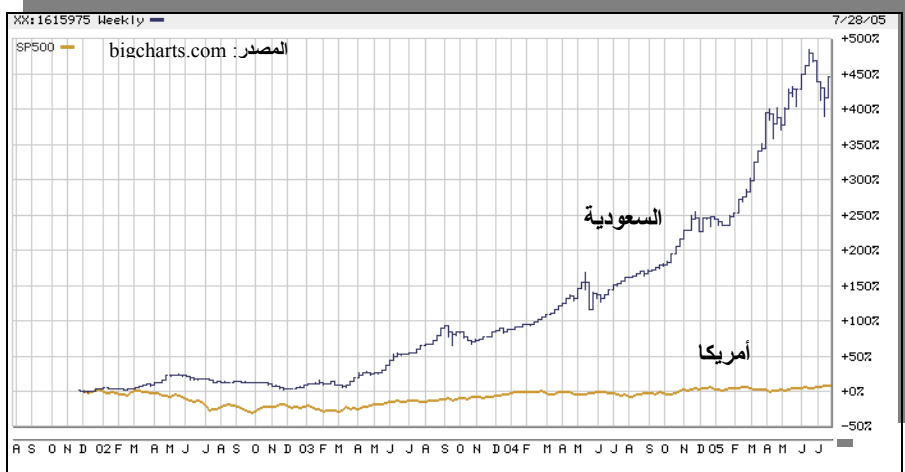
الجدول ١: مصير استثمار مبلغ ١٠٠ ألف ريال في السوق السعودي على مدى ٢١ عاماً.

العائد التراكمي السنوي	مدة الاستثمار	المبلغ في نهاية عام ٢٠٠٥م	تاريخ استثمار ١٠٠ ألف ريال سعودي
١٤,٣%	٢١ عاماً	١,٦٤٠,٠٠٠ ريال	١٩٨٥/١/١م
١٨,٧%	١٦ عاماً	١,٥٥٥,٠٠٠ ريال	١٩٩٠/١/١م
٢٦,٤%	١١ عاماً	١,٣١٧,٠٠٠ ريال	١٩٩٥/١/١م
٤٢,٢%	٦ أعوام	٨٢٨,٠٠٠ ريال	٢٠٠٠/١/١م

المصدر: د. فهد الحويمان من بيانات رسمية.

أسباب صعود السوق

ما أسباب الصعود القوي للسوق السعودي ابتداءً من عام ٢٠٠٣م؟ انظر إلى الشكل ٤ لمقارنة أداء السوق السعودي مع السوق الأمريكي، ممثلاً بمؤشر [أس أند بي ٥٠٠]، الأقرب شبيهاً في محتواه وطريقة حسابه للمؤشر السعودي. لاحظ أن مؤشر [أس أند بي ٥٠٠] (وفي الواقع معظم المؤشرات الدولية الأخرى) أخذ بالارتفاع منذ بدء الحرب في العراق، إلا أن المؤشر السعودي انطلق بشكل قوي وبنسبة ارتفاع أعلى وصلت في نهاية عام ٢٠٠٤م إلى حوالي ٢٤٠%.



الشكل ٤: مقارنة نمو المؤشر العام للسوق السعودي ونمو مؤشر [أس أند بي ٥٠٠] لمدة ثلاث سنوات وثمانية أشهر، حيث ارتفع السوق السعودي بنسبة وصلت إلى حوالي ٤٥٠% في نهاية يوليو ٢٠٠٥م، بينما يظهر السوق الأمريكي بارتفاع طفيف خلال المدة نفسها.

وبالعودة للأسباب التي أدت إلى هذا الارتفاع، نجد أن العامل الرئيسي المشترك في البورصات العالمية يعود لبوادر الانتعاش في الاقتصادات العالمية بعد مرحلة تباطؤ استمرت حوالي ٣ سنوات، لذا كانت معظم الأرقام الاقتصادية مشجعة، وبالذات تلك الخاصة بالاقتصاد الأمريكي، حيث عاود الناتج المحلي الإجمالي نموه المعتاد (بحدود ٤% سنوياً) بعد الهبوط الشديد في الأعوام ٢٠٠٠-٢٠٠٢م. إلا أن هناك أسباباً خاصة بالسوق السعودي يمكن إيجازها بما يلي:

- **عودة رؤوس الأموال:** بسبب الهبوط الشديد للبورصات الدولية خلال السنوات الثلاث السابقة قام كثير من المستثمرين بالخروج من تلك البورصات وضخوا أموالهم في المملكة، التي لم يتأثر سوقها كثيراً بذلك الهبوط الدولي.
- **الإرهاب وتجميد الحسابات:** بسبب نشاط الحكومة الأمريكية ودول أخرى كثيرة في مجال محاربة الإرهاب وتقضي حركة الأموال وتجميد بعض الحسابات، فقد رأى كثير من المستثمرين من أفراد وشركات ضرورة سحب أموالهم من تلك الدول تجنباً لوقوع أي مشاكل هم في غنى عنها.
- **ضخ الأموال في القطاع الخاص:** هذه الأموال العائدة وجدت طريقها في مجالين رئيسيين، الأول هو سوق الأسهم ذاته كبديل للبورصات الدولية، حيث إن نسبة كبيرة من الأموال العائدة كانت أموالاً مستثمرة في أسهم وسندات خارجية، فكان لا بد لها من البحث عن بديل مشابه. أما المجال الآخر التي وجدت الأسهم طريقها إليه، فكان مجال التجارة والأعمال حيث قام مستثمرون بإنشاء شركات ومؤسسات في مجالات مختلفة، وبالتالي استفاد الاقتصاد بشكل عام من ذلك، خصوصاً الشركات المساهمة ذات الأسهم العامة التي حظيت بزيادة كبيرة في مبيعاتها بسبب تلك الحركة الاقتصادية الجديدة.
- **الوضع الجيد للاقتصاد السعودي:** بسبب الإقبال الدولي الكبير على البترول ومنتجاته، وبالذات من قبل الصين وكوريا، وفي ظل التخوف من الوضع في العراق، فقد ارتفعت أسعار البترول إلى مستويات عالية، صبت في نهاية الأمر في قلب الاقتصاد السعودي.
- **معدل الفائدة المنخفض:** نظراً لارتباط الريال السعودي بالدولار^٢ فإن معدل الفائدة على الريال السعودي قريب جداً لمعدل الفائدة على الدولار الأمريكي، الذي بدوره شهد مرحلة هبوط حاد خلال السنوات الثلاث السابقة، حيث انخفض سعر التمويل الفدرالي الأمريكي من ٦,٥٠% في

² تم ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي بصورة رسمية في ١/١/٢٠٠٣م وفقاً لقرارات قمة مجلس التعاون الخليجي وذلك تمهيداً لإصدار العملة الموحدة في عام ٢٠١٠م، وقبل ذلك كان الريال مرتبطاً بسلة عملات مقرة من قبل صندوق النقد الدولي.

أول عام ٢٠٠٠م إلى ١% في منتصف عام ٢٠٠٣م. لذا فلم يكن هناك خيار أمام المستثمرين عدا الخروج بأموالهم من البنوك والبحث عن عائد أفضل. ومن المهم إدراك نقطة هامة وهي أن أكثر الشركات في السعودية تقوم بإيداع رأس مالها العامل (أو ما يعرف بـ Working Capital) في البنوك والحصول مقابل ذلك على فائدة بسيطة، بدلاً من ترك هذه الأموال بشكل نقدي بحت. لذا فإن الذي حصل في السنوات الماضية كبديل لترك الأموال في البنوك أن معظم أموال الشركات وجدت طريقها إلى سوق الأسهم، بالرغم من خطورة مثل هذا التصرف على الشركات. ولا ننسى كذلك أن ثبات نسبة الزكاة عند ٢,٥٠% أمام معدل فائدة أقل من ذلك بكثير، قد فاقم من حجم المشكلة وساعد في هروب الأموال من البنوك. ومن جانب آخر، فإن معدل الفائدة المنخفض جعل من الممكن للجميع الاقتراض من البنوك وضخ هذه الأموال في سوق الأسهم مباشرة أو في مجالات تجارية مختلفة.

- **طرح أسهم شركة الاتصالات السعودية:** لقد أدى ضخ نحو ٩٠ مليون سهم من أسهم شركة الاتصالات السعودية في سوق الأسهم، وما تلاه من اكتتابات أخرى، إلى خلق حملة إعلامية كبرى لسوق الأسهم وما يمكن أن يتحقق فيه من أرباح عالية، خصوصاً عندما حقق سعر سهم شركة الاتصالات عائداً بلغ ٢٠٠% خلال عام واحد من تاريخ الاكتتاب، وما تلى ذلك من اكتتابات أخرى ناجحة.

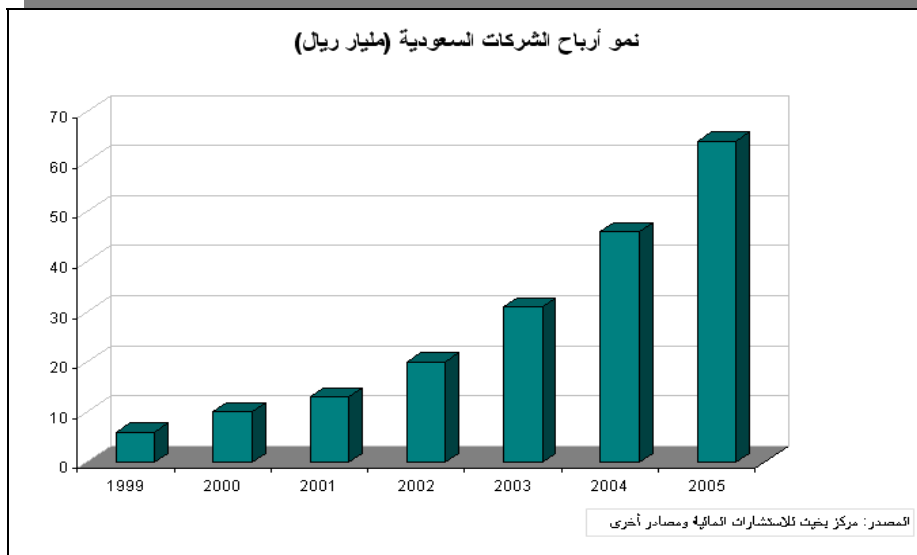
علاقة سعر البترول بالسوق السعودي

يبين الشكل ٥ العلاقة التي تربط سوق الأسهم السعودي بسعر البترول، ومنه نرى أن هناك علاقة قوية حيث يرتفع المؤشر العام وينخفض تماشياً مع سعر البترول، مع ملاحظة أن الأسعار الظاهرة في الشكل عبارة عن أسعار أسبوعية للمؤشر العام للسوق السعودي، وأسعار أسبوعية لعقود الزيت الخفيف المتداولة في سوق نيويورك للطاقة. ومن هذا الشكل ومثيله للسنوات السابقة تتأكد صحة العلاقة بين سعر البترول وحركة الأسهم السعودية، والتي في نهاية الأمر يمكن أن تستخدم في معرفة توجه أسعار الأسهم في السعودية. ومن الطبيعي أن يتأثر الاقتصاد بشكل إيجابي نتيجة تحسن أسعار البترول وتنتعش ميزانية الدولة وبالتالي تتأثر إيجابياً بقية الشركات سواء العاملة منها في مجال البترول والكيمياويات أو غيرها.

إذاً نجد أن تأثير ارتفاع سعر البترول ليس مجرد تأثير شكلي على سوق الأسهم، بل إن له علاقة مباشرة بنمو أرباح الشركات السعودية والتي تستفيد بطبيعة الحال من التحسن الاقتصادي الناتج من ارتفاع أسعار البترول، نتيجة الزيادة في ميزانية الدولة وزيادة المصروفات الاستثمارية والتنموية للدولة.



الشكل ٥: ارتفاع السوق السعودي وانخفاضه من عام لآخر له علاقة واضحة بسعر البترول.



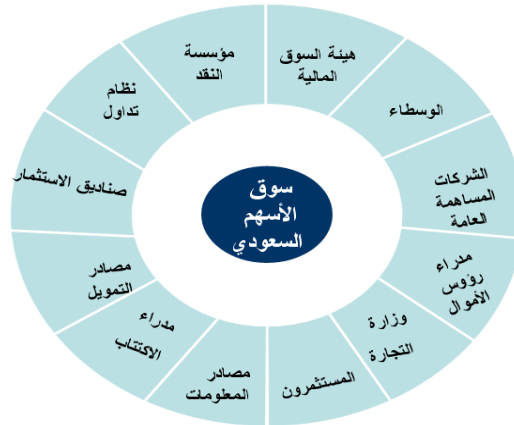
الشكل ٦: ارتفاع السوق السعودي في السنوات الخمس الماضية أدى نتيجة ارتفاع أرباح الشركات السعودية.

ومن الشكل ٦ نجد أن أحد الأسباب الرئيسية لارتفاع أسعار الأسهم السعودية خلال السنوات الخمس الماضية جاء نتيجة الارتفاع الملحوظ في أرباح الشركات. وبالطبع ليست كل الشركات رابحة، وبعضها ربحت في السنوات الأخيرة من شوق الأسهم ذاته، إلا إنه بالإمكان القول إجمالاً أن حركة الأسهم تأثرت بسبب نمو أرباح وليس العكس.

مكونات السوق

يتكون سوق الأسهم السعودي (كما في أبريل عام ٢٠٠٥م) من ٧٤ شركة مصنفة إلى ٨ قطاعات، يتم فيها تداول أكثر من ٢,٦ بليون سهم بقيمة سوقية تجاوزت ١,٥ تريليون ريال^٣. وتأتي الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) كأكبر شركة في السوق بقيمة سوقية تجاوزت ٥٠٠ بليون ريال (حوالي ثلث حجم السوق)، تليها شركة الاتصالات السعودية بحوالي ٢٣٠ بليون ريال (١٥% من السوق) ومن ثم الشركة السعودية للكهرباء بحوالي ٩٠ بليون ريال (حوالي ٦% من السوق)، أي أن أكثر من ٥٠% من القيمة الإجمالية للسوق تأتي من هذه الشركات الثلاث.

وتتفاوت ملكية الحكومة (ممثلة بصندوق الاستثمارات العامة) في الشركات المساهمة بنسب تزيد أحياناً عن ٧٠%، كما هو الحال في شركة الكهرباء وسابك والشركة العقارية وشركة الاتصالات، وتتناقص إلى ١% أو أقل كما في بعض شركات الاسمنت. معنى ذلك أن أكثر من ثلثي الأسهم هي ملك للدولة، الأمر الذي له تأثير كبير على القيم السوقية للأسهم، وبالتالي طريقة حساب مؤشرات السوق والقطاعات المكونة له، وله كذلك تأثير كبير على توفر الأسهم في يد المستثمرين والمضاربين.



الشكل ٧: الأطراف المعنية بسوق الأسهم السعودي، من أفراد وبنوك ووسطاء وشركات وجهات حكومية.

يبين الشكل ٧ الأطراف المعنية بسوق السهم السعودي وهي الجهات الحكومية وغير الحكومية والأفراد وغيرهم ممن يقوم السوق عليهم ويؤثرون في السوق بشكل أو آخر، ويتأثر السوق نتيجة

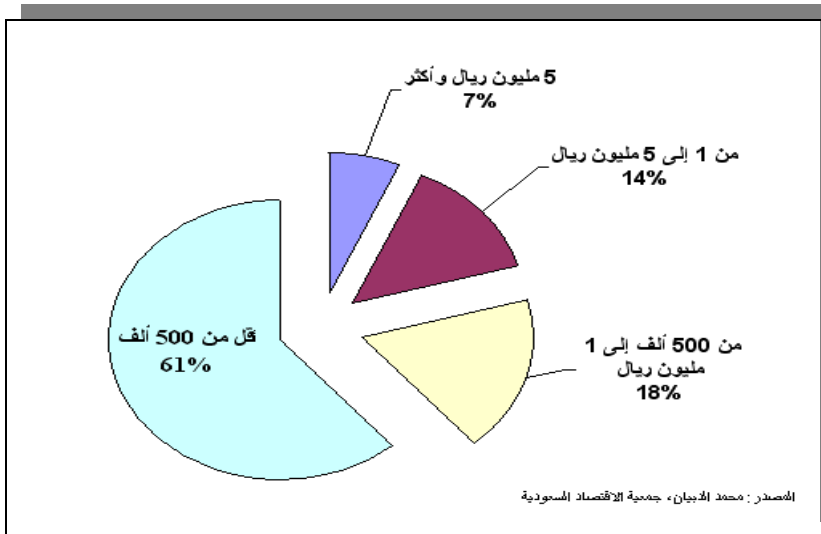
³ أضيفت إلى السوق لاحقاً خمس شركات جديدة هي بنك البلاد وشركة سدافكو وشركة المراعي وشركة ينساب وشركة الدريس، وتجاوزت القيمة السوقية لجميع الأسهم ٢,٥٠٠ تريليون ريال في يناير ٢٠٠٦م.

تصرفاتهم. والهدف من هذا الشكل هو لمجرد إعطاء تصور عام عن مكونات السوق والأطراف العاملة فيه.

المتعاملون وطبيعتهم

في دراسة لطبيعة المتعاملين في سوق الأسهم السعودي^٤، تمت في أواخر ٢٠٠٥م، تبين أن ٢٥% من المستجيبين للاستفتاء كان هدفهم من الاستثمار الربح السريع، و ٢٣% بسبب سهولة تحويل الأسهم إلى سيولة نقدية، وحوالي ٢٠% بسبب عدم وجود قنوات استثمارية بديلة ومفيدة. كذلك تشير الدراسة إلى أن نسبة ٣٩% من المتعاملين تعتمد على الاقتراض، وأن حجم الاستثمارات لدى المتعاملين في السوق السعودي تبلغ أقل من نصف مليون ريال في ٦١% من المتعاملين، كما هو مبين في الشكل ٨، مما يدل على أن نسبة كبيرة من المتعاملين هم من صغار المستثمرين.

ومن الاستنتاجات الأخرى لهذه الدراسة أن حوالي ٥٧% من المتعاملين لديه بعض المعرفة بطرق التحليل الفني، مقابل حوالي ٦٢% ممن يمتلك بعض المعرفة بطرق التحليل الأساسي، وأن فقط حوالي ١٤% يمتلك معرفة جيدة بهذه الطرق. وأشارت الدراسة إلى أن حوالي ٦٦% من المتعاملين أفاد بأنه رابع من استثماره في الأسهم، والبقية خاسرون، وإن ٣٧% منهم أرجع السبب لنقص الخبرة، و ١٤% بسبب عدم الشفافية، و ٧% نسبها إلى عدم فاعلية هيئة السوق المالية.



الشكل ٨: مقدار المبالغ التي يستثمر بها المتعاملون في سوق الأسهم السعودية.

^٤ "الأسهم المحلية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني"، جمعية الاقتصاد السعودية، ٢٠٠٥م.

أنظمة السوق

هناك عدد من الأنظمة التي تحكم عمل السوق، والتي من المفيد للمتعامل الجاد التعرف عليها لما لها من تأثير على عمل الشركات والبنوك، وطرق حل المنازعات، وطبيعة حركة الأسهم وغيرها من أمور. ونقوم فيما يلي باستعراض أهم ما في نظام الشركات، ونظام مراقبة البنوك، وعمل لجنة تسوية الخلافات المصرفية ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، إضافة لأهم ملامح نظام السوق المالية.

نظام الشركات

صدر قبل أكثر من ٤٠ عاماً نظام الشركات السعودية، وبالرغم من قوة هذا النظام وبقائه صالحاً طوال هذه المدة، إلا أنه بحاجة إلى تحديث وتطوير، الأمر الذي يتم حالياً ومن المتوقع صدور النظام الجديد قريباً. ومن المهم للمستثمر الجاد والمختص معرفة أبرز جوانب هذا النظام وعلاقته بالشركات المساهمة.

تنص المادة ٤٩ من النظام على ألا يقل رأس مال شركة المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن عشرة ملايين ريال سعودي، ولا يقل المدفوع من رأس المال عند تأسيس الشركة عن نصف الحد الأدنى، ولا تقل قيمة السهم عن خمسين ريالاً سعودياً (غيرت مؤخراً إلى عشرة ريالات). وهذا يفسر اللجوء المستمر للشركات لرفع رأس مالها عندما تريد أن تخفض من قيمة السهم السوقية، لكونها محدودة بـ ٥٠ ريالاً كحد أدنى للقيمة الاسمية للسهم.

ونصت المادة ٥٦ على أن يظل الاكتتاب مفتوحاً مدة لا تقل عن عشرة أيام ولا تتجاوز تسعين يوماً، وألا يتم تأسيس الشركة إلا إذا تم الاكتتاب بكامل رأس المال. وفيما يخص قدرة المؤسسين على تداول أسهمهم، فإن المادة ١٠٠ من النظام تمنعهم من القيام بذلك قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح عن سنتين ماليتين كاملتين، اعتباراً من تاريخ تأسيس الشركة، إلا أنه يُسمح بنقل ملكية الأسهم من مؤسس لآخر أو إلى أحد أعضاء مجلس الإدارة لتقديمها كضمان للإدارة. ولا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة، بأي حال من الأحوال، الحصول على مكافآت سنوية من أرباح الشركة تزيد عن ١٠% من صافي الأرباح، وليس قبل توزيع أرباح على المساهمين لا تقل عن ٥% من رأس المال.

ويجب على كل شركة مساهمة (المادة ١٢٥) تجنب ١٠% من الأرباح الصافية في كل عام لتكوين احتياطي نظامياً، إلى أن يبلغ مقدار الاحتياطي نصف رأس المال، وبعد ذلك فليست الشركة ملزمة بزيادة أي مبالغ لهذا الاحتياطي، إلا أن النظام يشجع على الاحتفاظ بأكثر من ذلك على شكل احتياطيات إنفاقية وغيرها. والهدف من الاحتياطي النظامي هو للاستخدام في تغطية خسائر

الشركة أو لزيادة رأس مالها، ولا يجوز توزيع أرباح على المساهمين ما لم يبلغ الاحتياطي النظامي نصف رأس مال الشركة. كما لا يجوز للشركة التصرف بما لديها من احتياطات إلا بموافقة الجمعية العامة غير العادية، وبالنسبة للبنوك فيجب تجنب ٢٥% من الأرباح الصافية كاحتياطي نظامي إلى أن يبلغ مقدار هذا الاحتياطي كامل رأس مال البنك.

عندما تقرر الشركة المساهمة توزيع أرباح على مساهميها، وعلى فرض أن الاحتياطي النظامي لديها يساوي نصف رأس المال أو أكثر، فيجب ألا تقل نسبة الأرباح الموزعة عن ٥% من رأس مال الشركة، الأمر الذي يفسر جزئياً النظرة الإيجابية من قبل المساهمين عندما تعلن الشركة عن رفع رأس مالها (مما يؤدي إلى زيادة مقدار الأرباح الموزعة). ولا يمنع النظام قيام الشركة بزيادة رأس مالها متى شاءت، طالما أن قرار زيادة رأس المال يتم بموافقة الجمعية العامة غير العادية، وأن يكون رأس المال الأصلي قد دفع بالكامل.

يجيز النظام (المادة ١٣٥) زيادة رأس المال بأي من الطرق التالية:

- ✓ إصدار أسهم جديدة تدفع قيمتها نقداً أو مقابل حصص عينية.
- ✓ إصدار أسهم جديدة كغطائية لديون الشركة.
- ✓ إصدار أسهم جديدة بمقدار فائض الاحتياطي.
- ✓ زيادة القيمة الاسمية للأسهم المتداولة بمقدار الفائض المذكور.
- ✓ إصدار أسهم جديدة مقابل حصص التأسيس أو السندات المتداولة.

وعندما تبلغ خسائر الشركة المساهمة ثلاثة أرباع رأس المال، فيجب النظر في استمرار الشركة أو حلها من قبل الجمعية العامة غير العادية (المادة ١٤٨).

ويمكن خفض رأس مال الشركة من قبل الجمعية العامة غير العادية إذا زاد عن حاجة الشركة أو بسبب تعثر الشركة، وذلك بأي من الطرق التالية:

- ✓ رد جزء من القيمة الاسمية للسهم إلى المساهمين.
- ✓ تخفيض القيمة الاسمية للسهم بما يعادل الخسارة التي أصابت الشركة.
- ✓ إلغاء عدد من الأسهم يعادل القدر المطلوب تخفيضه.
- ✓ شراء عدد من الأسهم يعادل القدر المطلوب تخفيضه.

مجالس الإدارة والجمعيات العامة

يشترط نظام الشركات أن يمتلك كل عضو في مجلس الإدارة أسهماً بقيمة لا تقل عن ١٠ آلاف ريال على الأقل، وأن يحتفظ بها كضمان لمسئولية العضو تجاه الشركة، ولا يحق له بيع هذه الأسهم طالما بقي عضواً في مجلس إدارة الشركة، ومن ثم إلى أن تنتهي المدة التي يجوز فيها رفع الدعاوى ضد أعضاء مجلس الإدارة. كما يمنع النظام أعضاء مجلس الإدارة من أن تكون لهم مصالح

شخصية في الأعمال والعقود التي تقوم بها الشركة، إلا أنه من الممكن أن يفوز عضو مجلس الإدارة بعقد أو نحوه إذا تم ذلك من خلال مناقصة عامة وكان عرضه الأفضل بين العروض.

ولا يجوز للشركات المساهمة منح قروض من أي نوع لأعضاء مجالس إدارتها، ولا أن تضمن قروضاً ممنوحة لهم من جهات أخرى، وبالطبع يحظر النظام على أعضاء مجلس الإدارة إفشاء المعلومات السرية التي قد تقع في متناول أيديهم.

ويجب أن تعقد الجمعية العامة العادية على الأقل مرة واحدة في العام، وذلك خلال ستة أشهر من انتهاء السنة المالية للشركة. ويجب أن يعلن عن موعد انعقاد الجمعية العامة قبل خمسة وعشرين يوماً من انعقادها، وذلك بالإعلان في الجريدة الرسمية وفي صحيفة واحدة من الصحف التي توزع في بلد المركز الرئيسي للشركة. ولا يكون الاجتماع صحيحاً إلا بحضور عدد من الأسهم تمثل على الأقل نصف رأس مال الشركة، وإن لم يحصل ذلك في الاجتماع الأول، يطلب اجتماع ثان خلال ثلاثين يوماً، ويكون الاجتماع صحيحاً بغض النظر عن عدد الأسهم الممثلة فيه.

هذا بالنسبة للجمعية العامة العادية، أما بالنسبة للجمعية العامة غير العادية، فيجب أن يكون عدد الأسهم الحاضرة في الاجتماع الثاني ممثلاً لربع رأس المال، وتكون قرارات الاجتماع نافذة بأغلبية تعادل ثلثي الأسهم الحاضرة (أو ثلاثة أرباع الأسهم في حال القرارات المتعلقة برأس المال).

وبالنسبة لحضور الجمعيات العامة فيحق لكل مساهم يملك ٢٠ سهماً أو أكثر الحضور أو أن يوكل غيره بالحضور بخطاب تفويض منه، ويحق له توجيه الأسئلة لمجلس الإدارة، ويجب عليهم الرد على جميع الاستفسارات، عدا الإجابات التي قد تضر بمصالح الشركة.

نظام مراقبة البنوك

صدر نظام مراقبة البنوك كذلك قبل أكثر من ٤٠ عاماً، وهو النظام المطبق حالياً على جميع البنوك العاملة في المملكة، والهدف منه وضع شروط تأسيس البنوك الوطنية والأجنبية ومنع مزاوله الأعمال المصرفية والصرافة إلا للمرخص لهم من قبل مؤسسة النقد. كما نصت المادة الخامسة على منع غير المرخص لهم استعمال كلمة بنك ومرادفاتها بأي لغة كانت في أوراقهم أو مطبوعاتهم. ومن أبرز ما جاء في النظام ما يلي:

- ✓ يجب ألا تزيد القروض التي يمنحها البنك لشخص واحد أو جهة واحدة عن ٢٥% من رأس المال زائد الاحتياطيات (ويمكن زيادة هذه النسبة إلى ٥٠% إن رأت مؤسسة النقد ذلك).
- ✓ يجب ألا تزيد الودائع عن ١٥ ضعف رأس المال والاحتياطيات.

- ✓ يجب الاحتفاظ لدى مؤسسة النقد في جميع الأوقات بوديعة نظامية لا تقل عن ١٥٪ من مقدار الودائع التي لدى البنك.
- ✓ يجب الاحتفاظ بحوالي ٣٠٪ من الودائع بين احتياطي نظامي لدى مؤسسة النقد واحتياطي سيولة لدى البنك نفسه.
- ✓ يجب كذلك الاحتفاظ بسيولة نقدية لا تقل عن ١٥٪ من مقدار الودائع التي لدى البنك.
- ✓ يجب تجنب ٢٥٪ من الأرباح الصافية كاحتياطي نظامي إلى أن يبلغ مقدار هذا الاحتياطي كامل رأس مال البنك.

لجنة تسوية الخلافات المصرفية

تم في عام ١٤٠٧هـ تشكيل لجنة في مؤسسة النقد لدراسة القضايا التي تنشأ بين البنوك وعملائها، وذلك من أجل تسوية الخلافات وإيجاد الحلول المناسبة، ويحق لهذه اللجنة أن تقرر الإجراءات التي يمكن اتخاذها لضمان تسوية القضايا بما في ذلك حجز المستحقات ومنع الطرف المعني من السفر، وبالطبع فإن اختصاص اللجنة يقتصر على القضايا المصرفية، ولا تتدخل اللجنة بأي قضايا أخرى قد تنشأ بين البنك والعميل، ولا تلك القضايا الخاصة ببنوك التسليف أو الصناديق الصناعية وغيرها، والتي يجب أن تحال إلى الجهات المختصة الأخرى، كالمحاكم وغيرها.

نظام السوق المالية

صدر نظام السوق المالية في عام ١٤٢٤هـ، ويهدف هذا النظام إلى تنظيم السوق ليعمل بشكل عادل لمنح الأطراف المتعاملة الفرص المتكافئة للاستثمار بشكل سليم والحد من المخاطر المترتبة على تداول الأوراق المالية. ومما لا شك فيه إن وجود سوق مالية منظمة وذات شفافية عالية من شأنه أن يضفي إلى السوق جواً من الأمان والاستقرار، وأن يحد من حالات سوء الاستخدام والاستغلال وأن يسد الثغرات الإجرائية الممكن حدوثها في حال غياب الرقيب الواعي. ويشمل هذا النظام تنظيم عمل هيئة السوق المالية نفسها وآلية عمل السوق المالي إلى جانب عمل المؤسسات المصاحبة كمركز إيداع الأوراق المالية وعمل الوسطاء وصناديق الاستثمار وغيرها.

فمن النظام على أنه لا يجوز لأي شخص ممارسة عمل الوساطة ما لم يكن حاصلاً على ترخيص ساري المفعول من قبل الهيئة، وأكد النظام على العقوبات التي ستطبق على الوسطاء ووكلائهم في حال مخالفتهم للنظام واللوائح الداخلية للسوق والشروط المطبقة عليهم. وكذلك تطرق النظام لصناديق الاستثمار وبرامج الاستثمار الجماعي، ومن المتوقع أن تصدر قريباً قواعد تنظيم جديدة لهذه الصناديق، والتي تشمل وضع القواعد واللوائح التي تتعلق بشروط ومتطلبات ترخيص صناديق

الاستثمار، وإعداد التقارير المالية ومتطلبات السيولة، وحدود المخاطر، وإجراءات الحفظ والإيداع، والعمولات وأسعار الوحدات وتقييمها.

استغلال المعلومات الداخلية

إن من أكثر الحالات انتشاراً وأكثرها صعوبة للتعقب من قبل الجهات الرقابية (في أي مكان في العالم) ما يعرف بالتداول المبني على معلومات داخلية، والتي أكد نظام السوق المالية على ضرورة متابعتها والحد منها. في مثل هذه المخالفات، يقوم أحد المسؤولين في الشركة بالتداول قبيل صدور معلومة هامة، كتوقيع عقد كبير أو الفوز بقضية، وما إلى ذلك من التطورات التي من شأنها أن تغير في سعر السهم بشكل كبير، وبذلك يستفيد من معرفته المسبقة التي ستغير من اتجاه السعر فور صدور الخبر. ومصدر الصعوبة في تعقب مثل هذه الحالات هي أن عملية التداول في الغالب لا تتم مباشرة في حساب من له صلة رسمية بالشركة، إلا أن من المفترض أن تقوم هيئة السوق المالية بمتابعة مثل هذه الحالات بشتى الطرق والأساليب الاستقصائية.

التلاعب في الأسعار من قبل الوسطاء

هناك حالات يمكن للوسيط غير النزيه القيام فيها بتنفيذ أوامر الشراء بعيداً عن السوق الرسمي محققاً بذلك فارقاً في السعر لصالحه. وهناك حالات معروفة يمكن حدوثها بين كبار المستثمرين وهي مبنية على القيام بعمليات تداول زائفة بين عدد محدود من المتداولين لإيهام المستثمرين بأن هناك نشاطاً ملحوظاً في أحد الأسهم لجلب المشتريين وبالتالي البيع لاحقاً بسعر عالٍ. ومن المعروف إن صناع السوق في [نازداك] قاموا بدفع نحو واحد بليون دولار في عام ١٩٩٥م لإقفال قضية رفعت ضدهم نتيجة تلاعبهم بالأسعار في ذلك الوقت.

وقد يقوم الوسيط بعدم ضبط حسابات العملاء بشكل دقيق أو حتى التلاعب المباشر في الأسعار، وهي في مجملها حالات تهدف لتحقيق ربح غير نظامي لصالح الوسيط، كأن يقوم الوسيط بتغيير قيمة الصفقات لصالحه، واحتساب العمولة بشكل مخالف لاتفاقية العميل، أو قيامه بفرض رسوم غير معلنة أو مخالفة للاتفاقية.

حالات الإشادة ثم الإطاحة

هذه من أشهر الحالات التي تمارس في الغالب من قبل الأفراد وبعض المحللين في الخارج، إلا أنها يمكن أن تجد طريقها في عقر دار كبار الوسطاء والمحللين، والطريقة هي أن تقوم الجهة بالإشادة بسهم شركة ما عن طريق تسريب معلومات زائفة من أجل رفع الثقة في السهم، والذي ترتفع قيمته تبعاً لذلك، ولاحقاً تقوم الجهة ببيع ما لديها من أسهم مستفيدة من ارتفاع السعر. ولقد كان من نتائج هذه الفضائح في الولايات المتحدة إصدار قانون جديد يلزم دور الاستثمار بفصل عمل

المحللين عن عمل بنوك الاستثمار، وتبعاً لذلك تم إلزام وسطاء وول ستريت في عام ٢٠٠٢ م بدفع نحو واحد بليون دولار كتعويضات نظير ما اقترفوه من أخطاء.

قيام الشركات بنشر معلومات مالية خاطئة

هذه التجاوزات ليست حكرًا على الوسطاء أو المحللين، بل إنها قد تحدث من قبل مختلف الفئات العاملة في سوق المال بما في ذلك الشركات أنفسها والتي قد تقوم بنشر معلومات مالية خاطئة أو حتى زائفة، الأمر الذي يتطلب التدخل السريع لهيئة السوق المالية ووزارة التجارة للحد من هذا النوع من التجاوزات.

وتأتي هذه التجاوزات بأشكال عديدة وطرق مبتكرة وأحياناً معقدة، منها قيام الشركة بحساب بعض المصروفات الكبيرة، والتي من المفترض تسجيلها كاملة في وقتها، على أنها استثمارات رأسمالية يتم تسجيلها على شكل حصص متفرقة لعدة سنوات، الأمر الذي يظهر ارتفاعاً في الأرباح لعدة سنوات ويضلل في النهاية بالمستثمرين. وقد تكون المعلومات المدونة في السجلات المالية مفبركة بشكل كبير، كأن تقوم الشركة بتسجيل مبيعات الأسابيع الأولى من الفصل التالي من ضمن مبيعات الفصل الحالي، لترفع من نتائج أداء الفصل الحالي. أو أن تقوم الشركة بممارسة ما يعرف بإغراق قنوات التوزيع، حيث تقوم الشركة بزج منتجاتها على الموزعين وتسجيلها على أنها مبيعات متحققة، مع علمها بأن هذه المنتجات ستعود لاحقاً للشركة لعدم تمكن الموزعين من تصريفها.

هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية

من أجل الاطلاع على الدور المأمول من هيئة السوق المالية السعودية، نقوم هنا باستعراض ما قامت به هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية من أعمال في عام واحد فقط، كمثال لكيفية ضبط السوق وتنظيمه، هذا بالرغم من الانتقادات التي توجه إليها والنقص الواضح في عدد موظفيها وفي ميزانيتها السنوية.

- ✓ أمرت الهيئة بإلغاء نحو بليون وثلثمائة مليون دولار من البيانات المالية لعدد من الشركات، نتيجة قيام هذه الشركات بتسجيل مبالغ غير نظامية كأرباح في تقاريرها الدورية.
- ✓ تم إيقاع عقوبات بأكثر من ١٠٠ مليون دولار مقابل جرائم مدنية متفرقة ذات علاقة بتجارة الأسهم.
- ✓ تم منع أكثر من ١٢٦ شخصاً من العمل في مجالس إدارات عدد من الشركات المساهمة ومن العمل في مناصبها التنفيذية بسبب تعارض المصالح.
- ✓ تم إيقاف التداول في أسهم ١١ شركة لعدم قيام هذه الشركات بالإفصاح الكافي لما لديها من معلومات مالية تهم المستثمرين.

- ✓ تم رفع العديد من القضايا في المحاكم ضد شركات كبيرة مثل إنرون وداينجي وتايكو وورلد كوم وغيرها، إلى جانب أكثر من ٢٥٩ حالة تم رصدها ضد أفراد بسبب التداول المسلح بمعلومات داخلية، كما حدث في حالة رئيس شركة إم كلون وغيره.
- ✓ تمت مراقبة نشاطات أكثر من سبعة آلاف محلل مالي معتمد وذلك بفحص دراسات وإعلانات المحلل والتمحيص في تداولاته الشخصية، وتبين أن هناك مخالفات متفرقة لأكثر من ٩٠ بالمائة من المحللين. وبالنسبة للوسطاء فقد تبين وجود مخالفات عديدة في جودة الضبط الداخلي للمعاملات، إلى جانب وجود أخطاء في طريقة حساب قيمة أرضة العملاء وإصدار توصيات غير مناسبة لبعض العملاء.
- ✓ إصدار قانون يلزم جميع الوسطاء والمحللين ممن يقدم توصيات بيع وشراء بضرورة التنويه فيما لو كانت التوصيات المقدمة من قبلهم ناتجة عن آرائهم الشخصية، معنى ذلك أنه بالإمكان ملاحقة بنك أو محلل مالي معتمد في حالة ثبوت تملكه لأسهم كان يشيد بها.

وبالنسبة لتنظيم الصناديق الاستثمارية فقد تم إلزامهم بإيضاح نتائج أداء الصناديق بشكل دقيق في الإعلانات التجارية وإرفاق رقم هاتف مجاني من ضمن الإعلان ليتمكن المستثمر من معرفة آخر أداء للصندوق، وعدم الاكتفاء بالأداء الظاهر في الإعلان. ولا يقف دور الهيئة في أروقة بنوك الاستثمار ووسطاء السوق، بل تتم ملاحقة المتورطين من الأفراد في عمليات الإشادة ثم الإطاحة التي تتم في منتديات الإنترنت. فقد قامت الهيئة برفع عدد من القضايا القانونية ضد أشخاص كانوا يقومون بنشر معلومات غير صحيحة عن اكتشافات علمية هامة قامت بها شركة من الشركات أو فوز إحداها بمشاريع ضخمة ونحو ذلك. وكان من ضمن من وجهت لهم تهمة في هذا الشأن أحد السجناء في الإصلاحية الفدرالية في ولاية جورجيا، الذي كان يقوم بنشر معلومات زائفة في موقع [ياهو] وفي مزاد [آي باي] - فحتى السجناء لم يسلموا من ملاحقة هيئة الأسواق المالية، وهذا ما نأمل أن يتم في بلادنا.

لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

تم إنشاء لجنة مختصة للفصل في منازعات الأوراق المالية من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين، وتختص هذه اللجنة بالنظر في المنازعات التي تقع بين مختلف الأطراف التي تتعامل من خلال سوق المال. وإن لم يكن مرضياً للأطراف المتنازعة قرار هذه اللجنة، فيمكن رفع القضية إلى لجنة الاستئناف (المشكلة من قبل مجلس الوزراء) خلال ثلاثين يوماً.

دور الجهات الأخرى

يجب التنويه إلى أن مهمة إيجاد مناخ استثماري صحي وسوق أسهم فعال لا يقتصر على هيئة السوق المالية فقط، بل إن هناك جهات أخرى يجب أن تتعاون باستمرار مع الهيئة لمنع حدوث كوارث في السوق، منها ضرورة قيام مؤسسة النقد السعودي (كما يتم من قبل البنك المركزي الأمريكي) بالتحكم بمستوى السيولة التي تضح في سوق الأسهم، وذلك بتحديد نسب الاقتراض التي تمنحها البنوك لعملائها، والتي يجب ألا تزيد عن ٥٠ في المائة بأي حال من الأحوال، ولكن يمكن خفضها إلى أقل من ذلك حسب وضع السوق ومستوى السيولة المتوفرة فيه، إلى جانب مهام أخرى يمكن للمؤسسة القيام بها لضبط السيولة ومعدلات الفائدة. كذلك يمكن لوزارة المالية التحكم في السياسة المالية للسيطرة على سوق الأسهم والاقتصاد بشكل عام، إلى جانب الدور الذي يقوم به مجلس الاقتصاد الأعلى من حيث فتح المجال للتخصيص وإدخال شركات جديدة للسوق.

المعلومات في السوق السعودي

يتوقف كل من الاستثمار والمضاربة على توفر المعلومة اللازمة لاتخاذ القرار، والتي يجب أن تكون متوفرة سريعاً وتكون في متناول اليد، والأهم من ذلك أن تكون جودتها عالية. وبالفعل نجد إن توفر المعلومات يعتبر سلاحاً قوياً في يد المستثمر، ويمكننا تقسيم هذه المعلومات التي يحتاجها المستثمر والمضارب إلى سبع فئات رئيسية، كما في الجدول ٢.

أول مصدر للمعلومات في السوق السعودي هو موقع الوسيط، أي البنوك حالياً، والذي من خلاله يستطيع الشخص الحصول على الأسعار الفورية للأسهم وأخبار الشركات، وأي خدمات أخرى قد يجدها هناك. ومن المتوقع بعد فصل عمل الوساطة عن عمل البنوك أن تتحسن هذه الخدمة وتتوفر معلومات تفصيلية كثيرة، إلا أنها لا تغني عن مصادر المعلومات الأخرى. أما بقية المعلومات والبيانات المالية وأخبار الشركات فهي موجودة في موقع تداول الرسمي وبعض المواقع التجارية. فتجد أن موقع تداول هو المصدر الرسمي لجميع الأخبار المتعلقة بالشركات كالقوائم المالية وانعقاد الجمعيات العمومية العادية وغير العادية، وتواريخ استحقاق الأرباح، إلى جانب أهم المستجدات لدى الشركات من مشاريع وعقود، وما إلى ذلك.

وبالرغم من توفر معلومات الأسعار عن طريق الوسطاء، إلا أن الشخص بحاجة إلى أسعار تفصيلية فورية والتي قد لا يجدها عند الوسطاء، ولن يجد بأي حال من الأحوال البرامج المناسبة للتحليل الفني إلا عن طريق الاشتراك بخدمات متخصصة، كذلك المتوفرة عن طريق برنامج مباشر وبرنامج تكرر شارت، وغيرها. وإلى الآن لن يجد المستثمر السعودي بيانات تفصيلية دقيقة ونقية، ولن يجد التوصيات المدعمة بدراسات عميقة، كذلك المتوفرة في السوق الأمريكي عن طريق شركة [ستاندارد

أند بورز] أو غيرها من الجهات المتخصصة. ولا توجد حالياً مجالات أو جرائد متخصصة في سوق الأسهم، ولكن يوجد عدد من المجالات الاقتصادية أو تلك المتخصصة في بعض الأنشطة المتعلقة بعمل الشركات، علاوة على الصفحات الاقتصادية في معظم الصحف اليومية، والتي من الضروري على المستثمر الجاد متابعتها وقراءتها باستمرار.

الجدول ٢: أنواع المعلومات التي يحتاجها المستثمر ومكان وجودها.

نوع المعلومة	مكان توفرها
١ الأوامر وآلية التداول	البنوك حالياً (وقريباً وسطاء مختصون)
٢ البيانات المالية	موقع تداول، مركز بخت، موقع جولف بيس
٣ الأخبار المالية	موقع تداول للأخبار الرسمية، الصحف والمجلات
٤ الأسعار والتحليل الفني	برنامج مباشر، برنامج تيك رتشارت، برنامج ميتاستوك
٥ الدراسات والتوصيات	لا يوجد ما يستحق الذكر
٦ المجالات المتخصصة	ضعيفة، أو لا توجد
٧ المنتديات	أعمال الخليج، الأسهم السعودية، تداول الاقتصادية، عريبات، المساهم، وغيرها، وقد كثرت بشكل كبير في السنوات الأخيرة.

المصدر: د. فهد الحويماني.

أخيراً، فيما يخص المنتديات وساحات النقاش فهي كثيرة جداً، وبعضها مفيد في الواقع بالرغم مما يثار عنها من تساؤلات وتشكيك في مصداقيتها. ولا يقصد بالفائدة من هذه المنتديات أن يأخذ الشخص بالتوصيات التي ترد فيها جزافاً، ولا أن يصدق ما تتضمنه من إشاعات ومعلومات كاذبة. بل فقط في الاستفادة من المنتديات كمصدر ثانوي للمعلومات الإخبارية الرسمية أو غير الرسمية، والتي بإمكان الشخص البحث عن مزيد من المعلومات عنها والحكم على صحتها. كما يرد في بعض المنتديات ومن بعض الكتب معلومات تحليلية جيدة وقراءات هادئة وعقلانية للأحداث والأخبار المالية.

مقارنة مع السوق الأمريكي

في دراسة لطبيعة السوق السعودي^٥، تمت في عام ١٩٩٦م، تبين أن هناك تشابهاً كبيراً في طبيعة الحركة اليومية للأسهم السعودية مع بقية الأسواق العالمية. على سبيل المثال، هناك تشابه في كون كمية التداول عالية في بداية التداول وضعيفة في منتصفه وعالية مرة أخرى عند نهاية اليوم.

⁵ "An exploratory analysis of the order book, and order flow and execution on the Saudi Stock Market", Mohammad Al-Suhaibani, Lawrence Kryzanowski, Journal of Banking & Finance 24 (2000) 1323-1357.

وهناك تشابه كذلك في كون الفرق بين سعري العرض والطلب يتناقص مع مضي وقت التداول اليومي، وتشابه في عدد العمليات اليومية وطبيعة التفاعل الذي يتم بين العرض والطلب، وغيرها.

الجدول ٣: مقارنة عامة بين السوقين السعودي والأمريكي حسب الخصائص الموضحة.

السوق السعودي	السوق الأمريكي	الخاصية
صغير	كبير	١ عدد الأسهم وعدد المتعاملين
متوسطة	كبيرة	٢ الكمية اليومية المتداولة للأسهم الكبيرة
صغير	كبير	٣ إظهار عمق السوق (عدد الأسعار الممكن رؤيتها)
ضعيف	قوي	٤ توفر المعلومات وجودتها
متدنية	عالية	٥ الشفافية بشكل عام
كبير	صغير	٦ فرق السعر بين العرض والطلب
كبيرة	قليلة	٧ الملكية الحكومية
لا يوجد	يوجد	٨ وجود صناع سوق
لا يوجد	يوجد	٩ وجود بورصة فعلية
لا يوجد	يوجد	١٠ وجود أساليب حماية لرأس المال
لا يوجد	يوجد	١١ توفر طريقة البيع المسبق (شورت)
لا يوجد	يوجد	١٢ توفر بيانات تاريخية لسنوات طويلة
ضعيفة	قوية	١٣ برامج العرض والتحليل والدراسة
ضعيفة	قوية	١٤ كفاءة السوق
غير متوفرة	متوفرة	١٥ بيانات لرصد مشاعر المستثمرين
عالي	متوسط	١٦ التذبذب في حركة السوق بشكل عام
كبيرة	صغيرة	١٧ عمولة التداول
يوجد	لا يوجد	١٨ وجود حد يومي لحركة الأسعار

المصدر: د. فهد الحويملاني.

واختلف السوق السعودي عن كثير من الأسواق العالمية في كون نسبة الفرق بين سعري العرض والطلب مرتفعة جداً، نتيجة كون النقطة الواحدة (Tick) عالية، حيث كانت ١ ريال في وقت الدراسة، ولكنها لا تزال عالية عند ٢٥ هللة حالياً. كذلك وجد أن السيولة اليومية في السوق السعودي تعتبر ضعيفة، إلا أنه عند قياس السيولة في قدرة السوق على الاستجابة الكاملة والسريعة للأوامر المسعرة بسعر السوق تبين أن السوق السعودي يتمتع بسيولة عالية (مما يعني أن هناك

وفرة في الأوامر محددة السعر). وبلا شك إن الوضع حالياً يشير إلى سيولة عالية جداً وكميات تنفيذ عالية، بالرغم من عدم وجود صناع سوق وعدم توفر أساليب البيع المُسبق (راجع الصفحة ١٠١)، وأوامر الحد من الخسارة والشرء الموقوف. ولم يرق أحد حسب علمي بإجراء دراسة جديدة لدراسة وضع السوق في السنوات الأخيرة.

التسهيلات

تختلف طريقة الاقتراض في الأسهم السعودية عن المتبع في السوق الأمريكي، حيث رأينا أن الاقتراض في أمريكا يتم بفتح حساب على الهامش، يكفي لفتحه لدى بعض الوسطاء مبلغ ١٠٠٠ دولار فقط، ومن ثم يحصل الشخص على قرض يومي يصل إلى مقدار رأس ماله في الحساب. ورأينا إن الفائدة المالية المستحقة على القرض تحسب بالطريقة اليومية، فتحسب فقط حسب مدة بقاء القرض لدى العميل، الذي قد يستفيد من القرض لمدة يوم أو أكثر، وقد لا يستخدمه بعد ذلك لفترة طويلة.

ويمكن القيام بذلك في السوق السعودي إلا أن هذه الطريقة متاحة فقط للمحافظ التي قيمتها أكثر من ٣ ملايين ريال، عند بعض البنوك، أو ٥ ملايين ريال عند البعض الآخر، لذا فهي لا تعتبر طريقة عملية لصغار المستثمرين.

يتبقى للمستثمر إذا حل آخر يتمثل في الحصول على قرض مرهون بعدد من الأسهم. حسب هذه الطريقة، يقوم البنك بحجز كمية من الأسهم لديه تعادل ضعف قيمة القرض، ولا يحق للشخص التصرف بهذه الأسهم حتى يعيد القرض للبنك. على سبيل المثال، لو كان لدى الشخص عدد من الأسهم القوية بقيمة ١٠٠ ألف ريال، فيستطيع أن يحصل على قرض من البنك بمقدار ٥٠ ألف ريال مقابل احتجاز تلك الأسهم لدى البنك. لاحظ أن القرض عبارة عن قرض شخصي عادي يستطيع الشخص الاستفادة منه كيفما شاء، سواء لشراء أسهم أو غيرها. ولاحظ أيضاً أنه لا توجد مخاطرة على البنك على الإطلاق (عدا في حالة الانهيار التام للأسهم)، حيث إن الأسهم باقية تحت تصرفه بالكامل، ولو أن سعرها انخفض بمقدار الثلث (عند أكثر البنوك) فيقوم البنك بمخاطبة العميل وتوجيهه إلى ضرورة تسديد جزء من القرض (إما بإيداع كمية من النقد لدى البنك، أو بتوجيه البنك لبيع جزء من الأسهم التي بحوزته). وبأي حال من الأحوال، يحق للبنك بيع الأسهم كلها أو بعضها إن رأى أي نوع من الخطورة على القرض. ولتقليل المخاطرة على البنك، فهو لا يقبل الرهن إلا للأسهم التي يعتبرها قوية، وهي غالباً الشركات ذات العوائد العالية أو تلك التي ليس لديها ديون كبيرة وما إلى ذلك. وتختلف قائمة الشركات القابلة للرهن من بنك لآخر، بل إنها تتغير من وقت لآخر.

ويقوم البنك بتحديد نسبة الفائدة حسبما يراه مناسباً، ويختلف ذلك من عميل لآخر ومن بنك لآخر، بل إن بعض البنوك في الأعوام الماضية كانت تقدم تسهيلات كبيرة تتجاوز قيمة الأسهم استجابة لطلبات العملاء المندفعين خلف الأسهم، مما جعل السوق يرتفع بشكل سريع مدعوماً بتلك القروض الميسرة.

وغني عن القول أن هناك طرقاً للحصول على هذه التسهيلات بصيغ شرعية كالمراوحة والتورق وغيرها، وهناك طرق تقليدية متوفرة لدى معظم البنوك.

الاكتتاب

تتم طريقة الاكتتاب في الأسهم السعودية بطريقة مختلفة تماماً عن المتبع في السوق الأمريكي، حيث رأينا أن الطريقة في السوق الأمريكي تتم وفقاً لترتيبات معينة، يتم الاتفاق عليها بين كل من بنك الاستثمار المتولي لعملية الاكتتاب والوسطاء الذين يتعاملون معه لتوزيع أسهم الاكتتاب. بينما في السوق السعودي نجد أن الاكتتاب مفتوح لجميع المواطنين، وليس حكراً على فئة معينة من المستثمرين، وأن سعر السهم يتم تحديده حسب دراسة مالية تقوم بها الشركة وتخضع لموافقة وزارة التجارة، وفي الفترة الأخيرة تخضع لموافقة هيئة السوق المالية.

وقبل البدء بعملية الاكتتاب لأي شركة، يجب أن يتم تأسيس الشركة كشركة مساهمة، ويتم ذلك بإصدار قرار من وزير التجارة والصناعة حسب شروط معينة، منها ألا يقل رأس مال الشركة المساهمة عن مليوني ريال، وإذا كانت شركة ذات امتياز أو تدير مرفقاً عاماً أو أنها تتلقى معونات من الدولة فيجب أن يصدر مرسوم ملكي بشأنها. ومن تلك الشروط كذلك أنه في حالة الرغبة في طرح أسهم الشركة المساهمة للاكتتاب، فيجب ألا يقل رأس مالها عن عشرة ملايين ريال وأن يتم تقسيم رأس مالها إلى أسهم لا تقل قيمتها عن ٥٠ ريالاً للسهم الواحد. لذا فعندما تم طرح أسهم شركة الاتصالات السعودية للاكتتاب العام برأس مال مدفوع يساوي ١٥ بليون ريال، كان لا بد لعدد الأسهم المصدرة أن يكون ٣٠٠ مليون سهم (١٥ بليون ريال تقسيم ٥٠ ريالاً)، وهو أكبر عدد ممكن من الأسهم تستطيع الشركة طرحه. إلا أن النظام يسمح للشركة أن تضيف علاوة إصدار على سعر السهم، وذلك حسب ربحيتها وقيمتها المثمنة، شريطة أن يمضي على مزاولة عملها بعد تأسيسها كشركة مساهمة عامين على الأقل.

وتقوم الشركات المكتتبه عادة بالاستفادة من خدمات شركة مختصة تتولى إدارة عملية الاكتتاب من أولها إلى آخرها، وبعد ذلك تبدأ مرحلة الاكتتاب التي تستغرق حوالي أسبوعين، فيها يقوم المواطنون بتعبئة نماذج الاكتتاب لدى البنوك والانتظار حتى تعلن نتيجة التخصيص بعد حوالي أسبوع من انتهاء الاكتتاب، ويبدأ في تداول أسهم الشركة في السوق غالباً خلال شهر بعد ذلك.

التخصيص بعد الاكتتاب

عند تعبئة نموذج الاكتتاب، يقوم الشخص المكتتب بطلب عدد من الأسهم لا يقل عن الحد الأدنى ولا يزيد عن الحد الأعلى المعلن لذلك الاكتتاب، وله الحق في الاكتتاب باسم كل فرد مدون في دفتر العائلة الخاص به. على سبيل المثال، لو أن شخصاً لديه خمسة أفراد مسجلين في دفتر العائلة وكان شرط الاكتتاب ألا يقل عدد الأسهم عن عشرة أسهم، ولا يزيد عن ٥٠٠٠ سهم. فيحق له طلب ما بين عشرة أسهم إلى ٥٠٠٠ سهم عن كل من الخمسة أفراد، وبذلك فمن الممكن (نظرياً) أن يخصص له على الأقل ٥٠ سهماً وعلى الأكثر ٢٥ ألف سهم. إلا أن الذي يحصل في الغالب ألا يحصل الشخص إلا على عدد قليل من الأسهم، يقل أحياناً عن الحد الأدنى. ولكن لو كان هناك عدد كاف من الأسهم فإنها توزع أولاً حسب الحد الأدنى لكل شخص، ومن ثم توزع حسب كمية الأسهم التي طلبها الشخص ونسبة تلك الكمية لإجمالي الأسهم المطروحة، والتي تعرف بطريقة النسبة والتناسب.

الجدول ٤: أبرز الاكتسابات التي تمت في السوق السعودي خلال السنوات الثلاث الماضية.

الشركة	الأسهم المطروحة (مليون)	سعر الطرح للسهم	رأس المال المطروح (مليون)	عدد المكننين (مليون)	عدد مرات التغطية	النوزيع للشخص (سهم)
١ شركة الاتصالات	٩٠	١٧٠	١٥,٣٠٠	٠,٩١٢	٤	٩٨
٢ شركة الصحراء	٦	٥٠	٣٠٠	٠,٥٢٣	١٢٥	١١
٣ اتحاد اتصالات	٢٠	٥٠	٥,٠٠٠	٤,٢٧٧	٥١	٥
٤ التعاونية للتأمين	٧	٢٠٥	١,٤٣٥	٠,٨٠٨	١٢	٩
٥ بنك البلاد	٣٠	٥٠	١,٥٠٠	٨,٧٠٠	٥	٣,٥
٦ شركة سداكفو	١,٩٥	٢٦٠	٥٠٧	١,٠٤٠	٦	١,٥

المصدر: د. فهد الحويمياني من مصادر رسمية

ومن أكبر الانتقادات الموجهة لطريقة الاكتتاب هو أن طرح الأسهم من قبل الملاك الأصليين تكون في الغالب بنسبة ضئيلة، لا تتجاوز ٣٠%، والأفضل أن ترفع إلى أكثر من ٥٠%. كما إن علاوة الإصدار تأتي عالية أحياناً بدون ذكر الأسس التي تم تحديد المبلغ على أساسها. والمشكلة هي أن الناس يعتقدون أن هيئة السوق المالية هي التي تجيز مقدار العلاوة، والأحرى بالهيئة إيضاح عدم مسؤوليتها في كون هذه القيمة عادلة أو معقولة من عدمه.

فيما يلي نورد مثلاً لعملية الاكتتاب والطريقة التي يتم فيها تخصيص الأسهم.

مثال

شركة جديدة رأس مالها ٢ بليون ريال، مقسمة إلى ٤٠ مليون سهم، قيمة كل سهم ٥٠ ريالاً (٤٠ مليون سهم \times ٥٠ ريالاً = ٢ بليون ريال)، ومطروح نصف عدد أسهمها للاكتتاب، أي ٢٠ مليون سهم. نصت قواعد التخصيص لهذه الشركة على أن الحد الأدنى للاكتتاب للشخص الواحد ١٠٠ سهم والحد الأعلى ٥٠ ألف سهم. في هذه الحالة، تتوقع الشركة الحصول على مبلغ (١) بليون ريال من هذا الاكتتاب. ولكن لو كان الاكتتاب ناجح بشكل كبير فقد يكون مجموع رأس المال الذي يتقدم به جميع الناس أكثر من بليون ريال. هنا يقال بأن الاكتتاب تمت تغطيته كذا مرة، وصلت في بعض الحالات لأكثر من ٤٠ مرة من مقدار المال المطلوب من قبل الشركة. في هذا المثال، لضمان حصول كل مكتتب على الحد الأدنى من الأسهم (١٠٠ سهم)، يجب ألا يزيد عدد المكتتبين عن ٢٠٠ ألف شخص:

$$٢٠ \text{ مليون سهم} \div ١٠٠ \text{ سهم للشخص} = ٢٠٠ \text{ ألف شخص، أو}$$

$$١ \text{ بليون ريال} \div ٥٠٠٠ \text{ ريال للشخص} = ٢٠٠ \text{ ألف شخص.}$$

توجد ثلاث حالات يمكن أن ينتهي بها هذا الاكتتاب:

١. عدد المكتتبين يساوي ٢٠٠ ألف شخص.
 ٢. عدد المكتتبين أكثر من ٢٠٠ ألف شخص.
 ٣. عدد المكتتبين أقل من ٢٠٠ ألف شخص.
- لو بلغ عدد المكتتبين (جميع الأسماء المدونة في دفاتر العائلات) ٢٠٠ ألف شخص بالتمام والكمال، لم تخصيص ١٠٠ سهم لكل شخص، وانتهت العملية.
- ولو زاد عدد المكتتبين عن ٢٠٠ ألف، يقوم مدير الاكتتاب بقسمة عدد الأسهم المطروحة (٢٠ مليون سهم) على عدد المكتتبين، وعندها سيحصل كل شخص على أقل من ١٠٠ سهم (الحد الأدنى المقر).
- أما في حالة نقص عدد المكتتبين عن ٢٠٠ ألف، فهناك حالتان:

الحالة الأولى: عدد المكتتبين أقل من ٢٠٠ ألف مع تغطية الاكتتاب لمرة أو أكثر. في هذه الحالة يعطى أولاً كل شخص الحد الأدنى من الأسهم، ١٠٠ سهم لكل شخص، ومن ثم يؤخذ المتبقي من الأسهم ويقسم بطريقة النسبة والتناسب (كما سنوضح أدناه).

الحالة الثانية: عدد المكتتبين أقل من ٢٠٠ ألف ولم تتم تغطية الاكتتاب. في هذه الحالة نقول بأن الاكتتاب لم تتم تغطيته، ويمكن أن يلغى ويعاد طرحه لاحقاً، أو أن تطرح الأسهم المتبقية لاحقاً، ويقرر ذلك بالتنسيق مع الجهات المعنية.

لإيضاح فكرة النسبة والتناسب في المثال السابق، نفرض أن شخصاً طلب الاكتتاب بمقدار ٢٠ ألف سهم، ودفع قيمتها البالغة مليون ريال كاملة، بواقع ٥٠ ريالاً للسهم، فتكون نسبة الأسهم التي طلبها تساوي ١ بالألف (٠,١%) من عدد الأسهم المطروحة. لنفرض كذلك أن عدد المكتتبين بلغ ١٠٠ ألف مكتتب فقط. في هذه الحالة، يحصل هذا الشخص أولاً على الحد الأدنى من الأسهم (١٠٠ سهم) كغيره، ومن ثم يحصل على ١ من الألف من الأسهم المتبقية. كم عدد الأسهم المتبقية؟ الجواب: ١٠ ملايين سهم، لأنه تم منح ١٠٠ سهم لـ ١٠ ألف مكتتب (أي ١٠ ملايين سهم)، فيتبقى ١٠ ملايين سهم من ٢٠ مليون سهم مطروحة. ولأن نسبة الأسهم التي طلبها هذا الشخص تساوي ١ بالألف من عدد الأسهم المطروحة، عندئذ يخصص له ١٠ آلاف سهم، ويصبح إجمالي المخصص له ١٠,١٠٠ سهم.

مزايا طريقة الاكتتاب وعيوبها

من الواضح أن عملية الاكتتاب تسعى إلى بعث روح العدالة والإنصاف للمكتتبين من خلال جعلها مفتوحة لجميع المواطنين، ووضع عدد معقول للحد الأدنى من أسهم الاكتتاب لكل شخص، وذلك لتمكين صغار المستثمرين من المشاركة في العملية. إلا أن الملاحظ أن طريقة النسبة والتناسب المتبعة تؤدي في واقع الأمر إلى اكتتاب الناس بمبالغ عالية جداً، بالرغم من إيمانهم شبه المؤكد بأنهم لن يحصلوا على الكمية المطلوبة. وينقسم الناس الذين يكتتبون بهذه الطريقة إلى فئتين: الأولى تكتتب بمبالغ عالية جهلاً منها بطريقة الاكتتاب والعدد المتوقع للمكتتبين، أو حتى العدد المعلن خلال فترة الاكتتاب. والفئة الثانية تعلم بأن الاكتتاب قد يُعطى عدة مرات ولكنها تعتقد أن عدد المكتتبين لن يصل إلى العدد المتوقع، وبذلك ترى أن من الأفضل رفع نسبة ما يُكتتب به مقارنة بالآخرين لتحقيق أكبر عدد ممكن من الأسهم.

فقد يكتتب شخص بأعلى حد ممكن له ولعائلته في محاولة تحقيق نسبة اكتتاب عالية مقارنة ببقية المكتتبين، وبذلك يقوم هو وغيره بضخ مبالغ كبيرة جداً، تذهب في نهاية الأمر لصالح البنوك فقط. بل قد تأخذ هذه المشكلة بعداً غير نظامي عندما تقوم بعض البنوك بتشجيع المكتتبين على الحصول على تسهيلات كبيرة وصلت لدى بعض البنوك إلى عشرة أضعاف رأس مال العميل المخصص للاكتتاب أو أكثر. وبعض البنوك يواصل حث العميل على الاكتتاب بأعلى قدر ممكن بالرغم من صدور بيان يوضح أن الاكتتاب تمت تغطيته بالكامل وربما لأكثر من مرة، وإن عدد المكتتبين كبير جداً! في مثل هذه الحالة، لا يوجد أي سبب منطقي يجعل العميل يكتتب بأكثر من الحد الأدنى على الإطلاق، وأي دعوة لذلك من البنك تعتبر ممارسة غير نزيهة ومضللة، الهدف منها تحقيق فوائد مالية من أموال الاكتتاب ومن عمولة التسهيلات.

مرة أخرى، يجب التأكد من فهم الخلل في هذه الطريقة، وهي أن المبالغ المكتتب بها تمثل في واقع الأمر نوعاً من المراهنة الطائشة لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من الأسهم، وليست مبنية على مقدار الأسهم التي من الممكن أن تخصص للشخص. فعندما يكتتب شخص بمبلغ مليون ريال، فهو لا يقوم بذلك لأنه يعتقد بأي حال من الأحوال أن يشتري بهذا المقدار، بل فقط للدخول في المراهنة (أو السباق) لتحقيق نسبة عالية من الاكتتاب، والذي قد لا يحصل منه في نهاية الأمر على أكثر من أسهم بقيمة ألف ريال.

ما الحل إذا؟ هناك عدد من الضوابط التي من شأنها تنظيم هذه العملية، منها عدم السماح بالاقتراض لأغراض الاكتتاب على الإطلاق، وإن كان ولا بد من الاقتراض فتطبق قواعد الاقتراض العامة على الاكتتاب، فلا يسمح الاقتراض بأكثر من ضعف رأس المال. وقد يكون من المناسب إلغاء طريقة النسبة والتناسب واستبدالها بطريقة التوزيع بالتساوي. فعندما يتبقى عدد من الأسهم بعد توزيع الحد الأدنى، يتم توزيع المتبقي بالتساوي على كل المكتتبين، فيبدأ بتوزيع سهم واحد لكل مكتتب، ومن ثم سهم ثان لكل مكتتب، وهكذا حتى تنتهي الأسهم المتبقية. بهذه الطريقة لا تكون هناك حاجة للاكتتاب بمبالغ خيالية من أجل رفع نسبة الاكتتاب الممنوحة لشخص، ولا يستفيد من يراهن على حصوله على عدد من الأسهم أكثر من غيره لكونه طلب كمية كبيرة.

قصر الاكتتاب على صغار المستثمرين

مع تزايد أعداد المكتتبين في السنوات الأخيرة، حيث يتجاوز العدد ٨ ملايين مكتتب أحياناً، فإن معظم أفراد الشعب السعودي يشارك في هذه العملية، وفي النهاية لا يحصل المكتتب الواحد إلا على عدد قليل من الأسهم، يقل عن ٥ أسهم في كثير من الأحيان. وعند النظر إلى المكتتبين هناك بالطبع عدد كبير منهم ممن له دخل كبير، بل قد يكون من كبار المضاربين أو المستثمرين في السوق، وبالتالي تجده لا ينظر إلى حصته من الاكتتاب بعين الاهتمام. وفي المقابل، هناك الطالب والموظف الصغير أو حتى العاطل عن العمل أو المتقاعد ممن يستحق الحصول على عدد أكبر من الأسهم. فقد يكون من المناسب النظر في إمكانية قصر الاكتتابات على هذه الفئات، إما بتحديد عدد أسهم المكتتب الرئيسي أو عمر المدرجين في دفتر العائلة، أو قصرها على طلبة الجامعات أو لمن لا يملك أرضاً باسمه، أو لمن لم يتزوج، أو لمن يعول أكثر من خمسة أفراد، وهكذا.

المؤشر العام للأسهم

يعتبر المؤشر العام للأسهم السعودية (TASI) من المؤشرات الوزنية أو الموزونة، أي التي تأخذ وزن كل شركة في الحساب عند احتساب قيمة المؤشر في أي وقت من الأوقات. وطريقة حسابه بسيطة للغاية، حيث إنها مجرد تعديل لقيمة المؤشر حسب نسبة التغير الحاصل في القيمة السوقية لجميع الأسهم في السوق، كما سيتم إيضاحه فيما يلي. ولكن نشير أولاً إلى أن المؤشر له فائدة هامة جداً ويعتمد عليه من قبل المستثمرين والمحليلين، فهو يُستخدم في معرفة متوسط الأداء للأسهم في أي عام من الأعوام، وبالتالي يستفاد منه في مقارنة أداء محافظ المستثمرين وصناديق الاستثمار، وكذلك في عملية احتساب معامل بيتا للشركات (راجع صفحة ٣١٣) والذي يفيد في معرفة مدى تحرك أي سهم مقارنة بحركة السوق. كذلك يستفاد من المؤشر العام في معرفة قوة الحركة الاقتصادية في البلاد ونموها من عام لآخر، ويعتمد عليه من قبل شتى المؤسسات الاقتصادية في المملكة وخارجها.

معادلة حساب المؤشر

أشهر طريقتين لحساب مؤشرات الأسهم هما الطريقة المبنية على السعر فقط، كما يتم في حساب مؤشر [داو جونز]، والطريقة الثانية هي المبنية على القيمة السوقية الكاملة للشركة، وهي المتبعة في أكثر المؤشرات بما في ذلك مؤشر السوق السعودي. في هذه الطريقة، يتم أولاً اختيار رقم عشوائي يكون هو أول سعر للمؤشر، وكان هذا الرقم ١٠٠ نقطة للسوق السعودي عندما انطلق في عام ١٩٨٥م، وتغير بعد ذلك إلى ١٠٠٠ نقطة في عام ١٩٩٩م.

تتم عملية حساب المؤشر في أي يوم (أو في أي لحظة من اللحظات) كما يلي:

١. تجمع القيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في السوق لهذا اليوم.
٢. تقسم القيمة أعلاه على القيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في السوق في اليوم السابق.
٣. تضرب النتيجة بقيمة المؤشر لليوم السابق.

على سبيل المثال، لنفرض أن قيمة المؤشر بعد إغلاق السوق تساوي ١٠ آلاف نقطة بالكامل، وكانت القيمة السوقية لجميع الأسهم ٢ تريليون ريال. وفي اليوم التالي وجدنا أن القيمة السوقية لجميع الأسهم قد ارتفعت إلى ٢,٠٥ تريليون ريال، أي ارتفعت بنسبة ٢,٥%. إذاً يجب أن تتغير قيمة المؤشر إلى ١٠,٢٥٠ نقطة (زيادة ٢,٥%)، وذلك بتطبيق الخطوات المذكورة أعلاه.

