



المادة التحضيرية

لاختبار هيئة السوق المالية - 3 (CME-3)

الخاص في

(شهادة وسطاء الأسهم)

الطبعة الثانية

رقم الإصدار: 1.00

تاريخ الإصدار: يناير 2018 م

٣ هيئة السوق المالية ، ١٤٣٤ هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

هيئة سوق المال
المادة التحضيرية لاختبار هيئة السوق المالية الخاص في ()
شهادة وسطاء الأسهم (3 - CME) . / هيئة سوق المال .- الرياض
١٤٣٤ هـ ،

ص. ٤ . .سم

ردمك: ١-٦-٣-٩٠٤٠٣-٦٠٣-٩٧٨

١- الاستثمار ٢- الشركات المساهمة أ.العنوان
ديوي ٣٣٢,٦
١٤٣٤/١٤٠

رقم الإيداع: ١٤٣٤/١٤٠
ردمك: ١-٦-٣-٩٠٤٠٣-٦٠٣-٩٧٨

المادة التحضيرية لاختبار شهادة وسطاء الأسهم

تنوه هيئة السوق المالية بأن هذا الكتاب يُعدّ كتاباً إرشادياً تعليمياً فقط، ولا تتحمل هيئة السوق المالية مسؤولية أي شخص يقوم بالاتجار أو الاستثمار بناءً عليه بأي شكل كان.

وفي الوقت الذي بُذل فيه كلّ جهدٍ ممكن لضمان دقة المعلومات الواردة فيه، فإن هيئة السوق المالية لا تتحمل أي خسارة تنجم عن تعامل أي شخص أو إحجامه عن التعامل نتيجة اتباعه ما ورد في هذا الكتاب. وتود الهيئة التأكيد أن هذه المادة العلمية لا تُعد مرجعاً قانونياً، ويجب الاعتماد دائماً على نسخ اللوائح والقواعد المنشورة في موقع الهيئة.

إن حقوق هذا الكتاب كافة محفوظة لهيئة السوق المالية، ولا يمكن إعادة إصدار كلّ أو جزء من هذا الكتاب، أو تخزينه بشكل يمكن استعادته أو نقله بأي شكل أو وسيلة، سواء عن طريق إلكتروني، أم آلي، أم عن طريق النسخ أو التسجيل، أم غيره دون الحصول على إذن سابق من هيئة السوق المالية.

تحذير: إن أي عمل غير مآذون فيه يتعلق بكلّ أو بأي جزء من مادة هذا الكتاب، يخول هيئة السوق المالية رفع دعوى مدنية بإلحاق أضرار.

هناك خارطة تعليمية ملحقّة في نهاية هذا الكتاب، تحتوي على مجمل المنهج الدراسي، لذا يرجى ملاحظة أن الاختبار يعتمد على المنهج الدراسي.

تمهيد

إن المادة التحضيرية لاختبار شهادة وسطاء الأسهم تُعدّ إحدى المواد المتخصصة ضمن سلسلة المواد التأهيلية التي تقدمها هيئة السوق المالية، وقد تم تطوير هذه المادة تحديداً لتلبية حاجة الأشخاص المرتبطين ارتباطاً مباشراً بأداء وظيفة تداول الأوراق المالية لدى الأشخاص المرخص لهم، ولا سيما أولئك الذين يمارسون أنشطة الوساطة، والتعامل، وتقديم المشورة للمستثمرين، إضافةً إلى إدارة المحافظ الاستثمارية للعملاء. لقد طُورت هذه المادة لتساعد المتقدمين للاختبار على اكتساب المعارف الأساسية والمعلومات اللازمة المتعلقة بتلك الأنشطة، وكذلك لإعدادهم للدخول لاختبار شهادة المتعاملين/الوسطاء.

قُسِّم هذا الدليل التعليمي إلى جزأين، وأربعة عشر فصلاً على النحو الآتي:

الجزء الأول: عمليات أسواق الأوراق المالية

- الفصل الأول: أسواق الأوراق المالية
- الفصل الثاني: شراء وبيع الأوراق المالية
- الفصل الثالث: فهم سلوكيات السوق
- الفصل الرابع: منهج المالية السلوكية
- الفصل الخامس: تقييم الأوراق المالية
- الفصل السادس: تحليل الأسهم
- الفصل السابع: إجراءات وقرارات الشركات

الجزء الثاني: التشريعات المنظمة لعمل الوسطاء/المتعاملين

- الفصل الثامن: نظام السوق المالية.
- الفصل التاسع: لائحة أعمال الأوراق المالية.
- الفصل العاشر: لائحة الأشخاص المرخص لهم: عملية الترخيص
- الفصل الحادي عشر: لائحة الأشخاص المرخص لهم: ممارسة الأعمال

- الفصل الثاني عشر: لائحة الأشخاص المرخص لهم: متطلبات النظم والإجراءات الرقابية
- الفصل الثالث عشر: لائحة سلوكيات السوق
- الفصل الرابع عشر: قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

وتجدر الإشارة إلى أن الجزء الثاني من هذا الدليل التعليمي يقدم شروحات تركّز على نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، ذات علاقة مباشرة بالوسطاء/المتعاملين وما يرتبط بهم من وظائف أو مهام. وهنا ننصح المتقدمين للاختبار بالرجوع إلى التشريعات الأصلية للاطلاع على جميع اللوائح والقواعد المنظمة لأنشطة الأشخاص المرخص لهم.

قائمة المحتويات

الجزء الأول: عمليات أسواق الأوراق المالية

1 أسواق الأوراق المالية

مقدمة

1.1 الاستثمار

1.1.1 ما المقصود بالاستثمار؟

2.1.1 المستثمرون الأفراد مقابل المؤسسات الاستثمارية

2.1 سوق الأوراق المالية وسوق الأسهم

1.2.1 السوق الأولية

2.2.1 السوق الثانوية

3.2.1 دور سوق الأسهم

3.1 أنواع الأوراق المالية

1.3.1 أوراق سوق النقد

2.3.1 الأسهم

3.3.1 السندات

4.3.1 الصكوك

5.3.1 المشتقات المالية

4.1 عملية الاستثمار

1.4.1 عناصر العملية الاستثمارية

2.4.1 مفاهيم عوائد الاستثمار

3.4.1 احتساب عوائد الاستثمار

2 شراء وبيع الأوراق المالية

مقدمة

1.2 أنواع الأوامر

- 1.1.2 أمر السوق
- 2.1.2 أمر الإيقاف
- 3.1.2 أمر محدد السعر
- 4.1.2 أمر الإيقاف المحدد
- 5.1.2 الخصائص الزمنية للأوامر (الأوامر المشروطة زمنياً)

2.2 تداول الأسهم

- 1.2.2 تنفيذ الصفقات
- 2.2.2 مبدأ مقابلة الأوامر
- 3.2.2 فهم عرض أسعار الأسهم

3.2 البيع على المكشوف

- 1.3.2 ما المقصود بالبيع على المكشوف؟
- 2.3.2 لماذا البيع على المكشوف؟
- 3.3.2 أمثلة للبيع على المكشوف
- 4.3.2 مخاطر البيع على المكشوف
- 5.3.2 مزايا ومساوئ البيع على المكشوف

4.2 تداول الهامش المغطى

- 1.4.2 ما المقصود بـ"عملية تغطية الهامش"؟
- 2.4.2 أساليب استيفاء طلب الهامش
- 3.4.2 الأثر التمويلي للتداول بالهامش المغطى

5.2 أنواع الأسهم

- 1.5.2 أسهم النمو
- 2.5.2 أسهم النمو مقابل أسهم القيمة
- 3.5.2 أسهم النخبة أو أسهم الشركات المتميزة (Blue-chip stocks)

- 4.5.2 أسهم الشركات الكبيرة
- 5.5.2 أسهم المضاربة
- 6.5.2 الأسهم منخفضة القيمة (Penny stocks)
- 7.5.2 الأسهم الدفاعية
- 8.5.2 الأسهم الهجومية
- 9.5.2 الأسهم الدورية
- 10.5.2 الشركات الدفاعية (Counter – Cyclical)

3 فهم سلوكيات السوق

مقدمة

1.3 مؤشرات سوق الأسهم

- 1.1.3 ما المقصود بمؤشر سوق الأسهم؟
- 2.1.3 وزن المؤشرات
- 3.1.3 المؤشرات الدولية الرئيسية

2.3 عوامل مؤثرة في سوق الأسهم

- 1.2.3 العرض والطلب على الأسهم
- 2.2.3 معلومات خاصة بالشركة ومعلومات غير خاصة بها
- 3.2.3 أسعار الفائدة وسوق الأسهم
- 4.2.3 الأحداث العالمية وأسواق الأسهم

3.3 كفاءة السوق

- 1.3.3 ما المقصود بـ"كفاءة السوق"؟
- 2.3.3 عدم القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم
- 3.3.3 أشكال كفاءة السوق
- 4.3.3 أنماط سلوك الأسهم (Anomalies)
- 5.3.3 آثار السياسات
- 6.3.3 إستراتيجية الاستثمار في سوق ذات كفاءة

4 منهج المالية السلوكية

مقدمة

- 1.4 ما المقصود بمنهج المالية السلوكية؟
- 2.4 الإرساء (الارتباط الوثيق)
- 3.4 المحاسبة الذهنية (العقلية) – التمييزية
- 4.4 مغالطة المقامرین
- 5.4 سلوك القطيع
- 6.4 ردّ الفعل المضطرب
- 7.4 نظرية التوقع والاحتمالات (Prospect Theory)

5 تقييم الأوراق المالية

مقدمة

1.5 تقييم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

- 1.1.5 ما الأوراق المالية ذات الدخل الثابت؟
- 2.1.5 أنواع السندات
- 3.1.5 مصطلحات السندات
- 4.1.5 تقييم السندات
- 5.1.5 نظريات تقييم السندات
- 6.1.5 الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

2.5 تقييم الأسهم

- 1.2.5 القيمة الجوهرية
- 2.2.5 نموذج خصم توزيعات الأرباح
- 3.2.5 نسبة السعر إلى الربح (مكرر الأرباح)
- 4.2.5 تقييم التدفقات النقدية

6 تحليل الأسهم

مقدمة

1.6 ما المقصود بتحليل الأسهم؟

2.6 التحليل الأساسي

- 1.2.6 طريقة التحليل التنازلي "من أعلى إلى أسفل"
- 2.2.6 طريقة التحليل التصاعدي "من أسفل إلى أعلى"

3.6 التحليل الفني

4.6 أدوات التحليل الفني

- 1.4.6 الاتجاهات
- 2.4.6 الدعم والمقاومة
- 3.4.6 تحليل الحجم
- 4.4.6 استخدام الرسوم البيانية
- 5.4.6 أنماط الرسوم البيانية

5.6 التحليل الأساسي مقابل التحليل الفني

- 1.5.6 أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
- 2.5.6 أفضلية التحليل الأساسي (وجهة نظر المحللين الأساسيين)
- 3.5.6 أفضلية التحليل الفني (وجهة نظر المحللين الفنيين)

7 إجراءات وقرارات الشركات

مقدمة

1.7 الأرباح الموزعة (ربح الأسهم)

- 1.1.7 ما الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) للأسهم
- 2.1.7 تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم
- 3.1.7 الأرباح كأداة دلالية
- 4.1.7 دفع أرباح الأسهم أم عدم دفعها؟

2.7 تغيرات رأس المال

- 1.2.7 إصدار حقوق الاكتتاب
- 2.2.7 إصدار أسهم منحة
- 3.2.7 تجزئة الأسهم

3.7 الاندماج والاستحواذ

- 1.3.7 ما المقصود بـ"عمليات الاندماج والاستحواذ"؟
- 2.3.7 مصادر التآزر أو التضافر (القيمة الإضافية)
- 3.3.7 أنواع الاندماج
- 4.3.7 تجزئة الشركات وفصلها

4.7 الطرح الأولي للاكتتاب العام (IPO)

- 1.4.7 ما المقصود بالطرح الأولي للاكتتاب العام؟
- 2.4.7 فوائد التحول إلى شركة عامة مدرجة
- 3.4.7 عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام
- 4.4.7 عملية الاكتتاب العام في السوق المالية السعودية
- 5.4.7 ما بعد الاكتتاب والإدراج

القسم الثاني: لوائح المتعاملين والوسطاء

8 نظام السوق المالية

المقدمة

1.8 الأوراق المالية

- 1.1.8 الاستثمارات التي تمثل "أوراقاً مالية"
- 2.1.8 الاستثمارات التي لا تمثل "أوراقاً مالية"

هيئة السوق المالية	2.8
1.2.8 أهداف هيئة السوق المالية	
المؤسسات السعودية الأخرى	3.8
1.3.8 السوق المالية السعودية (تداول)	
2.3.8 لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية	
3.3.8 مركز إيداع الأوراق المالية "المركز" (تداول)	
تنظيم الوسطاء	4.8
1.4.8 متطلبات الوسطاء	
2.4.8 نشاطات الوسيط	
3.4.8 سلطة السوق المالية على الوسطاء	
الإفصاح	5.8
1.5.8 الإفصاح في نشرة الإصدار	
تنظيم الشراء والعرض المقيد للأسهم	6.8
العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات (عام)	7.8
لائحة أعمال الأوراق المالية	9
المقدمة	
ممارسة نشاط الأوراق المالية	1.9
1.1.9 نشاط الأوراق المالية	
2.1.9 ممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة	
3.1.9 الأشخاص المخول لهم ممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة	
إعلانات الأوراق المالية	2.9
1.2.9 تعريف إعلانات الأوراق المالية	
2.2.9 دور الأشخاص المرخص لهم	

10 لائحة الأشخاص المرخص لهم: عملية الترخيص

المقدمة

1.10 مبادئ الأشخاص المرخص لهم

1.1.10 المبادئ الأحد عشر

2.10 الترخيص

1.2.10 متطلبات الترخيص

2.2.10 معايير القدرة والملاءمة

3.2.10 متطلبات الاحتفاظ بالسجلات

3.10 الأشخاص المسجلون

1.3.10 الوظائف واجبة التسجيل

2.3.10 متطلبات التسجيل

3.3.10 مسؤوليات الشخص المسجل

4.3.10 إلغاء التسجيل

11 لائحة الأشخاص المرخص لهم: ممارسة الأعمال

1.11 ممارسة الأعمال

1.1.11 الهدايا والحوافز

2.1.11 ترتيبات العمولة الخاصة

3.1.11 سرية المعلومات

4.1.11 الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات (الأسوار الصينية)

2.11 قبول العملاء

1.2.11 تصنيف العملاء

2.2.11 نظام مكافحة غسل الأموال

3.2.11 شروط تقديم الخدمات للعملاء

4.2.11 متطلبات "اعرف عميلك"

3.11 العلاقة مع العملاء

1.3.11 واجبات الأمانة

2.3.11 تضارب المصالح

3.3.11 التعاملات ذات المخاطر

4.3.11 إقراض العملاء

5.3.11 الهامش

4.11 تقديم التقارير للعملاء

1.4.11 إشعار تنفيذ الصفقات

2.4.11 التقارير الدورية

3.4.11 متطلبات حفظ سجلات الصفقات

4.4.11 التعاملات الشخصية للموظفين

5.4.11 الاتصالات الهاتفية

12 لائحة الأشخاص المرخص لهم: متطلبات النظم والإجراءات الرقابية

1.12 النظم والإجراءات الرقابية

1.1.12 توزيع المسؤوليات

2.1.12 وضع النظم والإجراءات الرقابية والإشراف عليها

3.1.12 المراجعة من قبل الجهاز الإداري

4.1.12 المطابقة والالتزام

5.1.12 تكليف جهات خارجية

6.1.12 المراجعة والمعاينة

7.1.12 تسوية الشكاوى

8.1.12 الموظفون

9.1.12 استمرارية الأعمال

10.1.12 إتاحة السجلات

2.12 أموال وأصول العملاء

1.2.12 متطلبات الفصل

2.2.12 أموال العملاء

3.2.12 الاحتفاظ بأموال العميل لدى بنك

- 4.2.12 الدفع وسحب أموال العملاء
- 5.2.12 الأموال التي لم تعد أموال عملاء
- 6.2.12 العمولة
- 7.2.12 السجلات وتقرير مراجع الحسابات
- 8.2.12 التأكيد بشأن أرصدة حسابات العملاء
- 9.2.12 التسويات الخاصة بحسابات العملاء

3.12 قواعد أصول العملاء

- 1.3.12 أصول العملاء والفصل
- 2.3.12 ملكيات حسابات أصول العملاء
- 3.3.12 حفظ وتسجيل أصول العملاء
- 4.3.12 إقراض أوراق مالية عائدة لعميل
- 5.3.12 تقييم أمين الحفظ

13 لائحة سلوكيات السوق

مقدمة

1.13 منع التلاعب بالسوق

- 1.1.13 منع التصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب وتضليل
- 2.1.13 التصرفات أو الممارسات التي تشكل تلاعباً وتضليلاً

2.13 التداول بناءً على معلومات داخلية

- 1.2.13 الإفصاح عن المعلومات الداخلية
- 2.2.13 المطلعون على معلومات داخلية
- 3.2.13 المعلومات الداخلية
- 4.2.13 حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية والتداول بناءً عليها

3.13 البيانات غير الصحيحة

- 1.3.13 حظر التصريح ببيانات غير صحيحة
- 2.3.13 الإشاعات
- 3.3.13 مفهوم البيانات غير الصحيحة
- 4.3.13 المسؤولية عن البيانات غير الصحيحة

4.13 سلوك الأشخاص المرخص لهم

- 1.4.13 التصرف في حال تلاعب العملاء والتداول بناءً على معلومات داخلية
- 2.4.13 تجميع أوامر العملاء
- 3.4.13 التعامل السابق لنشر البحوث
- 4.4.13 المسؤولية عن تصرفات الآخرين

14 قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

مقدمة

1.14 تعريفات

2.14 متطلبات مكافحة غسل الأموال ومحاربة تمويل الإرهاب

1.2.14 المبادئ

2.2.14 المبالغ النقدية

3.14 العناية الواجبة تجاه العميل

1.3.14 قبول العميل

2.3.14 الأشخاص السياسيون ذوو المخاطر العالية بحكم مناصبهم

3.3.14 الهيئات والمؤسسات غير الهادفة للربح

4.3.14 الاعتماد على طرف ثالث للقيام بإجراءات العناية الواجبة تجاه العميل

5.3.14 علاقات العمل مع العميل دون مقابلته

6.3.14 إجراءات العناية المستمرة تجاه العميل والعمليات غير العادية

7.3.14 مراجعة وتحديثات السجلات

4.14 حفظ السجلات

1.4.14 متطلبات حفظ السجلات

5.14 العمليات المشتبه فيها

1.5.14 الإبلاغ عن العمليات المشتبه فيها

2.5.14 حظر تحذير العملاء

6.14 السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية

1.6.14 السياسات الداخلية والالتزام

2.6.14 المراجعة الداخلية

3.6.14 التعليم والتدريب

خريطة المنهج التعليمي

إجابات عن عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

الجزء الأول: عمليات أسواق الأوراق المالية

الفصل الأول

فهم أسواق الأوراق المالية

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.1 الاستثمار

1.1.1 ما المقصود بالاستثمار؟

2.1.1 المستثمرون الأفراد مقابل المؤسسات الاستثمارية

2.1 سوق الأوراق المالية وسوق الأسهم

1.2.1 السوق الأولية

2.2.1 السوق الثانوية

3.2.1 دور سوق الأسهم

3.1 أنواع الأوراق المالية

1.3.1 أوراق سوق النقد

2.3.1 الأسهم

3.3.1 السندات

4.3.1 الصكوك

5.3.1 المشتقات المالية

4.1 عملية الاستثمار

1.4.1 عناصر العملية الاستثمارية

2.4.1 مفاهيم عوائد الاستثمار

3.4.1 احتساب عوائد الاستثمار

مقدمة

يربط معظم الناس بين أنشطة الاستثمار وبين إنشاء شركة ما أو إدارتها أو الاستثمار في سوق الأسهم، غير أن المعنى الحقيقي للاستثمار وما ينطوي عليه نادراً ما يحظى بتفكير عميق. ينبغي أن يكون لدى الشخص المباشر لأعمال صناعة الأوراق المالية - متعاملاً كان أم وسيطاً - فهم أعمق لمختلف أنواع الاستثمار والعمليات والمتغيرات ذات الصلة في تحديد الاستثمار الناجح. يقدم هذا الفصل العناصر الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية، من خلال مناقشات عامة لسوق الأوراق المالية الأولية والثانوية، إضافةً إلى دور أسواق الأسهم، وأنواع الأوراق المالية، وعملية الاستثمار، وطرق قياس العائد على الاستثمار.

1.1 الاستثمار

1.1.1 ما المقصود بالاستثمار؟

الهدف التعليمي 1.1.1 (أ) - التعرف على تعريفات الاستثمار والأنواع المختلفة من الاستثمارات وما يرتبط بها من العوائد والمخاطر المتوقعة

الهدف التعليمي 1.1.1 (ب) - فهم الفرق بين الاستثمار والمضاربة

إن الاستثمار يعني التوظيف أو التخلي حالياً عن قدر من المال فترة معينة من الوقت لجني عوائد مستقبلية تعوض المستثمر عن المخاطر وعدم التيقن بالمتحصلات المستقبلية، وكذلك عن معدل التضخم المتوقع والقيمة الزمنية للأموال الموظفة. وبمعنى آخر، يعبر الاستثمار عن التضحية بالثروة الحالية (أو الاستهلاك الحالي) للحصول على ثروة مستقبلية متوقعة. والثروة الحالية هي عادة في شكل مبلغ من مال أو نقد معلوم الصفة، بمعنى أنه ينتمي بالفعل إلى المستثمر، أما الثروة المستقبلية المتوقعة فتحمل عنصر المخاطرة وعدم التيقن بنتائجها، سواء من حيث حجمها أم توقيتها. وهنا يجب تعويض المستثمر عن تحمل المخاطر، فكلما زادت المخاطر، زادت بالتالي المكاسب المتوقعة.

في المجال المالي، لكل من "الاستثمار" و"المضاربة" معانٍ محددة للغاية. يُقصد بمصطلح الاستثمار مساهمة الشخص بماله لنمو رأس المال في مؤسسة أعمال. إنه التزام طويل الأجل لرأس المال ولا يتعامل المستثمر بالأسهم لتحقيق أرباح سريعة. ولا يحاول المستثمر توقيت استثماراته أو تحديد أي الأسهم تؤدي الأداء الأفضل. يحتفظ المستثمر الذكي بمحفظة متوازنة؛ بمجموعة متنوعة من الاستثمارات من أجل تقليل المخاطر. ويقبل المستثمرون أي عوائد تدفعها الأسواق مقابل استثماراتهم ما دامت تناسب مستوى المخاطر التي تنظمها للاستثمار.