تأثير حركة الأسهم على قيمة المؤشر

لأن المؤشر يحسب بطريقة وزنية تأخذ عدد الأسهم بالحسبان، فإن قيمة المؤشر تتأثر بشكل كبير نتيجة تغير أسعار الشركات الكبيرة أكثر من الشركات الصغيرة. ولمعرفة تأثير زيادة سعر سهم أي شركة على المؤشر العام، نستخدم الطريقة البسيطة التالية: نقوم بقسمة عدد أسهم الشركة على القيمة السوقية الكلية للسوق ومن ثم نضرب النتيجة بقيمة المؤشر، أي كما يلي:

$$\text{تأثير زيادة ريال واحد} = (\text{عدد أسهم الشركة} \div \text{القيمة السوقية لجميع الأسهم}) \times \text{قيمة المؤشر}$$

كمثال على ذلك، بما أن عدد أسهم شركة الكهرباء يساوي حوالي ٨٣٣ مليون سهم، وحيث إن القيمة السوقية لجميع الأسهم تساوي حوالي ٢ تريليون دولار في سبتمبر ٢٠٠٥م عندما كانت قيمة المؤشر العام حوالي ١٤٠٠٠ نقطة، إذا كل ريال إضافي لشركة الكهرباء يؤدي إلى حوالي ٥,٨٣ نقطة إضافية للمؤشر:

$$(٨٣٣ \text{ مليون سهم} \div ٢ \text{ تريليون ريال}) \times ١٤ \text{ ألف نقطة} = ٥,٨٣ \text{ نقطة}$$

يبين الجدول ٥ تأثير بعض الشركات على قيمة المؤشر، وهذه القيم تختلف قليلاً من وقت لآخر حسب تغير وضع السوق، ولكن يبقى التأثير على قيمة المؤشر قريباً لما هو في الجدول.

الجدول ٥: تأثير بعض الشركات على قيمة المؤشر.

زيادة ١ ريال في قيمة السهم	يؤدي إلى زيادة كذا نقطة للمؤشر العام
الكهرباء	٥,٩٥
سابك	٢,١٤
الاتصالات السعودية	٢,١٤
اتحاد اتصالات	٠,٧٢
مجموعة سامبا	٠,٥٧
مصرف الراجحي	٠,٣٢
البحري	٠,٢٩
المواشي المكيشر	٠,١٧

المصدر: د. فهد الحويماني من مصادر رسمية

ماذا يحدث لقيمة للمؤشر عندما يتغير عدد أسهم الشركة، على سبيل المثال عندما ترفع رأس مالها أو تتجزأ أسهمها؟ الجواب أن هذه التغيرات لا تؤثر على قيمة المؤشر ولا على وزن الشركة في السوق نظراً لأن مثل هذه التغيرات لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة. ماذا عن تأثير زيادة

سعر السهم بمقدار ريال واحد على قيمة المؤشر لشركة زاد عدد أسهمها (بسبب رفع رأس المال أو التجزئة) كما بيّنا في المعادلة السابقة؟ من الواضح أن عدد أسهم الشركة له تأثير في مثل هذه الحالات، فلو أن عدد أسهم شركة زاد بنسبة ١٠٠%، وكان فيما قبل تأثير زيادة ريال واحد من سعر سهمها يؤدي إلى زيادة أربع نقاط في قيمة المؤشر، فسيؤدي تأثير زيادة ريال واحد بعد ذلك إلى زيادة ثماني نقاط في قيمة المؤشر. ولكن ذلك لا يغير من تأثير سعر سهم الشركة على قيمة المؤشر إذا أخذنا إجمالي عدد أسهم الشركة في الحسبان (أي أن نسبة تغير السعر هي التي لها تأثير، لا مقدار التغير بالريال).

ما تأثير دخول شركة كبيرة إلى السوق على قيمة المؤشر؟ أليس من المفترض عند دخول شركة عدد أسهمها ١٠٠ مليون سهم أن تقفز قيمة المؤشر بشكل كبير؟ في الواقع إن مثل هذه الأحداث لا تؤثر على قيمة المؤشر، والسبب هو أن طريقة حساب المؤشر تنتظر إلى التغير في القيمة السوقية من يوم لآخر وليس للقيمة السوقية بحد ذاتها. والذي يحصل في مثل هذه الحالة أن يُنظر إلى التغير في القيمة السوقية للشركة بين الأمس واليوم، وتعاد عملية حساب قيمة المؤشر لليوم السابق على فرض أن الشركة الجديدة كانت مضافة إليه، ومن ثم تحسب قيمة المؤشر لليوم الحاضر بناءً على تغير القيمة السوقية. لذا فإن الشركات الجديدة لا تضاف للمؤشر من أول يوم (لضرورة دخولها في السوق لمدة يوم واحد على الأقل)، وغالباً تترك عدة أيام حتى يستقر سعرها.

نقاط الضعف في المؤشر السعودي

أولاً يجب أن تكون هناك دقة عالية في طريقة احتساب المؤشر العام وغيره من مؤشرات القطاعات لتتناسب مع التغيرات التي تطرأ عادة في السوق، وهو ما يتم في المؤشرات الدولية مثل [داو جونز] ومؤشر [أس آند بي]. على سبيل المثال، عندما تقوم إحدى الشركات بتوزيع ربح يساوي ٢% من السعر الحالي لسهمها، فكما هو معروف إن سعر السهم ينخفض في اليوم الذي يلي تاريخ استحقاق الأرباح بنسبة ٢%، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لهذه الشركة بنسبة ٢%، وبالتالي تنخفض قيمة المؤشر بعدد معين من النقاط. والمشكلة هنا أننا نجد أن عملية توزيع الأرباح هذه (والتي تعتبر عملية صحية وجيدة اقتصادياً) قد أدت إلى انخفاض قيمة المؤشر، وهذا غير صحيح. الحل هو أن يتم تعديل قيمة المؤشر بعد كل عملية توزيع للأرباح وذلك للحفاظ على قيمة المؤشر وبقيائها صحيحة وعادلة في جميع الأوقات.

في الواقع إن الطريقة التي يتم فيها حساب المؤشر العام في السوق السعودي طريقة متقدمة وسليمة وتأخذ كثيراً من المتغيرات في الحسبان، كأسهم المنحة ودخول شركات جديدة وتجزئة السهم وحتى الاندماج والاستحوا، إلا أن مسألة توزيع الأرباح هذه لا تدخل في حساب المؤشر ولها تأثير سلبي على قيمة المؤشر.

على سبيل المثال، عندما قامت شركة مايكروسوفت بتوزيع أرباح بلغت ٣,٠٨ دولار للسهم الواحد في عام ٢٠٠٣م، تغير سعر السهم في اليوم التالي ليفتتح عند ٢٧,٣٤ دولار، بينما كان قد أغلق عند قيمة ٢٩,٩٧ دولار في اليوم السابق. وهذا التغير طبيعي بسبب توزيع الأرباح (وهو ما يحصل كذلك في السوق السعودي). الاختلاف هنا هو أن جميع المؤشرات التي يدخل ضمنها سهم شركة مايكروسوفت قد أخذت هذا التعديل بالحسبان، وقامت بتعديل قيمة المؤشر كي لا يتأثر سلباً من هذا الحدث. ولو نظرت إلى رسم بياني للسهم ستجد أنه يعتبر أغلق في اليوم السابق عند ٢٦,٨١ دولار (بدلاً من ٢٩,٩٧ دولار)، وهذا يؤكد أنه يتم تعديل الأسعار التاريخية للأسهم باستمرار وذلك بالرجوع إلى كل سعر في الماضي وتعديله ليعكس القيمة الحقيقية للسهم.

المشكلة الأخرى في طريقة حساب المؤشر العام تعود للتباين الكبير في حجم الشركات المدرجة في السوق. فتجد أن بعض الشركات مثل سابك وشركة الاتصالات وشركة الكهرباء قيمها السوقية مرتفعة، مما يعني أن أي تغير بسيط في سعر هذه الأسهم ينعكس بشكل كبير على المؤشر العام للسوق، بالرغم من أن عدد الأسهم المتداولة لهذه الشركات قد لا يصل إلى ٢٠% من عدد الأسهم المصدرة. ونتيجة لهذه التركيبة الخاصة بالسوق السعودي، وبحكم أن معظم الأسهم مملوكة للدولة ولا يتم تداولها، فمن الممكن استغلال هذا الوضع للتأثير على قيمة المؤشر وبالتالي إعطاء انطباع غير حقيقي لوضع السوق.

وبسبب هذه التركيبة غير المثالية كذلك نجد أن قيمة المؤشر خلال اليوم تتذبذب بشكل غير طبيعي، فقد تجد أن المؤشر مرتفع ٧٠ نقطة، وفي أقل من ثانية واحدة تجده مرتفعاً ٣٥ نقطة فقط، ليعود مرة أخرى مرتفعاً ٩٢ نقطة، وهكذا، بينما في الأسواق المتزنة لا نرى مثل هذه التقلبات الحادة.

كفاءة السوق السعودي

هل سوق الأسهم السعودي سوق ذو كفاءة عالية؟ تطرقنا في الكتاب عن مفهوم كفاءة السوق (راجع الصفحة ١٣٨) وذكرنا أن سوق المال تكون ذات كفاءة عالية إذا كانت الأسعار فيها تعكس جميع المعلومات المتوفرة، وبالتالي لا يستطيع أحد تحقيق ربح على حساب الآخرين. وذكرنا أن هذه الفرضية تأتي بثلاثة أشكال، الشكل الضعيف منها يقول إنه لا يمكن لأحد أن يحقق ربحاً أعلى من أداء السوق بمجرد دراسة بيانات الأسعار السابقة، وبالتالي فإن عمل المحللين الفنيين لا فائدة منه. وإن الشكل شبه القوي يقول بأنه لا يمكن لأي إنسان أن يحقق أداءً أعلى من أداء السوق بمجرد دراسة ما هو متاح للجميع من بيانات مالية وأخبار وغيرها، وبالتالي فإن ما يقوم به المحللون الأساسيون لا فائدة منه. وأخيراً الشكل القوي لهذه الفرضية يقول بأنه لا يمكن لأي معلومة أو بيانات أو أي خبر آخر متاح لكل الناس أو بعضهم، بما في ذلك من لهم علاقة داخلية

بالشركة، يمكن أن يحقق من ورائه أي شخص، وبشكل مستمر، عوائد أعلى مما هو ممكن من خلال السوق ككل.

وهذه الفرضية بجميع أشكالها صحيحة بشكل كبير متى تحقق عدد من الافتراضات التي بنيت عليها هذه الفرضية. ومن هذه الافتراضات أن الأسعار الحالية دائماً تعكس الأسعار الحقيقية، بمعنى أن أي سعر تراه هو السعر الحقيقي ولا يوجد سعر أفضل منه، وهذا غير صحيح في كثير من الأسواق بما فيها السوق السعودي. فالسعر الحقيقي غير معروف بشكل قاطع لأحد على الإطلاق، وكل ما نشاهده هو مجرد محاولات من المتعاملين في السوق لاكتشاف السعر الحقيقي. وتزداد جودة تقديرات المتعاملين ودقة توقعاتهم مع نضوج المتعاملين وحسن مهاراتهم الاستثمارية، الأمر الذي لا يمكن أن نطلقه على المتعاملين في السوق السعودي، كباراً وصغاراً، بسبب نقص الخبرة الاستثمارية والمعرفة الصحيحة لديهم.

وفرضية أخرى تبنى عليها فرضية فاعلية السوق، وهي أن المعلومة تنتشر في السوق بسرعة تامة لتصل إلى جميع المتعاملين، وهذا غير ممكن في كثير من الأسواق، وبلا شك غير ممكن في السوق السعودي. فهناك معلومات لا تظهر لعامة المتعاملين إلا بعد فترة طويلة، أو على الأقل بعد أن تتلقفها أيدٍ كثيرة وتمضغها أفواه كثيرة. وحتى تلك المعلومة التي تظهر لكافة المتعاملين في الوقت نفسه، ليس بالضرورة أن تفسر بالطريقة نفسها ولا أن تأخذ المعنى نفسه في أذهان المتعاملين. فعوضاً عن سوء صياغة بعض الأخبار وصعوبة فك رموزها، فإن المعلومة الواضحة بحد ذاتها تفسر بطرق مختلفة. إذاً نجد أن السوق السعودي لا يحقق درجات عالية في مقياس انتشار المعلومة. وعوامل أخرى تساعد على صحة كفاءة السوق، منها كثرة عدد المتعاملين وتوافر السيولة العالية، وانخفاض تكلفة التداول وتقلص الفارق بين أسعار العرض والطلب، وهي جميعاً ضعيفة أو متوسطة في أفضل الحالات في السوق السعودي. لذا يمكننا القول بأن السوق السعودي لا يتمتع بكفاءة عالية، مما يعني أن بالإمكان تحقيق مكاسب في السوق السعودي أعلى من المتوقع وذلك لمن يمتلك المعرفة اللازمة والمهارة المتميزة.

إلا أن هناك بعض الدراسات التي أجريت على السوق السعودي، والتي أشارت إلى أن السوق السعودي يتمتع بالشكل الضعيف من كفاءة السوق، وإحدى هذه الدراسات⁶ توصلت إلى هذه النتيجة بإجراء بعض المقاييس الإحصائية على أسعار تاريخية للسوق السعودي بين ٢٠٠٣م إلى ٢٠٠٥م، ومنها تبين أن حركة الأسعار تتبع المسار العشوائي، وبذلك تكون قد تحققت صفات الشكل الضعيف للفرضية. وبالرغم من صحة الدراسة إلا أنها لا تشير، في نظري، إلى أن السوق ذات كفاءة ضعيفة. وتأكيداً لذلك، انظر الرسم البياني لسوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة

⁶ "تحليل سلوك أسعار الأسهم في السوق السعودي"، د. مهدي آل سلطان، جمعية الاقتصاد السعودية، ٢٠٠٥م.

لتكتشف ببداية أن حركة السوق في ذلك الوقت لا يمكن أن يطلق عليها عشوائية على الإطلاق. وهناك دراسات أخرى للسوق السعودي بعضها ينفي كفاءة السوق والبعض الآخر يؤكد، لذا من الأفضل للشخص الحكم بنفسه من خلال ما يحققه هو أو غيره من أرباح وما يمارس من طرق وأساليب تؤدي إلى نتائج أكبر من عادية.

هل الخلل في المضارب أم في السوق نفسه؟

لكي يحقق السوق المالي أقوى درجات الكفاءة لا بد أن يُسمح للمضاربين والمستثمرين على حد سواء بالشراء والبيع كيفما يشاؤون، وهذا في الواقع مسموح به في سوق الأسهم السعودية، عدا أن آلية السوق الحالية تميل إلى الشراء وتشجع عليه أكثر من ميلها إلى البيع وموازنة السوق! فالآليات الحالية لسوق الأسهم السعودية تشجع المشتري وتتجاهل البائع، وكأن الهدف من سوق المال مواصلة ارتفاع الأسعار لا خلق بيئة مالية صحية وأرض خصبة لحصول الشركات على ما تحتاجه من تمويل ومرونة في نقل ملكية الأسهم.

فنجده أن البنوك تقدم قروضاً كبيرة من أجل شراء الأسهم (ليس من أجل بيعها)، ولن تجد مسئولاً كبيراً يتحدث عن ضرورة ممارسة البيع في الأوقات المناسبة، ولن تجد من يطالب بإيجاد صناع سوق رسميين، ولا من يطالب بإدخال آلية البيع المسبق في الأسواق، وهي من الطرق التي تساعد على توازن السوق. فصانع السوق شخص مرخص له بالعمل في سوق المال، ويلتزم بشروط وضوابط معينة لخلق سوق متوازن ذي سيولة عالية، ويحصل مقابل ذلك على بعض الميزات والتسهيلات والتكلفة المتدنية. أما آلية البيع المسبق فهي تسمح للشخص ببيع أسهم غيره وشرائها لاحقاً بعد أن ينخفض سعرها. فإن جئنا أسعار أسهم شركة من الشركات وشططت في مسارها إلى أسعار غير طبيعية، فستجد من يتدخل لإعادتها إلى مكانها الطبيعي، ويتم ذلك كما هو معروف باستعارة ما يتوفر من أسهم لهذه الشركة عن طريق الوسيط، وبيعها فوراً، وعند حاجة مالكيها الأصلي لها، يقوم البائع بشرائها من السوق لإعادتها لمالكيها.

إذاً ليس بغريب أن ترتفع الأسعار أحياناً إلى درجات غير معقولة، إذا علمنا أن أغلبية المتعاملين يودون الشراء في ظل عدم وجود بائعين، عدا ملاك الأسهم أنفسهم، والذين غالباً لا يودون البيع إلا بأسعار عالية جداً، فتجدهم يحتفظون بأسهمهم أطول مدة ممكنة. إن المفترض في أسواق الأسهم أن تكون مكاناً لالتقاء قوى العرض والطلب، من بائعين ومشتريين، للتنافس من خلاله لتحقيق أفضل الأسعار وأكثرها عدالة، وانتقاء الشركات الصالحة للبيع أو الشراء بأنفسهم. فأسواق الأسهم ليست جمعيات خيرية ولا دوائر حكومية تهدف إلى توزيع الأموال على المحتاجين.

أوامر البيع والشراء

يتوفر في السوق السعودي نوعان رئيسيان من الأوامر: أمر بسعر السوق وأمر بسعر محدد، وهما نفس الأمران المتوفران في السوق الأمريكي، بحيث الأفضلية دائماً للأمر الذي يصل زمنياً قبل الآخر، مع إعطاء الأوامر المعلنة الأولوية على الأوامر غير المعلنة.

الاختلاف هو أن الأمر بسعر السوق في السوق السعودي يخضع لنظام خاص للحماية، بحيث لا يمكن تنفيذ الأمر إذا كان الفرق بين الأسعار المتاحة أكثر من مقدار معين (يحدد حسب معادلة معينة غير معلنة، ولكن يبدو أنه حوالي ١% من قيمة السهم). فعند إدخال أمر شراء بسعر السوق لا يتم شراء الكمية المعروضة إذا كان الفرق بين الأسعار المعروضة يتجاوز ١%. على سبيل المثال، لشراء ١٠٠٠ سهم بسعر السوق، وفي حالة كون الكمية المعروضة وأسعارها: ٢٠٠ سهم بسعر ٥٠٠ ريال، والأمر الذي بعده ٣٠٠ سهم بسعر ٥٠٦ ريالات، وهكذا، فيتم شراء ٢٠٠ سهم بسعر ٥٠٠ ريال، ويتحول أمر الشراء إلى أمر محدد بسعر ٥٠٥ ريال وكمية ٨٠٠ سهم. والهدف هو لحماية المتعاملين بسبب عدم وجود صنّاع للسوق.

نوع العملية *	شراء <input checked="" type="radio"/> بيع <input type="radio"/>	الرصيد المسحوق به للتداول :	13345.82
شركة *	الاتصالات س	سعر سرج	
شروط التنفيذ *	أمر علني <input type="radio"/> تنفيذ كلي <input checked="" type="radio"/>	أقل كمية :	
الكمية *	5000	الكمية المعلنة :	
نوع الأمر *	محدد <input type="radio"/> السوق <input checked="" type="radio"/>	تاريخ انتهاء الصلاحية :	
السعر :	610.50	شهر	اليوم
صلاحية الأمر *	اختر صلاحية الأمر اختر صلاحية الأمر أمر صالح ليوم واحد صالح لشهر نفذ أو ألغى صالح لأسبوع صالح حتى تاريخ	تطبيق	مستح

الشكل ٩: مثال لنموذج أمر الشراء والبيع يوضح كيفية إدخال الأمر وتحديد الكمية والفترة الزمنية للأمر.

علاوة على ذلك يمكن تحديد الفترة الزمنية لسريان الأمر، والتي يمكن أن تكون لمدة يوم أو حتى نهاية الأسبوع أو حتى نهاية الشهر أو حتى تاريخ معين لا يزيد عن ثلاثين يوماً من تاريخ إدخال الأمر. انظر الشكل ٩ كمثال لنموذج أمر البيع والشراء ولاحظ صلاحية الأمر في أسفل النموذج.

وإذا أراد الشخص أن يشترط كمية معينة في الأمر المحدد (أي خاصية الكل أو لا شيء في السوق الأمريكي) فيمكنه القيام بذلك باختيار "تنفيذ كلي" في نموذج الشراء، ولكن يجب الانتباه إلى أن أولوية التنفيذ تذهب لصالح الأمر غير مشروط الكمية إذا كانت كميته أقل من كمية الأمر مشروط الكمية وفي الوقت نفسه لم تكن هناك كمية كافية لتعبئة الأمر ذو الكمية المشروطة. أي أنه يمكن للأمر العادي أن يُنفذ قبل الأمر المشروط حتى وإن وصل الأمر العادي إلى سجل الأوامر بعد الأمر المشروط وبالسعر نفسه.

هناك أوامر أخرى لم يتم تفعيلها عن طريق الإنترنت في معظم البنوك، وهي أمر "نفذ أو ألغ"، ويقصد بها تنفيذ الأمر فوراً إن كان سعره مساوياً لسعر العرض أو الطلب حسب الأمر، ومن ثم إلغاؤه فوراً (راجع شرح هذا الأمر في صفحة ١٢٢). وخاصية أخرى لم تفعل بعد، وهي تحديد أقل كمية للأمر، والتي من خلالها يمكن للشخص أن يطلب شراء عدد من الأسهم بحد أدنى يساوي هذه الكمية، لذا فهو شبيه بالأمر المحدد مشروط الكمية، لكن هذا الأمر يضمن تنفيذ مقدار معين على الأقل بالسعر المطلوب، أو لا يُنفذ شيء.

أما خاصية الكمية المعلنة فهي من الأوامر المتوفرة في أكثر البورصات، والهدف منها تحديد عدد قليل من كمية كبيرة للظهور في سجل الأوامر بدلاً من ظهور الأمر بأكمله. على سبيل المثال، قد يرى شخص لديه الرغبة في شراء ١٠ آلاف سهم أن يدخل أمراً محدداً (بأقل من سعر العرض بقليل) بحيث تكون الكمية المعلنة فقط ١٠٠٠ سهم، وبذلك فلا يكتشف بقية المتداولين أن لدى هذا الشخص الرغبة بشراء المزيد من الأسهم، والذي لو تم الإفصاح عنه فربما تسحب بعض أوامر البيع من سجل الأوامر، أو يتم تغيير سعرها إلى الأعلى، وبذلك يتأثر المشتري من عملية الإفصاح هذه. وبعدها يتنفذ الأمر بشراء ألف سهم، تظهر مباشرة ألف سهم أخرى من الأمر نفسه (بختتم زمني جديد)، وهكذا إلى إن يتم شراء جميع العشرة آلاف سهم المطلوبة. وهذه العملية ليس فيها مخادعة أو تضليل بل هي حق لصاحب الأمر الذي لا يعتبر مجبراً على الإفصاح عما لديه من كمية.

وأخيراً، لا يوجد في السوق السعودي أي من أوامر إيقاف الخسارة (ما أسميناها أوامر الشراء والبيع الموقوفة - راجع الصفحة ١١٦ لمزيد من التفاصيل). لذا فمن غير الممكن لمن يملك أسهماً أن يتخلص منها لو أن سعرها انخفض إلى حد معين وهو بعيداً عن السوق، ولا من الممكن لمن لا يرغب في شراء السهم إلا بعد أن يتجاوز سعراً معيناً (كأن يخرج من منطقة مقاومة معينة) القيام بذلك. هذه الأنواع من الأوامر هامة جداً وربما يتم تقديمها قريباً.

أسعار الأسهم

تأتي أسعار الأسهم في السوق السعودي بالريال، وإذا كانت هناك أجزاء من الريال فيجب أن تكون مضاعفة من ربع الريال، أي ٢٥ هللة، ٥٠ هللة، أو ٧٥ هللة، أي أن من الممكن للسهم أن يكون سعره ١٨٧,٥٠ ريال، أو ١,٦٢٣,٧٥، أو ٣٥,٢٥ هللة، ولكن ليس ١٨٧,٥٣ ريال، وهكذا^٧.

ولأنه لا يسمح لسعر السهم أن يزيد أو ينقص عن ١٠% عن سعر إغلاق اليوم السابق، فإنه لا يسمح عن طريق الإنترنت إدخال أمر سعره يزيد أو ينقص عن ١٠% عن سعر إغلاق اليوم السابق. أي أنه ليس بالإمكان إدخال أمر بيع صالح لمدة أسبوع بسعر ١١٠,٢٥ ريال أو أكثر إذا كان سعر الإغلاق لليوم السابق ١٠٠ ريال، ولا إدخال أمر شراء بسعر يقل عن ٩٠ ريالاً.

طوابير الأوامر

تأتي أوامر البيع والشراء إلى أجهزة سوق الأسهم السعودية "تداول" عن طريق البنوك السعودية، والتي بدورها تتلقى أوامر البيع والشراء من زبائنها المتواجدين في الصالات أو ممن يتصل هاتفياً على البنك أو ممن يقوم بإدخال أوامره عبر الإنترنت. فتقوم البنوك بتوجيه الأوامر إلى النظام المركزي لسوق الأسهم السعودية "تداول" (وهي شركة أنشأتها مؤسسة النقد السعودية)، والذي يقوم فوراً بإدخالها في سجلات الأوامر، ومن ثم يقوم بإصدار رقم متابعة للأمر وإرساله للبنك الذي صدر الأمر عن طريقه. لذا فإن عملية التداول تحدث تماماً بشكل آلي وفي مكان واحد بعيداً عن أي نوع من الغش أو الخداع.

أفضل خمسة أوامر: الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري					
سعر الشراء	كمية أفضل طلب	عدد	سعر العرض	كمية أفضل عرض	عدد
243.75	140	1	244.00	72	1
243.50	3,764	2	244.25	32	1
243.25	11,000	3	244.50	4,466	3
243.00	43,593	11	244.75	12,415	3
242.75	3,000	1	245.00	16,769	7
عدد الطلبات		61,497 (18)	عدد العروض		33,754 (15)

المصدر: برنامج مباشر

الشكل ١٠: قائمة أفضل خمسة أسعار تبين طابور الشراء على اليمين، وطابور البيع على اليسار، بحيث يأتي أعلى سعر للشراء في أول طابور الشراء، ويأتي أقل سعر للبيع في أعلى طابور البيع.

⁷ تم تغيير الحد الأدنى إلى ريال واحد بدلاً من ٢٥ هللة في أول عام ٢٠٠٦م، وتمت إعادته في ١ أبريل ٢٠٠٦م.

ويسمح نظام سوق الأسهم السعودية "تداول" بالاطلاع على أفضل خمسة أسعار^٨ في طابور الشراء، وأفضل خمسة أسعار في طابور البيع مرتبة من الأعلى سعراً إلى الأقل في طابور الشراء، ومن الأقل سعراً إلى الأعلى في طابور البيع، انظر الشكل ١٠. لاحظ أن آخر سطر في كل طابور يشير إلى إجمالي عدد طلبات الشراء وكميتها (في هذه الحالة ١٨ أمراً بكمية إجمالية تساوي ٦١,٤٩٧ سهماً)، وكذلك إجمالي عدد طلبات البيع وكميتها (في هذه الحالة ١٥ أمراً بكمية إجمالية تساوي ٣٣,٧٥٤ سهماً).

على سبيل المثال، نجد أن بالإمكان شراء السهم الآن بسعر ٢٤٤ ريالاً ولكن لن نحصل إلا على ٧٢ سهم فقط بهذا السعر، لذا فعند الشراء علينا أن نقرر أولاً هل نشتري بسعر السوق أم بسعر محدد. فلو أدخلنا أمر شراء لمائة سهم بسعر السوق فسنحصل على ٧٢ سهماً بسعر ٢٤٤ ريالاً و ٢٨ سهماً بسعر ٢٤٤,٢٥ ريالاً. ولو أدخلنا أمر شراء لمائة سهم بسعر محدد ٢٤٤ ريالاً، فسوف نحصل على ٧٢ سهماً بسعر ٢٤٤ ريالاً، وبعد ذلك ينتقل الأمر إلى طابور الشراء ليكون في أعلى الطابور بسعر شراء ٢٤٤ ريالاً، وكمية تساوي ٢٨ سهماً، والعدد يساوي ١.

أفضل عشرة أوامر: الشركة الوطنية للس... 					
الترتيب	سعر الشراء	كمية أفضل طلب	الترتيب	سعر العرض	كمية أفضل عرض
1	243.75	140	1	244.00	72
2	243.50	3,756	2	244.25	32
3	243.50	8	3	244.50	4,000
4	243.25	5,000	4	244.50	216
5	243.25	5,000	5	244.50	250
6	243.25	1,000	6	244.75	9,805
7	243.00	558	7	244.75	2,310
8	243.00	30,000	8	244.75	300
9	243.00	1,000	9	245.00	7,361
10	243.00	5,000	10	245.00	461

المصدر: برنامج مباشر

الشكل ١١: قائمة أفضل عشرة أوامر تبين سعر أفضل أمر وكميته في كل من طابوري الشراء والبيع، والأولوية دائماً للسعر الأفضل أولاً ومن ثم وقت وصول الأمر إلى نظام "تداول".

ويتيح النظام كذلك الاطلاع على أفضل عشرة أوامر في طابور الشراء وأفضل عشرة أوامر في طابور البيع مرتبة حسب أفضل سعر وأقدم وقت للأمر، الشكل ١١. على سبيل المثال، يبين الشكل

⁸ الاسم الظاهر في البرنامج غير صحيح لأن هذه القائمة قائمة أفضل خمسة أسعار، لا أفضل خمسة أوامر.

قائمة أفضل عشرة أوامر للشركة السابقة، فنجد أن الأمرين اللذين ظهرا في الشكل ١٠ في طابور الشراء بسعر ٢٤٣,٥٠ ريال وكمية ٣,٧٦٤ سهماً، يوجدان في طابور الشراء في المكان رقم ٢ بكمية ٣,٧٥٦ سهماً وفي المكان رقم ٣ بكمية ٨ أسهم، ليصبح إجمالي أوامر الشراء بهذا السعر ٣,٧٦٤ سهماً.

وبالنسبة للأوامر مشروطة الكمية فتظهر في قائمة مستقلة، وكما هو معروف فإن أولوية التنفيذ تذهب للأوامر غير المشروطة، لذا فلا ينصح باستخدام الأوامر المشروطة إلا لمن لديه كمية كبيرة نوعاً ما ولا يريد لها أن تتجزأ، أو من لديه أسباب خاصة به وبطريقته في التداول.

تحديد سعر الافتتاح

هل سبق أن تساءلت عن كيفية تحديد أول سعر يفتتح فيه السهم؟ ماذا لو أدخلت أمر شراء بسعر السوق قبل أن يفتتح السوق، وكان هناك من وضع أمر بيع بسعر عال جداً، فهل يتنفذ الأمر الذي أدخلته بهذا السعر العالي؟ ماذا لو أن هناك أوامر شراء مفتوحة لعدة أيام بسعر ١٠٠ ريال، وحدث أن أعلنت الشركة عن أرباح ضعيفة وظهرت أوامر كثيرة للبيع قبل افتتاح السوق بسعر ٩٥ ريالاً وأقل، فهل يتم تنفيذ أوامر الشراء بهذا السعر أم بالسعر الظاهر في الأوامر (١٠٠ ريال)؟

الجواب عن هذه الأسئلة نجده في طريقة تحديد سعر الافتتاح، حيث تعالج الأوامر قبل الافتتاح بطريقة المزداد لتحديد السعر العادل للافتتاح. وخلاصة هذه الطريقة أن النظام الآلي للتداول يقوم بصف جميع أوامر الشراء من الأعلى إلى الأدنى، وأوامر البيع من الأدنى إلى الأعلى، ومن ثم ينظر إلى السعر الذي يحقق أعلى كمية تنفيذ، بغض النظر إن كان هذا السعر مرتفعاً أم منخفضاً عن اليوم السابق. وبعد أن يتحدد هذا السعر يتم تنفيذ الأوامر به: أي أن جميع أوامر الشراء المسعرة بأعلى من هذا السعر (بما في ذلك أوامر سعر السوق)، وجميع أوامر البيع المسعرة بأقل من هذا السعر تنفذ بهذا السعر، انظر الجدول ٦.

لاحظ في هذا المثال، أن أسعار طلبات الشراء (الجهة اليمنى) تراوحت بين ٦٤ ريالاً إلى ٩٥ ريالاً، وبالكميات الموضحة، وأن أسعار البيع تراوحت بين ٨٨ ريالاً إلى ٩٩ ريالاً وبالكميات الموضحة. وبالرغم من أن هناك من يريد الشراء بسعر ٩٥ ريالاً وهناك من يود البيع بسعر ٨٨ ريال، إلا أن سعر الافتتاح في هذه الحالة قد يكون ٩١ ريالاً، حسب الطريقة اللوغارتمية المتبعة التي تأخذ مقدار الكميات في الحسبان. ونرى هنا أن يتم سحب ١٣٢٠٠ سهم من جانب الطلب (الأمر الأول والثاني إضافة إلى ١١٧٠٠ سهم من الأمر الثالث) ويتم تنفيذها بسعر ٩١ ريالاً، مقابل ١٣٢٠٠ سهم تؤخذ من جانب العرض (الأمرين الأول والثاني). لاحظ أنه بالرغم من وجود من يود البيع بسعر ٨٨ ريالاً، إلا أن هذا الشخص يبيع عند الافتتاح بسعر ٩١ ريالاً، وأنه بالرغم من وجود من يود الشراء بسعر

٩٥ ريالاً، إلا أن الشخص يشتري في الواقع بسعر ٩١ ريالاً. وبعد ذلك تتم عمليات البيع والشراء كالمعتاد حسب العرض والطلب.

الجدول ٦: عملية تحديد سعر الافتتاح تتم من خلال مزاد إلكتروني.

أوامر العرض (للبيع)			أوامر الطلب (للشراء)		
الكمية	السعر	تسلسل	الكمية	السعر	تسلسل
١٢٠٠	٨٨	١	١٠٠	٩٥	١
١٢٠٠٠	٩١	٢	١٤٠٠	٩٢	٢
٧٥٠٠	٩٣	٣	١٣٥٠٠	٩١	٣
٢٠٠٠٠	٩٧	٤	٧٠٠٠	٨٨	٤
٤٠٠٠	٩٨	٥	٥٠٠٠	٧٤	٥
٢٦٠٠	٩٩	٦	٢٥٠٠٠	٦٤	٦

المصدر: د. فهد الحويماي.

بقي أن نقول إن هناك تفاصيل أخرى لطريقة تحديد سعر الافتتاح لن نتطرق لها، ومنها أن الأوامر المسعرة بسعر السوق تأخذ الأولوية في التنفيذ، تليها الأوامر المحددة بأسعار أفضل من سعر الافتتاح (أي تلك المسعرة بأعلى من سعر الافتتاح في حالة الشراء، وتلك المسعرة بأقل من سعر الافتتاح في حالة البيع). ومن ثم تأتي الأوامر المحددة والتي سعرها مساوٍ لسعر الافتتاح، فيتم تنفيذها حسب الختم الزمني لكل أمر، وأن الأوامر المدخلة في الأيام السابقة تأخذ أولوية أعلى من الأوامر المحددة الجديدة. وعملية تحديد سعر الافتتاح هذه تتم قبل الفترة الصباحية وقبل الفترة المسائية من كل يوم.

ويجب الانتباه إلى أن بالإمكان إضافة وحذف أي من هذه الأوامر في أي وقت قبل الافتتاح مما يجعل السعر المفترض للافتتاح يتغير عدة مرات وأحياناً بشكل كبير. ويستخدم بعض المضاربون طريقة سحب العروض والطلبات قبل الافتتاح لمحاولة اكتشاف حجم السيولة المتوفرة في الطوابير، لأن هذه العمليات تكشف بقية الأوامر التي داخل الطوابير، وهي طريقة غير نظامية في السوق السعودي.

الصفقات

لاحظ إننا إلى الآن لم نر الأوامر التي تم تنفيذها، فقط رأينا طوابير البيع والشراء! فقد رأينا أعلاه أن هناك من يود شراء ١٤٠ سهماً بسعر ٢٤٣,٧٥ ريال وهناك من يود بيع ٧٢ سهماً بسعر ٢٤٤ ريالاً، وعرفنا سابقاً أنه طالما لم يتفق الطرفان على السعر نفسه والكمية نفسها فلن تحدث صفقة البيع أو الشراء. إذاً علينا أن نسأل إلى متى يظل الوضع بهذا الشكل؟ الجواب إن الوضع سيبقى على ما هو عليه ولن يحدث أي بيع أو شراء إلى أن إما يتنازل أحد الطرفين عن سعره، أو أن يأتي من يود البيع أو الشراء بسعر السوق (السعر المتاح). وعندما تتم الصفقات فإنها تظهر كما نشاهد في الشكل ١٢، حيث نرى في هذا المثال أن آخر صفقة كانت قبل إغلاق السوق بحوالي ٥٠ ثانية وبسعر ٢٤٣,٥٠ ريال وكمية بلغت ٥٠٠ سهم. وإذا تم تنفيذ عدد من الصفقات في الوقت نفسه (كما يتضح من الصفقتين الرابعة والخامسة من أسفل القائمة) فهي غالباً تدل على أنها صادرة من شخص واحد أو محفظة واحدة.