ومن ناحية أخرى، تُعدّ المضاربة مجرد شراء وبيع للأسهم (أو الأوراق المالية) لتحقيق أرباح. يحاول المضاربون التغلب على السوق أو التفوق على أدائه، أي تحقيق نتائج أفضل من المستثمرين الآخرين، من خلال التوقيت الذكي، والتنبؤ، أو الانتقاء، إذ ينتقي المضاربون أسهم فردية يعتقدون أنها سوف تؤدي أداءً أفضل من السوق إجمالاً. ويحرك المضاربون أموالهم بصورة نشيطة دخولاً وخروجاً من الأسواق وذلك بناءً على توقعاتهم قصيرة الأجل. وربما يستخدمون التحليل الأساسي، أو التحليل الفني، أو التحليل الاقتصادي الدوري، أو أي شكل آخر من أشكال التحليل ليعرفوا متى وماذا يشترون ويبيعون. وتجدر الإشارة إلى أن المضاربة ليست بالضبط مثل المقامرة؛ وذلك لأن المضاربين يحاولون اتخاذ قرار مدروس بشأن اتجاه التداول، أما المقامرة فهي مجرد لعبة حظ خالص.

يقوم القرار الاستثماري على عنصرين: المخاطر، ومعدل العائد المتوقع، وهنالك علاقة مباشرة بين هذين العنصرين: فإذا أراد المستثمر عوائد متوقعة عالية، فينبغي له أن يكون مستعداً لتحمل مخاطر عالية، وأما إذا كان المستثمر لا يريد أخذ المخاطرة، فعليه أن يتوقع عوائد منخفضة. ويوضح الجدول التالي أنواعاً مختلفة من الاستثمارات وما يرتبط بها من مخاطر وعوائد متوقعة:

الجدول 1 - 1: أنواع مختلفة من الاستثمارات وما يرتبط بها من عوائد ومخاطر متوقعة.

نوع الاستثمار	الاستثمار في	شكل التضحية الحالي	شكل الثروة المستقبلية المتوقعة	طبيعة المخاطر وعدم اليقين
إنشاء مشروع صناعي	أصول إنتاجية	رأس المال لتمويل أصول ثابتة، وأصول متداولة، ومصاريف تشغيل	أرباح، تدفقات نقدية	عدم اليقين في المبيعات والتكاليف والأرباح وطلبات المستهلكين والأوضاع الاقتصادية
شراء أسهم في سوق الأسهم	أصول مالية	سعر شراء الأسهم	حصة توزيعات الأرباح وسعر البيع المستقبلي	شكوك في دفع الأرباح وقيمة السهم
الدراسة للحصول على شهادة جامعية	رأسمال بشري	رسوم وكتب ووقت	وظيفة أفضل ومرتب جيد	عدم يقين في سوق الوظائف والإنجاز الأكاديمي
شراء أرض للمضاربة	عقارات	سعر الشراء	الإيجارات وسعر البيع	عدم يقين في العرض والطلب على العقارات

2.1.1 المستثمرون الأفراد مقابل المؤسسات الاستثمارية

الهدف التعليمي 2.1.1- فهم الخصائص والسلوكيات الاستثمارية المختلفة بين الأفراد والمؤسسات

يمكن تصنيف المستثمرين بشكل واسع في سوق الأوراق المالية إلى أفراد ومؤسسات، ويقصد بالمستثمرين الأفراد - الأشخاص مثلي ومثلثك إذ نقوم باستثمارات شخصية في سوق الأوراق المالية مستخدمين مدخراتنا، أما المستثمرين من المؤسسات أو المؤسسات الاستثمارية في المقابل، فهي مؤسسات تدير أوعية أو مجموعة من الأموال من أجل استثمارها في سوق الأوراق المالية. ومن أمثلتها: صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، والجمعيات، وجهات إدارة الأصول، والشركات وغيرها. وسبب هذا التصنيف أن المجموعتين تتصرفان بشكل مختلف تماماً بالنسبة إلى السلوك الاستثماري. ويجب أن يعرف الوسيط/المتعامل أوجه الاختلاف بينهما من أجل توفير خدمات فعالة لهما. ويلخص الجدول التالي الخصائص والسلوك الاستثماري للمستثمرين الأفراد مقابل المؤسسات الاستثمارية.

الجدول 1 - 2: الخصائص والسلوك الاستثماري للأفراد مقابل المؤسسات الاستثمارية.

المعايير	المستثمرون الأفراد	المؤسسات الاستثمارية
حجم المحفظة	صغيرة	كبيرة
الهدف	زيادة الثروة	الدخل، النمو
الإستراتيجية	بسيطة في الغالب ومباشرة	معقدة، علمية
الضريبة	غير خاضع للضريبة في المملكة العربية السعودية. في بلدان تفرض ضريبة: ضريبة على حصة توزيعات الأرباح ومكاسب رأس المال	غير خاضع للضريبة في المملكة العربية السعودية. في بلدان تفرض ضريبة: ضريبة على حصة توزيعات الأرباح ومكاسب رأس المال
معلومات القرار الاستثماري	غير كاملة ومتأخرة إلى حد ما	متكاملة وحديثة وذات توقيت مناسب
آفاق الاستثمار	قصيرة الأجل في الغالب	متوسطة إلى طويلة الأجل
تحمل المخاطر	معظمها مضاربة	مخاطر محسوبة

2.1 سوق الأوراق المالية وسوق الأسهم

يتألف سوق الأوراق المالية من نوعين من أنواع السوق على أساس طرح الأوراق المالية؛ وهما السوق الأولية والسوق الثانوية.

1.2.1 السوق الأولية

الهدف التعليمي 1.2.1 – فهم المقصود بالسوق الأولية وأهميتها في التنمية الاقتصادية للبلد

السوق الأولية هي سوق للأوراق المالية الصادرة حديثاً، فهي السوق التي تنشأ فيها الأوراق المالية وتطرح للجمهور لأول مرة. ومن الأمثلة على أسواق الأوراق المالية الأولية: إصدارات الأسهم الجديدة من الشركات وإصدارات الأوراق المالية الحكومية الجديدة. فعلى سبيل المثال: إذا أرادت إحدى شركات القطاع الخاص أن تصبح شركة عامة مدرجة، فإنها عادة ما توسع قاعدتها الرأسمالية من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب، ويطلق على عملية طرح الأسهم الجديدة هذه "الطرح الأولي للاكتتاب العام" أو (IPO). وتستعين الشركات في العادة بخدمات البنوك الاستثمارية لتقديم المشورة وضمان تغطية الطرح الأولي للاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة. كذلك تندرج في السوق الأولية إصدارات حقوق الأولوية. وتعود عائدات الأوراق المالية في السوق الأولية إلى الجهة المصدرة لهذه الأوراق، سواءً أكانت شركات خاصة، أم حكومات، أم مؤسسات حكومية.

إن السوق الأولية مهمة جداً في التنمية الاقتصادية لأي بلد؛ ذلك لأنها هي المكان الذي يتم فيه جمع الأموال من الناس الذين يتمتعون بفائض مالي لتمويل الأنشطة الإنتاجية للاقتصاد، إذ تعمل سوق الأوراق المالية الأولية كمصدر لجمع الأموال إلى جانب النظام المصرفي.

2.2.1 السوق الثانوية

الهدف التعليمي 2.2.1 – فهم ماهية السوق الثانوية وأدوارها

تعدّ السوق الثانوية سوق التداول العام للأوراق المالية الموجودة أو الأوراق المالية التي تم إصدارها. ويكون التداول عادة بالسوق الثانوية من خلال البورصات. إن البورصة هي مكان (ليس من الضروري أن يكون مكاناً مادياً) يلتقي فيه المشترون والباعة للأوراق المالية ويتفقون على

تعاملاتهم، ومن أمثلتها: السوق المالية السعودية (تداول)، وبورصة نيويورك، وناسداك وغيرها. ونتيجة للتطورات التقنية، تتم مطابقة أوامر البيع والشراء إلكترونياً دون الحاجة إلى لقاء فعلي بين المشتريين والبائعين.

إن دور سوق الأوراق المالية الثانوية مهم لأنه يؤدي المهام التالية:

- **اكتشاف السعر** - توفر السوق الثانوية سعر السوق للأوراق المالية. وتُعدّ عملية اكتشاف السعر نتيجةً لإجراءات كثيرة من المشتريين والبائعين في السوق، كل منهم يسعى إلى الحصول على معلومات ذات صلة من أجل التوصل إلى قيمة عادلة للأوراق المالية. فبدون سوق الأسهم، يتحتم على المشتريين والبائعين اللقاء فعلياً والتفاوض والاتفاق على شروط الصفقة قبل أن تأخذ العملية مجراها، وربما لا يعكس السعر إجماع السوق.
- **تخفيض تكاليف التعاملات** - مع وجود سوق ثانوية، تصبح معلومات الشركة ذات الصلة وأسهمها متوافرة بصورة أكبر وأسهل، وبالتالي تنخفض تكاليف الحصول على المعلومات وتحليلها. كذلك يتم تسهيل التعاملات وتنفيذها إلكترونياً دون حاجة المشتريين والبائعين إلى البحث عن الأطراف المقابلة.
- **تحسين تنوع الاستثمار** - مع وجود الكثير من الأسهم المختلفة من صناعات متنوعة مدرجة في السوق، يصبح من الملائم جداً للمستثمرين الاستثمار في الكثير من الأسهم المختلفة من أجل تنويع محافظهم الاستثمارية.
- **السيولة** - إن أحد الأدوار المهمة للسوق الثانوية توفير السيولة للأوراق المالية. تمكن السيولة المشتريين والبائعين من شراء وبيع الأوراق المالية بأسعارها المرغوب فيها أو القريبة منها. فبدون السيولة يكون من الصعب على المساهمين بيع (أي نقل) الأسهم للأشخاص الآخرين الذين يرغبون في امتلاك (شراء) الأسهم.

3.2.1 دور سوق الأسهم

الهدف التعليمي 3.2.1 – معرفة أدوار أسواق الأسهم في الاقتصاد

تؤدي سوق الأسهم أدواراً مهمة جداً في التنمية الاقتصادية لأي دولة، وتشمل هذه الأدوار ما يلي:

1. جمع رؤوس الأموال للشركات والمؤسسات والمشاريع: لعل الدور المباشر والأهم لسوق الأسهم يبرز في تمكين الشركات من جمع الأموال من خلال طرح الأسهم للجمهور. فبدون سوق الأسهم، يصبح من الصعب أو ربما من المستحيل على الشركات أن تصدر الأسهم للجمهور، وعندها سيكون الملاذ الوحيد هو التمويل المصرفي، الذي قد يكون محدوداً في نطاقه وحجمه.
2. تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمار: إن الوجه الآخر لعملية جمع رؤوس الأموال هو حشد المدخرات للاستثمار؛ عندما يستخدم الناس مدخراتهم لشراء الأسهم، فهم في الحقيقة يقدمون رؤوس أموال إلى الشركات؛ أي أن الأموال العاطلة تُحشد ويعاد توجيهها من أجل استخدام مثمر. ومع حشد المزيد من المدخرات، سيتسارع وقع التنمية الاقتصادية، التي من شأنها أن تعود بالنفع العام والمزيد من الثروات للدولة إضافة إلى توفير العديد من فرص العمل للناس.
3. تسهيل نمو الشركات من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ: عندما تُدرج الأسهم في السوق، تصبح متاحة بصورة حرة لأي مستثمر، وتحدد قيمها من قبل السوق، وهذا الأمر يسهل عمليات الاندماج والاستحواذ على الشركات لتحقيق النمو والتوسع.
4. المشاركة في ثروات الشركات: بشراء الأسهم من السوق، يصبح الأفراد ملاكاً للشركات، وبالتالي شركاء في أنشطة الشركات وأرباحها. فيتشارك كل من المستثمرين المهنيين والعرضيين -سواءً أكانوا كباراً كمؤسسات استثمارية أم صغاراً كمستثمرين أفراد - في تقاسم ثروة مشاريع تجارية مربحة من خلال توزيعات الأرباح للأسهم ومكاسب رأس المال (الزيادة في سعر السهم).
5. تحسين حوكمة الشركات: لا شك أن وجود القواعد واللوائح الصارمة للسوق المالية وهيئة السوق المالية، فضلاً عن المتابعة والمراقبة الدقيقة من جانب المحللين

والمستثمرين، سيساهم في تحسن حوكمة الشركات. ويجب على الشركات المدرجة تكثيف معاييرها الإدارية ورفع كفاءتها التشغيلية. وعلى نقيض الشركات غير المدرجة، يتعين على الشركات المدرجة أن تكون مسؤولة بشكل أكبر عن منتجاتها وخدماتها، وحفظ حقوق ومصالح أصحاب المصالح فيها.

6. خلق فرص استثمارية لجمهور المستثمرين: إضافةً إلى الاستثمارات طويلة الأجل والمشاركة في أرباح الشركات، يمكن للمستثمرين بناء محافظهم الاستثمارية بالطريقة التي يفضلونها وإدارتها على النحو المناسب من أجل تحقيق أرباح من تحركات قيم الأسهم. كذلك يمكن للمؤسسات الاستثمارية أيضاً أن تشارك في إدارة الصناديق الاستثمارية وبيع الوحدات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد. وبشراء هذه الوحدات، يشارك صغار المستثمرين بصورة غير مباشرة في تنويع الاستثمارات.

7. جمع الأموال لمشاريع التنمية الحكومية: تحتاج الحكومة والجهات التابعة لها إلى الأموال لتمويل عملياتها ومشاريعها، وذلك كبناء المدارس والمستشفيات والمكاتب، ومشاريع البنية التحتية، كتشييد الطرق والسدود وشبكات الصرف الصحي. وقد تجمع الحكومة الأموال التي تحتاج إليها بإصدار الأوراق المالية مثل سندات وأذونات الخزنة من خلال سوق الأسهم. إن الناس الذين يشترون هذه الأوراق المالية هم في الواقع يقرضون الحكومة المال.

8. مقياس الاقتصاد: ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم كما يعكسها مؤشر الأسهم يمكن أن يعطي مؤشراً مفيداً لصحة الاقتصاد؛ فعندما يرتفع الاقتصاد، تحقق الشركات أرباحاً وترتفع قيمة أسهمها، وفي المقابل عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود، تنخفض أسعار الأسهم. ويعزى الارتفاع والانخفاض في أسعار الأسهم إلى توقع السوق لأرباح الشركات، ولذا يمكن أن نعدّ حركة أسعار الأسهم التي يعكسها مؤشر الأسهم مؤشراً أو دليلاً للاتجاه العام في الاقتصاد.

3.1 أنواع الأوراق المالية

1.3.1 أوراق السوق النقدية

الهدف التعليمي 1.3.1 – معرفة معنى السوق النقدية ومختلف أنواع الأوراق المالية في الأسواق النقدية

تُعدّ أوراق السوق النقدية أصولاً قصيرة الأجل عادة ما تكون ذات فترة استحقاق لسنة واحدة أو أقل. وتشمل الأوراق المالية التي تندرج في فئة أوراق السوق النقدية: أذونات الخزّانة، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع، والكمبيالات المصرفية. وتُعدّ هذه الأوراق المالية عموماً ذات جودة عالية؛ لأن فترة الاستحقاق قصيرة وتصدر عادة من قبل مؤسسات كبيرة وجديرة بالثقة بما في ذلك حكومات الدول، وهذا يجعل المخاطر المرتبطة بحيازة ورقة السوق النقدية منخفضة جداً، لكن المخاطر المنخفضة تعني عوائد منخفضة.

• أذونات الخزّانة

إن أذونات الخزّانة هي أوراق مالية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة وعادة ما تكون فترة استحقاقها أقل من سنة، فتصدر بأجل استحقاق ثلاثة أشهر، أو ستة أشهر، أو سنة. وليس لها سعر فائدة معن للعاثد (أو سعر كوبون)، إنما تباع بخصم، ويتم سداد كامل مبلغ القيمة الاسمية عند الاستحقاق. وهذا هو المعروف باسم البيع على أساس الخصم. وتكون المخاطر المرتبطة بسندات الخزّانة منخفضة جداً أو تقترب من الصفر إذ تُعدّ أذونات الخزّانة في معظم العمليات الحسابية المالية أصولاً خالية من المخاطر، وبالتالي يستخدم السعر على أذونات الخزّانة ذات الأجل القصير جداً ليقوم مقام معدل العائد الخالي من المخاطر.

• الأوراق التجارية

الورقة التجارية سند إذني تبيعه المؤسسات الكبيرة لغرض تمويل الذمم أو الحسابات المدينة والمخزون لسداد الالتزامات قصيرة الأجل. وفي الولايات المتحدة، يتم عادة تحديد حجمها عند 100,000 دولار أمريكي. وعلى غرار أذونات الخزينة، تصدر الأوراق التجارية أيضاً بخصم، مع استرداد القيمة الاسمية عند الاستحقاق. وتُراوح فترة استحقاق الأوراق التجارية ما بين يوم واحد و270 يوماً (9 أشهر). وعادة ما تكون الشركات التي تصدر الأوراق التجارية قد حصلت على خطوط ائتمان من مصارف كبيرة لضمان توفير النقد لسداد الأوراق، والحدّ من المخاطر التي يتحملها حاملو أوراقها.

• شهادات الإيداع

تُعدّ شهادات الإيداع أوراقاً مالية تصدرها مصارف تجارية للحصول على المال من أجل تقديم قروض وأغراض أخرى. وتراوح عادة فترات استحقاقها بين 6 أشهر و5 سنوات. وخلافاً لأذونات الخزينة، تباع شهادات الإيداع بالقيمة الاسمية، وتضاف الفائدة بسعر ثابت إلى رأس المال (القيمة الاسمية)، وتدفع الفوائد عند الاستحقاق. ولشهادات الإيداع القابلة للتداول قيمة اسمية تبلغ 100,000 دولار أمريكي أو أكثر، ويمكن تداولها في الأسواق الثانوية.

• الكمبيالات المصرفية (القبولات المصرفية)

الكمبيالات المصرفية (القبولات) أدوات ائتمانية قصيرة الأجل تصدرها الشركات غير المالية وتضمنها البنوك، وعادة ما يستخدمها المستوردون والمصدرون. وتساعد هذه الأداة على تسهيل التجارة الدولية عبر السماح للعميل بدفع ثمن المنتجات بالكمبيالة. ويمكن الاحتفاظ بالكمبيالة حتى الاستحقاق أو صرفها بسعر خصم. وبما أن الكمبيالة المصرفية التزام من طرفين (العميل والبنك)، فإن مخاطرها منخفضة. وعادة ما تبلغ فترة استحقاق الكمبيالات المصرفية 180 يوماً، ويستطيع أي حامل لها تحصيلها أو استردادها.

2.3.1 الأسهم

الهدف التعليمي 2.3.1 (أ) - معرفة معنى الأسهم وأنواعها

الهدف التعليمي 2.3.1 (ب) - فهم الاختلافات بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

تمثل الأسهم مطالبات ملكية للمساهمين في شركة ما. ومن زاوية محاسبية، يعبر رأس مال الأسهم عن حصة الملاك في أصول الشركة بعد حسم جميع التزاماتها. وبما أن الأسهم تمثل الملكية في الشركة بصورة مستمرة، فليس لها تاريخ استحقاق، إنما تستمر في حيازة قيمة ما دامت الشركة موجودة. وهناك نوعان من الأسهم: الأسهم العادية، والأسهم الممتازة.

• الأسهم العادية

الأسهم العادية هي الأكثر تداولاً في الأسواق المالية. وبين مختلف الأوراق المالية التي تصدرها الشركات مثل السندات والأسهم الممتازة، تُعدّ الأسهم العادية هي الأقل حصة من الأرباح وقيمة التصفية، ولذا غالباً ما يشار إلى أصحاب الأسهم العادية باسم "ملاك القيمة المتبقية (الصافية)" للشركة. والمعنى الضمني هو أن قيمة السهم تستند إلى قيمة الشركة بعد الوفاء بالالتزامات

الرئيسية. وتشمل الالتزامات الرئيسية: سداد الديون، والضرائب المستحقة، وأرباح الأسهم الممتازة، وغيرها. ويمكن شرح مفهوم ملاك البقايا بالطريقة المثلى في حالة التصفية؛ عندما تتعرض شركة ما للتصفية، تباع أصولها، وتستخدم العائدات (المتحصلات) لسداد الالتزامات وفقاً للترتيب التالي: ديون الشركة أولاً، ثم الأسهم الممتازة، وأخيراً الأسهم العادية. وقد يحصل صاحب السهم العادي على كامل المبلغ الذي ساهم به أو جزء من مساهمته، وذلك يعتمد على المقدار المتبقي بعد التوزيعات على أصحاب الديون وحملة الأسهم الممتازة.

• الأسهم الممتازة

تمثل الأسهم الممتازة ملكية استثمارية في شركة ما مع بعض الاختلافات المهمة عن الأسهم العادية؛ ففي حين أن الأسهم الممتازة مضمونة التوزيعات، لا تتمتع الأسهم العادية بمثل هذا الضمان. وعلى الرغم من أن بعض الشركات تدفع توزيعات منتظمة لحملة الأسهم العادية، ليس هنالك ما يضمن أنها سوف تستمر بذلك في المستقبل. وأساساً، يجب دفع توزيعات الأسهم الممتازة قبل دفع أي توزيعات للأسهم العادية. وإضافة إلى الأولوية العليا في توزيعات الأرباح، تتمتع الأسهم الممتازة أيضاً بحصة أكبر في العائدات المكتسبة من خلال التصفية مقارنة بحاملي الأسهم العادية. ومع ذلك، لا يمكن لحاملي الأسهم الممتازة إجبار الشركة على الإفلاس في حال تخلفها عن توزيع أرباح، وليس لديهم حق التصويت.

• مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

يمكن إجراء مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في النواحي التالية:

المطالبة على الأصول: تتمتع الأسهم العادية بالمطالبة ذات الأولوية الأقل على أصول الشركة مقارنة بالالتزامات الأخرى، فهي تحصل على ما تبقى بعد سداد الديون والأسهم الممتازة. ونظراً إلى هذا التصنيف في المطالبات، يشار إلى أصحاب الأسهم العادية بـ "ملاك القيمة المتبقية (الصافية)" للشركة. وبمعنى آخر يمكن تسمية أصحاب الأسهم العادية بـ "الملاك الحقيقيين" للشركة؛ لأنهم يتحملون خطر فقدان كل مساهماتهم المالية، بينما يتمتع ملاك الأوراق المالية الأخرى بشيء من الحماية.

حق الاكتتاب الخاص (حق الشفعة): يملك أصحاب الأسهم العادية حق الاكتتاب في إصدارات الأسهم الجديدة للشركة للمحافظة على نسب تملكهم؛ فإذا قررت شركة ما إصدار أسهم عادية جديدة لجمع رأس مال جديد، فيجب أن تطرح الأسهم الجديدة طرحاً أولاً لأصحاب الأسهم العادية القائمين. وإذا اختار المساهمون عدم ممارسة حقوقهم، فعندها يمكن طرح الأسهم لجمهور المستثمرين. أما أصحاب الأسهم الممتازة في المقابل، فلا يحق لهم الحصول على أي حقوق اكتتاب خاص.

توزيعات الأرباح: إن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة محددة سلفاً وثابتة، في حين أن توزيعات الأسهم العادية تخضع لتقدير الإدارة. ولا يمكن توزيع أرباح الأسهم العادية ما لم تُدفع توزيعات الأسهم الممتازة بالكامل. وعادةً ما تكون مبالغ توزيعات الأسهم الممتازة أعلى من تلك الخاصة بالأسهم العادية. وإذا تخلفت الشركة عن توزيع أرباح الأسهم الممتازة في أي فترة من الفترات، فعلى الشركة سداد المتأخرات (المبالغ المتأخرة) قبل توزيع أي أرباح للأسهم العادية.

تذبذب السعر: بما أن دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة أمر مضمون، فلا يتذبذب سعر السوق للسهم الممتاز بقدر ما يتذبذب سعر السوق للسهم العادي. وبما أن العوائد ثابتة، فإن قيمة الأسهم الممتازة ثابتة أيضاً. وفي الجانب الآخر، تتعرض أسعار الأسهم العادية للتذبذب العالي، ويعزى جل ذلك إلى التذبذبات في الإيرادات وتغير رؤية السوق لقيمة السهم.

3.3.1 السندات

الهدف التعليمي 3.3.1 – معرفة معنى السندات وخصائصها

خلافاً للأسهم التي تمثل ملكية في شركة، السندات أوراق مالية طويلة الأجل تمثل ديناً. ويمكن أن تقوم شركة أو حكومة ما باقتراض طويل الأجل من النظام المصرفي أو من مستثمرين أفراد عن طريق إصدار سندات يطلق عليها سندات دين. يدفع المستثمرون -وهم هنا حاملو سندات الدين - نقداً في البداية عند شراء السندات. ويحق لهم نوعان من المدفوعات: أولاً، طريقة الدفع على سلسلة من المدفوعات الفائدة الثابتة (أو مدفوعات الكوبون)، التي تدفع عادةً كل ستة أشهر (مرتين في العام)، وثانياً، طريقة الدفع النهائية للقيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق. وتُدفع الفائدة لحامل السند على مدى حياة السند. وعادة ما يعبر عن الفائدة بنسبة مئوية من القيمة

الاسمية للسند. وغالباً ما يصدر السند بالقيمة الاسمية، وبالتالي تكون القيمة الأصلية (أصل القرض) مساوية للمبلغ المقرض، ويجب سداده وفقاً لشروط اتفاقية السند. وعندما تتخلف شركة ما عن الدفع لحامل السند (الفائدة و/أو أصل القرض)، تُعدّ في حالة تخلف عن السداد، ويمكن لحامل السند أن يرفع دعوى قضائية على الشركة. وتعد السندات أوراقاً مالية طويلة الأجل لفترات استحقاق تبلغ 10 سنوات أو أكثر. ويطلق أيضاً على السندات اسم "الأوراق المالية ذات الدخل الثابت"؛ لأنها تعطي سلسلة ثابتة ومنتظمة من الدخل (الفائدة) لحاملها على مدى حياة السند.

4.3.1 الصكوك

الهدف التعليمي 4.3.1- فهم مختلف أنواع الصكوك وخصائصها

تُعدّ الصكوك -من جميع أوجهها - البديل الإسلامي للسندات التقليدية، فهي أدوات دين متوافقة مع الشريعة. وتكتسب الصكوك شعبية متزايدة كمصدر من مصادر التمويل، خاصة في الدول الإسلامية. أكثر من السندات التقليدية، نظراً إلى المزايا الكامنة لكل من المصدر والمستثمر. ويعود سبب هذه الشعبية المتزايدة إلى أن الصكوك في الواقع متوافقة مع الشريعة، وبالتالي فهي جائزة في الإسلام.

هناك بعض الاختلافات الأساسية بين السندات التقليدية والصكوك؛ فالسندات أدوات مديونية ذات فوائد ثابتة دورية، مع إمكانية الاسترداد الكامل لقيمتها الاسمية عند استحقاقها، أما الصكوك في المقابل فلا تقدم وعداً بالدفع، لكن الجهة المصدرة لها توافق على تقديم عوائد للمستثمرين في شكل مدفوعات مرتبطة بالتدفقات النقدية الناشئة للأصول الممولة (أساس الصكوك) في المقام الأول والتي جُمع المال من أجلها. ويعد المستثمرون في الصكوك ملاكاً نسبيين للأصول الممولة. وباختصار، تُعدّ السندات إثباتاً للدين، في حين تمثل الصكوك إثباتاً للملكية.

ومن السمات الأخرى التي تميز بين السندات والصكوك، أن حامل السند يضمن دفع الفائدة له بغض النظر عن أرباح وخسائر الجهة المصدرة لها، في حين تعتمد عوائد الصكوك على قيمة الأصل الضمني (الأساسي) وشروط العقد المبرم بين المصدر أو الجهة المصدرة والمستثمر، وهذا في الحقيقة يتمحور حول ترتيبات مشاركة الربح والخسارة.

لقد تمت هيكلة الصكوك بطرق شتى، وفي ما يلي بعض الهياكل الأساسية للصكوك:

1. **صكوك الإجارة:** وهي الشكل الأكثر انتشاراً من بين الصكوك، ويستخدم هذا النوع من الصكوك لتمويل المشاريع في المقام الأول. وتستخدم صكوك الإجارة عموماً في عمليات البيع وإعادة الاستئجار.
2. **صكوك المربحة:** تنطوي صكوك المربحة على بيع وشراء الأصول باستخدام التكلفة زائد (ربح هامشي). وتستخدم على نطاق واسع للتمويل قصير الأجل في تمويل التجارة.
3. **صكوك المضاربة:** صكوك المضاربة هي شكل من أشكال الصكوك الاستثمارية التي تخول حاملها المشاركة في مشاريع محددة أصدر مقابله صكوك.
4. **صكوك المشاركة:** صكوك المشاركة شبيهة بصكوك المضاربة، إلا أنه في صكوك المشاركة يقوم الطرف المصدر للصك بتشكيل لجنة مؤلفة من حاملي الصكوك.

5.3.1 المشتقات المالية

الهدف التعليمي 5.3.1 (أ) - فهم مختلف أنواع الأوراق المالية المشتقة وخصائصها

الهدف التعليمي 5.3.1 (ب) - فهم معنى وخصائص عقود الخيارات والعقود المستقبلية

المشتقات هي أوراق مالية تستمد أو تشتق قيمتها من أوراق مالية أخرى، يطلق عليها الأوراق المالية الأساسية أو الضمنية (أو الأصول). وتعد عقود الخيارات والعقود المستقبلية الأكثر شيوعاً من بين المشتقات. وحري بنا ملاحظة أن المشتقات لا تمنح ملكية الأصل الأساسي أو الضمني حتى يتم استخدام الخيار أو يستحق عقد المستقبلية.

• عقود الخيارات (Options)

يمثل عقد الخيار الحق (وليس الالتزام) في شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم بسعر معين ضمن إطار فترة زمنية محددة. لنفترض أن سعر بيع سهم ما حالياً 50 ريالاً ويدفع المستثمر 5 ريالات مقابل عقد خيار لشراء (call option) سهم واحد بقيمة 60 ريالاً في عام واحد. ولنفترض أنه عندما اقترب الخيار من مرحلة الاستحقاق أصبح سعر السهم 70 ريالاً. فإذا قرر المستثمر أن يمارس

حق الخيار، فسيُدفع 60 ريالاً فقط عن كل سهم، ويحقق ربحاً إجمالياً قدره 10 ريالات، وبعد طرح الريالات الخمسة التي تكلفها المستثمر لشراء الخيار، يصبح الربح الصافي 5 ريالات. أما إذا كان سعر السهم 40 ريالاً عند استحقاق عقد الخيار، فإن المستثمر ببساطة لن يمارس حق الخيار. وهذا يعني أنه سيخسر فقط الريالات الخمسة، وهي السعر المدفوع مقابل الخيار. ويطلق على الخيار الذي يعطي الحق في الشراء "خيار الشراء" (call option)، ويطلق على الخيار الذي يعطي الحق في البيع "خيار البيع" (put option).

يتم في بعض الأحيان إخفاء عقود الخيارات. ويعد الضمان على السلع الاستهلاكية المعمرة نوعاً من أنواع الخيار (خيار البيع) الذي يعطي المشتري خيار إرجاع السلع (أي إعادة بيعها على الشركة) في غضون فترة زمنية محدودة واسترجاع ماله، وذلك إذا فقدت السلعة جاذبيتها لأي سبب كان. ومثال آخر على عقود خيار البيع المخفية هو العقد الذي تستخدمه وكالات بيع السيارات، حيث يقوم البائع أحياناً لزيادة المبيعات ببيع سيارة مع ضمان إعادة شرائها بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة. وينبغي للمشتري إدراك أن هذا الضمان لا يأتي مجاناً، فسعر السيارة هنا هو سعر داخل الباقية: أي ثمن السيارة زائداً قيمة خيار البيع.

• العقود المستقبلية (Futures)

العقد "المستقبلي" أو المستقبليات (futures or futures contract) و"العقد الآجل" هو اتفاق بين طرفين على شراء وبيع سلعة معينة يتم تسليمها في تاريخ مستقبلي معين، وبسعر يتم الاتفاق عليه اليوم. وخلافاً لعقود الخيارات التي تعطي صاحبها الحق وليس الالتزام بالشراء أو البيع، يشكل العقد المستقبلي التزاماً بشراء أو بيع الأصل أو الورقة المالية الضمنية (الأساسية) المعنية. وهو كذلك نوع معياري من العقود الآجلة المتداولة في أسواق العقود المستقبلية المنظمة. وهو معياري أو موحد من حيث كمية ونوعية الأصول، ومدة العقد والشروط الأخرى ذات الصلة. وغالباً ما تتداول العقود المستقبلية في السلع الأساسية مثل زيت النخيل، والقمح، والبن، والذهب. وتوجد العقود المستقبلية أيضاً في الأصول المالية كالأسهم والسندات وأسعار الفائدة والعملات الأجنبية، وتتداول في البورصات الرسمية. وهنا كمركز أو (بيت) مقاصة يقوم بدور المشتري للبائع ودور البائع للمشتري للعقود المستقبلية.

وعلى المرء أن يفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، فعلى الرغم من أنهما بمنزلة اتفاق على شراء وبيع أصل ما أو ورقة مالية معينة في المستقبل مقابل سعر مععلن، إلا أن العقود الآجلة ليست عقوداً موحدة؛ ففي العقد الآجل يتم التفاوض مباشرة على شروط العقد والاتفاق عليها بين مشتري وبياع الأصول. وفي العادة يقصد من العقد الآجل تسليم السلع عند الاستحقاق، ويستخدم عموماً لأغراض التحوط، غير أنه يتداول كأداة مضاربة، وتغلق المراكز المالية المفتوحة قبل وقت الاستحقاق.

قد تتضح مزايا العقود المستقبلية (أو العقود الآجلة) من خلال المثال التالي: لنفترض أن السيد (أ) يحتاج إلى قمح في المستقبل ولكن القمح في هذا الوقت لم يُحصَد بعد. من خلال شراء عقد مستقبلي الآن، ضمن السيد (أ) السعر الذي سيدفعه ثمناً للقمح. بهذه الطريقة أزال السيد (أ) خطر عدم توافر القمح وزيادة سعره. وبالطبع إذا انخفضت أسعار القمح، فهو ملزم بدفع السعر الأعلى على النحو المتفق عليه في العقد المستقبلي. يستفاد من العقود المستقبلية في السماح للمنتجين والمشتريين للسلع بالتركيز على أعمالهم التجارية دون الحاجة إلى القلق بشأن توافر السلع وتقلبات الأسعار في المستقبل.

4.1 عملية الاستثمار

1.4.1 عناصر العملية الاستثمارية

الهدف التعليمي 1.4.1 – معرفة مختلف الخطوات التي يتعين على المستثمر اتباعها من أجل اتخاذ قرارات استثمارية منهجية.

تتكون العملية الاستثمارية من سلسلة خطوات منطقية يتبناها المستثمر من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الخطوة الأولى: إعداد سياسة الاستثمار

هذا ينطوي على تحديد أهداف الاستثمار، وحجم الاستثمار، وفئات الأصول بشكل واسع. وتشمل الأهداف الاستثمارية المحتملة الدخل، والنمو، أو الدخل والنمو معاً. إن حجم الاستثمار يعتمد على الموارد المتاحة للمستثمر، وتحديد فئات الأصول يشمل وضع مخطط عام للمحافظة الاستثمارية، الأمر الذي يعني اتخاذ قرار بشأن نوع الأوراق المالية للاستثمار. ويجب على المستثمر أيضاً تحديد

المخاطر والعائد المتوقع من استثماره. إضافةً إلى ذلك، يجب أن يقرر المستثمر أيضاً ما إذا كان سيتبع سياسة نشيطة أم سياسة سلبية (غير نشيطة أو خاملة). فالسياسة النشيطة هي تلك السياسة التي تسعى إلى تحقيق الربح من خلال تحديد الأوراق المالية ذات السعر غير العادل، في حين أن السياسة السلبية (غير النشيطة أو الخاملة) تسعى إلى الربح من خلال تحمل مخاطر الاستثمار فقط.

الخطوة الثانية: تحليل الورقة المالية

تنبعث هذه الخطوة من الخطوة الأولى من خلال تحديد المعايير، وتعريف المجال الاستثماري (قائمة الأسهم أو الشركات التي من المرجح أن يتم الاستثمار فيها) وإجراء تحليل وتقييم للأوراق المالية. وتحليل الورقة المالية هو إجراء "التحليل الأساسي" على الشركة لتحديد مواطن قوتها وضعفها لأغراض الاستثمار. أما التقييم فهو عملية تمين الورقة المالية لتقدير قيمتها الجوهرية أو الأساسية.

الخطوة الثالثة: بناء المحفظة الاستثمارية

يمكن النظر إلى بناء المحفظة الاستثمارية أو توزيع الأصول كأهم خطوة من خطوات الاستثمار، إذ تشمل هذه الخطوة تحديد أوزان الأموال أو نسبها المئوية التي سوف تسند إلى كل فئة من فئات الأصول، وإلى كل ورقة مالية تم تحديدها، يلي ذلك عمليات الشراء والبيع الفعلية للأوراق المالية. ويتم عادة إنجاز هذه الخطوة على مدى فترة من الزمن. يجب على المستثمر أو مدير المحفظة إدارة جانبين من جوانب بناء المحفظة: التوقيت، وقرارات الانتقاء. إن قرار التوقيت (أو توزيع الأصول التكتيكي) ينطوي على تحديد الفترات التي تقدر فيها الأسهم بأقل من قيمتها أو فوق قيمتها بالنسبة إلى أصول أخرى. ويمكن القيام بذلك بمساعدة بعض أساليب "التحليل الفني". أما قرار الانتقاء فهو اختيار الأوراق المالية من أجل تقليل مخاطر المحفظة وليس محاولة العثور على أسهم ذات سعر غير عادل.

ومن المفترض أن المستثمرين العقلانيين يتجنبون المخاطر، ويُقصد بمخاطر الاستثمار عدم اليقين حول القيمة المستقبلية لمحفظة ما عندما يتوقع تصفيته أو تسيلها. وتختلف فئات الأصول في كمية مخاطر الاستثمار، كلما طال أفق الاستثمار في العادة زادت مخاطر الاستثمار. ومن الحقائق الراسخة أن المخاطر يمكن الحد منها من خلال التنوع في الأوراق المالية في فئة أصل من

الأصول وعبر فئات الأصول. ويمكن إدارة مخاطر الاستثمار من خلال تغيير توزيع الأصول في المحفظة. ولذلك فمن المهم لمدير المحفظة انتقاء الأسهم ضمن فئة معينة للحصول على أكبر قدر ممكن من التنوع.

الخطوة الرابعة: مراجعة المحفظة الاستثمارية

يجب أن تدار المحفظة الاستثمارية وتُراجع بصورة نشيطة وبشكل منتظم لاغتنام فرص المعلومات الجديدة والبيئة المتغيرة.

الخطوة الخامسة: تقييم الأداء

ينبغي من وقت لآخر، وبصورة دورية، تقييم أداء المحفظة بناءً على أهدافها المعلنة، وكذلك ربطها نسبياً ببعض المعايير أو المؤشرات المناسبة. إن إحدى نتائج تحليل الأداء هي تحديد الفجوة بين العائدات المتوقعة والمحققة وإيجاد سبل تحسين الأداء.

2.4.1 مفاهيم عوائد الاستثمار

الهدف التعليمي 2.4.1 – معرفة تعريفات مختلف مفاهيم العوائد:

- العائد المطلوب
- العائد المتوقع
- العائد المحقق

العوائد هي مكافآت القيام بالاستثمار. يسعى المستثمرون الذين يتجنبون المخاطر إلى تعظيم العائد للحد الأقصى لكل وحدة من مخاطر استثماراتهم، وذلك من خلال مقارنة الاستثمارات البديلة استناداً إلى معايير المخاطر. هنالك مفاهيم مختلفة للعوائد المتعلقة بالاستثمارات:

• العائد المطلوب

ذلك هو الحد الأدنى من العوائد التي يطلبها المستثمر إزاء مخاطر الاستثمار، وكلما ارتفعت المخاطر، ارتفعت العوائد المطلوبة. ويتألف العائد المطلوب من ثلاثة عناصر هي:

- معدل العائد الحقيقي.
- علاوة التضخم.
- علاوة المخاطر.

ومع ذلك، في معظم الحالات، يكون معدل العائد الحقيقي وعلاوة التضخم صغيرين جداً ومستقرين على مدى زمن ويوجدان في جميع الاستثمارات بقدر متساوٍ. وهذا يتركنا مع "علاوة المخاطر" كأهم عنصر يحدد المعدل المطلوب للعائد على الاستثمارات.

• العائد المتوقع

هو العائد المقدر من التدفقات النقدية المتوقع تولدها من الاستثمار. وكقاعدة عامة في الاستثمار يجب أن تكون العوائد المتوقعة أكبر من العوائد المطلوبة، وإلا لن يكون هناك حافز للمستثمر للقيام بالاستثمار. يوضح الجدول التالي السيناريوات الاقتصادية المختلفة والمعدل المتوقع للعائد على الأصول:

الجدول 1-3: السيناريوات الاقتصادية المختلفة والمعدل المتوقع للعائد على الأصول.

الوضع الاقتصادي	الاحتمال (%)	معدل العائد على الأصل أ (%)	معدل العائد على الأصل ب (%)
قوي	20	30	15
متوسط	50	15	10
ضعيف	30	-10	5

$$\text{العائد المتوقع} = \sum (\text{الاحتمال}) \times (\text{العائد المحتمل})$$

$$\text{العائد المتوقع للأصل أ} = (0.2 \times 30\%) + (0.5 \times 15\%) + (0.3 \times -10\%) = 10.5\%$$

$$\text{العائد المتوقع للأصل ب} = (0.2 \times 15\%) + (0.5 \times 10\%) + (0.3 \times 5\%) = 9.5\%$$

بناءً على العوائد المتوقعة وحدها، قد نميل إلى الاستثمار في الأصل (أ) لأنه يوفر العائد الأعلى. لكن إذا ما أخذنا مجموعة من التحركات السعرية كمقياس تقريبي للمخاطر، سنلاحظ أن الأصل (أ) يحمل مخاطر أعلى من الأصل (ب). ولذلك عند وضع كل من العوائد والمخاطر المتوقعة بعين الاعتبار، لا يهيمن (أ) ولا (ب) بعضهما على بعض. وبالتالي فإن المستثمرين الذين يفضلون تحقيق

عائدات أعلى قد يستثمرون في الأصل (أ) إذا كانوا على استعداد لتحمل قدر أعلى من المخاطر. فما اختيارك؟

• العائد المحقق

إنها العوائد المحققة فعلاً من قبل المستثمر، وتقاس عند تصفية الاستثمارات؛ أي عندما تباع الأصول. ويمكن قياس العوائد المحققة من خلال عائد الدولار و/أو النسبة المئوية للعائد. وتقاس العوائد المحققة مقابل العوائد المتوقعة عند قياس أداء الاستثمار.

3.4.1 احتساب العائد

الهدف التعليمي 3.4.1 – فهم تعريف مختلف مفاهيم العوائد وكيفية حسابها

عندما يقوم المستثمر بالاستثمار فهو يتوقع الحصول على مقدار معين من العائد أو الربح. وتُستخدم عوائد الاستثمار لقياس أداء الاستثمار المعين.

توجد أنواع مختلفة من عوائد الاستثمار لقياس أداء الاستثمار وهي:

- (أ) العائد الدولارى والعائد بالنسبة المئوية
- (ب) عائد فترة الحياة أو الاحتفاظ
- (ج) العائد السنوي
- (د) متوسط العائد

(أ) العائد الدولارى والعائد المئوي

إن العائد بالدولار (أو بالعملة) هو العائد على الاستثمار المقيس بعملة معينة. تُستخدم مسمى "الدولار" في هذا السياق بمعنى عام ليشير إلى "العملة" حتى يتسق مع معظم الأدبيات المالية.

وتأتي العوائد على الاستثمار عادة في شكلين:

- النقد المتحصل خلال فترة الاستثمار (مثل الفائدة أو الأرباح الموزعة للأسهم).
- التغير في قيمة الأصول (مكاسب رأس المال أو خسائره).

إن إجمالي عائد الدولار (أو العملة) هو مجموع المبالغ النقدية المتحصلة ومكاسب رأس المال أو خسائره في الاستثمار.

مثال

اشترى أحمد في اليوم الأول من مارس 2011م 100 سهم من أسهم شركة ABC المدرجة مقابل عشرة ريالات للسهم الواحد. ثم حصل أحمد في شهر يونيو 2011م على ريال واحد كأرباح موزعة لكل سهم. وفي 31 أغسطس 2011م، باع أحمد الأسهم بـ 12 ريالاً للسهم الواحد. ما عائد الدولار (أو العملة) الخاص بأحمد؟

- النقد المتحصل من الأرباح الموزعة 100 ريال
- التغيير في قيمة الأصول 200 ريال
- إجمالي العائد بالدولار (أو بالعملة) على الاستثمار 300 ريال

يمكن تحويل العائد الدولارى إلى عائد مئوى لتسهيل المقارنة بين الاستثمارات ذات المقاييس المختلفة. فالعائد المئوى يعطينا مقياساً نسبياً للعائدات ويخبرنا كم هو المقدار الذي حصلنا عليه مقابل كل دولار (أو ريال) مستثمر. وبالنسبة إلى هذا المثال، تكون العائدات المئوية على النحو التالي:

- النقد المتحصل من الأرباح الموزعة 100 ريال أو 10%
- التغيير في قيمة الأصل 200 ريال أو 20%
- إجمال العائد الدولارى والعائد المئوى 300 ريال أو 30%

(ب) عائد فترة الحيازة أو الاحتفاظ (Holding Period Return)

إذا تم الاحتفاظ بالاستثمار فترةً محددة ثم تمت تصفيته أو تسييله، سُميت هذه الفترة فترة حيازة الاستثمار، ويطلق على العائد المتحصل خلال هذه الفترة "عائد فترة الحيازة" ويتألف إجمالي عائد فترة الحيازة لحصة من السهم من عنصرين:

(1) غلة التوزيعات.