الصفقات : 4030 - الشركة الوطنية السع...					
الكمية	الإغلاق	أدنى	أعلى	افتتاح	
500,881	244.25	242.00	246.00	243.50	
الوقت	السعر	الكمية	عدد	اتجاه	
11:59:10	243.50	500	1	↓	
11:58:53	244.25	2,325	3	↑	
11:58:53	244.00	17,349	8	↑	
11:58:53	243.75	326	2	↑	
11:58:27	243.50	744	1	=	
11:58:19	243.50	5,000	1	=	
11:57:39	243.50	3,456	6	=	
11:57:03	243.50	500	1	↓	
11:56:57	243.75	292	1	=	
11:56:49	243.75	300	1	↓	
11:56:47	244.00	200	1	↑	
11:56:23	243.75	60	1	=	
11:56:03	243.75	500	1	=	
11:54:40	243.75	500	1	=	
11:54:37	243.75	250	1	=	
11:54:07	243.75	2,753	1	↓	
11:54:07	244.00	2,247	2	=	
11:53:43	244.00	3,000	1	↑	
11:51:48	243.75	420	2	↓	
11:50:42	244.00	5,000	1	=	

المصدر: برنامج مباشر

الشكل ١٢: صفقات البيع والشراء تظهر الواحدة تلو الأخرى حسب الوقت والكمية التي تمت بها.

وبالنسبة لسهم الاتجاه (الظاهر في يسار القائمة) فإنه يبين ما إذا كان آخر سعر للصفقة أعلى من السعر السابق (عندما يكون اتجاه السهم إلى الأعلى)، أم أقل من السعر السابق (عندما يكون اتجاه السهم إلى الأسفل) أم إنه مساو للسعر السابق (علامة يساوي).

طرق الاستفادة من طوابير الأوامر

أولاً تجدر الإشارة إلى أن هذه الطوابير مفيدة للمضارب أكثر من فائدتها للمستثمر، وذلك بسبب أهمية عامل الوقت للمضارب، خصوصاً للمضارب اليومي. أما بالنسبة للمستثمر على المدى الطويل فلا توجد في الواقع أهمية كبيرة لمتابعة مثل هذه الأسعار. وتتم الاستفادة من هذه الطوابير وصفقات التداول بعدة طرق، منها أولاً محاولة معرفة توجه السعر على المدى القصير. على سبيل المثال، لاحظ أن كمية الشراء الإجمالية في هذه اللحظة (الشكل ١٠، صفحة ٤٩٦) تساوي حوالي ضعف كمية البيع المتوقعة (٦١,٤٩٧ سهماً للشراء مقابل ٣٣,٧٥٤ سهماً للبيع)، وهذا يعني أنه في حالة عدم سحب أي من هذه الأوامر فمن المتوقع أن يرتفع السعر في الدقائق القادمة نتيجة زيادة الطلب على العرض. ثانياً، ينظر المضارب اليومي إلى حجم الأوامر ويحاول من خلالها اكتشاف شخصية المتداولين. على سبيل المثال، يتضح من قائمة أفضل عشرة أوامر (الشكل ١١، صفحة ٤٩٧) أن هناك عدداً من كبار المتداولين ممن على وشك الشراء (هناك ثلاثة أوامر قريبة بكميات تبلغ ٥٠٠٠ سهم وأمر آخر بكمية تبلغ ٣٠ ألف سهم)، بينما نجد أن أوامر البيع إما أنها صغيرة الكمية أو أنها بكميات كبيرة نسبياً ولكنها بعيدة بعض الشيء عن السعر الحالي.

ومن قائمة الصفقات (الشكل ١٢) يمكن اكتشاف الأوامر التي تتم بسعر السوق، والتي بالطبع لا تظهر في طوابير الشراء أو البيع (لأنها غير مسعرة)، وهي هامة جداً كونها تبين نشاط المحافظ الكبيرة، والتي غالباً تستخدم أوامر البيع والشراء بسعر السوق. على سبيل المثال، يتضح أن هناك من قام بشراء ٢٠ ألف سهم بسعر السوق (أو بسعر محدد أعلى من أفضل سعر)، وذلك بملاحظة الصفقات الثلاث (الظاهرة داخل المستطيل الموضح في الشكل). كيف عرفنا ذلك؟ أولاً، تمت الصفقة السابقة بالوقت ١١:٥٨:٢٧ وبسعر ٢٤٣,٥٠ ريال وكمية ٧٤٤ سهماً، ثم بعد ذلك ارتفع سعر الصفقة التالية إلى ٢٤٣,٧٥ ريال (مما يعني أنها كانت بسعر العرض) وتلاها صفقتان أخريتان بكمية إجمالية بلغت ٢٠ ألف سهم، مما يدل أنها جاءت من جهة واحدة. ثانياً، لاحظ أن أسعار هذه الصفقات الثلاث تزايدت من ٢٤٣,٧٥ إلى ٢٤٤,٠٠ إلى ٢٤٤,٢٥ مما يدل على أنها صفقات شراء بسعر العرض. وأخيراً نجد أن الصفقات الثلاث هذه تمت في نفس الوقت ١١:٥٨:٥٣، مما يؤكد تماماً أنها حالة شراء بسعر السوق وبكمية كبيرة. وبالطبع يمكن متابعة هذه الصفقات وقت حدوثها ومشاهدتها وهي تتغير من وقت لآخر لاكتشاف مثل هذه الأحداث.

وأخيراً، من خلال أسهم الاتجاه الخضراء والحمراء يمكن تحديد توجه السعر على المدى القصير، وذلك بملاحظة أن السهم الذي يمر بحالة اتجاه صاعد تكون أسعاره متصاعدة، ويظهر ذلك في قائمة الصفقات من خلال عدد من الأسهم الخضراء الصاعدة التي تتخللها علامات "يساوي" وقليل من الأسهم الحمراء الهابطة (راجع الوقفة الظاهرة في صفحة ٢٨١ بخصوص التفريق بين عملية البيع وعملية الشراء).

التحليل الفني للأسهم السعودية

هنا نقوم بدراسة بعض الجوانب الفنية الخاصة بالسوق السعودي، ونتحدث عن بعض الأساليب الفنية المفيدة للتعامل فيه، وبلا شك فالقارئ بحاجة إلى الرجوع للفصل المختص بالتحليل الفني (الصفحة ٢٢٧) من أجل التعرف على أسس التحليل الفني بشكل مفصل، وكيفية الاستفادة منه في البيع والشراء.

أولاً نشير إلى أن هناك مفهوماً خاطئاً لدى بعض الناس وهو أن التحليل الفني لا ينطبق على السوق السعودي، وفي ذلك خطأ كبير وعدم فهم للمقصود بالتحليل الفني. فالتحليل الفني عبارة عن طرق وأساليب وأدوات عديدة متاحة للمحلل يصنع بها ما يشاء. فمن خلالها يستطيع المحلل، على سبيل المثال، أن يرصد حركة اتجاه السهم والأماكن التي قد يتوقف عندها، وأن يقرر ما إذا كان السهم يمر بمرحلة تجميع أم تصريف، وما إذا كان سعره الحالي يعتبر مرتفعاً أم منخفضاً مقارنة بالماضي، وهكذا. وهذه الأدوات تستخدم لتشخيص الأسهم في كل مكان في العالم، ولا توجد في الواقع أدوات تستخدم في دولة ولا تستخدم في أخرى. لكن بالطبع هناك أحياناً حاجة لتفسير سوق ما، أو حتى سهم بعينه، حسب أدوات معينة أو حسب قراءات معينة، ولكن تبقى أدوات التحليل الفني هي السلاح المفيد لأي سوق، بما في ذلك السوق السعودي.

وقفة

في رأيي إن التحليل الفني ينطبق على السوق السعودي أكثر مما ينطبق على أكثر الأسواق الدولية، كالسوق الأمريكي على سبيل المثال! وهناك عدد من الأسباب تبرر هذا الرأي، منها:

أولاً: متى ما كان المتعاملون في السوق على دراية جيدة بأساليب التحليل الفني، فإن ذلك يضعف من إمكانية الاستفادة من التحليل الفني. فعندما يستطيع عدد كبير من المتعاملين، بسبب استخدامهم لأدوات التحليل الفني ذاتها، معرفة حدة التجميع والتصريف الواقعة في أحد الأسهم، أو عندما يعرفون أن سهماً يمر باتجاه صاعد أو أن فجوة سابقة قد أصبحت مكان دعم، وهكذا، فهم بلا شك سيتسابقون على اقتناص هذه الفرص، الأمر الذي يؤدي إلى تقليص مدى الاستفادة من تلك الفرصة. ومعروف في تاريخ الأسواق الأمريكية أن هناك الكثير ممن استفاد بشكل كبير من مفاهيم فنية بسيطة إلى أن عرف الناس بها ومن ثم لم تعد لها قيمة.

ثانياً: متى ما كان السوق كبيراً من حيث عدد المتعاملين وعدد الشركات وكانت أوقات التداول فيه طويلة وكان يتمتع بكفاءة عالية (راجع مفهوم كفاءة السوق، الصفحة ١٢٨) كلما تضاءلت فرص الاستفادة من أي ثغرات فيه، سواء باستخدام التحليل الفني أو غيره. وبما أن السوق السعودي يسجل علامات ضعيفة في كل مما سبق، فبالتالي نتوقع أن ينفع فيه التحليل الفني أكثر من غيره.

وفي النهاية قد يكون أصدق دليل على انطباق التحليل الفني على السوق السعودي ما سنراه فيما يلي من أمثلة واضحة لأسهم حقيقية في السوق السعودي، ونرى كيف أن التحليل الفني كان مفيداً جداً في التعامل مع هذه الحالات في وقتها.

الدعم والمقاومة

يبين الشكل ١٣ أماكن الدعم والمقاومة لسهم شركة الاسمنت العربية، فنجد أن الخط رقم ١ يبين بقاء السهم تحت منطقة مقاومة قوية لمدة حوالي ٤ أشهر، قرب سعر ٤٠٠ ريال، ونلاحظ أن هذا الخط أصبح منطقة دعم لاحقاً كما هو متوقع، حيث يحدث كثيراً أن تصبح المقاومة دعماً في المستقبل. ونرى الشيء نفسه تكرر مرة أخرى حسب الخط رقم ٢، فتحوّلت المقاومة التي في بداية الخط إلى دعم في النهاية. أما الخط رقم ٣ فيوضح كيف أن الدعم أصبح مقاومة. ومثل هذه الأشياء تتكرر في أسهم كثيرة وحسب فترات زمنية مختلفة. وتفسير ظاهرة تحول الدعم إلى مقاومة يعود للحالة النفسية لدى المشتري الذي شاهد السهم ينكسر بقوة بعد أن اشتراه، فتجده يقرر بيعه حالما يعود قرب سعر الشراء، جاعلاً من هذه المنطقة منطقة مقاومة. وبالتفسير النفسي كذلك نجد أن المقاومة تصبح دعماً لأن من باع السهم أو لم يكن يمتلكه عندما تجاوز السهم المقاومة، تجده يشتري السهم عند رجوعه إلى نفس المكان الذي بدأت عنده الانطلاقة، من منطلق أن السهم يمنحه الآن فرصة جديدة للشراء، فتصبح هذه المنطقة منطقة دعم للسهم. وذكرنا سابقاً أن هناك أسباب أساسية (ليست فقط فنية) تبني عليها مناطق الدعم والمقاومة.



الشكل ١٣: حالات الدعم والمقاومة تتكرر بكثرة، وظاهرة المقاومة تصبح دعماً، والدعم يصبح مقاومة.

ويحدث كثيراً في السوق السعودي (مثله مثل باقي الأسواق) في أن تتمركز مناطق الدعم والمقاومة عند الأرقام الرئيسية التي تقبل القسمة على ١٠٠، وتلك التي تقبل القسمة على ١٠ أو حتى ٥، ويعود

ذلك لأسباب نفسية كذلك، فتجد أن أكثر الناس عندما يشتري سهماً بـ ٩٠ ريالاً قد يقرر بيعه بـ ١٠٠ ريال ولا يبيعه بـ ٩٨ ريالاً ولا ١٠١ ريال، فيكون سعر ١٠٠ ريال سعر مقاومة للسهم. كذلك ينطبق ما نراه في الأسواق الدولية من أن مقدار الانطلاق بعد تجاوز المقاومة له علاقة بطول المقاومة. فكلما زاد عدد الأيام التي يمر فيها السهم بمقاومة، كلما كانت المسافة التي يقطعها السهم بعد تجاوز هذه المقاومة طويلة. راجع صفحة ٢٣٧ للمزيد عن الدعم والمقاومة.

الاتجاه Trend

معروف أن هناك محللين مختصين في متابعة الاتجاه وبناء قراراتهم الاستثمارية حسب ما يكتشفونه عن مسار اتجاه السهم أو السوق ككل. والفكرة الرئيسية هنا، وهي واحدة من ركائز نظرية داو (راجع الصفحة ٢٣٢)، هو أن الأسعار تمر بمراحل صعود أو هبوط تستمر لفترات طويلة، وإن ما نحن بحاجة له مجرد القيام بتحديد بداية المسار الصاعد وركوب قافلته إلى أن يتغير وتبدأ الأسعار بالنزول، فننسحب منه ونبحث عن مسار صاعد آخر. هناك مقولة معروفة تؤكد أن الاتجاه يجب أن يكون صديقك (The trend is your friend)، والمقصود أن في الاتجاه معلومات مفيدة عليك إتباعها. مثال ذلك ما نراه في الشكل ١٤، حيث نرى أن أي محاولة لشراء السهم من أول شهر مارس حتى أول شهر مايو كانت مخالفة لمسار الاتجاه الذي كان واضحاً أنه يسيير في اتجاه هابط. ولم تظهر علامة الشراء إلا لاحقاً بعد أن كُسر هذا الاتجاه، وعندها بدأت مرحلة الصعود. وتزداد مصداقية التغير في الاتجاه مع زيادة كمية التداول، كما نرى في الشكل.



الشكل ١٤: طريقة عدم الشراء حتى يتم كسر الاتجاه الهابط (ترند هابط) تعد سلاحاً قوياً في يد المستثمر.

ونرى في الشكل ١٥ كيف أن الالتزام بمبدأ البقاء مع الاتجاه كان مفيداً في هذه الشركة، حيث بدأ السهم بالهبوط وتغيرت وجهته بعد أن كسر الاتجاه الصاعد. ويمكن ملاحظة أن السهم استمر في

الهبوط إلى منتصف مايو في الشكل، عندما بدأ يكسر خط الهبوط، مشيراً إلى مناسبة العودة لشراء السهم بعد ذلك.



الشكل ١٥: البقاء في السهم حتى يخرج عن مساره، ومن ثم الخروج حتى يغير مساره الهابط.

الانطلاق وجني الأرباح

طبيعي ألا تستمر المقاومة إلى الأبد، بل غالباً ما يأتي يوم تتغير فيه تقديرات المستثمرين عن مستقبل الشركة، فيخرج السهم من منطقة المقاومة بانطلاق إلى الأعلى، أو انكسار إلى الأسفل. ويكون الانطلاق حقيقياً ويعتد به عندما تكون كمية التداول أثناء الانطلاق أعلى بكثير من متوسط كمية التداول في الأيام السابقة. ويلاحظ أن كمية التداول أثناء الأيام التي يمر فيها السهم بمقاومة (قبل الانطلاق) تأتي بشكل هابط، أي أن الكمية تأخذ بالتناقص إلى أن تأتي الانطلاقة، أو الانكسار، وإنه كلما طالت مدة المقاومة زاد ذلك من حدة الانطلاق، الشكل ١٦.

وكما يحدث في الأسواق الدولية، نجد أنه بعد الانطلاق يكون هناك تراجع في السعر وهو ما نسميه بظاهرة جني الأرباح، والتي هي عبارة عن حالات بيع من قبل صغار المستثمرين. ونتأكد من كونها مجرد حالة جني أرباح (وليست هبوطاً بسبب خروج كبار المستثمرين) بمراقبة كمية التداول أثناء التراجع: إذا كانت كمية التداول عالية، فهي ليست مجرد جني أرباح، ولا ينصح بشراء السهم في هذه الحالة، وإن كانت ضعيفة فهي غالباً بسبب خروج صغار المستثمرين وأولئك الذين يحرصون على البيع بأي ربح كان. ولكن يجب الانتباه إلى أن كمية التداول في السوق السعودي غير دقيقة بسبب وجود حدود لأسعار التداول اليومي، فإذا كان السهم يحقق صعوداً كبيراً أو هبوطاً كبيراً بدون ظهور كميات كبيرة، فقد يكون السبب اصطدام السعر بالحد الأعلى أو الأدنى، وليس بسبب نقص حقيقي في الكمية.

ونستطيع معرفة أفضل مكان للشراء بعد حدوث جني الأرباح، وذلك بالاستناد إلى ظاهرة تغير المقاومة إلى دعم. فنجد أن التراجع الناتج بسبب جني الأرباح من المحتمل له أن يقف عند خط الدعم الجديد (المقاومة سابقاً)، ويكون هذا المكان أنسب مكان للشراء لمن فاتته شراء السهم قبل الانطلاق.



الشكل ١٦: حصول انطلاق عقب مقاومة ومن ثم جني أرباح يعد من أفضل فرص الربح المتاحة في السوق السعودي.

ولأنه من غير الممكن معرفة ما إذا كان الهبوط الناتج بسبب جني الأرباح سيستمر إلى أن يلامس السعر خط الدعم الجديد (كما في الشكل)، فمن الأفضل عندما يتبين أن هناك ظاهرة جني أرباح أن يتم الشراء على دفعات خلال هذه الأوقات، أي البدء بالشراء من يوم ٢٧ أبريل في الشكل، لأن بالإمكان ألا يهبط السهم كثيراً بعد ذلك، وتفوت على المضارب فرصة الشراء. وتمكّن عملية الشراء على دفعات بالحصول على سعر متوسط مناسب في حالة نزول السعر، والاستفادة مباشرة من الارتفاع إن واصل السهم صعوده. أي أنه بكلتا الحالتين يخرج المضارب الحذق فائزاً، لأن هبوط السعر بعد شراء الدفعة الأولى يمنحه فرصة الشراء بأسعار أقل فيما بعد، وارتفاع السعر يحقق له ربحاً فورياً!

يوم الانعكاس

يوم الانعكاس يؤخذ كدليل على نهاية الاتجاه والبدء بأخذ مسار مختلف، وهو ما نراه في مثال سهم الكهرباء (الشكل ١٧) حيث جاء يوم الانعكاس عند حوالي سعر ١٨٠ ريالاً وخسر السهم حوالي ٥٠% من قيمته، لينتهي هذا النزول الحاد بيوم انعكاس آخر (إلى الأعلى هذه المرة).



الشكل ١٧: ظاهرة انعكاس الاتجاه الصاعد وانعكاس الاتجاه الهابط تتكرر كثيراً في السوق السعودي.

وكما علمنا سابقاً إن يوم الانعكاس الصاعد هو عبارة عن يوم يأتي بعد اتجاه صاعد، بحيث يحقق السهم سعراً عالياً جديداً ويغفل أقل من إقفال اليوم السابق، بكمية تداول عالية، إلى جانب بعض الخصائص الأخرى التي تزيد من تأكيد يوم الانعكاس وتمنحه مصداقية أكبر، وهي أن عمود السعر (الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر لذلك اليوم) يكون كبيراً، وأن السهم يغفل قرب أسفل عمود السعر. وفي الشكل نرى كيف أن انعكاس الاتجاه الصاعد لهذا السهم قد أعلن عنه بيوم انعكاس كلاسيكي محققاً جميع شروط الانعكاس. وبالمثل نرى أن الاتجاه الهابط قد انتهى كذلك بيوم انعكاس واضح، يوم ٢٨ مايو، حيث كان هناك سعر أدنى جديد ثم إقفال أعلى من إقفال اليوم السابق وكان الإقفال في أعلى العمود، والذي بدوره كان عموداً طويلاً نسبياً، وكانت كمية التداول عالية نسبياً. راجع صفحة ٢٤٣ للمزيد عن يوم الانعكاس.

الفجوات

معروف أن الفجوات تتكرر لأسباب عديدة، ويتم التعامل معها بطرق مختلفة، أهمها كون مكان الفجوة العليا يصبح منطقة دعم جيدة في المستقبل (فيمكن الشراء عندها وإقفال الخسارة فيما لو نزل السعر عنها)، وهذا ما نراه في الشكل ١٨، حيث نرى أن السهم كان يمر بمنطقة مقاومة انتهت في أول شهر مايو بانطلاق خلف وراءه فجوة كبيرة، وحدث ذلك بكمية تداول عالية. فتكون هذه الفجوة مكان دعم في المستقبل، كما نرى في الشكل، حيث عاد السعر عدة مرات في الأيام التالية ليغلق الفجوة قبل أن يواصل مشوار الصعود. وتسمى هذه الحالة بظاهرة تعبئة الفجوة، ويقصد

بها أن السهم عندما يتراجع فإنه يجد دعماً قوياً عند مكان الفجوة مما يجعله يبدو وكأنه يقوم بتعبئة الفراغ الذي سبق أن تركه خلفه. ومرة أخرى نجد أن هذه الفجوة وقفت كمكان دعم قوي في منتصف شهر يوليو (أقصى اليمين)، لتوقف هبوط السهم الذي بدأ منذ أواخر شهر يونيو. ولم ينزل السهم عن هذه المنطقة فيما بعد، بل واصل الارتفاع إلى أكثر من ١٠٠٠ ريال خلال أشهر قليلة بعد ذلك.



الشكل ١٨: الفجوة تصبح مكان دعم في المستقبل، ونشاهد ظاهرة تعبئة الفجوة في عدة أماكن.

لاحظ أن كمية التداول وقت حدوث الفجوة تكون عالية، وإن الفجوة الثانية أسميها فجوة انطلاق كذلك لأنها أتت في مكان انطلاق جديد من مقاومة جديدة، ويمكن تسميتها فجوة مواصلة أو حتى فجوة نهاية، ولكن المهم متابعة ظاهرة تعبئة الفجوة والاستفادة منها كم منطقة شراء.

ويمكن للفجوات أن تأتي نتيجة هبوط السعر، فتسمى فجوة انكسار، بدلاً من فجوة انطلاق وتنطبق جميع الملاحظات التي تطرقنا لها قبل قليل ولكن بشكل عكسي. راجع صفحة ٢٤٠ للمزيد عن الفجوات.

النماذج

نماذج الأسعار التي نجدها في الأسهم الدولية نشاهدها كذلك في السوق السعودي (راجع صفحة ٢٤٩ لمعرفة أنواع النماذج). هنا نرى في الشكل ١٩ نموذج الرأس والكتفين الشهير في قطاع الاسمنت، حيث امتد هذا النموذج، الذي يعكس الاتجاه الصاعد إلى هابط، حوالي عامين وأدى إلى هبوط حاد لمدة عامين بعد ذلك. (لاحظ هنا أن الهبوط وقف عند منطقة دعم قديمة تشكلت في عام ٩٥م).



الشكل ١٩: نموذج الرأس والكتفين ظهر في قطاع الاسمنت وأدى إلى هبوط استمر عدة سنوات.

وهذه النماذج كما ذكرنا عبارة عن مرآة لرصد تصرف جموع المتعاملين في السهم، والتي من خلال التجارب والمشاهدات تبين أنها تؤدي في كثير من الأحيان إلى نتائج معينة يمكن الاستفادة منها في قرار البيع والشراء. فما نراه في هذا النموذج هو عبارة عن موجات شراء بلغت القمة في منطقة الرأس ومن ثم تحولت إلى موجات بيع أدت إلى هبوط حاد، فقد السهم بسببه جميع نقاط الصعود التي كسبها خلال السنوات الثلاث الماضية.

ومن الشكل ٢٠ نرى نموذج العلم الذي يعتبر مكاناً يأخذ فيه السعر قسطاً من الراحة قبل مواصلة المشوار، ونرى من خلاله كيف أنه في حالة الاتجاه الصاعد يأتي العلم مائلاً إلى الأسفل، وفي الهبوط يكون مائلاً إلى الأعلى. ونعرف كذلك أن الانطلاق بعد العلم يؤدي غالباً إلى قطع السهم لمسافة تساوي طول عمود العلم قبل أن يقف ليقرر مستقبله، وهذا واضح في الشكل كذلك.

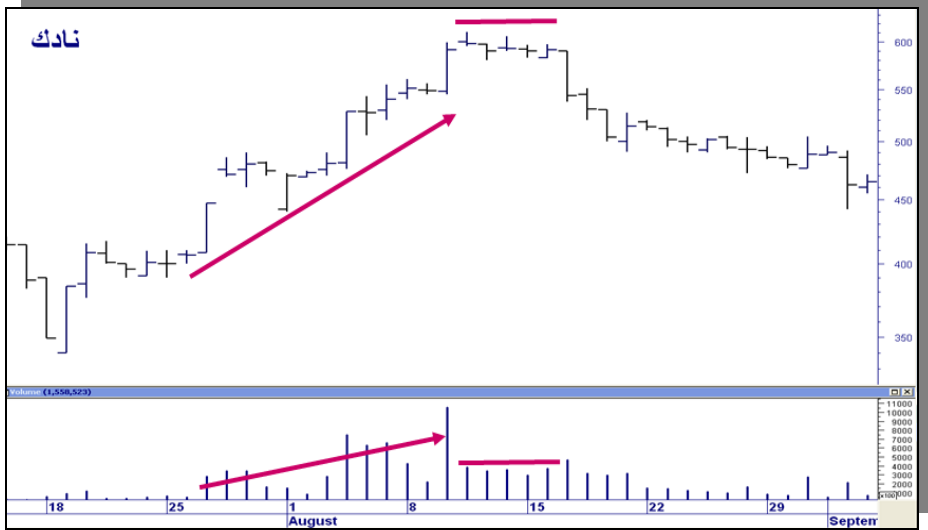
التجميع والتصريف

حالات التجميع هي الأوقات التي يمر فيها السهم بدفعات شراء من قبل كبار المستثمرين وتتم بطريقة شبه خفية كي لا يتسبب ذلك في ارتفاع السعر بشكل مفرط، والتصريف عكس ذلك (راجع صفحة ٢٧٨ لمزيد من المعلومات عن التجميع والتصريف). نرى في الشكل ٢١ حالة تصريف واضحة مطابقة للتعريف الصحيح للتصريف، حيث أخذ السهم في الارتفاع بكميات تداول عالية ومن ثم بدأ بالاستقرار مع انخفاض بسيط في السعر (الخط الأفقي في أعلى الشكل)، إلا أن الكميات بقيت

بشكل عالٍ نسبياً. ومثل هذه الحالة تعرف بالتصريف وتؤدي إلى هبوط السعر في الفترات القادمة، ويستحسن الخروج من السهم في مثل هذه الأوقات.



الشكل ٢٠: نموذج العلم يعتبر مواصلة للاتجاه السابق، والعلم الهابط يعد إيجابياً والعلم الصاعد يعد سلبياً.



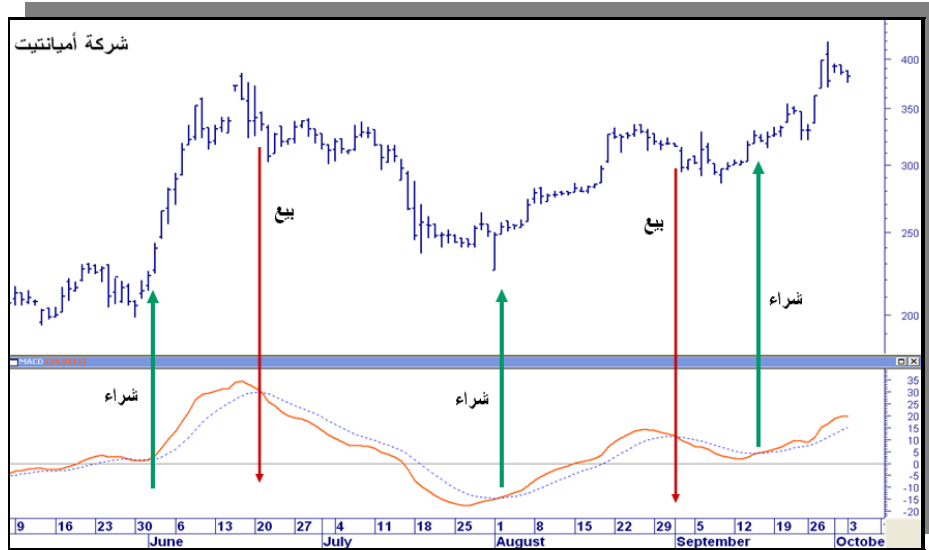
الشكل ٢١: حالة تصريف واضحة تأتي بعد الصعود وتؤدي إلى هبوط في الأسابيع التالية.

المؤشرات الفنية

ذكرنا في الفصل الخاص بالتحليل الفني أن المؤشرات الفنية تعطي نتائج حسابية لحال السهم في أي وقت من الأوقات، فهي عبارة عن مقياس لدرجة حرارة السهم، إن صح التعبير، ومن خلالها نستطيع معرفة إن كان السهم يسير بسرعة عالية، أم أنه شاطئ في مساره أو أنه يمر بحالات بيع أو شراء غير عادية، وهكذا. وهذه المؤشرات مفيدة في السوق السعودي وتنطبق على الأسهم السعودية بشكل كبير.

ومن أشهر المؤشرات الفنية نجد مقياس ماك دي (MACD)، والذي يستخدم كثيراً للشراء عندما يقطع خط ماك دي خط المتوسط إلى الأعلى، والبيع عندما يقطعه إلى الأسفل. على سبيل المثال، في الشكل ٢٢ تم الشراء لأن الخط الغامق (خط ماك دي) قطع الخط المتقطع (متوسط ٩ أيام) إلى الأعلى، وتم البيع عندما حدث العكس. بواسطة هذا المؤشر يتمكن المضارب من الخروج من السهم عندما يكون السهم في مرحلة نزول، ويعود مباشرة لامتلاك السهم عندما يستعيد السهم عافيته. راجع صفحة ٢٧١ للمزيد عن هذا المؤشر.

ويمكن استخدام مقياس ماك دي خلال اليوم بواسطة أعمدة ٥ دقائق أو ١٠ دقائق والاستفادة من ذلك في الشراء والبيع خلال ساعة واحدة أو ساعتين، وذلك بمراقبة طريقة التقاطع كما ذكرنا قبل قليل، أو لرصد الانفراجات السلبية والايجابية، كما سنرى في المثال التالي مع مقياس آر أس آي.



الشكل ٢٢: استخدام مؤشر ماك دي للشراء والبيع حسب تقاطع خط ماك دي مع متوسطه.

انفراج المؤشرات

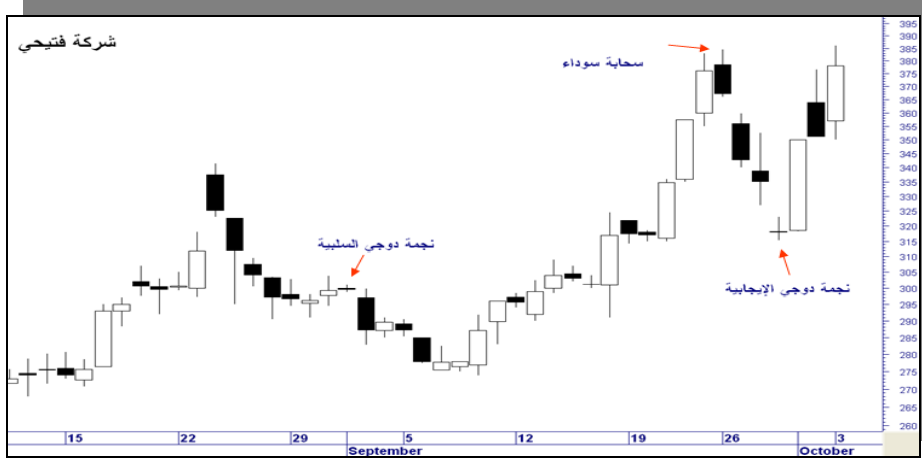
ظاهرة الانفراج أو التباين بين قراءة مسار المؤشر ومسار حركة السهم نجدها في هذا المثال (الشكل ٢٣)، الذي يوضح كيف أن مقياس آر أس أي كان في نزول (أعلى الشكل) بينما كان سعر السهم يحقق أسعاراً عالية جديدة. هذا ما يسمى بالانفراج السلبي والذي يؤدي في النهاية إلى أن يسلك السهم نفس الاتجاه الذي يسلكه المقياس. أي بما أن المقياس هنا يشير إلى اتجاه هابط فإن الذي يحدث بعد ذلك مباشرة أن يبدأ السهم بالنزول. أما الانفراج الايجابي فيحدث عندما يبدو أن السهم يسير في اتجاه هابط ولكن المقياس (أيما كان هذا المقياس) يشير إلى اتجاه صاعد.



الشكل ٢٣: انفراج سلبي في مؤشر آر أس أي أدى إلى هبوط السهم بقوة.

الشموع اليابانية

تستخدم الشموع اليابانية لرسم حركة السهم بشكل أوضح مما هو متاح بواسطة الخارطة الخطية أو العمودية، وفي الشكل ٢٤ نجد نموذج السحابة السوداء الذي يأتي معلناً عن هبوط قادم، وهو عبارة عن شمعة سوداء تفتح إلى أعلى الشمعة البيضاء لليوم السابق، وتغلق مغطية جزءاً منها. ونرى كذلك نموذج شمعة دوجي السلبية الذي يشير إلى نهاية أي صعود متحقق والبدء بالهبوط. وأما نموذج شمعة دوجي الايجابية (في يمين الشكل) فيأتي لينهي هبوط السهم. وهناك نماذج كثيرة تأتي باستمرار ويمكن الاستفادة منها لتوقيت الشراء والبيع على المدى القصير، راجع صفحة ٢٦٥ للمزيد عن الشموع اليابانية.



الشكل ٢٤: أمثلة لنماذج الشموع اليابانية في السوق السعودي.

التحليل الأساسي للأسهم السعودية

للقيام بتحليل الأسهم السعودية بأسلوب التحليل الأساسي نقوم باستخدام الطرق نفسها التي استخدمناها في تحليل الأسهم الأمريكية (راجع الفصلين التاسع والعاشر)، ونستفيد كذلك من المفاهيم العلمية ذاتها والنسب المالية ذاتها، إلا أننا نأخذ بعض الاختلافات في السوق السعودي بعين الاعتبار. مصدر هذا الاختلاف يأتي بشكل كبير من مقتضيات نظام الشركات السعودي وبعض الأنظمة الصادرة من مؤسسة النقد ومن هيئة السوق المالية. نقوم فيما يلي باستعراض بعض جوانب الاختلاف وتأثيرها على تحليل الأسهم، ومن ثم نقوم باستعراض البيانات المالية لإحدى الشركات كمثال لتحليل الشركات السعودية.

القيمة الاسمية للأسهم

عند تأسيس الشركة المساهمة وبعد تحديد رأس مالها، تقوم الشركة بتجزئة رأس مالها إلى عدة أسهم قيمتها الإجمالية تساوي كامل رأس المال، ولكن بشرط ألا تقل القيمة الاسمية للسهم الواحد عن ٥٠ ريالاً سعودياً، وذلك وفقاً للمادة التاسعة والأربعين من نظام الشركات السعودي^٩. فإذا كان رأس مال الشركة يساوي بليون ريال، فلا يمكن لعدد الأسهم أن يزيد عن ٢٠ مليون سهم على الإطلاق (١ بليون ريال ÷ ٥٠ ريالاً للسهم = ٢٠ مليون سهم). ولكن يمكن له أن ينقص عن ٢٠

^٩ تم تغيير القيمة الاسمية لجميع الشركات إلى ١٠ ريالات ابتداء من ١ أبريل ٢٠٠٦م.

مليون سهم إن أرادت الشركة أن تجعل القيمة الاسمية أكثر من ٥٠ ريالاً. على سبيل المثال، يمكن لهذه الشركة أن تطرح ١٠ ملايين سهم، بدلاً من ٢٠ مليون سهم، لو كانت القيمة الاسمية ١٠٠ ريال. وحسب نظام الشركات يجب ألا يقل المدفوع من رأس المال عند تأسيس الشركة عن نصف رأس المال المصرح به، وألا يقل رأس مال الشركة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن عشرة ملايين ريال سعودي.