(2) الأرباح الرأسمالية (أي التغيير بالنسبة المئوية في قيمة الأصل).

ويمكن حساب هذين العنصرين كما يلي:

غلة التوزيعات = $\frac{\text{التوزيعات}}{\text{سعر البداية}}$

سعر البداية

الأرباح الرأسمالية = $\frac{\text{سعر الإغلاق} - \text{سعر الافتتاح}}{\text{سعر الافتتاح}}$

سعر الافتتاح

الأرباح الرأسمالية = $\frac{\text{سعر البيع (نهاية الحيازة)} - \text{سعر الشراء (بداية الحيازة)}}{\text{سعر الشراء (بداية الحيازة)}}$

ويسمى مجموع العنصرين أعلاه عائد فترة الحيازة، ويمكن حسابه بالطريقة التالية:

عائدة فترة الحيازة = $\frac{\text{التوزيعات} + (\text{سعر الافتتاح} - \text{سعر الإغلاق})}{\text{سعر الافتتاح}}$

سعر الافتتاح

نلاحظ أن "ريح رأس المال" يمكن أن يكون رقماً سالباً إذا كان سعر الإغلاق (سعر البيع) أقل من سعر الافتتاح (سعر الشراء)، وفي هذه الحالة يتحول إلى "خسارة رأسمالية".

مثال

اشترى أحمد في اليوم الأول من يناير 2011م 100 سهم من أسهم شركة ABC المدرجة بسعر عشرة ريالات للسهم الواحد. ثم حصل أحمد في نهاية شهر يونيو 2011م على توزيعات نقدية بلغت ريالاً واحداً لكل سهم. وفي نهاية شهر يونيو 2011م، باع أحمد الأسهم بـ 12 ريالاً للسهم الواحد مباشرة بعد حصوله على الأرباح الموزعة. ما عائد فترة الحيازة لأحمد؟

- النقد المتحصل من توزيعات الأرباح 100 ريال
- التغير في قيمة الأصل 200 ريال
- إجمال العوائد الدولارية 300 ريال

غلة التوزيعات = $\frac{100 \text{ ريال}}{1000} = 10\%$

الأرباح الرأسمالية = $\frac{1200 \text{ ريال} - 1000 \text{ ريال}}{1000 \text{ ريال}} = 20\%$

عائد فترة الحيازة = $10\% + 20\% = 30\%$ أو

عائد فترة الحيازة = $\frac{100 \text{ ريال} + (1200 \text{ ريال} - 1000 \text{ ريال})}{1000 \text{ ريال}} = 30\%$

(ج) العائد السنوي

تقدر في العادة العائدات على الاستثمار وتحول إلى أساس سنوي. والسبب في حساب العائد السنوي هو لأغراض التوحيد وتسهيل المقارنة بين الاستثمارات أو المعايير في تحليل الأداء. إذا لم تكن فترة الحيازة سنة واحدة، نستطيع تحويل عائد فترة الحيازة ليكون عائداً سنوياً باستخدام الصيغة التالية:

عائد فترة الحيازة السنوي = $(1 + \text{عائد فترة الحيازة})^{(1/n)}$ - 1، حيث تمثل n فترة الحيازة معبر عنها بالسنوات.

في المثال أعلاه تكون نسبة عائد فترة الحيازة 30% على مدى فترة 6 أشهر أو نصف سنة، وبالتالي $0.5 = n$

لذلك يتم حساب عائد فترة الحيازة السنوي على النحو الآتي:

$$\text{عائد فترة حيازة سنوي} = [1 - (1/0.5)^{0.30}] = 0.69 \text{ أو } 69\%.$$

(د) متوسط العائد

يمكن احتساب متوسط العائد لعدة أصول/استثمارات (بشكل متقاطع) و/أو على مدى عدة فترات زمنية (سلاسل الزمنية). لنقل إن لدينا استثمارات بنسب متساوية في ثلاثة أصول: أ و ب و ت، وعوائدها السنوية بالترتيب: 8% و 15% و 20%. يُحسب متوسط العائد لهذه المحفظة على النحو التالي:

$$\text{متوسط العائد} = (\text{العائد (أ)} + \text{العائد (ب)} + \text{العائد (ج)}) / 3 = (8\% + 15\% + 20\%) / 3 = 14.33\%$$

أما في السلسلة الزمنية، فيمكن حساب متوسط العائد باستخدام المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي. دعنا نحسب متوسط العائد على استثمارنا في الأصل (أ) الذي حقق العوائد التالية في كل سنة من السنوات الأربع الماضية:

السنة	العائد
1	5%
2	10%
3	-3%
4	15%

الطريقة الأولى: المتوسط الحسابي

$$\begin{aligned} \text{متوسط العائد} &= \frac{4}{(15\% + (-3\%) + 10\% + 5\%)} \\ &= \frac{4}{27} \\ &= 6.75\% \end{aligned}$$

الطريقة الثانية: المتوسط الهندسي

$$\begin{aligned} \text{متوسط العائد} &= \frac{1}{4} [(15\% + 1) \times ((-3\%) + 1) \times (10\% + 1) \times (5\% + 1)] \\ &= \frac{1}{4} (1.2884) \\ &= 6.54\% \end{aligned}$$

أي المقياسين أفضل؟ كما ترى في المثال السابق، يميل المتوسط الحسابي إلى المبالغة في تقدير متوسط العائد مقارنةً بالمتوسط الهندسي. ومن حيث المفهوم، يُعدّ المتوسط الهندسي هو المقياس "الصحيح"؛ لأنه يقوم على أساس العائد المركب، وهو المقياس الحقيقي لعائدات الاستثمار على فترة متعددة، غير أنه يمكن استخدام المتوسط الحسابي كحساب تقريبي في الفترة القصيرة.

أسئلة للمراجعة

- 1 - ما المقصود بالاستثمار؟ صف الأنواع المختلفة من الاستثمارات وما يرتبط بها من العوائد والمخاطر المتوقعة.
- 2 - ما الفرق المهم بين الاستثمار والمضاربة؟
- 3 - صف الاختلاف في الخصائص وسلوكيات الاستثمار بين المستثمرين الأفراد والمؤسسات.
- 4 - ما المقصود بسوق الأوراق المالية الأولية؟ وما أهميتها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد؟ وما المقصود بسوق الأوراق المالية الثانوية؟ وما أدوارها؟
- 5 - صف أدوار أسواق الأسهم في الاقتصاد.
- 6 - ما المقصود بالسوق النقدية؟ صف الأنواع المختلفة من أوراق السوق النقدية.
- 7 - ما المقصود بالأسهم؟ صف الأنواع المختلفة للأسهم والاختلافات المهمة بين كل نوع من الأسهم.
- 8 - صف السندات وخصائصها.
- 9 - ما الأنواع والخصائص المختلفة للأوراق المالية المشتقة؟ صف الخصائص الرئيسية لعقود الخيارات والعقود المستقبلية.
- 10 - ما الخطوات الأساسية اللازم اتخاذها من جانب المستثمر في اتخاذ قرار استثماري منهجي؟
- 11 - صف مختلف مفاهيم العوائد مثل العوائد المطلوبة، والعوائد المتوقعة، والعوائد المحققة. والتعرف على كيفية حساب هذه العوائد.

عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

- 1- أي العبارات التالية تُعدّ صحيحة بشأن أسواق الأوراق المالية الأولية والثانوية؟
 - أ) تعتمد السوقان الأولية والثانوية بعضهما على بعض.
 - ب) بدون سوق أولية، لن يكون هناك سوق ثانوية.
 - ج) بدون سوق ثانوية، لن يكون هناك سوق أولية.
 - د) بدون سوق أولية، سيكون من الصعب نقل الأسهم في السوق الثانوية.

2- أي الأدوار التالية تُعدّ من أدوار سوق الأسهم؟

- أ) تسهيل حشد رأسمال جديد للشركات.
- ب) تساعد على جمع الأموال لمشاريع الحكومة.
- ج) تعزيز عمليات الاستحواذ والسيطرة على الشركات.
- د) تساعد المستثمرين على تنويع استثماراتهم.

1 - أ) و (ب) فقط

2 - أ) و (ب) و (ج) فقط

3 - أ) و (ب) و (د) فقط

4 - أ) و (ب) و (ج) و (د)

3 - تمثل مطالبات ملكية في شركة ما وتحمل معها في الأرباح الموزعة،

والتصويت، والتصفية، والاككتاب في أسهم جديدة لاحقة.

- أ) الأسهم العادية؛ حقوق الاككتاب الخاصة
- ب) الأسهم الممتازة؛ حقوق الاككتاب الخاصة
- ج) السندات؛ حقوق الاككتاب الخاصة
- د) السندات؛ المطلوبات (الخصوم)

4 - أي من الميزات التالية تخص الأسهم العادية؟

- أ) لها الحصة العليا في المطالبة على أصول الشركة.
- ب) لها حقوق التصويت.
- ج) قد تكون أرباحها الموزعة أكبر من أرباح الأسهم الممتازة.
- د) لها حقوق أفضلية الاككتاب.

1 - أ) و (ب) فقط

2 - أ) و (ب) و (ج) فقط

3 - أ) و (ب) و (د) فقط

4 - أ) و (ب) و (ج) و (د)

5 - اشترى السيد AB في الأول من فبراير 2010م 100 سهم في شركة SMB المدرجة بسعر 50 ريالاً
للسهم الواحد. وفي شهر مارس 2010م حصل على أرباح قدرها ريال واحد لكل سهم. وفي 31 يوليو
2010م باع أسهمه بـ 54 ريالاً للسهم الواحد. ما عائد فترة الحيازة السنوي؟

أ) 18.57%

ب) 19.01%

ج) 20.00%

د) 21.00%

الفصل الثاني

شراء وبيع الأوراق المالية

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.2 أنواع الأوامر

- 1.1.2 أمر السوق (Market order)
- 2.1.2 أمر الإيقاف (Stop order)
- 3.1.2 أمر محدد السعر
- 4.1.2 أمر الإيقاف المحدد
- 5.1.2 الأوامر المشروطة زمنياً

2.2 تداول الأسهم

- 1.2.2 تنفيذ الصفقات
- 2.2.2 مبدأ مقابلة أو مطابقة الأوامر
- 3.2.2 فهم عرض أسعار الأسهم

3.2 البيع على المكشوف

- 1.3.2 ما المقصود بالبيع على المكشوف؟
- 2.3.2 لماذا البيع على المكشوف؟
- 3.3.2 أمثلة للبيع على المكشوف
- 4.3.2 مخاطر البيع على المكشوف
- 5.3.2 مزايا ومساوئ البيع على المكشوف

الهامش المغطى

4.2

- 1.4.2 ما المقصود بـ"الهامش المغطى"؟
- 2.4.2 أساليب استيفاء طلب الهامش
- 3.4.2 الأثر التمويلي للتداول بالهامش

أنواع الأسهم

5.2

- 1.5.2 أسهم نمو
- 2.5.2 أسهم النمو مقابل أسهم القيمة
- 3.5.2 أسهم النخبة أو أسهم الشركات المتميزة (Blue-chip stocks)
- 4.5.2 أسهم الشركات الكبيرة
- 5.5.2 أسهم المضاربة
- 6.5.2 الأسهم منخفضة القيمة (Penny stocks)
- 7.5.2 الأسهم الدفاعية
- 8.5.2 الأسهم الهجومية
- 9.5.2 الأسهم الدورية
- 10.5.2 الأسهم المواجهة للتقلبات الدورية (Counter Cyclical Stocks)

مقدمة

يستعرض هذا الفصل الأدوات الأساسية للمتعاملين في تجارة الأوراق المالية. ويتناول القسم الأول أنواعاً مختلفة من الأوامر ومعانيها واستخداماتها، ويستشهد بالعديد من الأمثلة عند الضرورة لتحسين درجة فهم القارئ. إن من الضروري جداً للمتعامل الوسيط فهم أنواع الأوامر والإلمام بها لأداء وظيفته بكفاءة. ويتطرق القسم التالي إلى عملية تداول الأسهم حيث يتم التركيز على إيضاح ما يجري للأوامر حالما يتم إدخالها في النظام لتنفيذها. ويمنح فهم كيفية المطابقة بين أوامر المشتري والبائع المتداولين ثقة أكبر للقيام بمهامهم. يعقب ذلك شرح لأسعار الأسهم الموجودة عادةً على الصفحات المالية في الصحف اليومية، وهذا يُعدّ مهماً ليس فقط للمتداولين بل للمستثمرين أيضاً. وتوفر قوائم أسعار الأسهم معلومات مهمة عن حالة السوق لكل سهم، وهو أمر ضروري في اتخاذ قرارات الاستثمار.

ويناقد القسم التالي من هذا الفصل عمليات البيع على المكشوف. ويعدّ البيع على المكشوف أمراً مثيراً للجدل نوعاً ما، غير أن له بعض المميزات في حد ذاته. كما يناقش القسم التالي أبرز المفاهيم المتعلقة بالهامش المغطى. ويُعدّ التداول بهامش التغطية في غاية الأهمية؛ لأنه صيغة جذابة من صيغ تعزيز التداول تزيد العوائد (والخسائر) وهي جذابة للمتداولين الأكثر نشاطاً. وينتهي الفصل بمناقشة أنواع مختلفة من الأسهم الاستثمارية التي يعزز فهمها ثقة مزاولي نشاط التعامل والوساطة.

1.2 أنواع الأوامر

1.1.2 أمر السوق (Market Order)

الهدف التعليمي 1.1.2 - فهم المقصود بأمر السوق وطريقة استخدامه

إن أمر السوق هو أمر شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم عند سعر السوق الحالي. ويُعدّ هذا النوع من أكثر أنواع الأوامر شيوعاً من بين الأوامر التي يدخلها المستثمر من خلال وسيطه. وعادةً لا يحدد المتداول أي سعر؛ لأن من المفهوم أن أمر السوق سوف ينفذ بأفضل سعر متاح عند أو ما يقارب سعر السهم الحالي.

مثال

لنفترض أنك تريد شراء بعض الأسهم من شركة (Homfi) المدرجة، المتداولة في الوقت الراهن عند 28.50 ريالاً للسهم الواحد. أدخلت أمر سوق من خلال وسيطك لشراء 100 سهم من أسهم شركة (Homfi). سيشتري لك وسيطك الآن 100 سهم من أسهم (Homfi) بأفضل سعر متاح بمجرد أن يدخل أمرك إلى النظام. وعندها يمكن أن ينفذ أمرك بسعر 28.80 ريالاً مثلاً.

إن الميزة الرئيسية لأمر السوق هو أن هذا الأمر مضمون التنفيذ، لكن ليس هناك ما يضمن تنفيذه بالسعر المحدد؛ ففي الأسواق سريعة الحركة، تتغير الأسعار بصورة سريعة جداً، وقد يُنفذ أمرك ليس بالسعر الذي تريده تماماً، بل بأقرب وأفضل سعر متاح.

2.1.2 أمر الإيقاف (Stop Order)

الهدف التعليمي 2.1.2 - فهم المقصود بأمر الإيقاف واستخدامه

أمر الإيقاف هو أمر لشراء أو بيع سهم ما عندما يلامس سعره نقطة معينة، فيسمح للمستثمر بالتداول بالسعر المرغوب فيه أو بسعر قريب منه. وبمجرد ملامسة سعر الإيقاف، يصبح الأمر أمر سوق. إن أوامر إيقاف الشراء (البيع) هي أوامر شراء (بيع) بسعر معين أعلى (أقل) من سعر السوق الحالي. وتعني كلمة "إيقاف" هنا التوقف عن الشراء بسعر أعلى من السعر المنصوص عليه، أو "إيقاف الخسارة" بالبيع في بداية مرحلة تراجع السهم.

أمر إيقاف بغرض الشراء (Buy-Stop Order)

عندما تشتري سهماً ما يوجد دائماً احتمال بأن يبدأ سعره بالانخفاض. وأنت تريد شراء سهم تعتقد أن سعره سيتجه إلى الأعلى بعدما أظهر ارتفاعاً أولياً. ولهذا الغرض، تقوم بإدخال أمر إيقاف شراء (شراء موقوف أو معلق)، وهو أمر لشراء السهم بسعر أعلى من سعر السوق الحالي. وبمجرد أن يتداول سعر السهم عند السعر الذي حددته أو أعلى منه، يتحول الأمر إلى أمر سوق بغرض الشراء.

مثال

لنفترض أنك تدرس شراء أسهم شركة (SABC) المدرجة، علماً أن سعرها الحالي في السوق يبلغ 22 ريالاً للسهم، وتعتقد أن سعر السهم إذا بدأ في إظهار اتجاه صاعد، فإنه سوف سيرتفع أكثر. ولذلك قمت بإدخال أمر إيقاف شراء (شراء موقوف أو معلق) على شركة (SABC) بسعر 24 ريالاً. فإذا استمرت (SABC) بالصعود إلى 24 ريالاً، فسيصبح أمرك أمر سوق للشراء، وسينفذ بأقرب وأفضل سعر متاح.

إن الميزة الرئيسية لأمر إيقاف غرض الشراء هو أنك لن تشتري السهم إلا إذا بدأ السعر يظهر اتجاهًا صاعداً، وهذا يسير تماماً وفق إستراتيجيتك في التداول. وبمجرد الوصول إلى سعر إيقافك، يتحول أمرك إلى أمر سوق للشراء، ويمكن حينها أن ينفذ بسعر أعلى أو أقل من سعر إيقافك. لكن الجانب السلبي في هذا النوع من الأوامر هو أنه بمجرد أن يصل السعر إلى سعر الإيقاف، ربما يغير اتجاهه وقد اشتريته للتو بسعر مرتفع.

أمر إيقاف بغرض البيع (Sell-Stop Order)

تملك بعض الأسهم وتعتقد أنها ستسلك اتجاهًا نازلاً، بيد أنك تستطيع كبح خسارتك بإدخال أمر إيقاف بغرض البيع بسعر أقل من سعر السوق الحالي، ولكن قد يستمر سعره في الهبوط. ولهذا السبب، يعرف أمر الإيقاف بغرض البيع (أمر البيع الموقوف أو المعلق) أيضاً بـ "أمر إيقاف الخسارة" (stop-loss order). فإذا وصل السعر إلى مستوى أمر سعر الإيقاف الخاص بك، يصبح الأمر أمر سوق بغرض البيع، ومن ثم يتم تنفيذ الأمر.

مثال

تملك 100 سهم من أسهم شركة "ديوانية" المدرجة، وتعتقد بناءً على معلوماتك أن السعر قد يسلك اتجاهًا نازلاً. ولنفترض أن سهم "ديوانية" يتداول حالياً بـ 48 ريالاً للسهم، ثم أدخلت أمر إيقاف بغرض البيع (...) عند 45 ريالاً. ولنقل إن سهم "ديوانية" استمر بالنزول حتى وصل إلى 45 ريالاً، عندئذٍ يصبح أمرك أمر سوق بالبيع، ويتم تنفيذه بأفضل وأقرب سعر متاح.

إن الميزة الرئيسية من أمر الإيقاف بغرض البيع هو أنك تحدد من حجم الخسائر من خلال البيع في مرحلة مبكرة من النزول، لكن من مساوئ هذا النوع من الأوامر، أن السعر قد يغير اتجاهه ويصعد بمجرد ملامسته لسعر الإيقاف الخاص بك، وفي هذه الحالة تكون قد باعت بالسعر المنخفض.

3.1.2 أمر محدد السعر (Limit Order) (السعر المحدد)

الهدف التعليمي 3.1.2 – فهم المقصود بالأمر المحدد السعر (الأمر المحدد) واستخدامه

تُعدّ الأوامر محددة السعر أوامر لشراء أو بيع الأسهم بسعر محدد، أو أفضل. إن الأسعار المحددة أعلى من سعر السوق في حالة أوامر البيع بسعر محدد، في حين أنها أقل من سعر السوق في حالة أوامر الشراء بسعر محدد. وتظل الأوامر ذات السعر المحدد سارية حتى تنفذ بالكامل، أو حتى نهاية اليوم، أو حتى إلغائها.

أمر شراء محدد السعر (Buy-Limit Order)

لنقل إنك تريد شراء سهم معين بسعر أقل من سعر السوق السائد، فتدخل أمر شراء محدد السعر بسعر أقل من سعر السوق. وهنا يمثل السعر المحدد للشراء الحد الأقصى الذي ترغب أن تدفعه مقابل السهم. وإذا تراجع سعر السهم إلى مستوى سعرك المحدد، سيتم تنفيذ أمرك بذلك السعر أو أقل منه.

مثال

لنفترض أنك تريد امتلاك 100 سهم من أسهم شركة "سلام" المدرجة، والسهم يتداول حالياً بـ 35 ريالاً، وترغب في شراء السهم إذا انخفض سعره إلى 32 ريالاً أو أقل، فتقوم بإدخال أمر شراء محدد السعر بـ 32 ريالاً مقابل 100 سهم من أسهم شركة "سلام". ولنفترض الآن أن السعر انخفض إلى 32 ريالاً، عندئذ سيتم شراء الأسهم بذلك السعر أو سعر أقل منه.

إن الميزة الرئيسية لأمر (الشراء المحدد السعر) هو أنك تتفاوض مع السوق، إذ تعلن أقصى سعر ترغب بدفعه. وفي الواقع، هذه إستراتيجية جيدة مع الأسهم التي تسلك مساراً متقلباً وتميل أسعارها للتحرك بحدة. لكن الأمر السلبي في هذا النوع من الأوامر هو أنك قد لا تستطيع شراء الأسهم إن لم يصل سعرها إلى سعرك المحدد، أو أن يغير السهم اتجاهه عند بلوغه السعر المحدد قبل أن يتم تنفيذ أمرك.

وقد تستطيع شراء الأسهم التي تريد بسعر أقل من سعر السوق الحالي، وتستطيع وضع حد أقصى لما يمكنك دفعه مقابل السهم الواحد. يُعدّ أمر الشراء محدد السعر هو الأنسب لاقتناص تراجعات السوق قصيرة الأجل. لكن إذا بلغ سعر السهم سعرك المحدد، ثم تحول إلى الاتجاه التصاعدي قبل تنفيذ طلبك، فإنك لن تتركب موجة الصعود. وكذلك إذا لم يصل السعر إلى سعرك المحدد، فإنك لن

تتملك أي سهم. وعلاوة على ذلك، إذا هبط السعر إلى سعر المحدد وتم تنفيذ الأمر، فليس هناك ما يضمن أن السعر لن يستمر في الهبوط.

البيع محدد السعر (Sell-Limit Order)

لنقل إنك تريد بيع سهم بسعر أعلى من سعر السوق السائد لكي تحصل على نتيجة جيدة، فبالتالي تدخل أمر بيع محدد السعر، ينص على سعر محدد أعلى من سعر السوق. وهنا يُعدّ السعر المحدد في الأمر هو الحد الأدنى الذي ترغب في بيع السهم مقابله. وإذا ارتفع سعر السهم إلى سعر المحدد، فسيتم تنفيذ أمرك بذلك السعر أو أعلى منه.

مثال

لنفترض أنك تود بيع 100 سهم من أسهم شركة (SABC) المدرجة، والتي يتداول سهمها حالياً بـ 48 ريالاً. وترغب في بيع الأسهم وجني الأرباح إذا كان سعر السهم سيرتفع إلى 52 ريالاً، فتقوم بإدخال أمر بيع محدد السعر بـ 52 ريالاً على 100 سهم من أسهم (SABC). فإذا ارتفع السعر فعلاً إلى 52 ريالاً، فسيتم تنفيذ أمرك بـ 52 ريالاً أو أكثر.

إن الميزة الرئيسية لأمر البيع بسعر محدد أنك تتفاوض مع السوق، إذ تعلن السعر الأدنى لأسهمك. وهذه إستراتيجية مناسبة مع الأسهم التي تسلك مساراً متقلباً وتميل أسعارها للتحرك بحدة. سوف تكون مسروراً لو استطعت البيع بذلك السعر أو أعلى، ولن تقبل بيعه إن لم يصل إلى ذلك السعر. وبالطبع هناك أمر سلبي يشوب هذا النوع من الأوامر، فقد لا تباع أسهمك إذا لم يصل السعر إلى المستوى الذي حددته، أو يغير السعر اتجاهه عند وصوله للسعر المحدد وقبل أن يتم بيعه.

4.1.2 أمر لإيقاف المحدد (Stop-Limit Order)

الهدف التعليمي 4.1.2 – فهم المقصود بأمر الإيقاف المحدد واستخدامه

إن هذا الأمر يجمع بين أمر الإيقاف والأمر المحدد السعر. حين تدخل أمراً موقوفاً أو معلقاً بسعر محدد، يجب عليك أن تحدد سعر الإيقاف أو التعليق، وكذلك سعر التحديد. وعندما يلامس سعر السهم سعر الإيقاف، يصبح أمرك أمراً محدد السعر وسوف ينفذ بالسعر المحدد أو أفضل.

أمر إيقاف الشراء المحدد (Buy-Stop-Limit Order)

عندما تريد شراء سهماً بعينه، إذا ظهرت بواد تحركه إلى الأعلى، ولا تريد دفع أكثر من مبلغ معين، فإنك ستقوم بإدخال أمر إيقاف الشراء المحدد.

مثال

لنفترض أنك تعتزم شراء 100 سهم من أسهم شركة (acih) المدرجة، وذلك إذا طرأ على السهم بعض الزخم التصاعدي، علماً أن سهم (acih) يُتداول حالياً عند 35 ريالاً للسهم الواحد، وتظن أن السعر سيواصل اتجاهه التصاعدي إذا تحرك إلى 38 ريالاً، لكنك لا تريد دفع أكثر من 40 ريالاً. فتقوم بإدخال أمر إيقاف شراء بسعر محدد بـ 38 ريالاً على شركة (acih)، وبسعر محدد عند 40 ريالاً. فإذا تم تداول سهم (acih) صعوداً إلى سعر الإيقاف الخاص بك البالغ 38 ريالاً، فسيصبح أمر شرائك أمر إيقاف شراء محدد وسينفذ ما دام السهم يُتداول دون سعرك المحدد وهو 40 ريالاً.

إن الفائدة الرئيسية من أمر إيقاف الشراء المحدد هي أن لديك سيطرة أكبر على سعر أمر شرائك؛ لأنك حددت السعر الأقصى. أما النقطة السلبية في هذا الأمر هو أن أمر شرائك لن ينفذ إذا لم يصل سعر السهم إلى سعر الإيقاف الخاص بك أو إذا وصل السعر إلى سعر الإيقاف ثم تم تداوله فوق سعرك المحدد.

أمر إيقاف البيع المحدد (Sell-Stop-Limit Order)

عندما تريد بيع سهم بعينه فقط إذا أظهر علامات للتحرك إلى الأسفل، ولا تريد بيعه بسعر أقل من مستوى معين، فإنك ستقوم بإدخال أمر إيقاف بيع محدد.

مثال

ترغب في بيع 100 سهم من أسهم شركة "زامبا" المدرجة إذا ظهرت عليها علامات التنازل، لكنك لا تريد البيع إذا كان السعر منخفضاً جداً. ولنقل إن سهم "زامبا" يُتداول حالياً عند 43 ريالاً. ستقوم بإدخال أمر إيقاف بيع بسعر محدد بـ 40 ريالاً على سهم "زامبا"، وبسعر محدد يبلغ 38 ريالاً. ولنفترض أن السهم تم تداوله نزولاً إلى 40 ريالاً، عندئذٍ يصبح أمرك أمر بيع بسعر محدد، وسوف ينفذ بأفضل وأقرب سعر متاح ما دام السهم يُتداول فوق سعرك المحدد البالغ 38 ريالاً.

إن المزية الرئيسية من أمر إيقاف البيع المحدد هي أنك تملك سيطرة أكبر على سعر أمر بيعك؛ لأنك حددت السعر الأدنى الذي تريد البيع به. غير أن النقطة السلبية في هذا الأمر هو أن أمر بيعك لن ينفذ إذا لم يصل سعر السهم إلى سعر الإيقاف الخاص بك، أو إذا وصل السعر إلى سعر الإيقاف ثم تم تداوله تحت سعرك المحدد.

5.1.2 الأوامر المشروطة زمنياً

الهدف التعليمي 5.1.2 (أ) – فهم معنى خيارات الخواص الزمنية عند إدخال أوامر الأسهم

الهدف التعليمي 5.1.2 (ب) – فهم معنى الخواص الزمنية التالية المستخدمة بصورة شائعة:

- التنفيذ الكامل أو الإلغاء (Fill-or-kill)
- التنفيذ الكامل أو الإلغاء (غير قابل للتجزئة) (All or nothing)
- سار حتى إلغائه (Good till Cancelled)

تعبّر الخواص الزمنية عن تعليمات إضافية يستخدمها المستثمرون النشيطون لتحديد الشروط الزمنية للأمر، ولا سيما الأوامر المحددة بسعر. إن خيارات الخواص الزمنية تحدد مقدار الفترة التي يبقى بموجبها الأمر فعالاً قبل تنفيذه أو انتهائه. وتسمح هذه الخيارات للمستثمر أن يكون أكثر تحديداً من ناحية توقيت الصفقة. فإذا لم يحدد أي شيء حول توقيت الأمر، سيظل الأمر قائماً لليوم الذي أدخل فيه. في ما يلي أمثلة لأكثر خيارات الخواص الزمنية استخداماً وشيوعاً:

• التنفيذ أو الإلغاء (Fill-or-kill)

إن خاصية التنفيذ الكامل أو الإلغاء هي توجيهه للوسيط لتنفيذ الأمر بالكامل أو عدم تنفيذه على الإطلاق؛ أي بعبارة أخرى: لن يكون هنالك تنفيذ جزئي للأمر. وهذا النوع من الأوامر يمكن أن يستخدم مع الأوامر الكبيرة من قبل المستثمرين النشيطين الذي يودون معرفة نتيجة الأمر حتى يتمكنوا من المواصلة بإستراتيجية لاحقة. فبدون خاصية التنفيذ الكامل أو الإلغاء، يمكن أن ينفذ الأمر جزئياً، وعلى كميات صغيرة في كل فترة، وبالتالي قد يستغرق وقتاً قبل أن يُنفذ بالكامل.

ومن أنواع الأوامر الأخرى: أمر "التنفيذ الفوري أو الإلغاء" (IOC)، الذي يعني تنفيذ كامل كمية الأمر أو جزء منها فوراً، وإلغاء أي جزء لا يمكن تنفيذه. وهناك أيضاً الأمر الساري لحين إلغائه (GTC) الذي يجعل الأمر صالحاً أو فعالاً بحسب ما يحتاج، حتى لو امتد ذلك عدة أيام، إلى حين أن ينفذ الأمر تماماً بالسعر المحدد أو أن يلغيه المتداول.

• الأمر غير القابل للتجزئة (All-or-Nothing)

إن خاصية عدم التجزئة تعني أنه يجب تنفيذ الأمر بالكامل أو عدم تنفيذه على الإطلاق. وهذا الأمر قد يستغرق بعض الوقت قبل تنفيذه بالكامل، ويمكن أن ينفذ بأسعار مختلفة. وإذا لم ينفذ الأمر بالكامل بنهاية اليوم، يتم إلغاؤه. ويعزى سبب وجود هذا الخيار إلى أن المتداول لا يريد التنفيذ الجزئي، فإما أن تنفذ الكتلة من الأسهم بكاملها، أو ألا تنفذ على الإطلاق.

• سارٍ حتى إلغائه (Good-till-Cancelled)

الأمر الساري حتى إلغائه يعني ببساطة ما يشير إليه مدلوله. يظل هذا الأمر سارياً حتى تنفيذه بالكامل، أو إلغائه من قبل العميل. وسبب استخدام هذا الخيار هو أن الأمر قد يستغرق بضعة أيام حتى يصل إلى السعر المحدد ليتم تنفيذ الأمر، وبدون خاصية "سارٍ حتى إلغائه" ستنتهي صلاحية الأمر بنهاية كل يوم، إذا لم ينفذ بالكامل. ويستخدم هذا النوع من الأوامر بصورة تقليدية مع الأوامر محددة السعر، حيث تكون الأسعار المحددة بعيدة جداً عن سعر السوق الحالي. وفي العادة يكون للوسطاء حد صلاحية خاص بهم بالنسبة إلى الأوامر السارية حتى إلغائها، حتى إن لم يتم المتداول بإلغائها.

2.2 تداول الأسهم

1.2.2 تنفيذ التداول

الهدف التعليمي 1.2.2 – فهم كيفية تنفيذ الأوامر وكيف تتم مطابقة أوامر البيع والشراء

إن "التداول" في سوق الأسهم يعني شراء وبيع الأسهم، يحتاج المتداول (أو المستثمر) إلا إلى الاتصال بوسيطه الخاص وإدخال أمر شراء أو بيع أسهم معينة بسعر معين، ومن ثم يبلغه الوسيط ما إذا كانت الصفقة قد تمت أم لا. هذا هو كل ما في الأمر. لكن بالنسبة إلى الوسيط، من المهم أن يكون لديه فهم أساسي لكيفية سير العملية.

على الصعيد العام، يقوم نظام تداول المعروف عادة باسم نظام إدارة الأوامر (OMS) أو نظام التداول الآلي (ATS) بتنفيذ أمر شراء وبيع الأوراق المالية. ويتسم هذا النظام بالكفاءة في تنفيذ الأوامر وتوفير التكلفة. وتتمتع أنظمة التداول بخصائص عدة تمكن الوسطاء والمتداولين من متابعة مراحل تقدم كل أمر في أرجاء النظام.

وفي نظام التداول المستمر، يتم إدخال أوامر الشراء والبيع في النظام وقت مجيئها، وتتم عملية المطابقة بشكل متواصل. وهناك في كل الأوقات سعران على الشاشة أو لوحة الأسعار: سعر العرض وسعر الطلب. سعر العرض هو سعر المشتري، وهو السعر الذي يكون المشترون عنده مستعدين لشراء أي أمر بيع يتطابق مع سعر العرض. فإذا أراد المتداول أن يبيع فوراً، فهذا هو السعر الذي عليه أن يقبله، وهذا هو السعر الذي سينفذ به أمر البيع بسعر السوق. أما سعر الطلب فهو سعر البائع، وهو السعر الذي يكون عنده لدى الباعة الاستعداد للبيع لأي أمر شراء يتطابق مع سعر الطلب. فإذا أراد المتداول أن يشتري فوراً، فهذا هو السعر الذي يتعين عليه دفعه، وهذا هو السعر الذي سينفذ به أمر الشراء بسعر السوق.

إن سعر العرض عادةً ما يكون أقل من سعر الطلب. هذا هو الحال بالضرورة لأنهما لو كانا متساويين، لحدث التطابق ولما مكثت أسعارهما على الشاشة. ويطلق على الاختلاف بين سعر العرض وسعر الطلب "فرق سعر العرض والطلب". وهذا الفرق ينطوي على أهمية كبيرة تعكس السيولة في السهم. وتتميز عادة الأسهم المتداولة بنشاط (سيولة عالية) بفروقات ضيقة في حين تتسم الأسهم الأقل تداولاً (نقص السيولة) بفارق أوسع.

وعلى صعيد السوق المالية المحلية، تستخدم "تداول نظام معالجة مستمر لتداول ومقاصة وتسوية الأسهم، فيوفر سوقاً متواصلة قائمة على الأوامر، بأسعار وأحجام ومعلومات لحظية. وتتم عملية نقل الملكية والدفع مباشرة بعد إتمام الصفقة، وتسوى كل الصفقات في يوم التنفيذ.

2.2.2 مبدأ مطابقة الأوامر

الهدف التعليمي 2 - 2 - 2: فهم مبدأ مطابقة الأوامر المسمى "الأولوية السعرية والزمنية" وأثره في طريقة تنفيذ الأوامر

إن إحدى الخصائص المستخدمة في معظم أنظمة التداول تتعلق باستخدام مبدأ المطابقة الذي يطلق عليه "الأولوية السعرية والزمنية".

يشير مبدأ الأولوية السعرية والزمنية إلى كل من الأوامر وأسعارها. عند إدخال أمر في نظام التداول، تتم مطابقته وفقاً لأولوية السعر، ثم أولوية الوقت. بعبارة أخرى، الأمر المدخل أولاً وبسعر محدد معين يتم تنفيذه أولاً.

عندما يتم إدخال أمر (أو سعر) جديد، يقوم نظام التداول أولاً بالتحقق من حدود أسعار الأوامر كافة في النظام. قد لا تنفذ الأوامر بالضرورة بسعر واحد، ولكن قد ينشأ منها عدة صفقات جزئية بأسعار

مختلفة. وعند تنفيذ أمر كبير مقابل إجمالي الكمية المتاحة بسعر محدد، يرتفع مستوى السعر التالي ليصبح الأفضل. وتستمر هذه العملية ما دامت الأوامر الواردة قابلة للتنفيذ. وإذا لم يتم تنفيذها فور الإدخال، يحتفظ بها النظام كطلبات قائمة.

كذلك من الممكن أن ينشأ عن أمر واحد تنفيذ عمليات متعددة في نقاط مختلفة من الوقت. على سبيل المثال: عند إدخال الأمر يتم تنفيذه بشكل جزئي، في حين يبقى الأمر مفتوحاً في النظام لإنجاز المتبقي. قد يتم تنفيذ الجزء المتبقي بعد دقيقة، أو بعد ساعة، أو حتى بعد يوم، بحسب نوع الأمر.

إن أوامر السوق عموماً تحظى بالأولوية القصوى في المطابقة. ففي حالة الأوامر محددة السعر، تأخذ الأوامر ذات السعر الأفضل (أعلى حد سعري لأوامر الشراء، أدنى حد سعري لأوامر البيع) الأسبقية في عملية المطابقة مقارنة بأوامر أخرى أسوأ سعراً. ومرة أخرى، إذا كانت الأوامر محددة السعر تحمل نفس السعر المحدد، يكون المعيار المستخدم لتحديد أولوية المطابقة هو الترتيب الزمني (أو توقيت الأمر).

3.2.2 فهم عرض أسعار الأسهم

الهدف التعليمي 2 - 2- 3: فهم المقصود بعرض سعر السهم، والمقدرة على شرح مصطلحات واختصارات شائعة تُستخدم في عرض أسعار الأسهم.

يتضمن عرض أسعار الأسهم معلومات قيمة عن الأسهم، وهذا يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ونستطيع عادةً الحصول على عروض أسعار الأسهم من الصحف اليومية، أو نجدها على شاشات التداول الإلكتروني. وتذكر الصحف المعلومات الخاصة بيوم التداول السابق. وعلى الرغم أن الشكل قد يختلف من سوق إلى أخرى، لكنها بصفة عامة تذكر نفس نوع المعلومات تقريباً. يوضح الجدول التالي النمط المعتاد لعرض أسعار الأسهم التي يمكن العثور عليها في الصفحات المالية للصحف اليومية.

الجدول 2 - 1: نمط اعتيادي لعرض أسعار الأسهم

12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي التغير	الإغلاق	أدنى سعر	أعلى سعر	حجم التداول (بالآلاف)	مكرر الأرباح	غلة الأرباح الموزعة (%)	الأرباح الموزعة	الرمز	اسم السهم	أدنى سعر في 52 أسبوعاً	أعلى سعر في 52 أسبوعاً
3.8-	83.00	77.02	84.00	766	52.5			ATB	Altaiba	39.5	90.78
0.24	12.18	11.80	12.18	32				RDS	RedSea	7.1	23.26
0.06	145.48	143.68	145.50	34		3.16	4.60	ABG	ArabGulf	110.3	154.5
- 0.02	48.98	48.58	48.98	3	20.9			AMN	Almanar	33.26	62.62
0.42	8.62	8.40	9.00	6206				BIS	BenIssa	3.5	16.88
0.28	53.00	53.00	54.30	1303	26.5			AMD	Almaadin	37.62	77.26
0.48	95.08	95.08	95.98	1282	14.5	2.15	2.04	ACF	Alicafe	55.38	102.5

تنويه: أسماء وأسعار الأسهم الواردة في الجدول أعلاه افتراضية

العمودان 1 و 2: أعلى وأدنى مستوى في 52 أسبوعاً

هذه هي أسعار أعلى وأدنى مستوى تم تداول عندها السهم على مدى الـ 52 أسبوعاً الماضية (عام واحد) من التاريخ الحالي. وتقدم هذه المعلومات نطاق تحركات السعر الماضية، ويمكن استخدامها كمقياس تقريبي لدرجة مخاطر السهم. ويشير النطاق الواسع بين الأسعار العليا والأسعار الدنيا إلى وجود تذبذب عالٍ، وهذا بدوره يدل على ارتفاع المخاطر، في حين يدل النطاق الضيق على انخفاض مخاطر السهم.

العمود 3: اسم السهم

يسرد هذا العمود الاسم المختصر للشركة أو السهم. وفي بعض الأحيان، يوضع رمز في نهاية اسم السهم ليبدل على نوع السهم، فمثلاً (pf) أو (س.م) تشير إلى أن السهم من فئة الأسهم الممتازة. وإذا لم تكن هناك رموز أو أحرف خاصة بعد الاسم فهو من الأسهم العادية.

العمود 4: الرمز (Ticker Symbol)

هذا هو الاسم الأبجدي الخاص بكل سهم. عادةً ما تستخدم قنوات التلفزة المالية نظام الرمز عند بث شريط الأسعار على الشاشة، إذ يُعرض آخر الأسعار بجوار الرموز. وإن لم يتسنّ ذلك، يستطيع المرء دائماً الرجوع إلى الصفحات الإلكترونية للبورصة للحصول على المعلومات.

العمود 5: الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) للسهم

يشير هذا العمود إلى دفع الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) السنوية لكل سهم كمبلغ بالعملة ذات العلاقة. إذا كانت هذه الخانة فارغة، فإن الشركة لا تدفع حالياً أرباحاً موزعة على أسهمها. مثلاً، يشير الجدول أعلاه إلى أن شركة (ArabGulf) أعلنت عن 4.60 ريالاً سنوياً موزعة في العام السابق.

العمود 6: غلة الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح)

تُحسب غلة الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) بقسمة الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) السنوية لكل سهم (العمود 5) على السعر الحالي (الإغلاق) للسهم (العمود 11). وقد يجد بعض المتداولين الأساسيين أن هذه المعلومة مهمة للغاية لأنهم يعدون الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) عاملاً مهماً في عملية الاستثمار. بالنسبة إلى شركة (ArabGulf)، ستكون غلة الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) 3.16٪ (أي بقسمة 4.6 ريالاً وهي الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) السنوية على سعر الإغلاق البالغ 145.48 ريالاً).

العمود 7: نسبة السعر إلى أرباح الشركة (مكرر الأرباح) (Price/Earnings Ratio):

يتم احتساب نسبة السعر إلى الأرباح (أو مكرر الأرباح) (P/E Ratio) بقسمة سعر السهم الحالي على أرباح الشركة للسهم الواحد خلال الأرباع الأربعة الماضية أو العام الماضي. عندما تكون هذه الخانة فارغة فهذا يعني أن رقم الأرباح غير متوافر، أو أن أرباح السنة الماضية كانت سلبية. ومن ناحية رياضية، تعبر نسبة السعر إلى الأرباح عن مضاعف سعر السوق على الأرباح. ويستخدم بعض المتداولين مكرر الأرباح أساساً لإستراتيجيتهم الاستثمارية، فلا يختارون إلا المكررات المنخفضة، لأنها تُعدّ أسهماً "أقل كلفة" أو "رخيصة".

العمود 8: حجم التداول

يقاس حجم التداول على أنه العدد الإجمالي للأسهم المتداولة في اليوم السابق، ويُذكر بالآلاف. وللحصول على العدد الفعلي للأسهم المتداولة، يجب أن نضرب العدد بـ 1000. ويشير حجم التداول إلى مدى نشاط السهم من عدمه. ويوضح الجدول أن حجم تداول شركة (Almanar) بلغ 3000 سهم فقط، في حين أن حجم تداول سهم شركة (Benlssa) كان كبيراً جداً إذ بلغ 6.2 ملايين سهم في اليوم المشار إليه.

العمودان 9 و10: أعلى وأدنى مستويات اليوم

يشيران إلى أعلى وأدنى النطاقات السعرية خلال يوم التداول السابق، ويعدان مقياساً تقريبياً للتذبذب اليومي.

العمود 11: الإغلاق

هو سعر الإغلاق لليوم، أو آخر سعر تم تداول به السهم سُجّل عند إغلاق السوق في ذلك اليوم. إذا ارتفع سعر الإقفال أو انخفض أكثر من 5% عن إغلاق اليوم السابق، فإن قائمة معلومات سعر السهم بكاملها تظهر بالبنط العريض. انظر على سبيل المثال سهم شركة (Benlssa). وعندما يُفتح التداول لليوم التالي، قد لا يكون سعر الافتتاح مساوياً لسعر الإغلاق نظراً إلى وصول معلومات جديدة ربما تغير العرض والطلب على الأسهم.

العمود 12: صافي التغير

يُقصد بصافي التغير تغير القيمة بالدولار (أو العملة ذات العلاقة) في سعر السهم من تاريخ إغلاق يوم التداول السابق. عندما تشير التقارير المالية إلى أن سهماً معين "ارتفع اليوم"، فهذا يعني ارتفاعاً لسعر الإغلاق مقارنةً بإغلاق اليوم السابق. إن صافي التغير لشركة (Benlssa) هو 0.42 ريال، وهذا يعني أن إغلاق اليوم السابق كان 8.20 ريالاً.

3.2 البيع على المكشوف (Short Selling)

1.3.2 ما المقصود بالبيع على المكشوف؟

الهدف التعليمي 1.3.2 – معرفة معنى وآليات البيع على المكشوف

في الوضع الطبيعي، يشتري المستثمر في سوق الأسهم أولاً الأسهم التي يعتقد أنها سترتفع قيمتها، ومن ثم يبيع تلك الأسهم من أجل الربح. عندما يشتري المتداول ويملك السهم، يقال إنه اتخذ "وضع الشراء" (long position)، ويتم اتخاذ هذا الموقف أو المركز عندما يعتقد المستثمر أن قيمة السهم سوف ترتفع.