وتظهر مشكلة القيمة الاسمية في الأسهم السعودية عندما يرتفع سعر السهم في السوق إلى درجة تحد من سهولة تداوله وتبعده عن أيدي معظم المستثمرين، فيكون الحل في مثل هذه الحالة أن تقوم الشركة بزيادة عدد أسهمها، وفي الوقت نفسه خفض قيمة السهم بالمقدار نفسه، أي تقوم بإجراء عملية تجزئة Split (راجع الصفحة ١٥١). المشكلة هنا أنه لا يمكن الأخذ بهذا الحل إذا كانت القيمة الاسمية الحالية للسهم قد وصلت الحد الأدنى المسموح به، أي ٥٠ ريالاً. لذا فإن الشركات عادة تلجأ إلى زيادة رأس مالها بشكل أو آخر، لتتمكن من تقسيمه إلى عدد أكبر من الأسهم مع بقاء القيمة الاسمية عند الحد الأدنى.

مثال

شركة رأس مالها ١ بليون ريال، تم تقسيمه إلى ٢٠ مليون سهم، قيمة كل سهم ٥٠ ريالاً، ووصل سعر السهم في السوق بعد عدة سنوات إلى ١٠٠٠ ريال للسهم، وتود الشركة خفض قيمة السهم ليكون في متناول الجميع (وكذلك لأسباب أخرى نتطرق لها لاحقاً)، فكيف يمكنها القيام بذلك؟ ملاحظة: مشكلة الحاجة لتخفيض القيمة السوقية تظل باقية حتى بعد تغيير القيمة الاسمية إلى ١٠ ريالات.

لاحظ أن القيمة السوقية لهذه الشركة تساوي ٢٠ بليون ريال (٢٠ مليون سهم \times ١٠٠٠ ريال للسهم = ٢٠ بليون ريال)، والذي بالطبع يجب أن يبقى كما هو بعد إجراء عملية التعديل هذه، نظراً لأن القيمة الإجمالية للشركة لم تتغير، والعملية مجرد تغيير في قيمة السهم الواحد. هنا نرى أنه لو كان بالإمكان زيادة عدد الأسهم إلى ٤٠ مليون سهم لتغير سعر السوق أوتوماتيكياً إلى ٥٠٠ ريال للسهم، وذلك من أجل أن تبقى القيمة السوقية للشركة عند ٢٠ بليون ريال (٤٠ مليون سهم \times ٥٠٠ ريال للسهم = ٢٠ بليون ريال). فهل من الممكن تغيير عدد أسهم هذه الشركة إلى ٤٠ مليون سهم؟ الجواب بالطبع لا، وذلك لأن رأس المال لا يزال ١ بليون ريال فقط، والذي إن قسمناه على ٤٠ مليون سهم، فستصبح القيمة الاسمية للسهم الواحد ٢٥ ريالاً (١ بليون ريال \div ٤٠ مليون سهم = ٢٥ ريالاً للسهم)، وهذا أقل من الحد الأدنى المسموح به.

إذاً الحل في هذا المثال هو أن تقوم الشركة بزيادة رأس مالها بطريقة أو أخرى (كما سنرى) إلى ٢ بليون ريال وتستطيع عندها زيادة عدد الأسهم دون تغيير القيمة الاسمية للسهم.

رفع رأس المال

لماذا تلجأ الشركات السعودية لرفع رأس مالها باستمرار؟ رأينا قبل قليل أن أحد الأسباب هو لتعديل سعر السهم المرتفع، ولكن هناك أسباباً أخرى هامة وطرقاً عديدة لرفع رأس المال، نستعرض بعضاً منها فيما يلي. فهناك طريقة طرح أسهم جديدة للاكتتاب الخاص أو العام، وطريقة التحويل من احتياطات الشركة، وطريقة دفع الأقساط المتبقية. لاحظ أن الاقتراض بإصدار سندات أو بقروض بنكية لا يرفع من رأس المال، بل يضخ إلى الشركة سيولة نقدية تضاف إلى أصول الشركة وتبقى من ضمن الخصوم أو الالتزامات على الشركة.

فوائد رفع رأس المال

ما الأسباب التي تجعل الشركات والبنوك تقوم برفع رأس مالها بين الحين والآخر؟ ولماذا يقابل هذا بارتياح كبير من قبل المستثمرين؟ تختلف الأسباب ولكن يمكن ذكر أهم الفوائد الناتجة عن عملية رفع رأس المال بشكل عام وهي:

- ✓ بالنسبة إلى رفع رأس المال بإصدار أسهم جديدة فهو يؤدي إلى حصول الشركة على السيولة النقدية التي تحتاجها للتوسع والتطوير.
- ✓ يؤدي رفع رأس المال بجميع أشكاله إلى خفض سعر السهم في السوق ويجعله في متناول الجميع، وينتج عنه ازدياد في عدد الأسهم يؤدي إلى زيادة في سيولة السهم، وزيادة في عمق مستويات العرض والطلب.
- ✓ يؤدي رفع رأس المال بجميع أشكاله إلى تعزيز مركز الشركة المالي، فتحصل على قروض مالية بشروط ميسرة وتعزز من مكانتها أمام الجهات التي تتعامل معها.
- ✓ يؤدي رفع رأس المال عن طريق التحويل من الاحتياطات إلى زيادة مباشرة في رؤوس أموال الملاك. بمعنى أن الأموال المسجلة في الاحتياطات أو في الأرباح المبقاة ليست في يد ملاك الشركة مثل رأس المال، وقد يكون تأثير ذلك على المستثمرين نفسي أكثر مما هو حقيقي.
- ✓ وفقاً لنظام الشركات، يجب ألا تقل قيمة الأرباح الموزعة عن ٥% من رأس مال الشركة، مما يعني أن أي زيادة في رأس المال تؤدي إلى زيادة في الأرباح الموزعة (إن قامت الشركة بتوزيع أرباح).
- ✓ بالنسبة للبنوك فإن رفع رأس المال يجعلها قادرة على أخذ مزيد من الودائع، والتي وفقاً للمادة السادسة من نظام مراقبة البنوك، يجب ألا تزيد الودائع عن ١٥ ضعف رأس مال البنك زائد احتياطاته. فكلما زاد رأس المال، زادت الودائع المسموح للبنك بالاحتفاظ بها، وبالتالي زادت قدرته على تقديم القروض. كذلك يحتاج البنك إلى الالتزام

بمعايير دولية، مثل ضوابط بازل Basel II لكفاية رأس المال، والتي تأخذ رأس المال في الاعتبار.

ولا يسمح للشركة بزيادة (أو خفض) رأس مالها إلا بعد الحصول على موافقة هيئة السوق المالية، والتي تقوم بدراسة الطلب وتبحث في أسباب الزيادة أو التخفيض، وكيفية استخدام حصيلة الإصدار، ومدى التزام الشركة بمعايير الإفصاح والشفافية، ونسبة الزيادة في رأس المال، والزيادات السابقة في رأس المال. كذلك يُنظر إلى التدفقات النقدية للشركة، والنسب المالية لها، والأداء المالي التاريخي للشركة، وربح السهم، وغيرها، وذلك للتأكد من أن المعايير الكمية والنوعية تؤيد قرار تعديل رأس المال من عدمه.

ويمكن لمجلس إدارة الشركة أن يوصي برفع رأس المال ويصدر خبراً بذلك، ولكن لا يتم ذلك إلا بموافقة هيئة السوق المالية ووزارة التجارة والصناعة. وكما سنتطرق له لاحقاً ليست كل عمليات رفع رأس المال مجزية، بل يجب البحث عن سبب رفع رأس المال ومدى فائدته للشركة.

طرح أسهم جديدة

قد تكون هذه أوضح طريقة لرفع رأس المال، حيث تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة وتعرضها للبيع ومن ثم تضيف المبالغ المحصلة إلى رأس مال الشركة. ولكن هناك بعض الأمور التي يجب أخذها في الحسبان، ومنها أن الملاك الحاليين للأسهم أحق من غيرهم بهذه الأسهم الجديدة، والتي تباع لهم بالتناسب مع عدد الأسهم التي في حوزتهم. على سبيل المثال، قد تطرح إحدى الشركات عشرة ملايين سهم جديد، بحيث يحق لكل من يحمل سهمين من أسهم الشركة شراء سهم واحد جديد، وبالسعر الذي تحدده الشركة، ويكون تاريخ أحقية شراء هذه الأسهم نهاية اليوم الذي توافق فيه الجمعية العامة غير العادية في اجتماعها (المعلن عنه بوقت كافٍ) على طرح الأسهم الجديدة. هذا يعني أن أي شخص يستطيع الحصول على الأسهم الجديدة إذا كان يملك أسهم الشركة قبل نهاية اليوم الذي تعقد فيه الجمعية. وهذه الموافقة تخص زيادة رأس المال المصرح به، ولاحقاً عندما تكتمل عملية طرح الأسهم الجديدة يصبح رأس المال المدفوع مساوياً لرأس المال المصرح به. وفيما يلي ننظر إلى تأثير عملية زيادة رأس المال على سعر السهم.

مثال

شركة رأس مالها ٢٢٠ مليون ريال، وعدد أسهمها الحالي ٤,٤٠ مليون سهم، وترغب في رفع رأس مالها بمقدار ١٦٥ مليون ريال ليصبح ٣٩٥ مليون ريال، وذلك عن طريق طرح ٣,٣٠ مليون سهم إضافي بسعر ٥٠ ريالاً كقيمة اسمية زائد ٤٠ ريالاً علاوة إصدار، وسوف يقتصر الاكتتاب على الملاك الحاليين بحيث يحصل من يملك ٤ أسهم على ٣ أسهم بسعر ٩٠ ريالاً للسهم.

على فرض أن السهم قد أغلق عند ٣٣٠ ريالاً في آخر يوم لأحقية الاكتتاب، فكم سيكون السعر المفترض للسهم في اليوم التالي؟

[(القيمة الاسمية + علاوة الاصدار) × عدد الأسهم الإضافية] + (آخر سعر × العدد القديم للأسهم)

السعر الجديد =

(العدد القديم للأسهم + عدد الأسهم الإضافية)

من المعادلة البسيطة أعلاه نجد أن السعر المفترض لليوم التالي ٢٢٧ ريالاً، وهو السعر الذي عليه يتم احتساب نسبة التذبذب اليومي للسهم.

ونستطيع النظر إلى هذه العملية من زاوية أخرى، فنرى أن القيمة السوقية للشركة لا بد أن تتغير لأن هناك مالاً جديداً سيدخل إلى الشركة بمقدار (٩٠ ريالاً × ٣,٣٠ مليون سهم = ٢٩٧ مليون ريال)، فلا بد للقيمة السوقية أن ترتفع على الأقل إلى هذا الحد. وبما أن القيمة السوقية للشركة حالياً تساوي (٣٣٠ ريالاً × ٤,٤٠ مليون سهم = ١,٤٥٢ مليون ريال)، فتكون القيمة السوقية الجديدة (١,٤٥٢ مليون ريال + ٢٩٧ مليون ريال = ١,٧٤٩ مليون ريال). هذا يعني أن السعر الجديد للسهم لا بد أن يكون ٢٢٧ ريالاً، ويأتي ذلك كالمعتاد بقسمة القيمة السوقية على عدد الأسهم (١,٧٤٩ مليون ريال ÷ ٧,٧ مليون سهم = ٢٢٧ ريالاً)، وهو الرقم نفسه الذي وجدناه من المعادلة السابقة.

في هذا المثال رأينا أن رأس المال (المصرح به) يزداد بسبب الموافقة على طرح مزيد من الأسهم للاكتتاب، وإن القيمة السوقية للشركة كذلك تزداد. ولكن علينا أن ننتبه إلى أن رأس المال يزداد فقط بمقدار عدد الأسهم الإضافية مضروباً بالقيمة الاسمية للسهم، أي أن علاوة الإصدار لا تدخل في رأس المال، ولكنها تبقى كجزء من حقوق المساهمين. وتوزع الأسهم الإضافية على الملاك الحاليين حسب النسبة المقترحة (٣ إلى ٤ في المثال السابق)، وإن لم يتقدم جميع الملاك لشراء الأسهم الجديدة، فيتم توزيع الأسهم المتبقية بطريقة النسبة والتناسب على بقية المكتتبين. كما يحدث أحياناً أن تكون هناك صعوبة في توزيع الأسهم بسبب احتمال حصول أحد الملاك على أقل من سهم واحد، فيمنح بدلاً منه القيمة النقدية لهذا الجزء حسب سعر السوق في وقت لاحق. على سبيل المثال، يستحق الشخص الذي لديه ٩٠ سهماً الحصول على ٦٧,٥ سهم، لذا فإن نصف السهم المتبقي يمنح له بشكل نقدي لاحقاً حسب قيمة السهم في السوق.

التحويل من الاحتياطي

في هذه الطريقة تستطيع الشركة زيادة رأس مالها بأي قدر تشاء (حسب ضوابط تنطبق لها بعد قليل)، وذلك بإصدار أسهم جديدة تمنح لحاملي الأسهم المسجلين في نهاية يوم انعقاد الجمعية

العامة غير العادية، وذلك مقابل سحب قيمة الأسهم من احتياطات الشركة (الاحتياطي النظامي، الاحتياطي العام، الأرباح المبقاة) وذلك على شرط أن فيها مبالغ كافية لهذا الغرض.

لاحظ إن لا شيء يأتي من فراغ، حيث إن الأسهم الجديدة المصدرة ليست مجانية، بل تدفع قيمتها من أحد بنود حقوق المساهمين (رأس المال + الأرباح المبقاة + الاحتياطات) وتضاف لبند آخر (بند رأس المال). فبالرغم من أن الأسهم التي تُصدر بهذه الطريقة تسمى أسهم منحة مجانية، إلا أن قيمتها في الواقع تسحب من واحد أو أكثر من بنود حقوق المساهمين وتضاف لبند آخر، وبذلك فهي فعلياً لا تكلف ملاك الأسهم أي شيء، ولا تمنحهم أي شيء. بل إن التحويل من الاحتياطي بهذه الطريقة قد يكون له تأثير سلبي في كون الشركة تصبح مضطرة إلى تحويل ١٠% من أرباحها المستقبلية السنوية لترفع من رصيد الاحتياطي النظامي لديها ليصل إلى ٥٠% من رأس المال الجديد، مما قد يؤثر على مقدار الأرباح التي تستطيع الشركة دفعها للملاك مستقبلاً. كما أن رأس المال الكبير يجبر الشركة على دفع أرباح كبيرة لأن نظام الشركات يشترط على الشركة ألا يقل توزيع الأرباح عن ٥% من رأس المال، متى قامت الشركة بتوزيع بعضاً من أرباحها. يبين الجدول ٧ تأثير رفع رأس المال بطريقة السحب من الاحتياطات على وضع الشركة.

الجدول ٧: رفع رأس مال الشركة بمقدار ٥٠٠ مليون ريال بمنح سهم مجاني مقابل كل سهمين.

رفع رأس مال بطريقة أسهم المنحة		
بعد رفع رأس المال	قبل رفع رأس المال	
١,٥٠٠	١,٠٠٠	رأس المال (مليون)
٥٠٠	٥٠٠	احتياطي نظامي (مليون)
٢٥٠	٥٠٠	احتياطي عام (مليون)
٢٥٠	٥٠٠	أرباح مبقاة (مليون)
٢,٥٠٠	٢,٥٠٠	مجموع حقوق المساهمين (مليون)
٣٠	٢٠	عدد الأسهم (مليون)
٥٠	٥٠	القيمة الاسمية للسهم
لا تتغير	لا تتغير	القيمة السوقية للشركة (بليون)
٦٦٦,٧٥	١٠٠٠	سعر السهم

ففي هذه الحالة قامت الشركة برفع رأس مالها بمقدار ٥٠٠ مليون ريال عن طريق منح سهم إضافي (مجاناً) مقابل كل سهمين، وتم ذلك بسحب ٢٥٠ مليون ريال من بند الاحتياطي العام وكذلك سحب ٢٥٠ مليون ريال من بند الأرباح المبقاة. وعند تقسيم رأس المال الجديد على القيمة الاسمية للسهم الواحد يصبح العدد الجديد للأسهم ٣٠ مليون سهم، ولكي تبقى القيمة السوقية للشركة كما

هي (نظراً لعدم دخول أي مال جديد إليها) يجب أن ينخفض سعر السهم بمقدار الثلث. ويمكننا تلخيص مثل هذه العمليات بأنه عندما يتم منح (س) سهم مجاني مقابل كل (ص) سهم مملوك، تحدث التغيرات التالية:

- يزداد رأس المال بمقدار $(س \div ص) \times \text{رأس المال الحالي}$.
- يزداد عدد الأسهم بمقدار $(س \div ص) \times \text{عدد الأسهم الحالي}$.
- ينخفض سعر السهم بمقدار $(س + ص) \div ١ \times \text{سعر السهم الحالي}$.
- لا تتغير القيمة السوقية.

دفع الأقساط المتبقية

يمكن للشركة التي لم يكتمل دفع رأس مالها المصرح به أن تطلب تسديد أقساط رأس المال من المساهمين الحاليين، وبذلك ترفع من رأس مالها دون اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة. ولكن هذه الطريقة نادرة الحدوث، حيث إنها غالباً تخص الشركات التي لم يكتمل رأس مالها بعد التأسيس، وحالياً لم يتبق في السوق السعودي عدا شركة الباحة. وكانت آخر شركة قامت بطلب تسديد الأقساط المتبقية هي شركة القصيم الزراعية، حيث تأسست الشركة برأس مال يساوي ٥٠٠ مليون ريال، وعدد أسهم يساوي ٥ ملايين سهم (بقيمة اسمية تساوي ١٠٠ ريال للسهم). ولكن نظراً لعدم حاجة الشركة إلى كامل رأس المال في البداية فقد رأت الجمعية العامة أن يتم دفع رأس المال على أربعة أقساط تبلغ قيمة كل قسط ٢٥ ريالاً، تم دفع قسطين وبقي قسطان. وبعد أن تراكمت خسائر الشركة رأت الشركة أن أمامها خيارين: إما أن تقوم بخفض رأس مالها إلى ٢٥٠ مليون ريال، وبذلك لا تحتاج لمطالبة الملاك بدفع القسطين المتبقين، أو أن تطالبهم بالدفع وتحصل على ٢٥٠ مليون ريال ويكتمل رأس المال المصرح به. وهذا ما حصل بالفعل، حيث توجب على مالك السهم دفع ٥٠ ريالاً لكل سهم جديد وإلا فستقوم الشركة ببيع هذه الأسهم في مزاد مفتوح.

وبين الشكل ٢٥ ما طرأ للشركة أثناء قيامها بتحصيل الأقساط المتبقية، وكيف أن ذلك أدى إلى تقلبات كبيرة في السعر أربك الكثير من المستثمرين. فكان اليوم الذي جاء قبل إجازة عيد الفطر هو آخر يوم لتداول الأسهم القديمة (ذات القيمة الناقصة، الرقم ١ في الشكل) وأغلق السهم عند ١٣٤ ريالاً، ومن ثم افتتح السهم بعد إجازة العيد عند ١٩٨ ريالاً (الرقم ٢ في الشكل)، وذلك بسبب كون القيمة الاسمية أصبحت ١٠٠ ريال، ولمعرفة الجميع بأن سعر السهم يجب أن يرتفع على الأقل بمقدار ٥٠ ريالاً. وبعد اكتمال رأس المال قامت الشركة مباشرة بتجزئة السهم لتصبح القيمة الاسمية ٥٠ ريالاً بدلاً من ١٠٠ ريال، فافتتح السهم بعد التجزئة يوم ١١ ديسمبر عند ١٠٦ ريالات (الرقم ٣ في الشكل)، بعد أن كان قد أغلق في اليوم السابق عند ٢١٦ ريالاً.



الشكل ٢٥: زيادة رأس مال شركة القصيم الزراعية عن طريق مطالبة الملاك بتسديد الأقساط المتبقية.

مثل هذا المثال يوضح ضرورة معرفة كيفية التعامل مع التغيرات التي تطرأ على وضع الشركة لتجنب الوقوع بأخطاء مكلفة، والاستفادة من مثل هذه التطورات لصالح المضارب.

لاحظ أنه بالرغم من حدة التغيرات الظاهرة في الشكل على سعر السهم، إلا أن السعر الفعلي للشركة في تلك الفترات لم يكن بهذه الحدة، بالرغم من أنه بلا شك قد أربك كثيراً من الملاك والمتابعين. نشاهد في الشكل ٢٦ الحركة الحقيقية لسعر السهم (لاحظ أماكن الأرقام في الشكلين)، والتي بلا شك قد احتوت على زبذبة حادة، حيث تأرجح السهم في فترة شهر ما بين ٨٠ ريالاً إلى ١١٢ ريالاً، ولكنها تبقى أقل حدة مما ظهر في الخارطة غير المعدلة أعلاه.



الشكل ٢٦: تعديل السعر في خارطة السهم ليعكس التغيرات الفعلية التي طرأت للسهم (قارن بالشكل السابق).

خفض رأس المال

تلجأ الشركات لخفض رأس مالها، إما لأن رصيد رأس المال لديها كبيراً وهي لا تحتاجه لأي من الأسباب التي ذكرناها من ضمن فوائد رفع رأس المال، فتقرر أن تخفض رأس مالها، فينقص عدد الأسهم المصدرة ويرتفع سعر السهم. أو أن الشركة بحاجة إلى تغطية الخسائر الظاهرة في بند الأرباح المبقاة فتقوم بتحويل جزء من رأس المال إلى هذا البند، فتختفي خسائرها المتحققة على مدى السنوات الماضية. وقد تقرر الشركة شراء أسهمها من الملاك من أجل خفض رأس مالها، فتقوم بدفع قيمة معينة مقابل كل سهم يعود إليها، فتتخفض قيمة الحساب النقدي لديها، وينخفض رأس المال. أو بمعنى آخر، إن الشركة تقوم بإعادة جزء من رأس المال إلى أصحابه بدفع قيمته النقدية العادلة لهم من حسابها النقدي، وخفض قيمة بند رأس المال.

وليس بالضرورة أن تكون عملية خفض رأس المال سلبية، لأن من الحكمة أن يقوم مجلس الإدارة بإعادة أموال المساهمين إن كان من الممكن لهم الحصول على عائد أعلى في مكان آخر، أو أن مجلس الإدارة يعرف تماماً قدرات الشركة وعدم إمكانية التوسع في نشاطاتها فيقرر عدم الاحتفاظ برأس مال كبير قد لا يحتاجه.

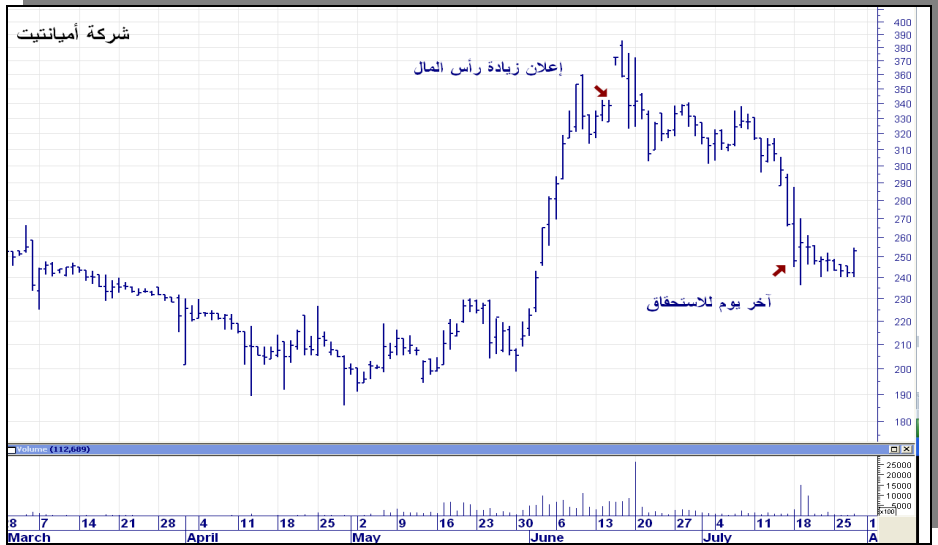
وبالنسبة للتغيرات المحاسبية جراء عملية خفض رأس المال، فهي عكس ما يحدث عند رفع رأس المال. فبدلاً من السحب من الاحتياطي أو من رصيد الأرباح المبقاة، تقوم الشركة بسحب المبلغ من رأس المال وإيداعه في الاحتياطي أو في رصيد الأرباح المبقاة.

أثر خبر رفع رأس المال على سعر السهم

ما الفائدة من متابعة أخبار رفع رؤوس أموال الشركات والبنوك؟ ولماذا يهتم كثير من المستثمرين والمضاربين بمثل هذه الأحداث؟ يبدو من متابعة ما يحصل في السوق السعودي أن الجواب واضح وبسيط، حيث إن خبر رفع رأس المال يعتبر خبراً إيجابياً ودليلاً على قوة الشركة وبالتالي ارتفاع سعر سهمها على الفور. ولكن المنطق يقول إن قرار رفع رأس المال يأتي نتيجة أسباب كثيرة، بعضها إيجابي وبعضها سلبي والبعض الآخر لا يقدم ولا يؤخر. فالسبب الإيجابي هو أن الشركة أولاً لديها مشاريع مدروسة ومشجعة من حيث الجدوى الاقتصادية وقدرة الجهاز التنفيذي في الشركة على تولي هذه المشاريع. أما الأسباب السلبية فهي مجرد أن مجلس إدارة الشركة يدرك أن هناك سيولة عظيمة في البلاد ويود سحب جزء منها لصالح الشركة، بغض النظر إن كانت الشركة بالفعل قادرة على الاستفادة من هذه الأموال! ويحدث في حالات كثيرة أن يتم التصرف بالأموال المتحققة عن طريق الاكتتابات الجديدة بقيام الشركة باستثمارها في سوق الأسهم ذاته!

أما أخبار رفع رأس المال التي لا تقدم ولا تؤخر، بالرغم من التجاوب القوي للسهم فور إعلان خبرها، فهي تأتي إما نتيجة عملية اكتتاب محدودة القيمة فلا تستفيد الشركة مادياً بشكل كبير، أو نتيجة مناقلة محاسبية من بند لآخر دون وجود أسباب مقنعة لهذه المناقلة. وبالرغم من تعدد أسباب رفع رأس المال ومدى أهميته للشركة، إلا أن كثيراً من المتداولين غير المدركين لهذه الأمور نجدهم يقفزون خلف الخبر ويشتررون السهم بأي سعر كان.

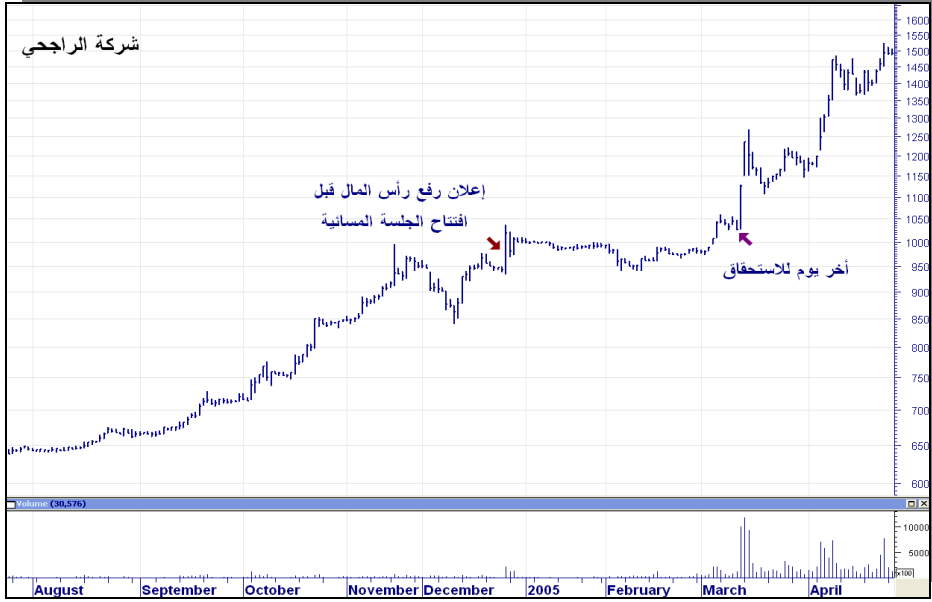
نشاهد في الشكل ٢٧ كيف أن خبر رفع رأس المال لشركة أميانتيت قوبل بارتفاع حاد لسعر السهم لمدة يوم واحد فقط، ومن ثم خسر السهم حوالي ٤٠% من قيمته خلال أقل من شهر واحد^{١٠}. لاحظ كذلك أن مقولة اشتر على الشائعة وبع على الخبر تبدو واضحة هنا، حيث إن السهم ارتفع بحوالي ١٠٠% خلال أقل من أسبوعين نتيجة تسرب شائعة رفع رأس المال، وتهاوى بعد صدور الخبر.



الشكل ٢٧: خبر زيادة رأس مال شركة أميانتيت صدر يوم ٢٠٠٥/٦/١٦م قبل الجلسة الصباحية بزيادة من ٧٧٠ مليون ريال إلى ١,١٥٥ مليون ريال وبسعر اسمي ٥٠ ريالاً زائد ٥ ريالات علاوة إصدار للمالكين بتاريخ الأحقية.

أما بالنسبة لسهم شركة الراجحي (الشكل ٢٨) فكان رفع رأس المال عبارة عن مناقلة محاسبية لرفع رأس مال البنك، وكان تجاوب السهم عبارة عن ارتفاع قبل صدور الخبر بعدة أشهر، وقد يكون أو لا يكون بسبب إشاعة بهذا الخصوص، إلا أن صدور الخبر تزامن في وقتها مع إعلان البنك تحقيق أرباح عالية، لذا فإن التفاعل مع خبر رفع رأس المال في هذه الحالة يعتبر طبيعياً إلى حد كبير.

¹⁰ جميع الأسعار الظاهرة في الرسوم البيانية هي أسعار معدلة تأخذ التغيرات المحاسبية للسعر بالحسبان.



الشكل ٢٨: خبر زيادة رأس مال شركة الراجحي صدر يوم ٢٦/١٢/٢٠٠٤م قبل افتتاح الجلسة المسائية بزيادة من ٢,٢٥ بليون ريال إلى ٤,٥٠ بليون ريال عن طريق منحة بمقدار ١ سهم لكل سهم.

ومما حدث لهذا السهم نكتشف كذلك معلومة هامة وهي أن تجزئة السهم من ٢٠٠٠ ريال إلى ١٠٠٠ ريال للسهم كان لها تأثير إيجابي على حركة سعر السهم بعد تاريخ الأحقية، وربما يعود ذلك لتحسن سيولة السهم بسبب زيادة عدد الأسهم وانخفاض قيمتها، وذلك ما نلاحظه في مستوى كمية التداول بعد تاريخ الأحقية الذي ازداد بشكل حاد، وأكبر بكثير من مجرد كون كمية الأسهم لدى المساهمين قد تضاعفت بسبب التجزئة (لاحظ كمية التداول في الشهرين الأخيرين في الشكل).

أما في خبر الشركة الكيميائية فقد كان تجاوب السهم قوياً جداً بالرغم من أن الزيادة في رأس المال كانت عبارة عن مناقلة محاسبية وقليلة جداً في الوقت نفسه (ربما بسبب عدم وجود احتياطي كافٍ). وبالرغم من ذلك فقد ارتفع سعر السهم بنسبة ٩٠% خلال شهرين، ومن ثم خسر حوالي ٥٠% من قيمته في الشهرين اللذين تلتا تاريخ الأحقية. وغني عن القول إن حركة السهم الظاهرة تشير إلى مدى الارتباك والحيرة والتشويش لدى متداولي هذا السهم.

وواضح أن هناك عدد من حالات رفع رأس المال (وليس بالضرورة فيما يخص هذه الشركة بالذات) يكون السبب فيها لمجرد تنشيط حركة السهم والاستفادة مما ينتج عن ذلك من ارتفاع في السعر، وقد يستخدم لاحقاً في تبرير رفع علاوة الإصدار في الطرح القادم.



الشكل ٢٩: خبر زيادة رأس مال الشركة الكيميائية في يوم ٢٠٠٤/٣/٢٥م صدر قبل افتتاح الجلسة الصباحية بزيادة من ٤٦٥ مليون ريال إلى ٥٢٧ مليون ريال عن طريق منح ٢ سهم لكل ١٥ سهماً.

وفي خبر رفع رأس مال شركة مكة للإنشاء والتعمير (الشكل ٣٠) فقد سبقه ارتفاع قوي للسهم خلال الأشهر السابقة (ربما بسبب بعض الشائعات)، وبالرغم من أن عملية رفع رأس المال كانت مجحفة نوعاً ما، حيث كان على المستثمر شراء الأسهم الجديدة بسعر مرتفع جداً (بسبب علاوة الإصدار الكبيرة)، إلا أن سعر السهم لم ينخفض بل كان متماسكاً وارتفع قليلاً بعد ذلك إلى ما بعد يوم الاستحقاق حين واصل بعد ذلك الانخفاض لعدة أشهر. والملاحظ على عملية رفع رأس المال هذه أنها سترفع من عدد أسهم الشركة إلى حوالي ٢٩ مليون سهم بطرح ٤ ملايين سهم، أي أن من يملك ٧ أسهم يستحق الحصول على سهم إضافي بسعر ٢٥٠ ريالاً، لذا كان من الضروري بعد يوم الاستحقاق (٢٠٠٤/١٢/١٢م) أن ينخفض سعر السهم إلى ٣٤٣ ريالاً (راجع طريقة حساب السعر بعد رفع رأس المال في صفحة ٥١٦). إلا أنه يبدو أن الانخفاض هذا قد أربك المستثمرين مما جعلهم يقومون ببيع أسهمهم لعدة أشهر بعد ذلك، بالرغم من أن لديهم الأحقية لشراء الأسهم الجديدة^{١١}.

وأخيراً نرى في الشكل ٣١ أن خبر رفع رأس مال شركة سيسكو وهو عبارة عن طرح أسهم جديدة بالقيمة الاسمية أدى إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة ١٠٠% خلال أقل من ثلاثة أشهر، ويلاحظ حدة ارتفاع السهم في الأيام التي سبقت إعلان الخبر الأول وكذلك قبيل إعلان الخبر الثاني، مما يشير إلى قوة الشائعات وتسرب الأخبار.

^{١١} مضى أكثر من عام منذ تاريخ الأحقية ولم تقم الشركة بعملية الاكتتاب المنتظرة.



الشكل ٣٠: خبر زيادة رأس مال شركة مكة في يوم ٢٠٠٤/١٠/١٩م صدر بعد افتتاح الجلسة الصباحية بزيادة قدرها ٢٠٠ مليون ريال عن طريق إصدار ٤ ملايين سهم للملاك بواقع ٥٠ ريالاً للسهم، زائد ٢٠٠ ريال علاوة إصدار.



الشكل ٣١: خبر زيادة رأس مال شركة سيسكو في يوم ٢٠٠٤/٦/٢٧م صدر بعد إغلاق الجلسة الصباحية بزيادة قدرها ١٢٠ مليون ريال ولاحقاً إلى ٢٠٠ مليون ريال في ٢٠٠٤/٨/٢٣م عن طريق إصدار ٤ ملايين سهم للملاك بواقع ٥٠ ريالاً للسهم، بدون علاوة إصدار.

يبين الشكل ٣٢ ما طرأ لسهم شركة اللجين حينما ارتأت الشركة أنها بحاجة لزيادة رأس مالها بمقدار ٣٢٧ مليون ريال ليصل إلى ٥٠٠ مليون ريال (الرقم ٢ في الشكل)، وذلك للمساهمة في مشروعين لإنتاج مادة البروبيلين. وفيما بعد توالى الإعلانات لتوضح أن الاكتتاب سيكون بطرح ٦,٥٤٠,٠٠٠ سهم بسعر ٦٠ ريالاً للسهم الواحد، وسيقتصر الاكتتاب على ملاك الأسهم بتاريخ انعقاد الجمعية لاحقاً، وإن أي أسهم متبقية سوف تطرح في اكتتاب عام. وكان واضحاً أن طريقة الاكتتاب ستكون معقدة لأن كل سهم مملوك له الحق بالاكتتاب بعدد ١,٨٩ سهم (رقم غير مألوف)، وتأجل اجتماع الجمعية عدة مرات، وأخيراً في يوم ٢٠٠٤/٦/١م (الرقم ٥ في الشكل) قررت الشركة إجراء تعديلات إضافية على العملية، بحيث يحق لكل سهم الاكتتاب بسهمين، وأن الزيادة في رأس المال ستزيد عن ٥٠٠ مليون ريال، دون ذكر المبلغ الإضافي، وأضافت الشركة أن لديها موافقة من وزارة التجارة على أخذ أي زيادة في رأس المال يكتب بها بشرط ألا تزيد عن ٥٠% من المبلغ الإضافي الأصلي (٣٢٧ مليون ريال). معنى ذلك أن الشركة ستطرح أسهماً إضافية وتستطيع أن ترفع رأس مالها بزيادة ٤٩٠ مليون ريال إن كان هناك إقبال من المكتتبين (والذين ليس بالضرورة أن يكونوا من الملاك المسجلين في ذلك اليوم الذي ظهر فيه الخبر).



الشكل ٣٢: خبر زيادة رأس مال شركة اللجين في أول عام ٢٠٠٤م وما تخلله من اضطراب في السعر وغموض في الإعلانات.

بعد ذلك بدأت عملية الاكتتاب وتم إعلان النتائج بعد أقل من أربعة أسابيع، حيث حصلت الشركة على ٦٢٢,٨٠٠,٠٠٠ ريال، نتيجة طرح أكثر من ١٠ ملايين سهم، منها ٥١٩ مليون ريال ذهبت كزيادة في رأس المال (بدلاً من ٣٢٧ مليون ريال كما كان مخططاً له سابقاً) ليصبح ٦٩٢ مليون ريال (بدلاً من ٥٠٠ مليون ريال). وأصبح عدد الأسهم ١٣,٨٤٠,٠٠٠ سهماً، بدلاً من ١٠ ملايين سهم.

أما باقي المبلغ المتحصل (١٠٣,٨٠٠,٠٠٠ ريال) فذهب كعلاوة إصدار (لا تدخل في رأس المال). أما الطريقة التي تصرف بها الشركة فيما يخص علاوة الإصدار فتتم بإطفاء خسائر متراكمة بمقدار ٨٢ مليون ريال، وإيداع حوالي ١٢ مليون ريال في بند الاحتياطي النظامي، ويبدو أن المتبقي (حوالي ١٠ ملايين ريال) ذهبت مقابل أتعاب الاكتتاب وما في حكمه.

غني عن القول إن سهماً تآرجح سعره ما بين ٣٤٠ ريالاً إلى ١٠٠ ريال خلال شهر واحد لا يعتبر أمراً طبيعياً ولا يدل على متانة السوق وانضباطها في ذلك الوقت. وحتى لو نظرنا إلى حركة السهم المعدلة (الشكل ٣٣) لا يزال هناك تذبذب غير صحي ويدل على الغموض الذي صاحب هذه العملية والإرباك الذي سببته عملية الطرح هذه.



الشكل ٣٣: حركة سعر سهم شركة اللجين بعد أخذ تعديل السعر في الحسبان.

خلاصة متابعة أخبار رفع رأس المال

من الصعب إعطاء نتيجة دقيقة لكيفية الاستفادة من أخبار رفع رأس المال دون القيام ببحث تاريخي متكامل مبني على أسس علمية وإحصائية، إلا أنه من الممكن أن نخلص ببعض النتائج التالية:

- واضح أن هناك تسريبات كثيرة لأخبار رفع رأس المال، الأمر الذي بلا شك يؤدي إلى تحقيق فئات معينة لأرباح عالية جداً خلال فترة قصيرة.
- واضح أن هناك من يشتري قبيل صدور الخبر الرسمي بوقت كاف، والاحتفاظ بالسهم بعد صدور الخبر الرسمي وعدم بيعه حتى يوم الاستحقاق أو قبله ببضعة أيام. وحسب طبيعة الخبر

- وأهميته، فقد يقوم المشتري بالبيع فور صدور الخبر أو بعده بيوم أو يومين تجاوباً مع ردة الفعل لدى المستثمرين وتماشياً مع غموض الخبر أو صعوبة تفسيره.
- كثير من المتداولين لا يقومون بتفسير الخبر، بل يقومون بالشراء بغض النظر عن طبيعة رفع رأس المال وأهميته، وأحياناً قد يكون الخبر سلبياً بحتاً، ويتجاوب السعر معه بشكل إيجابي.
- في كثير من الحالات يبدأ سعر السهم بالهبوط الفعلي بعد انتهاء تاريخ الأهمية، ولا نقصد هنا الهبوط الناتج عن تعديل السعر بسبب رفع رأس المال وزيادة عدد الأسهم، ولكن نقصد هبوطاً حقيقياً للسهم، ربما تطبيقاً لمقولة اشتر على الشائعة وبع على الخبر.
- هناك حالات اكتتاب مبهمة يشوبها عدم وضوح في هدف الشركة من رفع رأس المال، وتناسب مقدار المال المطلوب مع رأس مال الشركة، وما الأسس التي اتبعتها الجهة المعنية في الموافقة على المبلغ المطلوب، وكيفية تصرف الشركة بالمال بعد الحصول عليه (رأينا حالات كثيرة يتم فيها استغلال المال في استثمارات قصيرة الأجل، بعضها في سوق الأسهم).
- هناك جهل تام لدى المتداولين بعملية رفع رأس المال وخفضه وما يعنيه يوم الأهمية، لذا فهناك حاجة لتثقيف المتداولين من خلال الأخبار التي تصدرها الشركات بحيث يعلم المتداول ما له وما عليه.

أسهم حقوق الأولوية

عندما تعلن الشركة المساهمة عن عزمها رفع رأس مالها وتحدد يوم الأهمية الذي من بعده لا يحق للمشتري الجديد الحصول على الأسهم المزمع طرحها، يحصل هناك لبس وتشويش من قبل المستثمرين بشأن من له الأهمية بشراء الأسهم الجديدة، ناهيك عن الخوف والإرباك نتيجة انخفاض سعر السهم بعد يوم الأهمية. لإيضاح طبيعة هذه المشكلة، نفرض أن شركة سعر سهمها ٤٠٠ ريال أعلنت عن رفع رأس مالها بإصدار أسهم إضافية بحيث يحق لحامل كل سهم الحصول على سهم إضافي بسعر ٩٠ ريالاً (٥٠ ريالاً قيمة اسمية + ٤٠ ريالاً علاوة إصدار). وكما هو معلوم فبعد يوم انعقاد الجمعية العامة غير العادية (أي يوم الأهمية)، فإن سعر السهم ينخفض إلى ٢٤٥ ريالاً (راجع صفحة ٥١٨ لشرح كيفية حساب السعر الجديد). هنا تظهر المشكلة لأن مالك السهم لا يعلم ماذا حدث للسهم ولا كيف يتصرف، هذا بالرغم من أن له أهمية شراء أسهم جديدة بسعر ٩٠ ريالاً في المستقبل. والمشكلة تزداد سوءاً إذا فرضنا أن الشخص لم يعلم عن موعد الاكتتاب الجديد، ربما لعدم تواجده في البلاد، أو لربما أنه أقفل حسابه ولم يعد يتداول الأسهم، أو لأي سبب آخر.

الحل الأفضل يتمثل في إصدار أسهم جديدة تدرج في حساب المالك تلقائياً وتمنح رمزاً جديداً ويمكنه تداولها في السوق كأى سهم آخر. فلو فرضنا أن المالك كان لديه ١٠٠٠ سهم من أسهم

الشركة قبل يوم الأحقية، فسيكون لديه بعد يوم الأحقية تلك الألف سهم، والتي سيكون سعرها ٢٤٥ ريالاً، وسيكون لديه كذلك ١٠٠٠ سهم إضافي بسعر سوقي بحدود ١٥٥ ريالاً، تزيد وتنخفض حسب تقييم السوق لتلك الأسهم الجديدة.

وفي الواقع إن مثل هذا الترتيب يتم في الأسواق الدولية، ويعرف بمسمى Rights Offering. ويمكن تداول أسهمه كأى أسهم أخرى.

توزيع الأرباح

تتم عملية توزيع الأرباح للشركة المساهمة أولاً بإعلان الشركة موافقة مجلس الإدارة على توزيع مبلغ محدد على المساهمين بواقع عدد معين من الريالات للسهم الواحد، وغالباً يذكر نسبة التوزيع من رأس المال أو القيمة السمية للسهم. على سبيل المثال، يمكن أن يكون التوزيع بمقدار ١٠ ريالات للسهم ويذكر في الإعلان أنه بما يعادل ٢٠% من القيمة الاسمية للسهم (على فرض أن القيمة الاسمية ٥٠ ريالاً للسهم)، ويذكر في الإعلان كذلك أن أحقية الأرباح لمن هم مقيدون في سجلات الشركة في نهاية اليوم الذي تعقد فيه الجمعية العامة في وقت لاحق. هذا يعني أن الأرباح تصرف لمن في حوزته الأسهم في نهاية التداول لليوم الذي تعقد فيه الجمعية حتى وإن قام الشخص ببيع الأسهم في اليوم التالي. وتدخل الأرباح الموزعة في حساب الشخص الاستثماري بعد أقل من شهر في أكثر الأحيان، وبالنسبة لمن لا يملك حساب استثماري فيحتاج للاتصال بالشركة (إدارة شئون المساهمين) ومعرفة البنك الذي يستطيع الحصول على شيك الأرباح عن طريقه.

لاحظ أنه في اليوم التالي لانتهاؤ الأحقية (اليوم الذي يفتح فيه السهم بعد انعقاد الجمعية) فإن سعر السهم ينخفض بمقدار الربح الموزع، وهذا أمر منطقي وطبيعي نظراً لأن القيمة السوقية للشركة قد انخفضت بمقدار الربح الموزع، فلا بد للسهم أن ينخفض بالمقدار نفسه.

ونظراً لكون الأرباح الموزعة في السوق السعودي عالية نسبياً (تصل أحياناً إلى ١٠ ريالات أو أكثر) فيمكن إصدار أسهم تمثل الأرباح الموزعة تضاف لحساب المستثمر في اليوم التالي، ويمكنه بيعها فوراً بسعر أقل بقليل من قيمتها الحقيقية، للحصول على قيمتها النقدية فوراً بدلاً من الانتظار حتى يوم التوزيع. وفي المقابل يحصل المشتري لأسهم الأرباح على تعويض مناسب (تحدده قوى العرض والطلب) مقابل انتظاره حتى يوم التوزيع. على سبيل المثال، يستحق من يملك ١٠٠ سهم في شركة تنوي توزيع ١٠ ريالات للسهم الواحد الحصول على ١٠٠٠ ريال، لذا يضاف في حسابه ١٠٠ سهم أرباح، قد تكون قيمتها في اليوم التالي ٩,٥٠ ريال، وتبدأ تزداد قيمتها السوقية مع اقتراب يوم التوزيع إلى أن تصبح ١٠ ريالات في نهاية اليوم الذي يتم التوزيع بعده في محافظ المستثمرين. ومن المتوقع أن تتجمع هذه الأسهم في عدد قليل من الحسابات فتسهل كذلك عملية التوزيع نفسها. هذه مجرد فكرة تحتاج إلى دراسة وتحليل لمعرفة فوائدها وسلبياتها.

تحليل شركة مساهمة

هنا نقوم باستعراض سريع لبعض أوجه الطرق المثالية لتحليل الشركات، فنقوم أولاً باستعراض مجال عمل الشركة، ومن ثم نقوم باستعراض لقائمتي المركز المالي والدخل. وغني عن القول إن ما نقوم به هنا مجرد استعراض سريع لا يشمل قائمة التدفقات النقدية ولا إجراء المقارنات التاريخية لمبيعات الشركة وأرباحها على مدى السنوات الماضية. والقارئ مدعو لأخذ هذا الشرح كمثال وعليه إكمال بقية التحليل والدراسة.

نشاط الشركة

شركة الاسمنت العربية المحدودة تأسست عام ١٩٥٥م لإنتاج وبيع الاسمنت وتوابعه ومشتقاته. ويبلغ رأس مال الشركة ٦٠٠ مليون ريال مقسم إلى ١٢ مليون سهم بقيمة ٥٠ ريالاً للسهم الواحد. لماذا نهتم بمادة الاسمنت؟ وهل هي تجارة مربحة؟ يعد قطاع الاسمنت في المملكة من أهم القطاعات وأكثرها تطوراً، حيث بلغت الطاقة الإنتاجية لجميع شركات الاسمنت المساهمة في عام ٢٠٠٤م حوالي ٢٥ مليون طن من الاسمنت، وتشير التوقعات لزيادة الطاقة الإنتاجية إلى ٤٥ مليون طن خلال الثلاثة أعوام القادمة. ومن المعروف أن أكبر دولة منتجة للاسمنت في العالم هي الصين وتليها الهند ومن ثم الولايات المتحدة، ونادراً ما تقوم شركات الاسمنت بالتصدير للخارج نظراً لارتفاع تكلفة الشحن، ولأن السوق المحلي غالباً يستهلك معظم الإنتاج. إلا أنه من المتوقع بعد انضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية وافتتاح الأسواق أن تقوم بعض الشركات القوية في الهند وكوريا وبعض دول شرق آسيا بتصدير ما يزيد عن حاجتها إلى السوق السعودي. وبالرغم من ذلك فإن شركات الاسمنت في المملكة تقوم حالياً باستثمار ما يزيد عن ١٠ بلايين ريال لتوسعة مصانعها وزيادة طاقتها الإنتاجية، حيث تم استهلاك جميع الاسمنت المنتج في المملكة في الأعوام الثلاثة الماضية، بالرغم من أن جميع الشركات كانت تعمل بطاقتها القصوى.

وأول مصنع للاسمنت في المملكة كان لشركة الاسمنت العربية المحدودة في مدينة جدة، حيث بدأ إنتاجه في عام ١٩٥٩م بطاقة إنتاجية تساوي ٣٠٠ طن من مادة الكلنكر، المادة الرئيسية التي يصنع منها الاسمنت. الجدير بالذكر أن إنتاج الاسمنت عملية معقدة تحتاج إلى أجهزة ومعدات وخبرات متقدمة، وهي عملية تحتاج إلى طاقات حرارية عالية (تزيد عن ١٠٠٠ درجة مئوية) مما يجعل عملية الإنتاج مكلفة جداً، تصل في بعض المصانع إلى أكثر من نصف تكلفة الإنتاج. لذا فإن مصانع الاسمنت تتسابق في البحث عن أفضل الطرق لإنتاج مادة الكلنكر دون استهلاك طاقة حرارية عالية، الأمر الذي يتم بحثه دوماً في معامل الأبحاث والتطوير في العالم، فنجد أن بعض المصانع في المملكة بدأت باستخدام الغاز الطبيعي لتوليد الطاقة الكهربائية، بدلاً من الديزل. وتتنافس

المصانع مع بعضها البعض في قدرتها على التحكم بكمية المواد الخام اللازمة لإنتاج الاسمنت، دون الإضرار بجودة المنتج النهائي، حيث يقدر أن إنتاج ١٠٠٠ كيلوغرام من الاسمنت يستهلك حوالي ١٦٠٠ كيلوغرام من المواد الخام.

تحتاج مصانع الاسمنت إلى مادة الجير والرمل والحديد والطباشير، لذا تتواجد عادة مصانع الاسمنت بالقرب من الأماكن التي تتوفر فيها هذه المواد. وتبدأ عملية الإنتاج بخلط هذه المواد خلطاً جيداً وسحقها بالكامل، ومن ثم عزلها في كميات محددة حسب نوع الاسمنت المراد إنتاجه، إن كان اسمنتاً بورتلاندي أو اسمنتاً ضد السلفات أو اسمنتاً من نوع بوزولانا وغيرها. بعد ذلك يتم صب الخلطة في فرن عالي الحرارة (يسمى كيلن) لاستخراج مادة الكلنكر التي تبرد بعد ذلك وتضاف إليها مادة الجبس لينتج منها الاسمنت المطلوب. ومعظم مصانع الاسمنت تستخدم الطريقة الجافة للإنتاج والتي تعتبر أفضل وأقل تكلفة من طريقة الإنتاج الرطبة وهي الطريقة القديمة التي يستخدم فيها الماء داخل الكيلن.

الاستثمار في شركات الاسمنت

للاستثمار في هذا القطاع، يجب الانتباه أولاً إلى أن قطاع الاسمنت يعتبر قطاعاً دورياً (Cyclical)، بمعنى أن الحاجة إلى منتجات الاسمنت تأتي نتيجة عوامل اقتصادية معينة يزداد بسببها الإقبال على الاسمنت في سنوات ويقل في سنوات أخرى. وأهم هذه العوامل الحركة الإنشائية في البلاد، سواء كانت على مستوى الأفراد أو الشركات أو الحكومة، حيث يستخدم الاسمنت لبناء المنازل والمباني المختلفة، وفي تشييد الجسور ورصف الطرق وبناء المطارات وإقامة السدود وغيرها. وتتأثر الحركة الإنشائية بدورها بالحركة الاقتصادية العامة في البلاد، والتي هي الأخرى تتأثر بخطط الدولة والأوضاع السياسية في البلاد وفي المنطقة بشكل عام. على سبيل المثال، سيستفيد قطاع الاسمنت مباشرة من القرار الحكومي الصادر في عام ٢٠٠٤م القاضي بخص ٩ بلايين ريال في صندوق التنمية العقاري، والذي من شأنه أن يرفع من الحركة العقارية والإنشائية خلال السنوات القليلة القادمة، كما أن المصروفات الكبيرة المقررة في ميزانية الدولة كل عام ستأخذ مجراها إلى مشاريع كبيرة لتحلية المياه وتحسين الصرف الصحي وتطوير مرفقات حيوية كثيرة من شأنها أن ترفع من حجم الطلب على المنتجات الإسمنتية لعدة سنوات قادمة.

قائمة المركز المالي

من الضروري قراءة قائمة المركز المالي ومعرفة أهم المؤشرات المالية التي تطرقنا لها في الفصل العاشر، والتعرف على ما لدى الشركة وما عليها. بالنسبة لهذه الشركة، فنجد في الإيضاحات المصاحبة للقوائم المالية أن العرف المحاسبي المتبع في تقييد أصول الشركة هو التكلفة التاريخية،

أي السعر الذي دفعته الشركة عند الشراء، وليس سعر السوق أو أي تقديرات أخرى. وبالنسبة للمخزون فتسجل قيمته حسب الأقل إن كان سعر التكلفة أو سعر السوق. وطريقة الاستهلاك المستخدمة هي طريقة القسط الثابت، حسب جدول معلن تستهلك فيه الأراضي والمباني على مدة ٣٣ عاماً، والآلات الكبيرة مدة ١٤ عاماً والأثاث ٥ سنوات، وهكذا. وبالنسبة للعرف المتبع في تقييد المبالغ النقدية (الكاش)، فتحسب من ضمن النقد تلك الودائع قصيرة الأجل، المستحقة خلال ثلاثة أشهر أو أقل. وبالنسبة للمبيعات فلا تقوم الشركة بتسجيلها إلى أن يتم استلام البضاعة من قبل العميل.

نرى في الشكل ٣٤، من ضمن بند الموجودات المتداولة، أن لدى الشركة مبالغ نقدية بقيمة ٥٨ مليون ريال تقريباً، وبارتفاع كبير عن العام الماضي، ونجد أن كمية المخزون لهذا العام أقل من العام الماضي، مما يدل على أنه يتم تصريف بضاعة الشركة بسرعة عالية ولا يوجد تكديس للمنتجات في الشركة. ونستطيع أن نحسب مركبات السيولة (راجع الصفحة ١٧٨) فنجد أن مركب السيولة الجارية، والذي يحسب بقسمة إجمالي الموجودات المتداولة على إجمالي المطلوبات المتداولة، يساوي حوالي ٦ أضعاف (أي أن الشركة لديها ما يغطي التزاماتها المستحقة قريباً حوالي ٦ مرات)، وهذا بلا شك يعتبر رقماً جيداً. وحتى مركب السيولة السريع (الذي يخصم قيمة المخزون من قيمة الموجودات المتداولة) يشير كذلك إلى قوة السيولة لدى هذه الشركة.

وبالنسبة لمركب كفاءة الأصول (المبيعات ÷ الأصول) فنجد أنه يساوي حوالي ٠,٤٠، حيث أخذنا رقم المبيعات من قائمة الدخل، كما سنرى بعد قليل. وهنا نحتاج لمقارنة هذه النتيجة مع بقية الشركات المنافسة لمعرفة إن كانت أصول هذه الشركة مستغلة بشكل تنافسي جيد يدر عليها مبيعات كبيرة مقارنة بما استثمار من أموال في هذه الأصول.

وتتم عملية حساب بقية المركبات بنفس الطريقة والمقارنة مع بقية الشركات. وقد يكون من المفيد الرجوع إلى موقع "تداول" حيث يوجد مع بيانات كل شركة بعض المركبات الهامة والتي من الممكن الاستفادة منها عند إجراء المقارنات. ولكن تذكر بأن البيانات المتوفرة في موقع تداول لا تحدث بشكل سريع، لذا فمن الضروري إجراء مثل هذه الحسابات بعد إعلان نتائج الأرباح مباشرة ليتمكن الشخص من اتخاذ القرار المناسب.

وما يسمى "نمذ دائنة ومستحقات" والتي تجدها من ضمن بند المطلوبات المتداولة، فهو ما أسميناه الحسابات قيد الدفع، وتصل قيمتها هنا إلى حوالي ٤٥ مليون ريال. ومن ضمن هذا البند كذلك هناك مبالغ خاصة بالزكاة مستحقة ولكنها لم تدفع بعد، فهي التزام على الشركة، بقيمة حوالي ١٥ مليون ريال، علاوة على حوالي ٦٣ مليون ريال مبالغ أرباح ستوزع على المساهمين، مما يجعل إجمالي المطلوبات المتداولة حوالي ١٢٤ مليون ريال. وما يسمى هنا برأس المال العامل، أو Working Capital، هو مجرد طريقة أخرى لإيضاح مقدار السيولة المتوفرة لدى الشركة.

لدى هذه الشركة موجودات غير متداولة كاستثمارات طويلة الأجل ومعدات ومصانع وغيرها بقيمة إجمالية تساوي حوالي ٨٤٧ مليون ريال، مما يجعل إجمالي موجودات الشركة حوالي ١,٤٤٥ مليون ريال، والذي كما نعلم يجب أن يكون مساوياً تماماً لإجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين (الأرقام التي داخل المربعين الأعلى والأدنى في الشكل).

ويبلغ رأس مال الشركة ٦٠٠ مليون ريال، ونجده من ضمن بند حقوق المساهمين، ونلاحظ أن الاحتياطي النظامي قد وصل الحد النظامي المطلوب، وهو نصف رأس المال، مما يعني أن الشركة غير ملزمة بخصم ١٠% من أرباحها في كل عام وإضافته لهذا الاحتياطي، ويعني كذلك أن الشركة تستطيع أن ترفع من رأس مالها إن رأت ذلك. وفي الواقع نرى أن الشركة لديها مبالغ كافية في احتياطيها العام (٩٥ مليون ريال) وفي الأرباح المبقاة من سنوات ماضية تجعلها قادرة على رفع رأس مالها بشكل كبير.

قائمة الدخل

حققت الشركة مبيعات بلغت أكثر من ٥٧٨ مليون ريال في عام ٢٠٠٤م (الشكل ٣٥)، أكثر من العام الماضي بنسبة ١٠,٧٣%، وأصبح بذلك مجمل الربح ٢٦٣ مليون ريال، مما يمثل ٤٥,٥% من المبيعات، بينما كان في العام الماضي يمثل ٤٣,٧% من المبيعات، وفي ذلك تحسن طفيف ولكن المهم هنا أن مجمل الربح لا يزال مرتفعاً ولم ينخفض هذا العام.

أما أرباح الشركة التشغيلية (المسماة الربح من العمليات في القائمة) فقد بلغت ٢٢٣ مليون ريال، أكثر بحوالي ٢٣% عما كانت عليه في العام الماضي، وهذا رقم مشجع ويدل على أن هناك نمواً جيداً في عمل الشركة الحقيقي، ألا وهو صناعة الاسمنت. وقد حققت الشركة أرباحاً بلغت حوالي ١٠٠ مليون ريال من استثمارات مختلفة، بعضها نتيجة أرباح مستحقة من شركات أخرى تملك شركة الاسمنت جزءاً منها، والبعض الآخر قد يكون نتيجة تملك أسهم أو سندات أو غيرها من الأوراق المالية. ويمكن النظر لهذه الأرباح الإضافية على أنها نقطة سلبية تحسب ضد الشركة (لأن من المفترض أن يكون عملها في صناعة الاسمنت وليس الاستثمارات المالية)، ولكن نظراً لقوة مبيعات الشركة وأرباحها التشغيلية فلا بأس أن تستفيد من الفائض النقدي في تعزيز مركزها المالي. وأخيراً نرى أن الشركة قد حققت أرباحاً صافية بلغت ٣٠٦ ملايين ريال، بزيادة ٤٥% عن العام الماضي.

شركة الأسمنت العربية المحدودة

(شركة مساهمة سعودية)

قائمة المركز المالي

كما في ٣١ ديسمبر ٢٠٠٤ م

٢٠٠٣ م	٢٠٠٤ م	إيضاح رقم	
ريال سعودي	ريال سعودي		
			موجودات متداولة :
١٦,٠٩٧,٩٩٠	٥٧,٨٨٥,٠٥٦	(٣)	نقد
٢٢٧,٤٥٤,٣٧٧	٢٩٤,٠٦٦,٤٤٤	(٢/ب)	إستثمارات قصيرة الأجل
٩٩,٢٨٤,٧٨٦	١٠٨,٩١١,١٢٣	(٥ و ٤)	صافي الذمم المدينة والمدفوعات المقدمة
١٩١,٨٠٠,٢٤٥	١٦٠,٢٧٨,٨٧٦	(٦)	صافي المخزون
٥٢٤,٦٣٧,٣٩٨	٧٢١,١٤١,٤٩٩		مجموع الموجودات المتداولة
			مطلوبات متداولة :
٤٦,٢٠١,٨٨٨	٤٥,٤٢٥,٦٣٧	(٥ و ٧)	ذمم دائنة ومستحقات
٩,٥٢٨,٢٢٦	١٤,٧٤٥,٠١٨	(٨)	زكاة شرعية مستحقة
١٠,٦١٥,١٥٧	٦٣,٥٣٥,٣٦٦	(١٩/أ)	أرباح موزعة مستحقة
٦٦,٣٤٥,٢٧١	١٢٣,٧٠٦,٠٢١		مجموع المطلوبات المتداولة
٤٦٨,٢٩٢,١٢٧	٥٩٧,٤٣٥,٤٧٨		رأس المال العامل
			موجودات غير متداولة :
٢٣١,٤٩٤,١٧١	١٩١,٥٧٩,٠١٥	(٩)	إستثمارات
٦٩٧,٥٧٣,٥٢٣	٦٥٥,٥٥٠,٦١٧	(١٠)	صافي الممتلكات والصنع والمعدات
١٠,٩٧١,١٧٨	--	(١١)	صافي النفقات المؤجلة
٩٤٠,٠٣٨,٨٧٢	٨٤٧,١٢٩,٦٣٢		إجمالي الموجودات غير المتداولة
١,٤٠٨,٢٣٠,٩٩٩	١,٤٤٤,٥٦٥,١١٠		
			حقوق المساهمين :
٦٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٦٠٠,٠٠٠,٠٠٠	(١٢)	رأس المال
٣٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٣٠٠,٠٠٠,٠٠٠	(١٢)	إحتياطي نظامي
٩٥,٠٠٠,٠٠٠	٩٥,٠٠٠,٠٠٠	(١٢)	إحتياطي عام
٢٥٠,٩٠١,٨٦٩	٣٠٨,٨٧٧,٩٥٨		أرباح مبقاة
١١٢,٠٣٥,٧٠٦	١١٧,٤١٩,١٨١	(٩/ب)	أرباح غير محققة عن إستثمارات
١,٢٨٧,٩٣٧,٥٧٠	١,٤٢١,٢٩٧,١٣٩		مجموع حقوق المساهمين
			مطلوبات غير متداولة :
٢٠,٤٠٣,٤٢٩	٢٣,٢٦٧,٩٧١		مخصص مكافأة نهاية الخدمة
٢٠,٤٠٣,٤٢٩	٢٣,٢٦٧,٩٧١		مجموع المطلوبات غير المتداولة
١,٤٠٨,٢٣٠,٩٩٩	١,٤٤٤,٥٦٥,١١٠		

الشكل ٣٤: قائمة المركز المالي لشركة الاسمنت العربية لعام ٢٠٠٤م.

شركة الأسمنت العربية المحدودة (شركة مساهمة سعودية) قائمة الدخل للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠٠٤م		
٢٠٠٣ م ريال سعودي	٢٠٠٤ م ريال سعودي	إيضاح رقم
٥٢٢,٦٦٥,٨١٢	٥٧٨,٧٩٩,٢٢٠	المبيعات
(٢٩٤,١٥٩,١٢١)	(٣١٥,١٥٦,٢٢٧)	تكلفة المبيعات
٢٢٨,٥٠٦,٦٩١	٢٦٣,٦٤٢,٩٩٣	مجمد الربح
(٤٠,٣٧,٦٩٤)	(٤,٨٩٤,٨٣٨)	(١٤) مصروفات بيع وتسويق
(١٩,٤٧٦,٧٧٩)	(٢٠,٨٧٦,٦٩٦)	(١٥) مصروفات عمومية وإدارية
(٣,١٠٧,٨٤٢)	(٣,٩٧٩,٧٧٦)	مخصص مكافأة نهاية الخدمة
(١,٥٢١,١٦١)	(١,٤١٩,٠٠٠)	مخصص أرصدة مشكوك في تحصيلها
(١٩,٠٠٠,٠٠٠)	(٩,٦٠٧,٩٥٢)	مخصص قطع غيار
١٨١,٣٧٣,٢١٥	٢٢٢,٨٦٤,٧٣١	الربح من العمليات
--	٧٢,١٢٣,٩٥٤	أرباح محققة من بيع إستثمارات في أوراق مالية مناحة للبيع
٣٠,٢٣٥,٦٧٦	٣٩١,٨١٢	(١/٩) حصة الشركة في أرباح شركة زميلة
١٦,٥٧٣,٦٩٣	٢٥,٥٩٠,٨١٦	(١٦) صافي إيرادات أخرى
٢١٨,١٨٢,٥٨٤	٣٢٠,٩٧١,٣٦٣	الربح قبل الزكاة الشرعية
(٧,٦٠١,٥١٤)	(١٤,٥٩٥,٢٧٤)	(٨) الزكاة الشرعية
٢١٠,٥٨١,٠٧٠	٣٠٦,٣٧٦,٠٨٩	صافي ربح السنة

الشكل ٣٥: قائمة الدخل لشركة الاسمنت العربية لعام ٢٠٠٤م.

هنا نحتاج لمقارنة نتائج أرباح الشركة مع بقية الشركات المنافسة في قطاع الاسمنت لنعرف إن كانت هذه النتائج المميزة خاصة بهذه الشركة أم أن جميع شركات القطاع قد حققت أداءً مشابهاً. ولو وجدنا أن جميع الشركات قد حققت أرباحاً عالية (وهذا بالفعل ما حصل في هذا العام)، فنقوم بعد ذلك بالتركيز على نسب النمو التي تطرقنا إليها قبل قليل، فننظر إلى مجمل الربح ونقارن ما تحققه هذه الشركة كرباح مقابل كل ريال مبيعات (رأينا أنها تربح ٤٥ هللة من كل ريال مبيعات)، ونقارن هذه النسبة مع الشركات الأخرى. ومن ثم ننظر إلى نسبة الارتفاع في الأرباح التشغيلية،

وننظر كذلك إلى مقدار المصروفات العمومية والإدارية لهذه الشركة مقارنة بغيرها، وهكذا. بهذه الطريقة نستطيع أن نعرف إن كانت الشركة بالفعل متميزة في نتائجها لهذا العام أم إنها فقط مستفيدة من الانتعاش العام الذي شهده القطاع ككل. تذكر أن الشركات المتميزة هي التي تستمر في تحقيق الأرباح العالية، ولا نتوقع أن تستمر جميع الشركات بتحقيق أرباح تنافسية عالية في ضوء التنافس القوي بين الشركات والضغط المستمر على الأسعار.

السعر المستهدف

لمعرفة السعر المستهدف لأي سهم خلال الأشهر القادمة، نقوم أولاً بتقدير نسبة نمو الأرباح للعام القادم ومن ثم ضرب سعر السهم بهذه النسبة. فلو كان سعر السهم الحالي يساوي ٥٠٠ ريال لشركة لديها ربح السهم الواحد يساوي ٢٥ ريالاً، فتكون قيمة مكرر الأرباح ٢٠ (أي $500 \div 25$). ولو كان من المتوقع أن تنمو الأرباح بنسبة ٢٠% لتصبح ٣٠ ريالاً فمن المفترض أن يرتفع السعر بالنسبة نفسها، ليصبح ٦٠٠ ريال. ولكن ذلك على فرض بقاء مكرر الأرباح في العام القادم عند ٢٠، بينما قد يرى المحلل أن مكرر الأرباح الطبيعي (مقارنة ببقية الشركات أو لنمو محتمل) يجب أن يكون ٢٥ (بدلاً من ٢٠)، فيصبح السعر المستهدف ٧٥٠ ريالاً، بدلاً من ٦٠٠ ريال:

السعر بعد عام = مكرر الأرباح المفترض × الأرباح المتوقعة

$$= 25 \times (25 \text{ ريالاً} \times 20\%) = 750 \text{ ريالاً}$$

نقوم بحساب مكرر الأرباح لشركة الاسمنت العربية كما يلي: بما أن سعر السهم في نهاية عام ٢٠٠٤م كان ٤٥٠ ريالاً، وقد حققت الشركة أرباحاً صافية بمقدار ٣٠٦,٤ مليون ريال، فيكون ربح السهم الواحد ٢٥,٥٠ ريال (٣٠٦,٤ مليون ريال \div ١٢ مليون سهم = ٢٥,٥٠ ريال)، ويصبح مكرر الأرباح ١٧,٦٥ (٤٥٠ ريال \div ٢٥,٥٠ ريال = ١٧,٦٥). ونظراً لكون متوسط مكرر الأرباح للسبع شركات الأخرى العاملة في قطاع الاسمنت كان ٢٢,١١ في ذلك الوقت، فنجد أن سعر سهم شركة الاسمنت العربية يعتبر أرخص من غيره (عدا اسمنت اليمامة)، ويعتبر مناسباً للشراء.

وباللقاء نظرة على أسعار أسهم شركات الاسمنت في منتصف أكتوبر ٢٠٠٥م، نجد أن سعر سهم شركة الاسمنت العربية كان ٨٣٤ ريالاً، محققاً ارتفاعاً منذ بداية العام بنسبة ٨٥%، بينما بقية الشركات ارتفعت أسعار أسهمها بالنسب التالية: ٤٦%، ٥٦%، ٥٢%، ٣٢%، ٣٧%، ٥٧%، ٦٧%. هنا نسأل أنفسنا إن كان سعر الشركة الحالي (٨٣٤ ريالاً) مبالغ فيه؟ للإجابة عن ذلك، نعود إلى بداية العام ونقوم أولاً بتقدير القيمة المعقولة لمكرر الأرباح لهذه الشركة في نهاية العام الحالي. وبما أن متوسط مكرر الأرباح لجميع شركات الاسمنت كان ٢٢,١١ في بداية العام، وبالمقارنة مع بقية القطاعات الأخرى ومع السوق بشكل عام، يمكن لنا (وهذا مجرد تقدير شخصي)

أن نمح هذه الشركة مكرر ربحية بمقدار ٢٥. وعلى فرض أن أرباح شركات الاسمنت ممكن أن تنمو بنسبة ٥٠% في نهاية العام، إذا نقوم بحساب السعر المستهدف في نهاية العام كما يلي:

السعر بعد عام = مكرر الأرباح المفترض × الأرباح المتوقعة

$$= 25 \times (25,00 \text{ ريال} \times 50\%) = 956,25 \text{ ريال}$$

ونجد أن السعر الحالي (٨٣٤ ريالاً في منتصف أكتوبر ٢٠٠٥م) لا يعتبر عالياً جداً^{١٢}.