إن البيع على المكشوف هو عملية عكس ما يقوم به المستثمر في الوضع الطبيعي، أي أن المستثمر يبيع أسهماً لا يملكها. فالبايع على المكشوف يقترض الأسهم أولاً عادةً من وسيطه، ثم يبيعها في السوق، ثم بعد ذلك يعود فيشتريها ويعيد الأسهم للمقرض. يحدث البيع على المكشوف عندما يعتقد المستثمر أن سعر السهم سينخفض، فإذا انخفض السعر كما كان متوقعاً، يستطيع المستثمر إغلاق مركزه بشراء السهم بسعر أقل، محققاً بذلك ربحاً من فرق السعر. لكن إذا ارتفع السعر، سيتحتم على البائع على المكشوف شراء الأسهم بسعر أعلى ليغلق مركزه المكشوف (short position) ويتحمل الخسارة.

قد يأتي السهم المقترض من مخزون الوسيط، أو من عميل آخر من عملاء الوسيط، أو وسيط آخر. إن طول المدة الزمنية التي يظل فيها المرء في مركز مكشوف يعتمد على الاتفاق مع الوسيط، لكن كلما طالّت المدة، ارتفعت المخاطر التي يتعرض لها البائع على المكشوف. وإذا احتاج المقرض إلى السهم، سيجبر البائع على المكشوف على إغلاق مركزه، وربما بخسارة. إضافةً إلى ذلك، يجب على البائع على المكشوف أن يدفع لمالك الأسهم مقابل أي أرباح موزعة أو توزيعات مالية كحقوق الاكتتاب مثلاً، حدثت خلال فترة الاقتراض.

2.3.2 لماذا البيع على المكشوف؟

الهدف التعليمي 2.3.2 (أ): فهم "الغرض" من البيع على المكشوف

الهدف التعليمي 2.3.2 (ب): فهم الاختلافات بين المضاربة والتحوط في البيع على المكشوف

هناك عموماً سببان رئيسان لدخول المتداولين في عمليات البيع على المكشوف: المضاربة أو التحوط.

▪ المضاربة (Speculation)

المضارب هو الذي يتداول ليحني ربحاً من تحركات الأسعار. والبائعون على المكشوف يضاربون على انخفاض السعر. وقد تقوم المضاربة على تحليل فني أو أساسي، فإذا كان لدى المتداول اعتقاد قوي في توقعه أن السهم سينخفض، فسوف يدخل في عملية البيع على المكشوف لكي يستفيد من الوضع. لكن ينبغي هنا التنويه بأنه يصعب توقع تحركات الأسعار. وربما تكون توقعات المضارب الخبير الصحيحة أكثر من توقعاته الخاطئة، لكن عنصر المخاطر موجود دائماً. ويرى بعض الناس أن المضاربة أشبه بالمقامرة، إلا أنها من الناحية الفنية تنطوي على شيء من البحث وتحمل المخاطر المحسوبة، أما المقامرة فهي لعبة حظ خالص.

▪ التحوط (Hedging)

يستخدم غالبية المستثمرين البيع على المكشوف من أجل التحوط، ويعني التحوط خلق مركز محمي في تداول الأوراق المالية، فالمتداول الذي يشتري الأسهم يكون في مركز امتلاك (long position) ويعرض نفسه لتقلبات الأسعار، وبالتالي إذا انخفض السعر تحمل خسارة. ولكي يحمي المتداول نفسه من هذه الخسارة المحتملة، يستطيع بيع السهم على المكشوف. فعندما يتراجع السعر يخسر المتداول عن السهم المغطى (long stock) (في وضع الامتلاك أو الشراء)، ولكنه يكسب عن السهم المكشوف (short stock) (الذي لا يملكه). وإذا كان المركزان المغطى والمكشوف في نفس السهم وبنفس الكمية، فإن المتداول يصبح متحوطاً أو "محصناً" تماماً.

يمكن تطبيق إستراتيجية التحوط أيضاً من خلال المحافظة على وضع الامتلاك في ورقة مالية أو محفظة استثمارية، وكذلك وضع البيع أو عدم الامتلاك في المشتقات المرتبطة بالورقة المالية أو المحفظة الاستثمارية الضمنية أو الأساسية. فعلى سبيل المثال: لنفترض أن مدير محفظة استثمارية يواجه سوقاً متقلبة، وبحوزته مجموعة من الأسهم قيمتها 200,000 دولار (هذا هو وضع الامتلاك أو الوضع المغطى). ولكي يحمي المحفظة من احتمال تراجع السوق، يقوم باتخاذ مركز أو موقف مكشوف من خلال بيع عقود مستقبلية مرتبطة بمؤشر أسهم بقيمة مماثلة لقيمة الاستثمار،

وبالتالي سيتوازن أي تراجع في قيمة المحفظة بعائدٍ على العقود المستقبلية والعكس صحيح.

وخلاصة الأمر أن هناك فرقين رئيسيين بين التحوط والمضاربة؛ أولاً: أن غرض التحوط هو القضاء على المخاطر، في حين تهدف المضاربة إلى تحقيق الربح من المخاطرة؛ أي تغيير الأسعار. ثانياً: يُعدّ المتحوطون متجنبين للمخاطر، أما المضاريون فيبحثون عن المخاطر. ويتحمل المضاريون المخاطر عمداً، في حين يسعى المتحوطون إلى تخفيفها أو الحد منها.

وينظر إلى المتحوطين على أنهم متجنبو مخاطر، أما المضاريون فينظر إليهم كباحثين عن المخاطر. يتحمل المضاريون عمداً المخاطر في حين. ويمكن أن يتعرض المضاريون لخسائر فادحة إذا ما استخدموا الإستراتيجية الخاطئة في الوقت الخطأ، ولكن يمكنهم أيضاً جني مكاسب عالية إذا كانت توقعاتهم صحيحة

3.3.2 مثال لتبيع على المكشوف

لنفترض أنه بعد ساعات من البحث الشاق والتحليل المكثف، استنتج مستثمر ما أن شركة XYZ المدرجة في بورصة نيويورك ستعاني خسائر فادحة. ويتداول سهم الشركة حالياً عند 60 دولاراً، لكن المستثمر يتوقع أن السهم سيُتداول بأقل من ذلك بكثير في الأشهر القادمة. لكي يستفيد من الانخفاض، يقرر المستثمر بيع 100 سهم على المكشوف من أسهم شركة XYZ. ولنفكر باحتمالين بعد أسبوعين، ونحسب ما يحصل عليه؛ السيناريو الأول: انخفاض سعر السهم إلى 40 دولاراً، والسيناريو الثاني: ارتفاع سعر السهم إلى 80 دولاراً.

السيناريو الأول: انخفاض سعر السهم إلى 40 دولاراً

6000 دولار	بيع 100 سهم مقترض من أسهم شركة XYZ بـ 60 دولاراً
4000 دولار -	اشترى 100 سهم من أسهم شركة XYZ بـ 40 دولاراً
2000 دولار	الأرباح

السيناريو الثاني: ارتفاع سعر السهم إلى 80 دولاراً.

6000 دولار	بيع 100 سهم مقترض من أسهم شركة XYZ بـ 60 دولاراً
8000 دولار -	اشترى 100 سهم من أسهم شركة XYZ بـ 80 دولاراً
2000 دولار -	الخسائر

من الواضح من الحسابات أن البائع على المكشوف سيكون رابحاً إذا كان توقعه صحيحاً؛ وهو انخفاض سعر السهم. ولاحظ أيضاً أنه سيتحمل خسائر إذا كان توقعه خاطئاً. ولكن لا يظهر في المثال أعلاه الربح الأقصى والخسارة القصوى. من الناحية النظرية، أقصى ربح يمكن تحقيقه هو 6000 دولار (ناقصاً تكاليف الصفقة)، وذلك إذا انخفض السعر إلى صفر. وفي المقابل فإن الخسارة المحتملة في المقابل لا نهائية؛ لأن السعر يمكن أن يستمر بالصعود بلا حدود.

4.3.2 مخاطر البيع على المكشوف

الهدف التعليمي 4.3.2 - فهم المخاطر المرتفعة للبيع على المكشوف.

- (أ) **معاكسة الاتجاه العام** - على المدى الطويل، تميل أسعار الأسهم في كل الأسواق إلى الارتفاع، ويعزى سبب ذلك إلى أن القيمة الحقيقية للشركات تزداد مع مرور الوقت ونمو الشركات وتحقيقها الأرباح وتوسع أنشطتها. وحتى بالنسبة إلى الشركات التي لا تحقق أرباحاً، يمكن أن تستمر الأسعار بالزيادة بسبب التضخم. الخلاصة أن أسعار الأسهم تأخذ اتجاهها صاعداً على المدى الطويل، ومن هذا المنظر، يسبح البائع على المكشوف عكس التيار، فكلما طالت فترة بقائه في المركز المكشوف (البيع)، ازداد الوضع خطورة.
- (ب) **الأرباح محدودة، أما الخسائر فلا** - هنالك حد للأرباح التي من الممكن أن يحققها البائع على المكشوف. تحصل الأرباح القصوى عندما يصبح السهم بلا قيمة، أي يصبح سعره صفرًا. ومقدار الأرباح المحققة يساوي صافي العائدات من البيع على المكشوف. غير أن سعر السهم يمكن أن يرتفع ارتفاعاً فلكياً وعندها قد يواجه البائع على المكشوف خسائر ضخمة. ونظرياً ليس هناك حد لمدى ارتفاع أسعار الأسهم.
- (ج) **ضغط تغطية المراكز القصيرة أو المكشوفة** - حذار من خطورة سلوك "القطيع" في اتخاذ مركز مكشوف في سهم يوجد فيه سلفاً عدد كبير من المراكز المكشوفة. عندما تبدأ أسعار الأسهم بالارتفاع بدلاً من الانخفاض يندفع البائعون على المكشوف لشراء السهم لتغطية مراكزهم. وبفعلهم هذا يدفعون الأسعار إلى الارتفاع أكثر فأكثر، وبالتالي الضغط على أرباحهم. لذا فإن الانسياق وراء الجموع في بيع السهم على المكشوف ليس بالفكرة الجيدة.

(د) **عدم التيقن من حيث الاتجاه والحجم والتوقيت** - لتوقعات الأسعار الثلاثة عناصر، كلها معرضة لحالات عدم التيقن: اتجاه تغير السعر، وحجم التغير، وتوقيته. ربما يكون البائع على المكشوف مصيباً في توقعه للاتجاه، لكن ماذا عن حجم تغير السعر وتوقيته؟ عليه أن يضع باعتباره أنه يجب أن يكون مصيباً في العناصر الثلاثة كلها لكي يجني ثمار عمليات البيع على المكشوف. فإذا لم يكن التوقيت صحيحاً على سبيل المثال، واضطر البائع على المكشوف إلى الاحتفاظ بمركزه القصير أو المكشوف فترةً طويلةً جداً، فسيكون معرضاً لمقابلة والإبقاء بالأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) والتوزيعات المالية، والفائدة على القرض، وطلبات الهامش أو الإغلاق الإجباري للمركز.

5.3.2 مزايا ومساوئ البيع على المكشوف

الهدف التعليمي 5.3.2 - التعرف على مزايا ومساوئ البيع على المكشوف

يعتقد بعض النقاد أن البيع على المكشوف هو سبب رئيس من أسباب فترات الركود في السوق؛ مثل انهيار السوق الأمريكية عام 1987م. قيل إن البائعين على المكشوف، بعمل متسق، دفعوا أسعار الأسهم إلى الانخفاض وحققوا أرباحاً ضخمة. وجذب زخم الهبوط السعري مزيداً من البائعين على المكشوف وبنشاطات أوسع. ومع أن الاتهام مثير للاهتمام، ليس له ما يدعمه من أدلة، إذ إن هناك عوامل أخرى مثل المشتقات وبرامج التداول أدت أيضاً دوراً كبيراً في المساهمة في انهيار عام 1987.

على الرغم من منتقدي البيع على المكشوف، ينبغي الإقرار بأنه يقدم مساهمة مهمة للسوق بثلاث طرق على الأقل؛ أولاً: تضيف أنشطة البيع على المكشوف سيولة للسهم وللسوق، ثانياً: قد يساعد البيع على المكشوف على خفض الأسهم المبالغ في أسعارها، وبالتالي تعزيز كفاءة الأسعار عن طريق موازنة سعر السوق مع قيمتها الحقيقية، ثالثاً: كما أشرنا سابقاً، يساعد البيع على المكشوف المستثمرين على إدارة المخاطر المرتبطة بمراكزهم المغطاة (الطويلة).

إذا أخذنا جميع الأمور بعين الاعتبار، يظهر لنا أن هناك تحيزاً في التصور السلبي لأثر البيع على المكشوف على السوق. ويبدو أن الوصمة السوداء الكبرى هي أن البائعين على المكشوف يقتاتون على الأسواق الهابطة، وتصرفاتهم تفاقم الوضع. في السنوات الأخيرة، وعقب أزمة الرهن العقاري المالية، اتخذت دولٌ عديدة خطوات جذرية للحد من البيع على المكشوف أو حظره تماماً. وفي سبتمبر من عام 2008م، منعت هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية (SEC) 799 شركة مالية من ممارسة عملية

البيع على المكشوف مدة ثلاثة أسابيع، وذلك في محاولة للمحافظة على استقرار تلك الشركات. وفي الوقت نفسه، منعت هيئة الخدمات المالية البريطانية (FSA) 32 شركة من البيع على المكشوف. وفي 22 سبتمبر من عام 2008م، سنت أستراليا إجراءات مشددة مع حظر شامل للبيع على المكشوف، وفي اليوم نفسه قامت الجهة المنظمة للسوق المالية الإسبانية بحد المراكز المكشوفة في المؤسسات المالية، ووضعت قيوداً على البيع على المكشوف العاري (غير المغطى) (Naked shorting)، وهو بيع الأسهم بدون تأمين الأسهم المقترضة. وفي يونيو من عام 2010م، منعت ألمانيا البيع العاري (غير المغطى) منعاً نهائياً بسبب الأزمة الاقتصادية، وكذلك قامت كل من فرنسا وإيطاليا وإسبانيا وبلجيكا وكوريا الجنوبية عام 2011م بمنع جميع عمليات البيع على المكشوف في أسهمها المالية (Footnote).

4.2 الهامش المغطى (Margin Trading)

2.4.2 ما المقصود بـ"عملية الهامش المغطى"؟

الهدف التعليمي 1.4.2 (أ) – التعرف على معنى ومجرى عملية الهامش المغطى

الهدف التعليمي 1.4.2 (ب) – التعرف على الحسابات المتعلقة بالتداول بالهامش المغطى

إن الطريقة المعتادة عندما تشتري أسهماً في سوق الأسهم هي أن تدفع مالاً نقداً مقابل القيمة الكاملة لما اشتريته. وسيعتمد حجم محفظتك الاستثمارية على كمية الأموال المتاحة لك. غير أن هنالك طريقة تمكنك أن تستثمر أكثر مما تملك؛ وهي عن طريق ما يسمى بالتداول بالهامش المغطى. في هذا الترتيب لا تدفع إلا نسبة معينة من سعر الشراء، ويدفع المتبقي بقرض يتم الحصول عليه عادةً من الوسيط. تقيّد الأوراق المالية التي تم شراؤها بهذه الطريقة في حساب يسمى "حساب الهامش"، منفصلاً عن الحساب الاستثماري العادي. ويحتفظ الوسيط بالأسهم كضمانات للقرض. وتستخدم الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح) للأسهم للمساعدة على تعويض أو موازنة مدفوعات الفائدة على القرض.

ويطلق على النسبة التي يدفعها المستثمر كجزء من ثمن الشراء وقت الشراء "الهامش المبدئي" (Initial margin). وهذا الهامش المبدئي هو المبلغ (أو النسبة) التي يجب أن تودعها في حساب الهامش الخاص بك عند شراء الأسهم بنظام هامش التغطية. ويمثل "الهامش المبدئي" الحد الأدنى وتحدده الجهات المنظمة للأسواق المالية. ويمكن للوسيط أن يضع حداً أدنى أعلى من السوق.

بعد شراء الأسهم بألية الهامش المغطى، هناك ما يسمى بـ "هامش الصيانة" (Maintenance margin) الذي لا يُسمح لـ"الهامش الفعلي" (Actual margin) أن ينخفض دونه. إذا انخفض الهامش الفعلي تحت هامش الصيانة، يطلب الوسيط من المستثمر إيداع المزيد من النقد أو المزيد من الأسهم. ويقال عن الوسيط إنه قام بعملية "طلب الهامش" (margin call). وإذا لم يتم تسليم المبالغ النقدية أو الأسهم في الوقت المحدد، يعتمد الوسيط إلى "البيع الإجباري" للأسهم.

الهامش (M)

يتم تحديد الهامش في تداول الهامش المغطى من خلال المعادلة التالية:

$$M = \frac{V - L}{V} \times 100$$

في المعادلة أعلاه، يُعدّ حرف M هو الهامش (أولي، أو فعلي، أو صيانة)، وحرف V يمثل القيمة السوقية للأوراق المالية، وحرف L هو قرض شركة الوساطة أو الوسيط. ويُعبّر عن الهامش بالنسبة المئوية. عندما يشتري المستثمر السهم أول مرة، يجب أن يكون هامش التغطية مساوياً للهامش الأولي. وبعد الشراء، يعدّل سعر السهم (V) بشكل يومي ليتبع أسعار السوق، ومع تغير (V) سيتغير (M) كذلك. وتتم مراقبة الهامش الفعلي بصورة يومية للتأكد من بقائه فوق مستوى هامش الصيانة المطلوب.

القيمة السوقية (V)

هي القيمة الإجمالية للأسهم التي اشتراها المستثمر ابتداءً من تاريخ التداول الأخير. ويتم تحديث القيمة عند إقفال السوق كل يوم على أساس عرض الإقفال. وتعرف هذه العملية في صناعة الأوراق المالية بـ "قيمة الإقفال".

القرض (L)

وهو في الواقع المبلغ الذي يقرضه الوسيط المتداول بالهامش، وغالباً ما يشار إليه باسم "رصيد مدين" في مجال المحاسبة. ويتكون الرصيد المدين في أي وقت من الأوقات من المبلغ المستحق للوسيط زائداً الفائدة على مبلغ القرض.

الملكية (V - L)

هذا يشير إلى الفرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم والرصيد المدين. وتتغير نسبة الملكية بشكل

شبه مستمر تبعاً لارتفاع وانخفاض القيمة السوقية الحالية للسهم وحسبما تضاف الفائدة إلى الرصيد المدين.

حسابات التداول بالهامش المغطى

لنفترض أن أحمد اشترى 100 سهم من أسهم شركة "سابق" بـ 80 ريالاً للسهم بنظام الهامش. تم تحديد الهامش الأولي له بنسبة 40% وهامش الصيانة بـ 30%. القيمة السوقية الحالية وقت الشراء 8,000 ريال. وقد دفع 3,200 ريال (40% من 8,000)، ويبلغ قرضه من شركة الوساطة 4,800 ريال (60% من 8,000). وعليه فإن نسبة الهامش وقت الشراء وفقاً للصيغة المذكورة أعلاه 40% ويحسب على النحو التالي:

$$M = \frac{V - L}{V} \times 100$$

$$\text{هامش التغطية} = 100 * [8,000 / (4,800 - 8,000)] = 40\%$$

والآن لنفترض أن سعر السهم انخفض بعد بضعة أيام إلى 70 ريالاً للسهم الواحد. وأصبحت القيمة السوقية الحالية للسهم 7,000 ريال، ويحتاج أحمد إلى معرفة الهامش الفعلي الحالي، وما إذا كان ذلك أعلى من الحد الأدنى المطلوب لهامش الصيانة البالغ 30%.

$$\text{الهامش الفعلي} = 100 * [7,000 / (4,800 - 7,000)] = 31.4\%$$

من الأفضل أن يكون الهامش الفعلي لأحمد 31.4%؛ إذ إن هذا فوق هامش الصيانة البالغ 30%. ومع ذلك، ينبغي لأحمد أن لا يطمئن تماماً؛ لأن الهامش الفعلي قريب جداً من هامش الصيانة. ماذا سيحدث لو تراجع السعر أكثر إلى 60 ريالاً للسهم؟

$$\text{الهامش الفعلي} = 100 * [6,000 / (4,800 - 6,000)] = 20\%$$

يصبح الآن الهامش الفعلي 20%، وهو أقل بكثير من هامش الصيانة البالغ 30%. سيقوم وسيط أحمد بعملية "طلب الهامش" طالباً من أحمد ضخ المزيد من الأموال في حسابه لرفع الهامش إلى مستوى

الحد الأدنى المطلوب وهو 30%. والمبلغ المطلوب هو 600 ريال، ويُحسب على النحو التالي:

$$\text{مبلغ طلب الهامش} = (6,000 * \%30) - (4,800 - 6,000) = 1,800 - 1,200 = 600$$

في ظل الظروف العادية يبلغ الوسيط أحمد أن حسابه يقترب من هامش الصيانة أو يمسه. وهنا يكون السعر الذي يجعل هامشه الفعلي مساوياً تماماً لهامش الصيانة هو 68.6 ريالاً للسهم. وللتأكد من صحة ذلك، نجد أنه عندما يكون السعر 68.6 للسهم الواحد يصبح مجموع القيمة السوقية 6,860 ريالاً.

$$\text{الهامش الفعلي} = 100 * [6,860 / (4,800 - 6,860)] = \%30$$

يمكن استخدام المعادلة التالية للتوصل مباشرة إلى السعر الذي يمكن دونه تدخل طلب الهامش:

$$P = L/N (1-MM)$$

حيث:

P: سعر السهم الذي يمكن دونه تدخل طلب الهامش

L: القرض

N: عدد الأسهم

MM: هامش الصيانة

ويستخدم ما سبق كمثال:

$$P = 4,800 / 100 * (1 - 0.30) = 68.57 \text{ ريال}$$

وحتى لا يتفاجأ أحمد عند حدوث عملية طلب الهامش، ينبغي له أن يراقب بنفسه حساب الهامش الخاص به. ويرصد الجدول التالي أداء تداولات أحمد بهامش التغطية باستخدام ورقة عمل برنامج اكسل.

جدول 2-2: مراكز حساب الهامش على أساس مستويات سعرية مختلفة

سعر السوق (1)	القيمة السوقية $N*(1) = (2)$	قيمة القرض (3)	الملكية $(3) - (2) = (4)$	الهامش الفعلي $[(4)/(2)]*100$	طلب الهامش؟
90	9000	4800	4200	47	لا
80	8000	4800	3200	40	لا
70	7000	4800	2200	31	لا
60	6000	4800	1200	20	نعم

يمكن للوسيط أن يضع متطلباً معيناً لهامش الصيانة، الذي يجب بالطبع أن يكون فوق الحد الأدنى المسموح به من قبل النظام. وفي هذه الحالة، قد يقوم الوسيط بعملية طلب الهامش وقد لا يفعل ذلك، أو يبلغ المستثمر أن حسابه قد انخفض دون هامش الصيانة المطلوب. ولذلك من المهم أن يراقب المستثمر حسابه الخاص من كثب لأن هناك أوقاتاً قد يضطر فيها الوسيط إلى تسهيل الأوراق المالية لتغطية العجز في الهامش دون إشعار سابق.

3.4.2 أساليب استيفاء طلب الهامش

الهدف التعليمي 3.4.2 – فهم معنى "طلب الهامش" وما يجب القيام به عند تلقي طلب الهامش

عندما يكون هناك اتجاه نازل مستمر في أسعار الأسهم يجب أن يكون المتداول بالهامش مستعداً لتلقي طلب الهامش من وسيطه. إن حدوث طلب الهامش يعني أن الحساب لا يحتوي ما يكفي من هامش السلامة على النحو المطلوب بموجب اتفاقية التداول بالهامش. وهناك ثلاثة أساليب يمكن من خلالها تلبية طلب الهامش:

الأسلوب الأول: ضخ المال – وهو الأسلوب المباشر والأسهل من خلال تحويل مبلغ من المال مقابل العجز. ففي المثال أعلاه، يتعين على أحمد وضع 600 ريال في حساب الهامش الخاص به ليكون في وضع جيد؛ أي إبقاء الهامش الفعلي فوق هامش الصيانة.

الأسلوب الثاني: إيداع المزيد من الأوراق المالية – يمكن أن يودع أحمد في حساب الهامش المزيد من الأوراق المالية التي يملكها من حسابات أخرى لزيادة مبلغ الضمان. إذا اختار أحمد هذا الأسلوب، يتحتم عليه أن يودع أوراقاً مالية بقيمة سوقية لا تقل عن 857 ريالاً. وهذا طبعاً أكثر من المبلغ النقدي (المحسوب أعلاه)؛ لأن قيمة الضمان للأوراق المالية هي 70٪ فقط من قيمتها السوقية.

الأسلوب الثالث: تسييل الأسهم - إذا كان أحمد لا يستطيع توفير المال المطلوب ولا أوراق مالية إضافية، يجوز له بيع أسهم كافية في حساب الهامش لجعلها تصل إلى الحد الأدنى المطلوب. يرجى ملاحظة أن كمية الأسهم التي يجب بيعها أكبر من المبلغ النقدي. في السيناريو أعلاه، يتعين على أحمد أن يبيع ما قيمته 2000 ريال من أسهمه. وهذا يجعل قيمته السوقية (V) تساوي 4000 ريال، ويقلل قرضه إلى 2800 ريال. فيصبح هامشه 30%. لتأكد ما إذا كان ذلك هو الحال بالفعل :

$$\text{الهامش الفعلي} = 100 * [4,000 / (2,800 - 4,000)] = 30\%$$

ماذا سيحدث لو تعثرت عملية طلب الهامش؟ إذا لم يستجب أحمد لطلب الهامش، فسيقوم الوسيط بالبيع الإجباري لجزء من أسهمه، ويستخدم العوائد لتقليل رصيد القرض، ومن ثم رفع نسبة الأسهم إلى مستوى هامش الصيانة.

على الجانب المشرق، يسمح بعض الوسطاء للمستثمر بسحب المال ما دامت الأسهم فوق قيمة الضمان. وهذا بالطبع يعتمد على اتفاقية الهامش. في المثال أعلاه، إذا استقر سعر شركة "سابق" عند 80 ريالاً للسهم الواحد، تكون قيمة الضمان لدى أحمد 5600 ريال (أي 70% من القيمة السوقية)، وذلك أكبر من قيمة القرض 4800 ريال بمقدار 800 ريال، ويجوز لأحمد سحب هذا المبلغ لاستخدامه الشخصي إن رغب في ذلك. وسيُعدّ مقدار السحب النقدي قرصاً إضافياً أخذه المستثمر وهذا يزيد من مبلغ القرض. كم يمكن له أن يسحب إذا ارتفع السعر إلى 90 ريالاً للسهم الواحد؟ (الجواب: 1500 ريال).

3.4.2 الأثر التمويلي للتداول بالهامش

الهدف التعليمي 3.4.2 - فهم الأثر التمويلي للتداول بالهامش

إن التداول بالهامش يعظم أرباح المستثمرين وكذلك خسائرهم. وهذا ما يُعرف بأثر الاقتراض. لنفترض أن سهم (سابق) الذي اشتراه أحمد بـ 80 ريالاً للسهم ارتفع إلى 100 ريال. إذا اشتراه نقداً، فإن الربح يكون 25%. ولكن بما أن أحمد اشترى بالهامش، ودفع فقط 32 ريالاً للسهم الواحد، فإن الربح يكون 62.5% ويُحسب هذا على النحو التالي (تجاهل الفائدة على القرض):

$$\begin{aligned}\text{الربح} &= (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) / \text{الاستثمار} \\ 3,200 / [(4,800 + 3,200) - 10,000] &= \\ 3,200 / 2,000 &= \\ &= 62.5\% \end{aligned}$$

أما الجانب السلبي لاستخدام الهامش فيحدث عند انخفاض سعر السهم، إذ يتحمل المستثمر خسائر كبيرة بشكل سريع. على سبيل المثال: لنقل إن سعر السهم هبط من 80 ريالاً إلى 60 ريالاً. ستبلغ الخسائر 2000 ريال أو 62.5% مقارنة بخسارة 25% لو كان دفع القيمة كاملة للسهم. ماذا سيحدث لو تراجع السعر إلى 40 ريالاً (هذا قد يحدث إذا كان السوق يمر بأزمة)؟ سوف تصل الخسائر إلى 4000 ريال. هنا لن يفقد فقط الهامش الأولي 3200 ريال، بل يتحتم على المستثمر توفير 800 ريال إضافية لتسوية القرض. يظهر من هذه الأمثلة أن التداول بالهامش يعمل على تضخيم الأرباح وكذلك الخسائر.

5.2 أنواع الأسهم

1.5.2 أسهم النمو (Growth Stock)

الهدف التعليمي 2 -5 -1: فهم أسهم النمو.

يقصد بأسهم النمو الأسهم في الشركات النامية. إن هذا التعريف يترك صراحةً قدراً كبيراً من المرونة في التفسير؛ لأن أسهم الشركات النامية يمكن أن تكون أسهم مضاربة عالية وعرضة للتقييم بأكثر مما تستحق. وتُعد أسهم النمو جذابة نظراً إلى قيمتها المستقبلية المتوقعة. وبما أنه من المتوقع أن تتراكم قيمة الشركات النامية مع مرور الوقت، فإنه من المتوقع أيضاً أن ترتفع أسعار أسهمها تبعاً لذلك. وعادةً لا تعطي أسهم النمو أي توزيعات؛ لأن الشركات تحتاج إلى استغلال أرباحها في توسيع نشاطها. ويرى المحللون عموماً أن أي سهم يبلغ عائده على حقوق الملكية (ROE) نسبة 15% مؤهلاً لتصنيفه كسهم نمو.

إن الشركة النامية هي شركة تحقق معدل نمو يفوق المعدل الطبيعي مقارنةً بمتوسط صناعتها أو مجال نشاطها أو الاقتصاد عموماً. ويمكن أن يقاس النمو من حيث المبيعات والأرباح والتدفقات النقدية وقيمة الأصول. وربما يكون معدل النمو غير العادي هذا نتيجة عمل الشركة في نطاق صناعة جديدة ومتنامية، وبالتالي تقتنص فرصاً استثمارية مربحة جداً. وأحياناً يكون النمو ناتجاً

عن حماية حكومية في شكل تعرفه وقائية أو حماية قانونية في شكل براءات الاختراع.

2.5.2 أسهم النمو مقابل أسهم القيمة

الهدف التعليمي 2 -5 -2: فهم الفرق بين أسهم النمو وأسهم القيمة.

إن إدراك الفرق بين أسهم النمو وأسهم القيمة قد يسبب خلطاً أو إشكالاً لدى المستثمرين. ففي الواقع ليس هنالك قواعد رصينة أو سريعة تفرّق بين هذين النوعين من الأسهم، لكن كما يظهر في الجدول التالي، سنلاحظ أن الفروقات موضوعية ونسبية نوعاً ما. فقد يرتاح بعض المستثمرين للاستثمار في أسهم القيمة، في حين يحرز غيرهم من المستثمرين نجاحاً أكبر مع أسهم النمو. فهي إذن مسألة اختيار أسلوب الاستثمار الذي يناسب شخصية المستثمر. ولا يضمن أي من الأسلوبين توفير عوائد إيجابية، فكلاهما يحمل مخاطر استثمارية، ولكن فهم الاختلافات بينهما قد يساعد المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية.

يغلب على المستثمرين استخدام نسبة سعر السهم إلى الأرباح (مكرر الأرباح)، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية كدليل يفصل بين أسهم النمو وأسهم القيمة. تتميز أسهم النمو عموماً بارتفاع نسبة سعر السهم إلى أرباح الشركة (مكرر الأرباح)، وارتفاع نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (أو القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)، في حين تتسم أسهم القيمة بانخفاض نسبة سعر السهم إلى أرباح الشركة (مكرر الأرباح)، وانخفاض نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. على سبيل المثال: إذا كان السهم يتداول حالياً عند 52 ريالاً للسهم الواحد، وبلغت أرباح الشركة خلال الشهر الـ 12 الماضية ريالان للسهم، فإن نسبة سعر السهم لأرباح الشركة هي 26. ويعبر عن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بقسمة سعر السهم على القيمة الدفترية للسهم الواحد. تضع السوق غالباً سعراً عالياً للأسهم النمو، وبالتالي قد يراها المستثمرون أيضاً ذات قيمة كبيرة، وربما يكونون على استعداد لدفع المزيد لامتلاكها. يقارن الجدول التالي بين أسهم النمو وأسهم القيمة.

الجدول 2 -3 مقارنة بين أسهم النمو وأسهم القيمة.

أسهم القيمة	أسهم النمو	
أسهم منخفضة القيمة، ورخيصة، ودون قيمتها الحقيقية.	أسهم عالية القيمة، ومكلفة، ومبالغ في تقييمها.	منظور المستثمر
صناعة مستقرة، تحقق الشركات أرباحاً عادية. ومن أمثلتها شركات المرافق والأغذية.	صناعة أو مجال النمو، تحقق الشركات أرباحاً فوق العادي. ومن أمثلتها شركات الاتصالات وتقنية المعلومات.	مجال الصناعة

نوع الشركة	عالية الجودة، شركات ناجحة من المتوقع استمرار أرباحها في النمو بنسبة أعلى من المتوسط نسبة إلى السوق. مثال: شركات تقنية المعلومات والاتصالات.
النسب المالية	نسبة سعر السهم إلى أرباح الشركة مرتفعة (مكرر الأرباح)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مرتفعة، وكذلك العائد على حقوق المساهمين مرتفع.
العوائد المحتملة	معظمها من تزايد قيمة رأس المال مع أرباح ضئيلة أو معدومة.
سمات الأسهم	شديدة التذبذب، هجومية، ومعرضة للمضاربة.
	شركات في صناعة بطيئة النمو، أو ما عادت مرغوبة أو أهملها السوق، أو شركات تعاني مشاكل طويلة الأجل. مثال: تكتلات، شركات متقدمة، شركات منافع عامة.
	نسبة سعر السهم إلى أرباح الشركة منخفضة (مكرر الأرباح)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية منخفضة، وكذلك العائد على حقوق المساهمين.
	معظمها من دخل توزيعات الأرباح مع زيادة محدودة في السعر.
	منخفضة التذبذب، دفاعية، وغير معرضة للمضاربة.

3.5.2 أسهم النخبة أو أسهم الشركات المتميزة (Blue-chip Stock)

الهدف التعليمي 3.5.2 – معرفة أسهم النخبة أو أسهم الشركات المتميزة

هي أسهم شركات راسخة ومتعافية من الناحية المالية، أثبتت قدرتها على توزيع الأرباح في أوقات الرخاء والشدّة على حد سواء. وبصورة عامة تباع شركات الأسهم المتميزة منتجات وخدمات ذات جودة عالية تحظى بقبول واسع. ومن المعروف عن شركات الأسهم المتميزة أنها تقاوم فترات الركود، وتواصل عملياتها بربحية في مواجهة الظروف الاقتصادية غير المؤاتية، مما يساهم في سجلها الطويل الحافل بالنمو المستقر والموثوق به.

وقد جاء اسمها (blue chip) في اللغة الانجليزية مشتقاً من لعبة "البوكر"، إذ تتميز الرقائق الزرقاء بالقيمة الأعلى. وينظر إلى الأسهم المتميزة كاستثمار أقل مخاطر من امتلاك أسهم في شركات دون مستوى الممتاز؛ لأن شركات الأسهم المتميزة تتمتع بوضع مؤسسي قيادي في الاقتصاد. ويشترى المستثمرون أسهم الشركات المتميزة لتحقيق نمو مطرد في قيمة محافظهم الاستثمارية.

4.5.2 أسهم الشركات الكبيرة (Large Cap Stock)

الهدف التعليمي 4.5.2 – معرفة أسهم الشركات الكبيرة

يطلق عليها في اللغة الانجليزية اسم (large cap) وهو اختصار (large capitalization) أي مصطلح القيمة السوقية أو الرسملة الكبيرة". ويُحتسب إجمالي القيمة السوقية لأي شركة عن طريق ضرب عدد أسهم الشركة المصدرة بسعر سهمها لكل حصة. إن شركات القيمة السوقية الكبيرة هي الشركات العملاقة في العالم المالي، ففي سوق الولايات المتحدة، تعود الأسهم الكبيرة لشركات يبلغ إجمالي قيمتها السوقية أكثر من 10 مليارات دولار، مثل "وول مارت" و"مايكروسوفت" و"جنرال إلكتريك".

في كل سوق أسهم هناك أسهم كبيرة تخص ذلك السوق، وتلعب هذه الشركات الكبيرة دوراً مهماً بوصفها شركات قيادية وعناصر مساهمة في استقرار السوق، وتوفر قنوات استثمار مهمة للاستثمار المؤسساتي. ويبقى تصنيف الأسهم بالكبيرة أو المتوسطة أو الصغيرة أمراً قابلاً للتغير بمرور الوقت، علاوة على أن التصنيف قد يختلف أيضاً من سوق إلى أخرى.

5.5.2 أسهم المضاربة (Speculative Stock)

الهدف التعليمي 5.5.2 – معرفة أسهم المضاربة

يُعدّ تعريف أسهم المضاربة تعريفاً موضوعياً نوعاً ما، فعادةً ما تتجلى ملامح سهم المضاربة إذا ما وُضع في مقارنة مع الأسهم المستقرة والكبيرة والتميزة التي لا توصف بأنها أسهم مضاربة. وبصورة عامة، تُعدّ أسهم المضاربة أسهماً صغيرة، وتتميز بتأرجح أسعارها بدرجة كبيرة، أو شدة تذبذبها. وقد يجني المستثمرون في هذه الأسهم أرباحاً كبيرة، لكنهم أيضاً قد يتعرضون لخسائر ضخمة. وتشتري أسهم المضاربة دائماً استناداً إلى توقع حدوث ارتفاع سعري كبير.

عادةً ما يتابع الكثير من المحللين أسهم المضاربة نظراً إلى شح المعلومات المتوافرة عنها نسبياً. وتبرم الاستثمارات في أسهم المضاربة في معظم الأحيان على أساس الشائعات وما يتناقله الناس، دون إجراء تحليل مفصل لها. وقد يكون المستثمرون في هذا النوع من الأسهم متفائلين جداً حول احتمال تحقيقهم مكاسب فوق المعدل الطبيعي. وتُعدّ الأسهم منخفضة القيمة (الصغيرة جداً) الموصوفة أدناه مثالاً على أسهم المضاربة.

6.5.2 الأسهم منخفضة القيمة (Penny Stock)

الهدف التعليمي 6.5.2 – معرفة الأسهم ذات القيمة المنخفضة جداً

هي أسهم ذات أسعار متدنية جداً في السوق، وتسمى في اللغة الانجليزية (penny stock) أي "أسهم البنس" والبنس يعادل واحداً في المئة من الدولار الأمريكي. وعرف بعض الناس هذه الأسهم بأنها تلك الأسهم التي يكون سعرها في السوق أقل من دولار أمريكي واحد للسهم. ومع هذا، يُستخدم هذا المصطلح في جميع أنحاء العالم لوصف الأسهم ذات الأسعار المنخفضة. ويتجاهل المحللون والمؤسسات الاستثمارية بصورة عامة هذا النوع من الأسهم، إذ تُعدّ أسهم مضاربة قوية عالية المخاطر بسبب افتقارها إلى السيولة، واتساع الفارق بين العرض والطلب، وضآلة إجمالي القيمة السوقية، ومحدودية المتابعة والإفصاح.

7.5.2 الأسهم الدفاعية (Defensive Stock)

الهدف التعليمي 7.5.2 – فهم الأسهم الدفاعية

تشير الأسهم الدفاعية إلى الأسهم ذات التذبذب السعري المنخفض مقارنةً بمتوسط تذبذب السوق. وهذا تعريف فني بعض الشيء. ففي هذا السياق، يقاس تذبذب السهم بمعامل بيتا الخاص به؛ أي مدى أو درجة حركة سعر السهم المصاحبة للسوق عامة. وبحكم تعريفها، تكون بيتا السوق مساوية للوحدة (1.00). وتُعدّ الأسهم الدفاعية أسهماً لها معاملات بيتا أقل من الواحد.

إن الأسهم الدفاعية أقل تقلباً من متوسط السوق. وهي أسهم الشركات التي توزع أرباحاً مستمرة وعوائد مستقرة بغض النظر عن الحالة الإجمالية لسوق الأسهم. وتحتفظ الأسهم الدفاعية باستقرارها خلال مختلف مراحل الدورة الاقتصادية. وتميل خلال فترات الركود إلى تقديم أداء أفضل من أداء السوق، ولكن، خلال مرحلة الازدهار، يكون أداؤها أقل من السوق. وتعرف الأسهم الدفاعية أيضاً بالأسهم "غير الدورية"؛ لأنها غير مرتبطة بعلاقة متبادلة مع دورة الأعمال التجارية. يخدم هذا النوع من الأسهم كإضافة جيدة للحد من مخاطر المحفظة.

ولتوضيح دور بيتا، لنفترض أن لدينا سهمين (أ) و (ب) بقيمتي بيتا 0.5 و 0.8 على التوالي. وبما أن هاتين القيمتين دون مستوى 1.0، فإن السهمين يعدان من الأسهم الدفاعية. إذا تراجعت السوق بنسبة 8%، فيتوقع أن يتراجع السهمان (أ) و (ب) أيضاً بنسبة 4% و 6.4% على التوالي. أما إذا كان هناك توقعات بتحريك السوق صعوداً بنسبة 15%، فمن المتوقع أن يصعد السهمان (أ) و (ب) بنسبة

7.5% و12% على التوالي. لاحظ أن كلا السهمين يتحركان بمقدار أقل من حركة السوق، وهذه هي سمة الأسهم الدفاعية.

غالباً ما تُذكر شركات المرافق العامة كمثال على الأسهم الدفاعية؛ ذلك أن الطلب على المرافق ثابت في الغالب بغض النظر عن الوضع الاقتصادي أو مرحلة دورة الأعمال التجارية. إن المستثمرين الذين يديرون محافظهم الاستثمارية على نحو نشيط سيختارون الأسهم الدفاعية إذا كان من المتوقع حدوث ركود اقتصادي.

8.5.2 الأسهم الهجومية (Aggressive Stock)

الهدف التعليمي 8.5.2 – معرفة الأسهم الهجومية

الأسهم الهجومية هي ما يقابل الأسهم الدفاعية، وهي تلك الأسهم التي تتسم بقيم (بيتا) مرتفعة، نموذجياً أكبر من 1.0. وتتحرك هذه الأسهم في نفس اتجاه حركة السوق، لكن بتغيرات سعرية أكبر من تلك الخاصة بالسوق. وتولد هذه الأسهم عائدات تتباين تبايناً كبيراً عن عوائد السوق عامة. فهي تميل إلى تقديم أداء جيد جداً في دورات النمو الاقتصادية، وسيئ جداً في فترات الركود الاقتصادي. وعلى سبيل المثال، لدينا سهمان (ج) و(د) يحملان قيمتي بيتا التاليتين 1.5 و 2.0 على التوالي، وبالتالي يعدان من الأسهم الهجومية. إذا تراجعت السوق بنسبة 8%، فيتوقع أن ينخفض السهمان (ج) و(د) بنسبة 12% ونسبة 16% على التوالي. أما إذا كان من المتوقع ارتفاع السوق بنسبة 15%، فسيكون من المتوقع أيضاً أن يرتفع كل من السهمين (ج) و(د) بنسبة 22.5% و 30% على التوالي. سيتحول المستثمرون النشيطون للأسهم الهجومية متى كان الانتعاش الاقتصادي متوقعاً من أجل تعظيم قيمة محافظهم الاستثمارية. إن الأسهم الهجومية هي في العادة أسهم الشركات النامية التي لا تدفع توزيعات أو تدفع توزيعات ضئيلة، وتكون معظم عوائد المستثمرين نابعة من ارتفاع السعر. وتُذكر غالباً الشركات العاملة في قطاع تقنية المعلومات والاتصالات كأمثلة على الأسهم الهجومية.

9.5.2 الأسهم الدورية (Cyclical Stock)

الهدف التعليمي 9.5.2 – معرفة الأسهم الدورية

يطلق على الأسهم التي تمتطي وتساير الدورة الاقتصادية أو تدخل في ركبتها الأسهم الدورية. إن هذه الأسهم لا تتحرك بالضرورة مع حركة الاقتصاد صعوداً وهبوطاً، ففي معظم الوقت تميل الأسهم

الدورية إلى قيادة الدورة الاقتصادية. وترتفع الأسهم الدورية بسرعة عندما يكون النمو الاقتصادي قوياً وتهوي بسرعة عندما يتباطأ الاقتصاد. وتُعدّ الأسهم في أي صناعة دورية حساسة تجاه دورة الأعمال، إذ تكون الإيرادات عموماً أعلى في فترات الازدهار الاقتصادي والتوسع وأقل في فترات التراجع الاقتصادي والانكماش. ومن أمثلة الأسهم الدورية الأسهم التي نجدها في سوق السيارات، فمع نشاط الاقتصاد تتراجع أسعار الفائدة، ويزداد الإنفاق الاستهلاكي، ويرتفع الطلب على السيارات أيضاً. لكن العكس يحدث عندما يتباطأ الاقتصاد، وتضيق سوق الائتمان.

وتُعدّ صناعة الطيران صناعةً دوريةً إلى حد ما، ففي الأوقات الاقتصادية الجيدة، يكون لدى الناس المزيد من الدخل تحت تصرفهم أو بحوزتهم، وبالتالي يكونون أكثر استعداداً لقضاء الإجازات خارج بلدانهم والاستفادة من السفر جواً. وعلى العكس من ذلك، خلال الأوقات الاقتصادية السيئة، يكون الناس أكثر حذراً بشأن الإنفاق. ونتيجة لذلك، يميلون إلى قضاء إجازات أكثر تحفظاً وأقرب إلى الوطن، ويتجنبون تكلفة السفر جواً.