الاستثمار في أسهم البنوك

لمن يرغب الاستثمار في أسهم البنوك فعليه معرفة طريقة تحليل أسهم البنوك نظراً لاختلافها عن طريقة تحليل الشركات، والسبب يعود لاختلاف عمل البنوك عن عمل الشركات، واختلاف مفاهيم المبيعات والأرباح في البنوك عن الشركات. العمل الرئيسي للبنك هو الحصول على ودائع العملاء (مقابل فائدة أو بدون فائدة) ومن ثم إقراض تلك الأموال للأفراد والمؤسسات مقابل فائدة محددة. لذا فلا توجد لدى البنك مبيعات بالشكل المتعارف عليه في الشركات. فالبنوك لا تصنع منتجات تبيعها للناس ولا تقدم خدمات بالطرق التقليدية، لذا فإن أقرب شيء لمفهوم المبيعات في البنوك هو أولاً الإيرادات المتحققة من الفوائد على القروض (والتي تسمى العمولات الخاصة في البنوك السعودية)، وثانياً هناك إيرادات الخدمات البنكية التي تتقاضها البنوك كرسوم مقابل حوالات مصرفية وما تحققة من أرباح نتيجة تحويل عملات أجنبية وما شابهها، وهي في أكثر البنوك تعادل حوالي ربع إيرادات العمولات الخاصة، إلا أنها مهمة جداً لكونها تظهر تميز بنك عن آخر بالحصول على إيرادات إضافية بطرق مبتكرة لتنويع مصادر الدخل لديه.

أما بالنسبة لأرباح البنك فهي تحسب بخصم مصاريف العمولات الخاصة (أي الفوائد التي تدفعها البنوك للعملاء) من إجمالي الإيرادات، وخصم بقية المصروفات كرواتب الموظفين وإيجارات المباني والاستهلاكات والمصاريف العمومية والإدارية، إضافة إلى خصم مصروف آخر هام يسمى مخصص خسائر الائتمان، وبالتالي الوصول إلى صافي دخل العمليات (أو صافي الربح). وأهمية مخصص خسائر الائتمان تأتي في كونه يشير إلى جودة القروض التي يمنحها البنك من حيث مقدرة العملاء على السداد. فإذا كان البنك متساهلاً جداً في منح القروض، ويقوم بتوظيف الودائع بشكل نشط، فإن ذلك بلا شك سيرفع من إيرادات البنك ويجعله في موقع تنافسي قوي مع بقية البنوك. ولكن ذلك

¹² هنا تتضح الحاجة لأن يكون لدى المحلل المالي القدرة على وضع التقديرات اللازمة فيما يخص نسبة النمو المتوقع للمبيعات وبالتالي الأرباح، إلى جانب القدرة على مقارنة وضع الشركة مع غيرها من الشركات. ومثل هذه التقديرات تتطلب مهارة عالية لدى المحلل مع القدرة على قراءة القطاع بشكل جيد وما هنالك من مؤثرات خارجية. وتحتاج هذه التقديرات إلى التغيير بين الحين والآخر حسب ما يستجد من أمور وتطورات.

يتوقف على قيام العملاء بالسداد وإلا فسيتحمل البنك خسائر كبيرة مقابل هذه القروض المشكوك في تحصيلها. لذا يقوم البنك بتخصيص نسبة من إجمالي قيمة القروض على أنها خسائر متوقعة، وتظهر في قائمة الدخل كمخصص خسائر الائتمان. وفي الغالب لا تتجاوز هذه النسبة ١% من إجمالي القروض، ولكن عندما تزداد عن ذلك يجب مراعاة ذلك في عملية التحليل. ولكن يجب الانتباه عند تفسير هذه النسبة، حيث إن الهدف منها أن يقوم البنك بوضع نسبة معقولة للخسائر المتوقعة، لا أن يجعلها متدنية جداً فيرفع من قيمة صافي الربح بشكل وهمي، ولا أن تكون عالية جداً فتدل على سوء إدارة القروض لدى البنك. إذاً الأفضل لهذه النسبة أن تكون قيمتها قريبة لما هو معمول به في بقية البنوك.

وفيما يخص قائمة المركز المالي للبنك، فينظر أولاً إلى إجمالي الموجودات، والتي تشمل إجمالي القروض التي قدمها البنك للعملاء، وإجمالي الاستثمارات التي قام بها مثل شراء السندات والأسهم لصالح البنك، وغيرها من أصول ثابتة. هنا لاحظ أن القروض التي يقدمها البنك تدخل من ضمن أصول البنك، بينما ودائع العملاء تعتبر التزاماً على البنك فتظهر في قسم الخصوم (أو الالتزامات) في قائمة المركز المالي. وطبيعي أنه كلما استطاع البنك استقطاب المزيد من ودائع العملاء فإن ذلك يصب في نهاية الأمر في أرباح البنك، نتيجة مقدرة البنك على إقراض تلك الودائع واستثمارها. ولكن نظام البنوك السعودية يمنع البنوك من الحصول على إيداعات تتجاوز ١٥ ضعف رأس مال البنك زائد احتياطياته، الأمر الذي يجعل البنوك تحرص على زيادة رأس مالها.

وجدير بالذكر أن نسبة الودائع التي لا يأخذ مقابلها العميل فائدة مالية (ودائع تحت الطلب) تشكل نسبة كبيرة من إجمالي الودائع لدى البنوك السعودية، ولكنها على عكس ما قد يعتقد البعض، أقل بقليل من نسبة الودائع الآجلة التي يتقاضى مقابلها العملاء فائدة مالية. وهؤلاء العملاء هم غالباً الشركات وكبار المودعين، والذين بأي حال من الأحوال يجنون نسبة ضئيلة من الفائدة مقابل مقدرتهم على الحصول على ودائعهم بشكل سريع نوعاً ما.

وأخيراً، من أهم المؤشرات في البنوك هناك ملاءة البنك، أو كفاية رأس المال، والتي يجب ألا تقل عن ١٠% من أصول البنك، وذلك حسب تعليمات لجنة بازل للرقابة المصرفية. والهدف من هذا التنظيم هو للتأكد من أن البنك لا يقوم بالتوسع في القروض والاستثمارات دون أن يكون هناك ما يكفي من رأس المال لتغطية أي خسائر محتملة. واختلفت طريقة تحديد هذه النسبة في السنوات الماضية، إلا أنها حالياً مبنية على جمع رأس المال الأساسي والإضافي كالأرباح المبقاة والاحتياطيات وقسمة ذلك على الأصول مع مراعاة مستوى الخطورة في كل أصل من الأصول. فالأموال النقدية أقل خطورة من القروض المضمونة، والتي بدورها أقل خطورة من القروض غير المضمونة. وبالتالي تؤخذ هذه الأصول المعدلة للبنك كأساس في تقييم كفاية رأس المال. وحالياً جميع البنوك

السعودية تتمتع بمعدلات ملء عالية تفوق ١٥% من الأصول، ويعتبر ذلك جيداً مقارنة بالبنوك الأجنبية، ومع زيادة رؤوس أموال البنوك في السنوات الأخيرة فإن هذه النسبة بتحسن مستمر.

قراءة أداء البنوك

ربما أهم رقمين ينظر لهما عند تحليل البنوك هما مقدار الأصول ومقدار ودائع العملاء. والأصول تشمل المبالغ النقدية لدى البنك وتلك المودعة لدى مؤسسة النقد، وكذلك الاستثمارات التي قام بها البنك والقروض التي منحها، إلى جانب أصوله الثابتة. أما ودائع العملاء (الخصوم) فهي المبالغ التي قام الأفراد والشركات بإيداعها لدى البنك سواء بفائدة أو بدونها. ومن الجدول ٨ نرى أنه في عام ٢٠٠٤م كانت أكبر أصول لدى البنك الأهلي ومن ثم مجموعة سامبا ومن ثم شركة الراجحي، وأن أقل حجم أصول نجدها في بنك الاستثمار وبنك الجزيرة. والترتيب نفسه نجده فيما يخص ودائع العملاء.

الجدول ٨: حجم إجمالي الأصول وودائع العملاء في البنوك السعودية.

ودائع العملاء (أ ف ريال)				إجمالي الموجودات (أ ف ريال)			
البنك	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	البنك	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢
بنك الرياض	٤٩,٧٤٢,١٤٧	٤٥,٨٧٨,٨٥٤	٤٢,٩٩٩,٠٤٩	بنك الرياض	٧٤,٢٤٦,٩٥٠	٧١,٥٠٦,٩٦٢	٦٧,٢٠٩,٢٥٧
بنك الجزيرة	٨,١٤١,٦٤٠	٧,٥٣٥,٠٥١	٤,١٩١,١٣١	بنك الجزيرة	١٠,٧٢١,٨٠٥	٨,٩٨٨,٦٨٥	٥,٧٢٤,٧٨٤
بنك الاستثمار	٢٠,٢٨٤,٩٢٦	١٤,٤٠٣,٨٩١	١٤,٠٦٤,٩٨٩	بنك الاستثمار	٢٨٥٤٣٥٠٢	٢١,٧٠٨,٣١٩	١٩,٩٥٦,٦٧٤
البنك البولندي	٢٣,٨٥٧,٤٦٢	٢١,٥٨٢,٧٣١	١٨,٤٥٦,٠٤٤	البنك البولندي	٣٣,٤٤٣,٥٥٧	٢٧,٩٦٤,٦١١	٢٦,٨٩٩,٢٦٥
البنك الفرنسي	٤٢,٦٣٤,٢٩٦	٤٢,٦٣٤,٢٩٦	٣٦,١٩٢,٤٧٩	البنك الفرنسي	٥٣٥٠٢٩٠٣	٥٣,٥٠٢,٩٠٣	٤٤,٧١٣,٢٦١
البنك البريطاني	٤٤,٦٦٥,٧٦٧	٣٦,٠٨٩,٨٩٨	٣٤,٩٨٠,١٣٤	البنك البريطاني	٥٧,٩٢٥,١٩١	٤٦,٠٦١,٦٠٨	٤٦,٢٢٦,٥٠٩
البنك العربي	٤٦,٣١٥,٧١٠	٣٣,٧٢٢,٩٩٤	٢٨,١٦٦,٣٠٧	البنك العربي	٦٣,٣٣٥,٧٨٧	٤٩,٢٠٠,٨٩٠	٤٤,٢٩٨,٧٠٤
مجموعة سابيا	٦٧,٠٤٤,٦٦٩	٦١,٧٦٨,٣١٨	٥٨,٧٥١,١٩٤	مجموعة سابيا	٩٤,٩٣٨,٦٦٠	٧٩,٠٣٧,٢٣٦	٧٦,٣٦١,٨٦٧
شركة الراجحي	٦٣,٥٧٢,٢٢٣	٤٩,٢٦٨,٨٩٢	٤٥,٤٩٥,٥٦٠	شركة الراجحي	٧٧,٨٥٤,٧٧٤	٦٤,٦٧٨,٣٢٤	٥٩,١١٣,١١٥
البنك الأهلي	٩٨,٧٥٢,١٠٢	٩٠,٤٤٧,٥٤٥	٨٥,٣٠٣,٦٥٧	البنك الأهلي	١٣٠,٤١٤,١٠٥	١١٧,٤٣١,٨٠٣	١٠٦,٦٥٨,٤٢٧

المصدر: د. فهد الحويماي من قوائم مالية رسمية.

وأكبر مقدار لصافي الربح (الجدول ٩) نجده لدى البنك الأهلي أولاً، ومن ثم شركة الراجحي، وفي المركز الثالث تأتي مجموعة سامبا. وكما ذكرنا أن الإيرادات التي يحققها البنك من مصادر أخرى غير الفوائد البنكية لها أهمية عالية، حيث إنها تشير إلى قدرة البنك على تحقيق إيرادات إضافية لقاء ما يقدمه من خدمات، ونجد أنها عالية جداً لدى بنك الراجحي (نظراً لعدم وجود فوائد على الأموال فتحسب جميع إيرادات البنك على أنها من غير الفوائد)، يليه البنك الأهلي ومن ثم مجموعة سامبا وبنك الرياض.

الجدول ٩: مقدار صافي الربح ومقدار الإيرادات الناتجة من غير الفوائد في البنوك السعودية.

صافي الربح (ألف ريال)				الإيرادات البقية الأخرى (غير الفوائد) (ألف ريال)			
البنك	٢٠٢	٢٠٣	٢٠٤	البنك	٢٠٢	٢٠٣	٢٠٤
بنك الرياض	١,٤١٦,٣٥٨	١,٥٩١,٦٥٧	٢,٠٠٥,٦٠٢	بنك الرياض	٥٨٠,٦٥٣	١,٠١٥,٧٩٨	١,٠٥٠,٣٥١
بنك الجزيرة	٥٩,٢٤٠	٩٣,٤٨٩	١٨٧,٧٤٨	بنك الجزيرة	٧٤,٨٤٦	١٨٣,٩٣٣	٢٩٨,٧٨٢
بنك الاستثمار	٣٨٠,٣٦١	٤٦٣,٨٦٩	٥٨٧,٠٨٠	بنك الاستثمار	١٦٧,٦٥٨	٢٧٤,٤٠٣	٤٢٥,٥٢٩
البنك الهولندي	٥٥٥,١٦٧	٦٠٠,٨٨٠	٧٤٢,٦٩١	البنك الهولندي	٢١٧,٠٦٥	٢٩٤,٦١٩	٤٥١,٦٧١
البنك الفرنسي	١,٠١٤,١٨٤	١,١٨٥,٢٠١	١,٥٣٥,٩٣١	البنك الفرنسي	٣٢١,٠٩٩	٤٣٩,٨٨٧	٦٧٠,٧٣١
البنك البريطاني	٩٧٢,٤٦١	١,٢٥٧,٨٨٤	١,٦٣٥,٨٤٥	البنك البريطاني	٣٩٥,٢٩١	٥٣٧,٩٤٠	٨٥١,٢١٧
البنك العربي	٥٨٤,٠٢٨	٧٦٦,٥١٦	١,١٦٦,٨٠١	البنك العربي	٢٩٥,٤٩٦	٣٨٠,٣٧٨	٥٤١,٦٥٢
مجموعة سامبا	١,٨٥٧,٢٩٤	١,٤٣٦,٥٥٠	٢,٥٥٥,٧٣٥	مجموعة سامبا	٧٦١,٢٦٠	٨٨٨,٠٧٦	١,٠٥٥,٩٣٧
شركة الراجحي	١,٤١٣,١٩٠	٢,٠٣٨,١٢٠	٢,٩٣٥,٩١٥	شركة الراجحي	٣,٢٣٦,١٠٥	٤,٠١٢,٩٨٥	٥,٠٧١,٢٥٨
البنك الأهلي	٢,٣٨٣,٩٩٥	٣,٤٣٩,٦٩٧	٣,٦٣٨,٧٦٣	البنك الأهلي	١,٠٥٧,٨٨٣	١,٥٩٨,٣٢٢	١,٤٣٤,١٨٨

المصدر: د. فهد الحويمان من قوائم مالية رسمية.

وأحد المؤشرات الهامة التي تدل على مقدرة البنك في توظيف ودائع العملاء بشكل جيد هناك نسبة القروض من الودائع (الجدول ١٠)، ونجدها تزيد عن ٧٠% في كل من مجموعة سامبا والبنك البريطاني، وضعيفة نسبياً لدى البنك الأهلي بالرغم من كونه صاحب أكبر قدر من القروض والسلف (الجدول الأخير). وربما يعود السبب لضخامة حجم الاستثمارات لدى البنك (غير القروض)، وربما يكون لرأس مال البنك علاقة بذلك حيث يجب ألا تزيد الودائع (وبالتالي القروض) عن ١٥ مثلاً من مجموع أس المال والاحتياطيات.

الجدول ١٠: نسبة القروض من ودائع العملاء ومقدار القروض والسلف التي قدمها البنك.

نسبة القروض من الودائع (%)				القروض والسلف (ألف ريال)			
البنك	٢٠٢	٢٠٣	٢٠٤	البنك	٢٠٢	٢٠٣	٢٠٤
بنك الرياض	٥٥,٤٧	٦٠,٩٣	٦٨,٢٤	بنك الرياض	٢٣,٨٤٩,٤٨٣	٢٧,٩٥٢,٦٦٥	٣٣,٩٤٣,٧٥٤
بنك الجزيرة	٥٦,٥١	٦١,٨٦	٦٣,٧١	بنك الجزيرة	٢,٣٦٨,٣٠٢	٤,٦٦١,٤٣٧	٥,١٨٦,٧٣٢
بنك الاستثمار	٦٣,٢١	٧١,٠٣	٦٤,٢٤	بنك الاستثمار	٨,٨٩٠,٧٨٣	١٠,٢٣١,٥٨٥	١٣,٠٣١,٠٩٧
البنك الهولندي	٦٥,٥٩	٦٤,٦٩	٦٩,٧٢	البنك الهولندي	١٢,١٠٤,٩٤٤	١٣,٩٦١,٧٢٩	١٦,٦٣٣,١٩٥
البنك الفرنسي	٥٨,١٢	٦٢,٦٩	٦٢,٦٩	البنك الفرنسي	٢١,٠٣٤,١٣٧	٢٦,٧٢٥,٧٨١	٢٦,٧٢٥,٧٨١
البنك البريطاني	٥٨,٢٠	٧٢,٣٧	٧٠,٨١	البنك البريطاني	٢٠,٣٥٩,١٨٤	٢٦,١١٦,٦٢٢	٣١,٢٢٧,٠٥٨
البنك العربي	٥٦,٨٦	٥٩,٨٢	٦١,٦٦	البنك العربي	١٦,٠١٥,٧٠٩	٢٠,١٧٢,٢٣٣	٢٨,٥٥٧,٩٦٧
مجموعة سامبا	٥٨,٢٧	٥٦,٥٣	٧١,٨٦	مجموعة سامبا	٣٤,٢٣١,٦٥٥	٣٤,٩١٨,٣٠٣	٤٨,١٧٧,٦٨٨
شركة الراجحي	٢,٢٧	١,٧٣	١,٠٦	شركة الراجحي	١,٠٣٢,٩٣٦	٨٥٣,٢٩٧	٦٧٢,٩٥٩
البنك الأهلي	٣٩,٧٤	٤٢,٣٧	٤٨,٧٠	البنك الأهلي	٤٢,٣٨٩,١٢٦	٤٩,٧٥٠,٠٠٠	٦٣,٥١٢,٨٥٦

المصدر: د. فهد الحويمان من قوائم مالية رسمية.

ويلي البنك الأهلي في مقدار القروض والسلف مجموعة سامبا وبنك الرياض والبنك البريطاني. وأخيراً في الجدول ١١ نجد اثنين من أهم المؤشرات المالية، العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين (راجع الصفحة ١٨٧ لمعرفة طبيعة العائد على حقوق المساهمين). فالعائد على الأصول يبين نسبة ربح البنك مقارنة بما لديه من أصول (معظمها مقابل ودائع العملاء)، فلا يكفي أن يكون لدى البنك أصول كبيرة إن لم يكن قادراً على تحقيق ربح كبير منها، وذلك بالمقارنة مع باقي البنوك. فنجد أن بنك الراجحي يتمتع بأعلى عائد على الأصول، ثم كل من البنك الفرنسي والبنك البريطاني وبنك الرياض، على التوالي.

الجدول ١١: نسبة العائد على الأصول ونسبة العائد على حقوق المساهمين.

العائد على الأصول (%)				العائد على الأصول (%)			
البنك	٢٠٢	٢٠٣	٢٠٤	البنك	٢٠٢	٢٠٣	٢٠٤
بنك الرياض	٢,١١	٢,٢٣	٢,٧٠	بنك الرياض	٢,١١	٢,٢٣	٢,٧٠
بنك الجزيرة	١,٠٣	١,٠٤	١,٧٥	بنك الجزيرة	١,٠٣	١,٠٤	١,٧٥
بنك الاستثمار	١,٩١	٢,١٤	٢,٠٦	بنك الاستثمار	١,٩١	٢,١٤	٢,٠٦
البنك الهولندي	٢,٠٦	٢,١٥	٢,٢٢	البنك الهولندي	٢,٠٦	٢,١٥	٢,٢٢
البنك الفرنسي	٢,٢٧	٢,٢٢	٢,٨٧	البنك الفرنسي	٢,٢٧	٢,٢٢	٢,٨٧
البنك البريطاني	٢,١٠	٢,٧٣	٢,٨٢	البنك البريطاني	٢,١٠	٢,٧٣	٢,٨٢
البنك العربي	١,٣٢	١,٥٦	١,٨٤	البنك العربي	١,٣٢	١,٥٦	١,٨٤
مجموعة سامبا	٢,٤٣	١,٨٢	٢,٦٤	مجموعة سامبا	٢,٤٣	١,٨٢	٢,٦٤
شركة الراجحي	٢,٣٩	٣,١٥	٣,٧٧	شركة الراجحي	٢,٣٩	٣,١٥	٣,٧٧
البنك الأهلي	٢,٢٤	٢,٩٣	٢,٧٩	البنك الأهلي	٢,٢٤	٢,٩٣	٢,٧٩

المصدر: د. فهد الحويمان من قوائم مالية رسمية.

أما العائد على حقوق المساهمين (الجدول الأيسر) فيبين مقدرة البنك على تحقيق عائد مناسب مقابل الأموال المستثمرة فيه، فإن لم يكن هناك عائداً مناسباً فالأفضل لملأك البنك سحب استثماراتهم وتوظيفها بطرق أخرى. هنا نجد أن أعلى عائد على حقوق المساهمين في عام ٢٠٠٤م كان لدى البنك البريطاني، يليه على التوالي كل من بنك الراجحي والبنك الفرنسي ومجموعة سامبا والبنك الأهلي. ونجده ضعيفاً بشكل ملحوظ في كل من بنك الجزيرة وبنك الاستثمار.

نسبة صافي مقدار الفائدة

كثير من محلي قطاع البنوك يرون أن أهم مؤشر لأداء أي بنك هو القيام بمقارنة صافي الفوائد مع الأصول العاملة للبنك، ويعود ذلك لأن العمل الحقيقي للبنك هو شراء المال وبيعه (إن صح التعبير)، وبالتالي من المهم معرفة تكلفة شراء المال من قبل البنك وقيمة بيعه إن كان لنا معرفة القوة الربحية للبنك. فالبنك يحصل على ودائع العملاء ويدفع مقابل ذلك فوائد لهم،

ويقوم بعد ذلك باقراض هذه الأموال والحصول على فوائد مقابل ذلك. والبنك الناجح بطبيعة الحال هو الذي يستطيع الحصول على الودائع بسعر قليل واقراضها بسعر عالٍ. وطريقة حساب هذه النسبة تتم بخصم تكلفة الفائدة من الدخل المتحقق من الفائدة، وذلك للحصول على ما يعرف بصافي دخل العمولات الخاصة (والذي تجده في قائمة الدخل). ومن ثم نقوم بقسمة هذا الرقم على إجمالي أصول البنك العاملة، أي جميع الأصول عدا الثابتة منها. وبمقارنة هذا الرقم في البنوك السعودية نجد أن أعلى نسبة في عام ٢٠٠٢م كانت من صالح بنك الرياض (٣,٤٥%)، ومن ثم كل من البنك الأهلي (٣,٤٣%) والبنك العربي (٣,٣٤%) والبنك الهولندي (٣,٣١%) والبنك الفرنسي (٣,٢٦%). وفي عام ٢٠٠٣م كانت كالتالي: البنك البريطاني (٣,٥٨%)، البنك الأهلي (٣,٤٥%) ومجموعة سامبا (٣,٢٤%) والبنك العربي (٣,٢٠%) وبنك الرياض (٣,٢٠%). أما في عام ٢٠٠٤م فكانت كما يلي: البنك الأهلي (٣,٦١%)، بنك الرياض (٣,٢٦%) ومجموعة سامبا (٣,٢٤%) والبنك الفرنسي (٣,٢٠%) والبنك العربي (٣,٠٦%).

صناديق الاستثمار

كما علمنا عن طبيعة صناديق الاستثمار فهي عبارة عن طريقة لجمع أموال عدد من المستثمرين واستثمارها في الأسهم وغير الأسهم من وسائل، وذلك بدلاً من قيام كل شخص بالاستثمار بنفسه. والفائدة الحقيقية من الاستثمار في هذه الصناديق تأتي بسبب قدرة الصندوق على تنويع الاستثمار أكثر مما يستطيع الشخص القيام به بمفرده، وثانياً بسبب قدرة إدارة الصندوق على اختيار الأسهم وإدارتها بشكل أفضل من المستثمر العادي. على سبيل المثال، تتوفر لإدارة الصندوق معلومات كافية عن وضع الاقتصاد ووضع السوق والشركات، إلى جانب عدد من المحللين والمختصين، لذا فمن المفترض أن يكون أداء الصندوق أفضل من أداء الشخص العادي.

وبالرغم من ذلك فكثير من المضاربين والمستثمرين يفضلون التعامل بالأسهم بأنفسهم وذلك لكونهم يودون تحسين أدائهم بشكل أفضل من الصندوق الذي في الغالب يتبع سياسة محافظة في البيع والشراء وبالتالي يكون أدائه قريباً لأداء السوق بشكل عام. كذلك يفضل الكثير المرونة المتوفرة لهم كأفراد في الشراء أو البيع في أي لحظة يشاءون والتي لا تتوفر للصندوق، حيث لا يسمح للعميل بالبيع ولا الشراء إلا في أيام معينة، غالباً مرة أو مرتين في الأسبوع.

لا تختلف الصناديق السعودية عن نظيرتها الأمريكية^{١٣}، فهي صناديق مفتوحة تتقاضى رسوماً إدارية أعلى مما يدفع في الصناديق الأمريكية، والتي بدأت تقل رسومها في السنوات الأخيرة بسبب ظهور

١٣ راجع الفصل المختص (صفحة ٣٣٩) لمعرفة المزيد عن صناديق الاستثمار وطريقة عملها.

أسهم المؤشرات والأسهم القابضة وغيرها من الطرق الحديثة التي زادت من خيارات التنوع لدى المستثمر. حالياً نجد أن معظم الصناديق السعودية تتقاضى رسوماً إدارية سنوية تتراوح ما بين ١% إلى ٢%، علاوة على رسوم الاشتراك التي تتراوح ما بين ١-٤% من رأس المال. إضافة إلى ذلك فإن صندوق الاستثمار (وهذا هو المتبع في الخارج، ولا نعلم عن الطريقة المتبعة فعلياً في الصناديق السعودية) يقوم بحسم مصروفات إضافية أخرى تمثل جميع تكاليف الصندوق التشغيلية والتمويلية، بحيث يتم حسمها من قيمة أصول الصندوق قبل حساب قيمة الوحدة. وبالطبع لا يقوم المستثمر السعودي بدفع ضرائب على أرباحه، ولا أي عمولة على عمليات البيع والشراء الداخلية التي يقوم بها الصندوق.

لذا من الضروري مراعاة التكلفة الحقيقية للصندوق، حيث إنها قد تصل لمن يستثمر مبلغ ١٠٠ ألف ريال إلى حوالي ٣٠٠٠ ريال رسوم اشتراك، ١٧٥٠ ريال رسوم إدارية، وربما تصل تكاليف الصندوق الداخلية السنوية إلى ١٠٠٠ ريال إضافي (ربما أكثر أو أقل حسب طريقة كل صندوق ولا يوجد حالياً نظام يحدد هذه المبالغ). أضف إلى ذلك أن بعض الصناديق تقوم بالتخلص من بعض الأموال غير الشرعية لتطهير الصندوق منها، وهذه بالطبع تتم حسب توجيهات اللجنة الشرعية، ولكنها تبقى تكلفة إضافية يجب أخذها بالحسبان. وأخيراً، لا يدخل صافي البيع لحساب المشترك فوراً، بل يستغرق حوالي سبعة أيام قبل دخوله للحساب أو قيام الصندوق بإصدار شيك بقيمته.

من ذلك نرى أن المستثمر قد يدفع حوالي ٦% من المبلغ المعد للاستثمار، وبذلك فعلى الصندوق تحقيق عائد يغطي هذا المبلغ على الأقل، ليتمكن المستثمر من تحقيق أي ربح من استثماره.

ضوابط عمل الصناديق

لا يستثمر الصندوق كامل رأس ماله في الأسهم، بل قد يحتفظ بجزء منها (لا يزيد غالباً عن ٢٠%) في وسائل استثمارية أخرى وبأشكال نقدية مختلفة، وذلك لتوفير مبالغ نقدية مقابل إشعارات الخروج التي يصدرها مستثمرو الصندوق، وكذلك لترك بعض المبالغ النقدية تحت تصرف إدارة الصندوق للاستفادة من تقلبات السوق. أما إذا تم استثمار ما يتبقى لدى الصندوق في صناديق استثمار أخرى فلا يُسمح نظاماً للصندوق بأن يستثمر أكثر من ١٠% من قيمة صافي أصوله في صناديق أخرى، ولا يسمح له بالاستحواذ على أكثر من ١٥% من رأس مال أي صندوق آخر. ومن الضوابط الأخرى التي تقرها مؤسسة النقد منع أي صندوق من امتلاك أكثر من ١% من رأس مال أي شركة مساهمة، الأمر الذي يجعل الصناديق تركز على الشركات التي تتمتع برأس مال كبير مثل سابك والاتصالات. ولكن يبدو أنه مع ازدياد حجم أصول الصناديق في السنوات الأخيرة ليس بالإمكان الاستمرار بتطبيق هذه الفقرة من تعليمات مؤسسة النقد، لأن ١% من رأس مال أكبر شركة

في السوق (شركة سابك) يبلغ فقط ٢٠٠ مليون ريال، والذي يعتبر مبلغاً صغيراً لصندوق تزيد أصوله عن ١٢ بليون ريال، كما هو الحال في صندوقي الرائد والأمانة!

وبالنسبة لطريقة حساب قيمة وحدة الصندوق، فكما ذكرنا إنها تتم بجمع محتويات الصندوق من أسهم وقروض وحصص في صناديق أخرى ومبالغ نقدية وغيرها من أموال، وتخصص منها رسوم الصندوق السنوية والتشغيلية حسب ما تقره إدارة الصندوق، ويقسم المتبقي على عدد الحصص المصدرة. وحالياً يتم تقييم وحدات صناديق الأسهم مرة أو مرتين في الأسبوع، وهذا في الواقع لا يتواءم مع التطورات التقنية المتوفرة لدى البنوك، فمن المفترض أن يتم التقييم بشكل يومي كما هو متبع في صناديق الاستثمار الأمريكية، والتي يلزمها القانون الفدرالي بحساب وحدة الصندوق يومياً.

ولا يقوم الصندوق بتوزيع الأرباح التي توزعها الشركات المملوكة في الصندوق، ولكن يقوم بإعادة استثمار هذه الأرباح في الصندوق وتتغير تبعاً لذلك قيمة الوحدة.

الاشتراك في الصناديق

يتم الاشتراك بتعبئة نموذج معين لدى البنك وتفويض البنك بسحب المبلغ من الحساب، وإن لم يستلم البنك المبلغ قبل اليوم المحدد للاشتراك فإن سعر الصندوق يكون حسب السعر المعلن للفترة التي تلي يوم الإعلان القادم. على سبيل المثال، لو كان آخر يوم للاشتراك هو يوم الثلاثاء وكان يوم التقييم الداخلي والإعلان عن سعر الصندوق يوم الخميس، وتم الاشتراك في الصندوق يوم الأربعاء، فلن يتم الشراء ولن يعرف المستثمر سعر الشراء إلا بعد مضي أسبوع كامل من يوم الإعلان (أي حوالي ١٠ أيام من يوم التسجيل). وبالطبع يكون أقل حد للاشتراك حسب ما يعلنه الصندوق، وأي إضافة لاحقة يجب أن تكون حسب أدنى حد يقرره الصندوق.

الخروج من الصناديق

يمكن للمستثمر طلب بيع الحصص التي يملكها متى شاء، لكن الصندوق يقوم بحساب قيمة البيع حسب سعر الوحدة عند إعلانها في اليوم المحدد، مما يعني أن سعر الوحدة الذي تحسب به عملية البيع هو حسب السعر الذي سيعمل في الفترة القادمة، وليس سعر الوحدة السابق. ويجب أن يصل إشعار الخروج للبنك قبل الموعد المحدد من كل أسبوع وإلا على المشترك اعتبار سعر البيع ما سيعمل في الأسبوع القادم. وحسب المتبع، فالصندوق غير ملزم بالبيع فوراً وقد يؤجل البيع للأسبوع التالي أو أي فترة يشاء إذا كانت هناك أسباب معينة، كتجاوز الصندوق لكميات البيع المسموح بها. فبعض البنوك لا تسمح ببيع أكثر من ١٠% من عدد وحدات الصندوق خلال أي فترة تقييم، مما يعني أنه في حالة وجود حالات بيع تزيد عن ١٠% من عدد الوحدات خلال مدة أسبوع

(على سبيل المثال)، فيحق لإدارة الصندوق تأجيل عمليات البيع حتى وقت لاحق. ومن غير الواضح إن كانت عملية البيع تتم فعلاً حسب الأولوية الزمنية لطلبات البيع أم حسب اعتبارات أخرى. كما أن أكثر الصناديق لا تسمح بسحب أكثر من ١٠٠ ألف ريال في اليوم الواحد، مما يعني أن من لديه مليون ريال في الصندوق، لا يستطيع الخروج بشكل كامل قبل مضي ١٠ أيام على الأقل، بحيث يتم سحب ١٠٠ ألف ريال في كل يوم. هنا تتضح الحاجة لمعرفة ضوابط عمل كل صندوق من جهة، ومن جهة أخرى ضرورة مراقبة عمل صناديق الاستثمار وفصلها تماماً عن عمل البنوك، والمصارعة في الإشراف عليها من قبل هيئة السوق المالية.

الصناديق الإسلامية

تتبع أكثر الصناديق السعودية الفتوى الشرعية الخاصة بالأسهم، والتي تجيز التعامل بالشركات التي لديها قروض ربوية لا تزيد عن ٢٥% من متوسط القيمة السوقية للشركة، راجع شرح بعض الضوابط الشرعية في الصفحة ٣٥٦. على سبيل المثال، في شركة مثل شركة سابك التي قيمتها السوقية حوالي ٧٠٠ بليون ريال، من الممكن لقروضها الربوية أن تصل إلى حوالي ١٧٥ بليون ريال دون خروج الشركة عن المسار الشرعي حسب هذه الفتوى. ويقوم الصندوق كل ثلاثة أشهر بإجراء بعض العمليات التطهيرية لأموال الصندوق للتخلص من أي أموال غير شرعية قامت بتحقيقها بعض الشركات التي يستثمر فيها الصندوق. هذا يعني أن قيمة الوحدة قد تنقص بسبب هذه الخصومات التي تقرها هيئة الرقابة الشرعية، والتي بدورها تقوم بالتصرف بما تم استقطاعه من أموال لصالح جمعيات خيرية وأعمال إنسانية حسب ما تراه. يبين الجدول ١٢ عدداً من الصناديق الاستثمارية المتاحة من قبل البنوك السعودية.

الجدول ١٢: مثال لأهم صناديق الاستثمار المدارة من قبل البنوك حسب توافقها مع الشريعة الإسلامية.

الزوافق مع الشريعة	الصندوق
لا	مجموعة سامبا المالية: صندوق المساهم
لا	البنك السعودي البريطاني: صندوق الأسهم السعودية
لا	بنك الرياض: صندوق الرياض للأسهم ١ و ٣
لا	البنك العربي الوطني: صندوق الأسهم السعودية - للمستثمر العربي
لا	البنك السعودي الفرنسي: صندوق الاستثمار السعودي
لا	مجموعة سامبا المالية: صندوق النمو والدخل (الفريد)
لا	البنك السعودي للاستثمار: صندوق الأسهم السعودية
نعم	البنك السعودي البريطاني: صندوق الأمانة للأسهم السعودية

الضوابط مع الشريعة	الصندوق
نعم	مجموعة سامبا المالية: صندوق المتاجرة بالأسهم السعودية (الرائد)
نعم	بنك الرياض: صندوق الرياض للأسهم ٢
نعم	البنك الأهلي التجاري: صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية
نعم	شركة الراجحي المصرفية للاستثمار: صندوق الراجحي للأسهم المحلية
نعم	بنك الجزيرة: صندوق الطيبات للأسهم السعودية ١
نعم	البنك الأهلي التجاري: صندوق الأهلي للنشط للمتاجرة بالأسهم السعودية
نعم	البنك السعودي الفرنسي: صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم

المصدر: مركز بخت للاستشارات المالية.

حجم الصناديق الاستثمارية

بلغ عدد الصناديق الاستثمارية في السوق السعودي في نهاية عام ٢٠٠٥م، وهي جميعاً تدار من قبل البنوك السعودية، حوالي ٢٦ صندوقاً، من بين ١٩٩ صندوقاً استثمارياً، بعضها صناديق شرعية وبعضها صناديق تقليدية. ووصل عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية في نهاية ٢٠٠٥م حوالي ٥٦٠ ألف مشترك، وكان هذا العدد فقط ٨٠ ألف مشترك في عام ١٩٩٩م. وتبلغ قيمة أصول الصناديق التي تستثمر في السوق السعودي حوالي ٩٠ بليون ريال، ويخطئ من يعتقد أنه بحكم كون هذه الأصول تمثل فقط ٤% من القيمة الإجمالية للسوق في نهاية عام ٢٠٠٥م، فتأثير هذه الصناديق على سوق الأسهم السعودية لا بد أن يكون ضعيفاً. والسبب هو أن أكثر من ٧٠% من الأسهم السعودية غير قابلة للتداول، كونها مملوكة للدولة، مما يعني أن أصول الصناديق تعادل في الواقع حوالي ١٢% من الأسهم المتداولة. وثانياً حتى نسبة ٤% من القيمة السوقية تعتبر كبيرة جداً إذا علمنا أن هذه الأصول تحت تصرف عدد قليل من الأفراد الذين يديرون الصناديق بقرارات فردية، الأمر الذي يجعل تأثير هذه الصناديق على السوق كبيراً جداً.

ويجب الانتباه إلى أن النمو الكبير في أصول صناديق الاستثمار ليس كله نتيجة دخول مشتركين جدد، بل إن معظم النمو يأتي بسبب نمو الأسهم التي يستثمر فيها الصندوق. فمن الخطأ القول، على سبيل المثال، إن ٥٠ بليون ريالاً قد ضُخت في الصناديق عندما ترتفع أصولها بهذا المقدار، لأن جزءاً كبيراً من الزيادة ربما قد أتى بسبب صعود الأسهم أكثر من كونه نتيجة دخول أموال جديدة.

مستقبل السوق السعودي

الجواب المختصر عن مستقبل السوق السعودي هو إن ذلك في علم الغيب وإن هناك متغيرات كثيرة من المستحيل التنبؤ بها جميعاً، لذا فإن التوقعات دائماً تتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الاقتصاد والشركات وسلوك المستثمرين وما إلى ذلك. ومع ذلك فالتوقعات بشكل عام تشير إلى نمو جيد على مدى السنتين القادمتين، وذلك بسبب الارتفاع المتواصل للطلب على منتجات البترول. وحتى لو إن سعر البترول انخفض إلى مستوى الأربعين دولاراً، على سبيل المثال، فإن في ذلك نهضة اقتصادية قوية قد تمتد إلى سنوات طويلة. هذا لا يعني أن أسعار الأسهم سوف تكون في حالة صعود دائم بل لا بد من أن تكون هناك أوقات تصحيح وأوقات خوف وهلع وأوقات إفراط في التفاؤل والاندفاع والتي بمجملها ذات تأثير كبير على حركة الأسهم في السنوات القادمة.

وأذكر بأهمية معرفة الوقت المناسب للخروج من الأسهم، إما باتباع التحليل الفني أو الأساسي أو معاً، وذلك لأن الاستثمار في الأسهم يبقى دائماً ذا خطورة عالية، وإلا لما أمكن تحقيق عوائد عالية منه. لذا من الضروري أن يطلع الشخص على كيفية تشكل الفقاعات المالية (راجع صفحة ٤٤٦) وتجنب الأسهم عندما يتبين أن الفقاعة قد أخذت مكاناً كبيراً في ساحة الأسهم وبدأت تلوح في الأفق بواور الانفجار. فمعروف أن الأسهم الأمريكية، على سبيل المثال، أمضت حوالي ٢٥ عاماً قبل أن تعود الأسعار لما كانت عليه في عام ١٩٢٩م، وحوالي ٢٥ عاماً قبل أن تعود إلى مستوياتها في عام ١٩٦٨م! ومنذ أعلى ارتفاع تحقق في أسعار الأسهم الأمريكية عام ٢٠٠٠م وإلى الآن (حوالي ٦ سنوات) لم تستعد الأسهم قيمها السابقة.

ولكن في الوقت نفسه يجب عدم الاستعجال في الخروج من الأسواق، حيث ثبت تاريخياً أن الفقاعات قد تستمر لسنوات طويلة قبل أن تنفجر، لذا من الضروري الاستفادة من الصعود المتحقق قدر الإمكان، ولكن بتوازن وعقلانية وبدون اندفاع مفرط، مع إبقاء خيار الخروج تحت سيطرة الشخص في كل الأوقات.

يبين الجدول ١٣ مقارنة سريعة لوضع السوق السعودي مقارنة بالسوق الأمريكي (كما في ١٥ يناير ٢٠٠٦م)، ومنه يتضح أن السوق الأمريكي الرئيسي (ممثلاً بأسواق نيويورك و[نازداك] والأمريكي) أكبر من السوق السعودي بحوالي ٣٨ مرة كقيمة سوقية، وهذا طبيعي ومتوقع نظراً لكثرة الشركات في الولايات المتحدة. أما بالنسبة لمكرر الأرباح فهو أعلى في السوق السعودي (٤٠ مرة) منه في السوق الأمريكي (٣٥ مرة)، وقد لا يبدو الفرق شاسعاً جداً، ولكن لا ننسى أن السوق الأمريكي نفسه يعتبر مرتفعاً جداً كما في مطلع عام ٢٠٠٦م، لذا يجب أن يستمر نمو الأرباح للشركات السعودية في عام ٢٠٠٦م بشكل قوي وإلا فإن السعر الحالي لا يمكن تبريره. كما يجب أن نتذكر أن مكرر الربحية في نهاية عام ٢٠٠٥م في كثير من الأسواق العالمية الناشئة (مثل الصين وكوريا

والبرازيل والهند والمكسيك وماليزيا، وغيرها) كان يتراوح ما بين ١٠ إلى ٢٠ مرة فقط. وعند النظر إلى قطاعات معينة، نجد أن مكرر الربحية لدى البنوك السعودية كان حوالي ٤٠ مرة، مقابل ١٣ مرة فقط في البنوك الأمريكية الكبيرة (Money Center Banks)، وفي الشركات الكيميائية وتلك الشركات الكبيرة العاملة في قطاع الغاز والبتروك لا يتجاوز مكرر الربحية لديها ١٥ مرة (مقارنة بـ ٣٣ مرة لشركة سابك). لذا فإن استمرار السوق السعودي عند هذه الأسعار مشروط بنمو قوي لأرباح الشركات خلال الأشهر القادمة، وأي تراجع في الربحية سيكون له نتائج سيئة.

الجدول ١٣: مقارنة بين السوقين السعودي والأمريكي كما في ٢٠٠٦/١/١٥

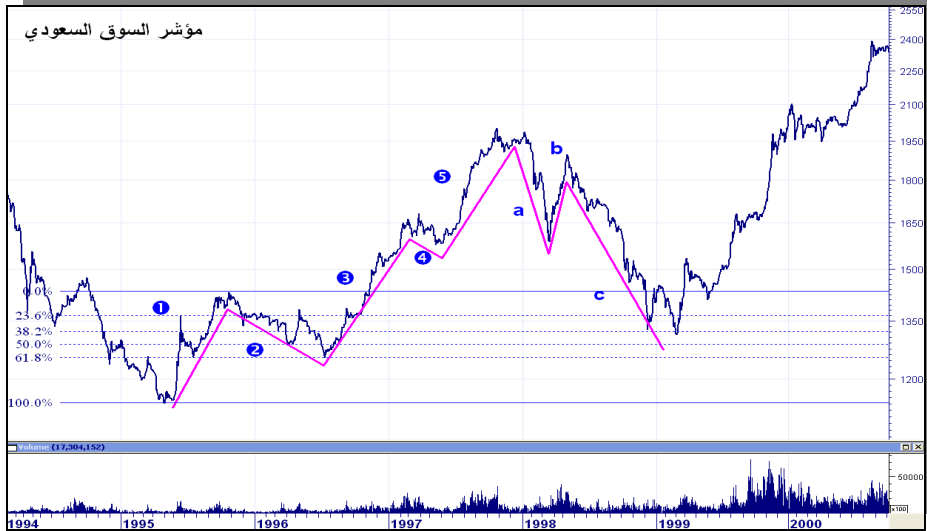
السوق	القيمة السوقية (تريليون ريال)	مكرر الأرباح	السعر على القيمة الدفترية	العائد على حقوق المساهمين	نسبة الربح الموزع
السوق السعودي	٢,٤	٤٠	٤,٦	٢٢%	١,٥%
السوق الأمريكي (بالكامل)	٩١,٩	٣٥	٥,٣٦	١٦,٥%	٢,١%

المصدر: د. فهد الحويمان من مصادر رسمية في السوقين الأمريكي والسعودي.

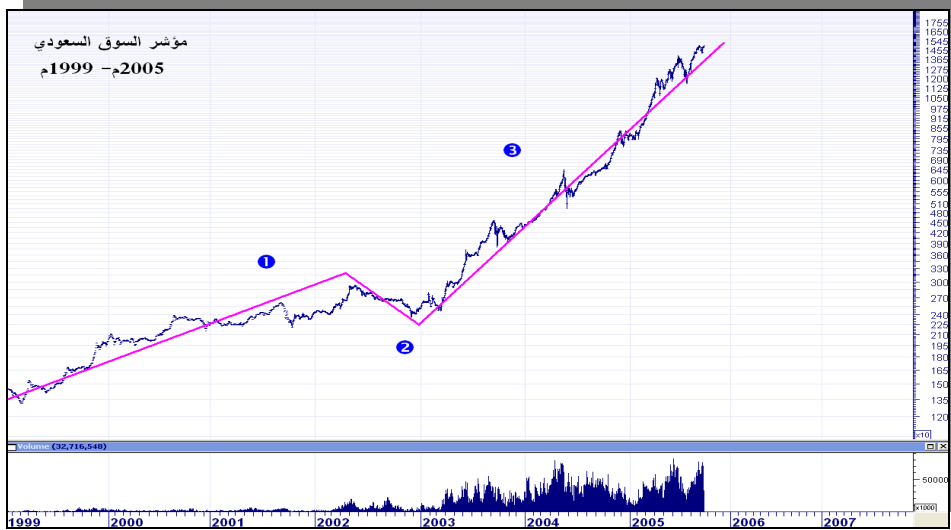
وبالنظر إلى مقدار الربح الموزع كنسبة من أرباح الشركات فنجد أنه ضعيفاً نسبياً في السوق السعودي، حيث يساوي ١,٥٠% بينما في السوق الأمريكي يصل إلى ٢,١٠%. وحتى البنوك السعودية ذات الربحية العالية نجدها تمنح أرباحاً أقل من المتوسط، وأقل بكثير مما تمنحه البنوك الأمريكية، التي تمنح ٣,٥٠%. وأخيراً نجد أن العائد على حقوق المساهمين يعتبر جيداً في السوق السعودي، وذلك بسبب الربحية العالية في السنوات الأخيرة لكل من شركة سابك والبنوك، وبقاء هذا المؤشر بهذه القوة سيكون في صالح السوق السعودي في الفترات القادمة.

ومن دلائل التضخم الكبير في أسعار الأسهم السعودية ما نجده عند مقارنة القيمة السوقية للسوق السعودي (٢,٤ تريليون ريال) مع الناتج المحلي الإجمالي (حوالي ١ تريليون ريال)، والذي يعتبر مرتفعاً جداً ودليلاً اقتصادياً سلبياً. كذلك عند مقارنة القيمة السوقية بمستوى العرض النقدي الشامل (ن٣) والذي يبلغ حوالي ٥٥٠ بليون ريال، نجده كذلك يشير إلى تضخم كبير. مثل هذه الاستنتاجات تشير إلى أن التحليل الأساسي للسوق يشير إلى تضخم كبير لا يمكن أن يستمر بهذا الشكل على المدى الطويل، وتبقى العوامل النفسية والتوقعات المفرطة هي التي تقود السوق حالياً حتى يعتدل مساره ويتبع قيماً مقبولة ومنطقية.

وبالنظر إلى جانب التحليل الفني نجد أن آخر موجة من موجات إليوت انتهت هي تلك التي بدأت موجتها الأولى في منتصف عام ١٩٩٥م (انظر الشكل ٣٦) وانتهت بالموجة C في أول عام ١٩٩٩م.



الشكل ٣٦: موجات إليوت الخمس زائد الموجات الثلاث التصحيحية (a,b,c) كما ظهرت خلال خمس سنوات (١٩٩٥م-١٩٩٩م). لاحظ كيف أن الموجة التصحيحية رقم ٢ وقفت عند نسبة ٦١,٨ % وكيف أن الموجة C التصحيحية أدت إلى هبوط حاد قبل أن تبدأ الدورة الجديدة.



الشكل ٣٧: أحد الاحتمالات الممكنة لمستقبل السوق السعودي حسب موجات إليوت (كما في نوفمبر ٢٠٠٥م)، والتي نرى فيها أننا لا نزال نعيش في ثانيا الموجة الثالثة، وبذلك فهناك موجة تصحيحية قادمة (الموجة ٤)، قبل أن نبدأ مرحلة الصعود القوي المشكل للموجة الخامسة.

بعد ذلك هناك عدد من الاحتمالات في تقديري لتحديد الموجات المتبقية منذ عام ١٩٩٩م وحتى السنوات القليلة القادمة، وأحد هذه الاحتمالات هو ما نراه في الشكل ١٤٣٧.

مقارنة السوق السعودي بسوق [نازدك]

هناك تخوف كبير من حدة الارتفاع الحاصل في السوق السعودي خلال السنوات الثلاث الماضية، وهناك محللون في الداخل والخارج يعتقدون أننا أمام فقاعة كلاسيكية سرعان ما تنهار وتجلب معها الويل والدمار (راجع الصفحة ٤٤٦ لمعرفة أهم الفقاعات التاريخية). لذا فقد قمت بإجراء مقارنة تاريخية لحركة الأسعار في السنوات الماضية بين السوق السعودي وسوق [نازدك] الأمريكي لمجرد دراسة وضع كل سوق وما آلت إليه الأسعار بعد ذلك. وبالرغم من أن العوامل الأساسية والمعطيات الاقتصادية مختلفة تماماً بين الوقت الحاضر للسوق السعودي وبين ما كان عليه سوق [نازدك] في التسعينيات الميلادية، إلا أن المقارنة تبقى مفيدة ومن الممكن الاستفادة من هذه التجربة، انظر الشكل ٣٨.

في الجهة اليسرى قمت بعرض حركة سوق [نازدك] الشامل منذ عام ١٩٨٩م وحتى عام ٢٠٠٢م (١٣ عاماً)، وفي الجهة اليمنى أخذت كذلك مدة ١٣ عاماً بدأت منذ عام ١٩٩٧م ولن تنتهي حتى منتصف عام ٢٠١٠م للسوق السعودي. ونلاحظ أولاً التشابه الكبير بين حركة [نازدك] منذ البداية وحتى منتصف المدة (الخط الأحمر الظاهر في الوسط) بحركة السوق السعودي منذ البداية وحتى نهاية عام ٢٠٠٣م. وأهم شيء نستنتجه من هذه المقارنة هو أن صعود الأسواق المالية قد يمتد إلى عدة سنوات وبحدة قوية (حيث نرى أن [نازدك] ارتفع أكثر من ١٤ ضعفاً خلال هذه المدة، بينما لم يرتفع السوق السعودي أكثر من ١٠ أضعاف حتى نوفمبر ٢٠٠٥م). وثانياً إن انهيار [نازدك] أتى عقب ارتفاع حاد خلال فترة قصيرة، حيث ارتفع المؤشر لأكثر من ٧٠% خلال آخر ستة أشهر.

وبالطبع هناك نقاط إيجابية تأتي في صالح السوق السعودي خلال هذه الفترة وهي مغايرة تماماً لما حصل في [نازدك]. فبينما كان سوق [نازدك] سوقاً وهمياً لحد كبير، حيث معظم الشركات كانت تعيش في أحلام وردية وسط توقعات خيالية لمستقبل الإنترنت في عالم التجارة وتأثيرها على التقدم البشري بشكل عام، نجد أن مقومات السوق السعودي تعتبر أكثر متانة وتأتي في ظل ارتفاع تاريخي لأسعار البترول وانخفاض في معدلات الفائدة، عوضاً عن مؤشرات اقتصادية إيجابية كثيرة.

14 الهبوط الحاد الذي حدث فيما بعد (في مارس ٢٠٠٦م) جاء بعد ارتفاع حوالي ٥٠٠ نقطة في المؤشر، والتي يمكن اعتبارها الموجة الخامسة. ثم حصل الهبوط الحاد وجاء على شكل موجة a، ثم الموجة الصاعدة b، وبدأت على ما يبدو موجة c الهابطة (حتى وقت كتابة هذه الملاحظة في ١٨ أبريل ٢٠٠٦م). هذا يعني أن دورة الصعود الحالية قد انتهت ونحن في انتظار موجة صعود جديدة.

تأثير دخول المملكة لمنظمة التجارة العالمية

بعد انضمام المملكة إلى منظمة التجارة العالمية رسمياً في ديسمبر ٢٠٠٥م، فمن المتوقع حدوث تغييرات كثيرة وهامة على الاقتصاد السعودي وبالتالي على سوق الأسهم، ناهيك عن التأثيرات غير المباشرة التي تؤثر في النهاية على الحركة الاقتصادية وعلى سلوك المستهلكين، كالتغيرات الاجتماعية والثقافية المتوقعة. وبشكل عام يُنظر إلى دخول المملكة للمنظمة على أنه حدث إيجابي على المدى الطويل، لما من شأنه أن يرفع من جودة المنتجات والخدمات السعودية التي ستجد نفسها وجهاً لوجه مع منتجات وخدمات دولية متقدمة، مما سيجبر الكثير منها على الاندماج والتحالف لتقوية مكانتها التنافسية، ورفع كفاءاتها التشغيلية والإدارية. كما ستستفيد من هذا الانضمام الشركات العاملة في مجال البترول ومشتقاته، وهو المجال الذي تمتلك المملكة فيه قدرات تنافسية وميزات نسبية مقارنة ببقية الدول، وتأتي الاستفادة بسبب رفع القيود والضرائب المرتفعة على المنتجات السعودية في الدول الأوروبية وغيرها من الدول.


إلا أن من الضروري دراسة وضع كل قطاع وكل شركة من الشركات المدرجة في السوق على حدة، ودراسة التأثير المباشر لعملية الدخول على نشاطاتها، وعدم التسرع في الحكم على مدى التأثير وسرعته. على سبيل المثال، ليس صحيحاً أن الشركات الزراعية سوف تتأثر بشكل كبير بسبب سحب المعونات الحكومية عنها، وذلك لأن أنظمة التجارة العالمية لا تمنع المعونات الحكومية إذا تم استثمارها للاستهلاك الداخلي، دون التصدير، مما يعني أن الشركات الزراعية قد تستمر بالاستفادة من المعونات الحكومية (إن وجدت) لسنوات طويلة. كما أن بعض البنوك من المتوقع لها أن تندمج مع بعضها البعض لترفع من رؤوس أموالها، والبعض الآخر منها سيميز عن البنوك الأجنبية بخبراته المحلية، خصوصاً في مجال الاستثمارات الإسلامية. ومن واقع التجربة الصينية التي دخلت منظمة التجارة العالمية في عام ٢٠٠١م، فلم يتأثر القطاع المصرفي المحلي بدخول البنوك الأجنبية، بل إن بعض البنوك الأجنبية واجهت عدداً من الصعوبات في محاولاتها لتفهم طبيعة السوق الصيني، وقد أغلق بعض منها فروعه في الصين.

أما بالنسبة لسوق الأسهم نفسه، فمن المتوقع أن يواجه نشاطاً قوياً بسبب الانفتاح ولجوء الشركات السعودية إلى طرح أسهمها للاكتتاب العام لرفع رؤوس أموالها. كذلك من المتوقع دخول المزيد من السيولة إلى السوق نتيجة السماح المتوقع للمقيمين والأجانب بامتلاك الأسهم السعودية وتداولها. وفي المقابل هناك تخوف من قيام الدولة، ممثلة في صندوق الاستثمارات العامة، ببيع أسهمها في بعض الشركات المساهمة مما قد ينتج عنه ارتفاع في كميات الأسهم المعروضة، الأمر الذي سيؤدي (إن لم يتم بعناية) إلى هبوط حاد في الأسعار.



الشكل ٢٨: مقارنة افتراضية لنمو السوق الأمريكي (مؤشر [نازداك]) لمدة ١٣ عاماً والتي تعتبر أهم انطلاقة في تاريخ الأسواق الأمريكية، ونمو مؤشر السوق السعودي لفترة ١٣ عاماً منذ منتصف ١٩٩٧م (لم تنته بعد) والتي تعتبر كذلك انطلاقة هامة في تاريخ السوق السعودي. ونرى أنه بدأ انهيار [نازداك] بعد مضي ١٠,٥ عاماً، وبلغت أدنى قيمة لمؤشر [نازداك] عام ١٩٩٠م حوالي ٣٥٠ نقطة، وصل بعدها إلى حوالي ٥٠٠٠ نقطة في أول عام ٢٠٠٠م، أي حوالي ١٤ ضعفاً. بينما السوق السعودي حقق حوالي ١٠ أضعاف منذ أدنى سعر حققه في أول عام ١٩٩٩م.

الخلاصة

في هذا الباب تحدثنا عن طبيعة السوق السعودي وكيفية عمله، وتطرقتنا لبعض طرق التحليل الفني المناسبة، والتي يمكن الاستفادة منها في تحقيق نتائج جيدة في السوق السعودي. كذلك تحدثنا عن التحليل الأساسي وطرق رفع رأس المال وكيفية تحديد السعر المستهدف للعام القادم. ومن ثم أخذنا مثلاً لقائمتي الدخل والمركز المالي لإحدى الشركات كمثال لطريقة التحليل الواجب إتباعها. وتم إلقاء الضوء كذلك على أبرز جوانب التعامل في الصناديق الاستثمارية، من طريقة الاشتراك في الصندوق والبيع، إلى كيفية عمل الصناديق الإسلامية منها. وأخيراً حاولنا إعطاء نظرة مستقبلية للمسار المتوقع للأسعار في السنوات القادمة واستخدمنا في ذلك موجات إليوت من الناحية الفنية، وبعض المؤشرات الاقتصادية من الناحية الأساسية، وتطرقتنا أخيراً لتأثير الدخول في منظمة التجارة العالمية على السوق السعودي. 

لغة السوق

يستخدم المتداولون في السوق السعودي لغة خاصة للتعبير عن رأيهم في السوق، منها العبارات التالية:

أسهم الخشاش: ويقصد بها الأسهم المتدنية السعر، ضعيفة المبيعات، كثيرة الخسائر.

متعلق ومعلق: يقولها الشخص الذي اشترى أسهماً بسعر مرتفع وانخفضت بقوة فلم يستطع التخلص منها دون تحقيق خسارة كبيرة، فيكون متعلقاً بها.

مرجف وإرجاف: المرجف هو الشخص الذي يقوم بتخويف الناس من حدة الارتفاع الحاصل، فهو يمارس الإرجاف إما لتخوفه المفرط أو لتخويف الناس ليبيعوا أسهمهم وبالتالي يقوم هو بالشراء.

مطبّل ونطبيل: المطبّل هو الشخص الذي يكثر من مدح سهم هو في الغالب يملكه، فجدده يطبل كثيراً للسهم عله يرتفع!

سحب من العرض: وصف لقوة الشراء الحاصلة لسهم ما حينما تأتي الصفقات نتيجة الشراء (الأخذ من العرض)، ويقال أحياناً إن المضارب الفلاني "يلهط" كل المعروض.

نذير: التدوير هو مراوحة السهم في منطقة ضيقة إما كأمر طبيعي نتيجة تعادل قوى البيع والشراء، أو لوجود من يُعتقد بأنه يتحكم في السهم فيبقيه في هذه المنطقة.

سياسة القطيع: هي وصف لعملية اتخاذ جموع المتعاملين للقرار نفسه، فيشترون سوياً ويبيعون سوياً، وهي واحدة من طرق المضاربة المعروفة بطريقة الاندفاع أو ال momentum.

رش: هي وصف لعملية البيع التي تتم بكميات كبيرة بحيث يقوم البائع بالتخلص من أسهمه بقذفها على الواقفين في صف الطلب.

تجميع وتصريف: التجميع هو شراء السهم من قبل كبار المستثمرين على دفعات تجنباً لاضطراب السعر، والتصريف هو البيع على دفعات بهدف التخلص من السهم.

نصحيح: التصحيح هو عملية إعادة مسار السهم (أو السوق ككل) إلى مساره الطبيعي بعد أن يكون قد وصل إلى مستويات عالية جداً.

سهم نسبه: يقصد به السهم المتوقع له أن يحقق ارتفاعاً بالنسبة القصوى.

هامور وهوامير: الهامور هو المستثمر أو المضارب الكبير الذي له تأثير كبير على السهم.

أسهم عوائد وأسهم قيادية: هي أسهم الشركات الكبيرة ذات المكانة المالية القوية.

حطب السوق: تعبير خبيث يُقصد به صغار المستثمرين الذين يقوم السوق على أكتافهم، ويكونون بذلك ضحية الهبوط حين يحدث، فهم الحطب الذي يشعل النار.

توصيات

تميز الاقتصاد السعودي بالنمو القوي خلال السنوات القليلة الماضية، نتيجة الإرتفاع الحاد لأسعار البترول من ناحية ومن ناحية أخرى كنتيجة حتمية لعدد من الإصلاحات الاقتصادية التي بدأت تؤتي ثمارها. وبلا شك إن التحسن الملحوظ في عمل سوق الأسهم السعودي والضوابط التي تديره قد جاء ليمنح الثقة في الشركات السعودية ويفتح قنوات جديدة للاستثمار ويسهم في دعم الاقتصاد الوطني. وبالرغم من حجم الانجازات التي تحققت إلا أن المستثمر لا يزال يطمح بالمزيد من التطوير والعمل على إزالة جميع المعوقات، بدءاً بتطبيق جميع أوجه نظام السوق المالية، ودعم شركات الوساطة الجديدة أمام المنافسين الحاليين، إلى جانب تنظيم عمل صناديق الاستثمار، وتفعيل أوامر التداول المتقدمة، وما إلى ذلك.

فيما يلي استعراض لأهم التوصيات الموجهة لجميع من له اهتمام بسوق الأسهم السعودية، خاصة المسؤولين ومتخذي القرار في كل من هيئة السوق المالية ومؤسسة النقد العربي السعودي ووزارتي المالية والتجارة والصناعة على أمل أن يجدوا فيما يعرض هنا من ملاحظات واقتراحات فائدة ولو بسيطة، وأن تسهم هذه التوصيات في تطوير السوق ودفعه إلى المزيد من التقدم والنجاح.

١. لا تزال هناك حاجة ماسة لدعم البنية الأساسية للسوق من خلال إعداد كافة اللوائح التنفيذية لنظام السوق المالية وتطبيقها سعيًا لتحقيق جميع أهداف النظام، ويشمل ذلك وضع المعايير اللازمة لقصر عملية إدراج الشركات المساهمة على الشركات ذات السمعة الجيدة والمكانة الاقتصادية القوية، والتركيز على زيادة مستوى الإفصاح عند الاكتتاب.

٢. المسارعة في تنظيم عمل الصناديق الاستثمارية، وتوفير المزيد من الشفافية عن أدائها وطريقة عملها وما يحكمها من ضوابط وقوانين، وكيفية احتساب سعر الوحدة فيها، وطريقة حساب مصروفات الصندوق، وغيرها، وذلك نظراً لضخامة حجم هذه الصناديق وما تحتويه من أموال. ومن الضروري متابعة أي محاولات للقيام بعمليات التداول الاستباقية Front Running، والتي من خلالها يستطيع شخص لديه معرفة بتوجهات الصندوق البيع أو الشراء قبل قيام الصندوق بذلك.

٣. لا تزال أسعار العمولة مرتفعة جداً مقارنة بما هو معمول به عالمياً، الأمر الذي له تأثير سلبي على مستوى السيولة وفيه ضرر كبير على المتعاملين، حيث من المعروف أن البنوك في المملكة يمنحون

كبار المتعاملين، دون صغارهم، معدلات عمولة متدنية، تصل أحياناً إلى أكثر من ٧٥% من رسوم العمولة الرسمية.

٤. لا يزال الحد الأدنى لتغير الأسعار كبيراً جداً مقارنة بما هو معمول به عالمياً، هذا بالرغم من تخفيضه من ريال واحد إلى ٢٥ هللة حالياً، والأفضل خفضه إلى هللة واحدة لتشجيع السيولة وتقليل تكلفة التداول على المتعاملين في السوق.

٥. لا بد من النظر في إضافة بعض الأوامر المتقدمة مثل أوامر إيقاف الخسارة، وتحديد أقل كمية للتنفيذ، وتحديد الكمية المعلنة، وجعل هذه الأوامر في متناول الجميع، راجع شرح أنواع الأوامر في صفحة ١١٣.

٦. لا بد من النظر في إمكانية إدخال أمر البيع المسبق (أمر شورت)، أو إيجاد أوامر تداول تقوم مقامه، وذلك من أجل جعل السوق في حالة توازن دائم ولمنع جنوح الأسعار إلى مستويات عالية غير مقبولة من ناحية، ومن ناحية أخرى للتهوض بالأسعار بعد فترات هبوط حادة، راجع شرح الفكرة ابتداءً من صفحة ١٠١.

٧. هناك حاجة ماسة لإيجاد صناع للسوق يعملون فيه بشكل رسمي، ويحصلون على ترخيص من الهيئة ويلتزمون بالشروط والضوابط اللازمة لمد السوق بالسيولة الكافية في كل الأوقات، ونشر العدالة فيه وتحسينه ضد التلاعب والسيطرة.

٨. يجب على الفور إبطال الإجراء المتبع حالياً، والمتمثل بإلغاء الأوامر المفتوحة في نهاية كل يوم، والمخالف للطريقة التي صُم على أساسها نظام التداول، مما يضطر المتعاملين إلى إعادة إدخال أوامرهم في كل يوم. وهذا الإجراء الحالي يؤدي في واقع الأمر إلى سحب السيولة من السوق، ولا يساعد على إيجاد سوق قوي قادر على امتصاص أوامر البيع والشراء الطارئة.

٩. تحتاج عملية إدارة أحقية الأسهم بعد إجراء تغييرات في رأس المال أو في هيكل الشركة المالي إلى تنظيم معين يمنع اللبس والتشويش وضياح حقوق المستثمرين. على سبيل المثال، عند إعلان رفع رأس المال يمكن إصدار أسهم إضافية تُعطى رمزاً جديداً ويمكن تداولها كبقية الأسهم في السوق، راجع شرح هذه الفكرة في صفحة ٥٢٨.

١٠. من الضروري أن توحيد صيغة الإعلانات الرسمية الخاصة بالشركات، بحيث يتضح من إعلان نتائج أعمال الشركة مقدار الأرباح التشغيلية وغير التشغيلية، وتوضح جميع الأرقام مقارنة بالفصل السابق

والفصل المقابل من العام الماضي. ومن الواجب كذلك استخدام صيغ موحدة لبقية الإعلانات مثل رفع رأس المال، وصرف الأرباح وغيرها.

١١. إعادة النظر في عملية تخصيص أسهم الاكتتاب، بحيث تتم مراعاة صغار المستثمرين والمحتاجين أكثر من كبار المستثمرين والمقتدرين، راجع شرح هذا الاقتراح في صفحة ٤٨٧، وكذلك النظر في إيجاد عملية توازن بين نسبة ما يحصل عليه المؤسسون وما يحصل عليه بقية الناس.

١٢. يجب على هيئة السوق المالية منع الشركات التي ستطرح أسهمها في السوق من الإعلان عن الطرح بأساليب تسويقية تجارية، والكتفاء بما هو مذكور في نشرة الاكتتاب. راجع ما ذكر عن طرح الأسهم في الولايات المتحدة (صفحة ٨٦) وأهمية فترة الهدوء Quiet Period.

١٣. هناك حاجة لقيام النظام الآلي لمعلومات الأسهم (تداول) بتعديل أسعار الأسهم التاريخية عقب كل عملية محاسبية تقوم بها الشركة المساهمة، كما هو متبع في الأسهم الدولية، بحيث تكون الأسعار التاريخية الصادرة من (تداول) أسعار رسمية دقيقة وشاملة وصحيحة، تأخذ في الحسبان تغير سعر السهم بعد رفع رأس المال وخفضه، وبعد التجزئة، وبعد دفع الأرباح الموزعة وما إلى ذلك.

١٤. يفضل أن تكون الأسعار الظاهرة في موقع تداول فورية بدلاً من تأخيرها لمدة خمس دقائق، والتي حسب علمنا عملت بهذا الشكل لكون الأسعار الفورية تباع فقط للشركات المتخصصة والوسطاء. إلا أن ذلك لا يؤثر كثيراً على تجارة هذه الشركات المتخصصة لأن عملها يقوم على نشر معلومات فنية ومالية كثيرة ودعم المتداولين بطرق عديدة، وليس فقط عن طريق بث الأسعار الفورية.

خاتمة




ها نحن قد وصلنا إلى نهاية المطاف بعد رحلة طويلة في عالم الاستثمار، وأبارك للقارئ مواصلته القراءة ووصوله إلى هذه النقطة. وفي تقديري إن أقل ما يمكن أن يخرج به القارئ هو المعرفة العامة والشاملة للاستثمار، لاسيما الاستثمار في الأسهم.

إن الاستثمار في الأسهم لا يختلف عن أي تجارة أخرى من حيث خطورته وحجم العائد المتوقع منه. فمن أكثر الأخطاء شيوعاً في أسواق الأسهم تفشي ظاهرة المجازفة غير المدروسة. فالمجازفة ضرورية لتحقيق أي ربح مجز في سوق الأسهم، ولكن يجب أن يكون الشخص على إدراك بحجم المجازفة التي يقوم بها. فالمستثمر الحذر يقيس نسبة المجازفة مقابل العائد الذي يسعى إليه، ويسعى جاهداً إلى الحفاظ على رأس ماله قدر الامكان. إن الطريقة الوحيدة المتفق عليها لتحقيق ربح غير عادي في سوق الأسهم تتم بالقبول بنسبة مجازفة غير عادية، وذلك وفقاً لفرضية كفاءة السوق. إلا أن الكثير من المستثمرين يسعون لتحقيق ربح غير عادي، متناسين أنهم بالضرورة مجازفين بشكل أكبر من عادي. ولا بأس في ذلك، بل إن هذا هو الطريق الصحيح لتحقيق أرباح مجزية، ولكن يجب ألا يتم ذلك بالافتراض الطائش ولا أن يكون بالمجازفة بقدر من المال أكبر مما يستطيع الشخص أن يتحمل.

إن من أكبر الأخطاء التي يقع فيها المستثمر الجديد عدم إدراك أبسط المفاهيم الخاصة بعلم الإحصاء تلك المعنية بدراسة حساب الاحتمالية (Probability). فكون الشخص قام بشراء سهم بسعر معين وباعه بسعر أعلى في اليوم التالي لا يعني أن الشخص قد توصل إلى درب الثراء المؤكد وتملك مفاتيحه السحرية، بل عليه التساؤل عن مدى احتمال خروجه غانماً في نهاية المطاف. إن من يتعامل في ألعاب القمار يضع ١٠ آلاف دولار على طاولة اللعبة ليجد خلال ثوان قليلة أنه ربح فوق ذلك مبلغ ١٠ آلاف دولار، هذا بالرغم من أنه معروف بشكل قاطع أن احتمال الفوز يعود في نهاية الأمر لصف دار القمار وضد المقامر. فيجب الانتباه إلى عدم جعل الاستثمار والمضاربة ضرب من ضروب القمار، ولكن لا بأس من المضاربة المدروسة وتلك التي يتم فيها التعامل بطرق

التحليل الفني السليمة، واستخدام عقود الخيار والعقود الأجلة، مع الالتزام بنظام صارم للدخول والخروج من الأسهم وعدم القفز من طريقة لأخرى، والتأكد دائما من التحكم السليم برأس المال. وقبل أن يفكر الشخص بتحقيق أي ربح عليه أن يتخلص من الأخطاء الشائعة التي قد تكلفه مبالغ كبيرة، كالدخول والخروج من السوق في الأوقات الخاطئة، والاستماع لآراء واجتهادات خاطئة بل وأحيانا مضللة، وعدم الفهم السليم لما يدور في السوق من أحداث وتطورات. ومن ثم على الشخص معرفة الأسس الصحيحة لتنمية رأس المال ومعرفة العوائد الممكنة من تلك الغير ممكنة.

مع تمنياتي لكم جميعاً بدوام الصحة والثراء. 

المؤلف