10.5.2 الأسهم المواجهة للتقلبات الدورية (Counter-Cyclical Stock)

الهدف التعليمي 10.5.2 – معرفة الأسهم المواجهة للتقلبات الدورية

تتحرك الأسهم المواجهة للتقلبات الدورية في الاتجاه المعاكس للدورة الاقتصادية، وعادة ما تؤدي أداءً جيداً عندما يتباطأ الاقتصاد، ويكون أداؤها سيئاً حينما ينتعش الاقتصاد؛ أي أن علاقتها بالاقتصاد علاقة عكسية، ونتيجة لهذا سيجنح سعر السهم أيضاً إلى التحرك في اتجاه معاكس لاتجاه الاقتصاد العام.

يصعب نوعاً ما العثور على سهم يتصرف بطريقة مضادة للتقلبات الدورية. أي نوع من الشركات يمكنه أن يؤدي أداءً جيداً خلال الفترات الزمنية التي يملك فيها معظم الناس القليل من المال فيحجمون عن إنفاقه، وتؤدي أداءً سيئاً عندما يكون الإنفاق الاستهلاكي على أشده؟ قد تُعدّ أسهم شركات التوظيف -على سبيل المثال - مواجهة للتقلبات الدورية؛ لأن هذه الشركات تحصل على عوائد أثناء فترات الركود الاقتصادي التي يحدث فيها تسريح العمال والموظفين، إذ يدفع الناس رسوماً أو مبالغ معينة لهذه الشركات لكي تساعد على إيجاد وظائف لهم. ويمكن أن يخدم شراء الأسهم المواجهة للتقلبات الدورية كتحوط جيد لدرء الانخفاض الكبير في قيم المحافظ الاستثمارية.

أسئلة للمراجعة:

- 1 - صف أنواع الأوامر واستخداماتها المختلفة؟
- 2 - كيف يتم تنفيذ الأوامر؟ وكيف تتم مطابقة أوامر البيع والشراء؟
- 3 - صف مبدأ الأولوية السعرية والزمنية في مطابقة أوامر التداول في الأوراق المالية.
- 4 - ما المقصود بعرض سعر السهم؟ صف المصطلحات والاختصارات الشائعة والمستخدمة في قوائم عرض أسعار الأسهم.
- 5 - ما المقصود بالبيع على المكشوف؟ وما الغرض منه؟
- 6 - ما المخاطر التي تنطوي عليها عمليات البيع على المكشوف؟ صف مزايا ومساوئ عمليات البيع على المكشوف.
- 7 - صف معنى وكيفية عملية التداول بالهامش المغطى، وأساليب حساب التداول بالهامش، ومفهوم "طلب الهامش".
- 8 - ما الأنواع المختلفة للأسهم؟ وما خصائصها؟

عينة من أسئلة الاختيارات المتعددة

1 - يسمى أمر بيع أسهمك بسعر معين أعلى من سعر السوق الحالي أمر..... بغرض البيع؛ ويسمى أمر البيع بسعر معين أقل من السعر السائد في السوق أمر..... بغرض البيع.

(أ) إيقاف، محدد السعر

(ب) محدد السعر، إيقاف

(ج) حد إيقاف، حد إيقاف

(د) سوق، إيقاف

2 - ترغب في بيع بعض أسهم شركة التعاونية للتأمين فقط إذا أظهرت علامات تراجع. وسعر السوق الحالي هو 55 ريالاً، وستبيع عندما ينخفض إلى 52 ريالاً للسهم الواحد، لكنك لا ترغب في البيع إذا هبط دون 50 ريالاً. أي نوع من الأوامر ينبغي لك إدخاله؟

(أ) أمر بيع محدد السعر

(ب) أمر إيقاف بغرض البيع

(ج) أمر إيقاف البيع المحدد

(د) أمر بيع الإيقاف المحدد

3 - أي العبارات التالية تعد خاطئة بشأن بيع الأسهم على المكشوف؟

(أ) البيع على المكشوف يساهم في سيولة السوق.

(ب) يساعد البيع على المكشوف على الحد من حركة الأسعار التصاعدية غير المبررة،

وبالتالي يعمل على استقرار السوق.

(ج) البيع على المكشوف يمنع الأسعار من التوجه للانخفاض.

(د) يتهم البعض البيع على المكشوف بأنه قد يؤدي إلى موجة بيع على المكشوف، يمكن أن

تساهم في انهيار السوق.

4 - أبرم زيد اتفاق تداولٍ بالهامش المغطى مع شركة وساطة بمتطلبات هامش كالتالي:
 الهامش الأولي = 40% وهامش الصيانة = 30%. إذا اشترى زيد 100 سهم من شركة (ABC)
 بـ 60 ريالاً للسهم الواحد، فكم يكون قرضه؟

(أ) 6000 ريال

(ب) 3600 ريال

(ج) 2400 ريال

(د) 1800 ريال

5 - في ما يلي معلومات عن معامل (بيتا) لثلاثة أسهم:

معامل البيتا	السهم
2.2	أ
1.2	ب
0.8	ج

استناداً إلى هذه المعلومات، يمكننا أن نستنتج أن السهم هو سهمٌ هجومي،
 والسهم سهمٌ دفاعي.

(أ) أ، ج.

(ب) أ، ب.

(ج) ج، أ.

(د) ج، ب.

الفصل الثالث

سلوكيات السوق

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.3 مؤشرات أسواق الأسهم

- 1.1.3 ما المقصود بمؤشر سوق الأسهم؟
- 2.1.3 وزن المؤشرات
- 3.1.3 المؤشرات الدولية الرئيسية

2.3 عوامل مؤثرة في سوق الأسهم

- 1.2.3 العرض والطلب على الأسهم
- 2.2.3 المعلومات الخاصة وغير الخاصة بالشركات
- 3.2.3 أسعار الفائدة وسوق الأسهم
- 4.2.3 الأحداث العالمية وأسواق الأسهم

3.3 كفاءة السوق

- 1.3.3 ما المقصود بـ"كفاءة السوق"؟
- 2.3.3 عدم القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم
- 3.3.3 أشكال كفاءة السوق
- 4.3.3 أنماط سلوك الأسهم
- 5.3.3 آثار السياسات
- 6.3.3 إستراتيجية الاستثمار في سوق ذات كفاءة

مقدمة

يُعنى هذا الفصل بفهم سلوك سوق الأسهم على المستوى الكلي، فغالباً ما يوصف سلوك السوق من خلال تحركات مؤشراتته؛ أي مؤشرات سوق الأسهم. نتناول في هذا الفصل أدوار مؤشرات أسواق الأسهم وأسس حسابها. وعلى الرغم أن أكثر أسس الوزن شيوعاً لحساب المؤشرات هو وزن القيمة السوقية، إلا أن هناك أسساً أخرى للأوزان مستخدمة. ولذا يعطينا فهم أنظمة الوزن أو الترجيح المختلفة تقديراً أعمق لدور هذه المؤشرات وكذلك المعلومات التي تنقلها إلينا. تعتمد حركات مؤشرات الأسواق على عوامل كثيرة، معظمها على المستوى الكلي. ويبين هذا الفصل كيف أن التغيرات في العوامل الاقتصادية الكلية تترجم مباشرة إلى ربحية الشركات في المستقبل، وبالتالي تؤثر في قيمها الحالية. ويناقد الفصل أيضاً ديناميكيات التغير في أسعار السوق التي تتأثر بالتغيرات في العرض والطلب على الأسهم، فالتغيرات في العرض والطلب على الأسهم تؤدي إلى ظهور توازن جديد يحدد بدوره أسعاراً جديدة للأسهم. وناقش أيضاً كيف أن أنواع مختلفة من المعلومات تغير مدارك المستثمرين لقيمة الشركات مما يحدث تغيرات في رغبتهم في شراء أو بيع الأسهم. إن قدرة السوق على معالجة المعلومات واستيعابها بشكل صحيح في أسعار الأسهم يقودنا مباشرة إلى فرضية كفاءة السوق، حيث نتناول قدرة السوق على استيعاب المعلومات ذات الصلة، وتحويلها إلى أسعار الأسهم.

1.3 مؤشرات أسواق الأسهم

1.1.3 ما المقصود بمؤشر سوق الأسهم؟

الهدف التعليمي 1.1.3 – فهم معنى مؤشرات أسواق الأسهم ودورها العام كمؤشرات سوق

إن مؤشر السوق هو رقم يمثل التغيرات في القيمة السوقية الإجمالية لسلة من الأسهم، تقاس مقابل قيمة أساسية من تاريخ معين. وقد يختلف تركيب وحساب المؤشرات من مؤشر لآخر، على أساس خيارات الأسهم المكونة للمؤشر، ونظام الوزن المستخدم، وتحديد سنة الأساس.

يستفيد المستثمرون من المؤشر في تتبع التغيرات في قيم السوق على مدى فترات طويلة من الزمن؛ فعلى سبيل المثال: يُعدّ مؤشر "داو جونز" الصناعي (Dow Jones Industrial Average) الشهير الذي يتابع تحركات أسعار 30 شركة مساهمة عامة كبيرة مؤشراً

يلقى قبولاً عالمياً باعتباره أحد مقاييس سوق الأسهم في الولايات المتحدة. وهناك مؤشر آخر يستخدم على نطاق واسع، وهو مؤشر "ستاندرد آند بورز 500" (Standard and Poor's 500 Index) الذي يُحتسب من خلال جمع 500 سهم من أسهم الشركات الكبيرة بالولايات المتحدة في قيمة مؤشر واحد. ويمكن للمستثمرين تتبع التغيرات في قيمة المؤشر على مدى فترة من الزمن، ومن ثم استخدامها كمعايير لمقارنة عوائد محافظهم الخاصة.

ويطلق على السهم أو الشركة المضمَّنة كجزء من مؤشر ما "عنصر مؤشر" (constituent). وتتألف قيمة المؤشر من مجموع العناصر المكونة كافة، ويجب عموماً أن يستوي كل عنصر أو مكون متطلبات محددة حتى يتم اختياره للانضمام للمؤشر؛ مثلاً، لكي يصبح السهم مكوناً من عناصر مؤشر "ستاندرد آند بورز 500"، يتحتم عليه تلبية متطلبات معينة في ما يتعلق بالقيمة السوقية الإجمالية، والانكشاف على السوق، والسيولة وغيرها. وتراجع مكونات المؤشرات أيضاً دورياً للتأكد من أنها تلبى الحد الأدنى من المتطلبات، وإذا لم تكن كذلك، يمكن أن يحل محلها شركة أخرى.

2.1.3 وزن المؤشرات

الهدف التعليمي 2.1.3 (أ) – معرفة أن هناك طرقاً مختلفة لبناء مؤشرات الأسهم

الهدف التعليمي 2.1.3 (ب) – فهم الأساليب المختلفة لبناء مؤشرات الأسهم

- مؤشر وزن القيمة (value-weighted index)
- مؤشر الوزن المتساوي (equally-weighted index)
- مؤشر الوزن السعري (price-weighted index)
- مؤشر الوزن بالقيمة الأساسية (fundamental value-weighted index)

تقاس حركة مؤشر الأسهم بالتغير في قيمة محفظة المؤشر نسبةً إلى قيمة أساس معينة، وعادةً ما تكون قيمة الأساس هي قيمة المحفظة عندما تم تكوين المؤشر ابتداءً. وفي الوضع المعتاد تتم مساواة (normalization) هذه القيمة إلى 100.00 عرفاً. وتُحتسب التغيرات اللاحقة في قيمة المحفظة نسبةً إلى القيمة الأساسية التي ستصبح بعد المعادلة هي قيمة المؤشر، والتي يمكن مقارنتها بالمؤشر الأساس البالغ 100.00. هناك طرقٌ مختلفة لتوزيع الأوزان على مكونات المؤشر، وسنوضح في ما يلي بعض أكثر أنظمة الوزن شيوعاً في حساب مؤشر السوق.

▪ مؤشر وزن القيمة (Value-weighted Index)

يُعدّ هذا النوع الأكثر شيوعاً من أنواع وزن المؤشرات. تعتمد نسبة كل مكون في محفظة المؤشر على إجمالي قيم سوق الأسهم، أو ما يعرف بالقيمة السوقية (market capitalization). ويعبر عن القيمة السوقية بسعر السوق للأسهم مضروباً في عدد الأسهم المصدرة. ولذا تشكل الشركات الكبيرة نسبة أكبر وبالتالي يكون لها تأثير أكبر في قيمة المؤشر. ويعرف هذا النوع من وزن المؤشر أيضاً بـ"المؤشر الموزون بالقيمة السوقية" أو ببساطة "مؤشر وزن القيمة". ومن أيسر الطرق لحساب مؤشر وزن القيمة تجميع القيم السوقية للمكونات (الأسهم المكونة للمؤشر) ومن ثم حساب مقدار تغير القيم مقارنة بالقيمة الأساس. ومن أشهر المؤشرات العالمية الموزونة بالقيمة مؤشر "ستاندرد آند بورز 500" (S&P 500)، ومؤشر "ناسداك" (Nasdaq)، ومؤشر "فوتسي 100" (Footsie 100)، ومؤشر "هانغ سنغ" (Hang Seng). وعلى الصعيد المحلي يُعدّ مؤشر السوق السعودية (تداول) العام (تاسي) للأسهم السعودية مؤشراً موزوناً بالقيمة؛ إذ يعتمد على قيم أسهم جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.

في أي سوق تتميز بقلّة الشركات الكبيرة والعدد الكبير من الشركات الصغيرة، تهيمن الشركات الكبيرة بصورة عملية على المؤشر، فقد لا يكون للتحركات السعرية للشركات الصغيرة تأثيرٌ يذكر في المؤشر، وبالتالي لن يقدم المؤشر دليلاً دقيقاً على السوق بأكمله الذي يتكون من عدة قطاعات متنوعة. على أي حال، إن حقيقة أن الشركات الكبيرة تحظى بالقاعدة الكبرى من المساهمين وتمثل أهمية شديدة بالنسبة إلى القطاعات قد تعطينا مبرراً لتأثيرها في مؤشر وزن القيمة.

▪ مؤشر الوزن المتساوي (Equally-weighted Index)

إن النقيض من المؤشر الموزون بالقيمة هو مؤشر الوزن المتساوي أو ما يسمى أحياناً "المؤشر غير الموزون". في هذا النظام من الوزن، تعطى كل المكونات وزناً متساوياً، بغض النظر عن حجمها أو قيمها السوقية. يتعامل المؤشر مع تحرك بنسبة خمسة في المئة في شركة كبيرة بنفس الطريقة التي يتعامل بها مع تحركٍ نسبته خمسة في المئة في شركة صغيرة. ولدى أي شركة صغيرة من التأثير في المؤشر قدر ما لأي شركة كبيرة من التأثير. إن هذا النوع من المؤشرات يمكن أن يمثل السوق عموماً إذا كانت القيم السوقية للشركات المكونة للمؤشر متساوية

تقريباً، ولن يغفل هذا المؤشر مساهمة القطاعات المختلفة. ومن هذا المنطلق قد يكون مؤشر الوزن المتساوي قادراً على تقديم مؤشر جيد لتطور أو نمو السوق عموماً.

على أي حال، نظراً إلى أن معظم أسواق الأسهم العالمية - إن لم تكن جميعها - تتسم بوجود قلة من الشركات الكبيرة وعدد كبيرة من الشركات الصغيرة، فقد لا يعكس مؤشر الوزن المتساوي التحركات الفعلية للسوق. ولهذا السبب لا تُعدّ طريقة الوزن المتساوي أسلوباً ذا شعبية في بناء مؤشرات أسواق الأسهم. وتوجد عادةً مؤشرات الوزن المتساوي كإضافة إلى طرق أو أساليب وزن أكثر رسوخاً مثل مؤشرات وزن القيمة أو الوزن السعري. وفي مجال البحوث المالية، كثيراً ما يتم تحليل الفرق بين مؤشرات وزن القيمة ومؤشرات الوزن المتساوي كمؤشر على ما يسمى "تأثير الشركات الصغيرة".

■ مؤشر الوزن السعري (Price-weighted Index)

إن مؤشر الوزن السعري عبارة عن محفظة مؤشر تبنى على أساس أسعار الأسهم للشركات المكونة للمؤشر؛ أي أنها ببساطة مجموع الأسعار. ومع تغير أسعار المكونات، ستتغير قيمة المؤشر أيضاً. ويقارن مجموع الأسعار في تاريخ معين بالمجموع الأصلي للأسعار في السنة الأساس وذلك للحصول على قيمة المؤشر. ويعطي مؤشر الوزن السعري وزناً أكبر للشركات ذات أسعار الأسهم المرتفعة مقارنةً بالشركات ذات أسعار الأسهم المنخفضة. ويتم تعديل أي تغييرات مالية لاحقة كأهم المنحة أو التوزيعات السهمية، أو تجزئة الأسهم في قاسم المؤشر.

وقد يُنتقد نظام الوزن هذا من ناحية أن ارتفاع الأسعار أو انخفاضها لا يعكس القيم السوقية للشركات. وتعتمد الأسعار اعتماداً مباشراً على عدد الأسهم المصدرة للشركة، فالشركات ذات القيم السوقية المتماثلة ولكن بعدد مختلف من الأسهم سينتهي بها الحال بوزن مختلف في المؤشر. ومع ذلك، يوجد العديد من مؤشرات الأسهم ذات السمعة تقوم على الوزن السعري، ومن بينها مؤشر متوسط "داو جونز" الصناعي، الذي يحتوي على متوسط داوونز سعري لـ 30 سهماً من الأسهم الأمريكية المتميزة التي تُتداول بصورة نشيطة.

▪ مؤشر الوزن بالقيمة الأساسية (Fundamental Value-) (weighted Index)

ينتقد بعض المراقبون موثوقية القيمة السوقية المحسوبة باستخدام أسعار السوق. والسؤال هنا: هل تمثل أسعار السوق القيمة الحقيقية للشركة؟ إن أسعار السوق تحدد بعوامل كثيرة؛ كالأرباح الحالية والمستقبلية، والتدفقات النقدية، وأصول الشركة، وتقييم المستثمرين، ومزاج السوق، وغيرها. ففي الأسواق ذات التقلبات الشديدة مثلاً، قد لا تعكس أسعار السوق القيم الحقيقية للشركات، وتُعدّ القيم الأساسية للشركات مقياساً أفضل للقيمة بالمقارنة مع القيمة السوقية.

إن مؤشر الوزن بالقيمة الأساسية مؤشراً تعتمد قيمه محافظته على القيم الأساسية لعناصر ومكونات على النقيض من القيمة السوقية في هذا المؤشر. وتُحسب القيم الأساسية بناءً على عوامل مختلفة، تحدد الجهة التي تدير المؤشر؛ كالإيرادات، والأرباح، والتوزيعات، والقيم الدفترية، وغيرها. وبمجرد أن تحسب القيم الأساسية للشركات، تُستخدم هذه القيم لتحديد طريقة الوزن، أي نسبة كل شركة في المحفظة. وعلى الرغم أن هذا المؤشر سليم من الناحية النظرية، إلا أنه ليس من المؤشرات الراجعة من الناحية العملية.

3.1.3 المؤشرات الدولية الرئيسية

الهدف التعليمي 3.1.3 – التعرف على بعض مؤشرات الأسهم العالمية الشهيرة، وأنظمة وزنها، وتاريخها وإدارتها:

- متوسطات "داو جونز" (Dow Jones averages)
- مؤشر "نيكاي 225" (Nikkei 225)
- مؤشر "فوتسي 100" (FTSE 100)
- مؤشر "هانغ سنغ" (Hang Seng)

متوسط داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average)

يُعدّ متوسط "داو جونز" الصناعي من مؤشرات الأسواق المعروفة، إذ يضم 30 شركة كبيرة مدرجة في بورصة نيويورك. ويُعدّ هذا المؤشر من أكثر المؤشرات متابعة من كتب في الولايات المتحدة، وكان وراء إنشائه محرر صحيفة "وول ستريت جورنال"، "تشارلز داو" وسمي باسمه

واسم زميله الإحصائي "إدوارد جونز"، وكان ذلك في 26 مايو من عام 1896م. أما كلمة "صناعي" فلها بعد تاريخي إلى حد كبير، إذ إن الـ30 شركة الحالية لم يعد الكثير منها مقتصرًا على الشركات الصناعية التقليدية، فال مؤشر الآن يضم شركات من مختلف القطاعات الصناعية، بما فيها الصناعات الثقيلة، والاتصالات، والصناعات الاستهلاكية، والمواد الغذائية، والنفط والغاز، والمالية.

إن مؤشر "داو جونز" الصناعي مؤشر وزن سعري، وهذا يعني أنه يمثل مجموع أسعار الأسهم الخاصة بالشركات المكونة له. ويتابع المؤشر التغيرات في هذا السعر المجمع مع مرور الوقت، أخذًا باعتباره أي تغيرات مالية كتجزئة الأسهم والتوزيعات السهمية، والتعديلات الأخرى. وغالبًا ما يُنتقد متوسط "الداو" بسبب قلة عدد مكوناته، التي كلها شركات كبيرة متميزة.

مؤشر نيكاي 225 (Nikkei 225 Index)

من المؤشرات المعروفة ويمثل سوق الأسهم اليابانية، وتحديدًا بورصة طوكيو. يتكون هذا المؤشر من 225 سهمًا وتديره صحيفة "نيهون كيزاي شيمبون" (نيكاي) (Nihon Keizai Shimbun) منذ عام 1950م. وعلى غرار متوسطات "داو جونز"، يعتمد مؤشر نيكاي على طريقة الوزن السعري أيضًا، أو متوسطات الأسعار، وتراجع مكوناته مرة واحدة كل عام. وتوزن الأسعار على أساس القيمة الاسمية للأسهم البالغة 50 ينًا للسهم الواحد. وتجدر الإشارة إلى أنه يتم تحديث هذا المؤشر كل 15 ثانية أثناء جلسات التداول منذ يناير 2010م. وتؤخذ الأحداث كتجزئة الأسهم وإبعاد وإضافة أي مكونات بعين الاعتبار عند الوزن الفعال للأسهم الفردية والقاسم. وليس لمؤشر "نيكاي 225" وزن محدد لصناعات بعينها، فهو مؤشر للسوق ككل.

مؤشر فوتسي 100 (FTSE 100 Index)

يتكون مؤشر "فوتسي" 100، المسمى أيضًا بـ (Footsie 100) من أسهم 100 شركة من الشركات الكبيرة المدرجة في بورصة لندن. وتقوم بإعداد المؤشر مجموعة FTSE، وهي مشروع مشترك بين "الفاينانشيال تايمز" وبورصة لندن. وقد اشتق هذا المؤشر اسمه من الاسم المختصر للشركتين الأم، وانطلق "فوتسي" في الثالث من يناير عام 1984م بمستوى أساس بلغ 1000 نقطة. وهو مؤشر موزون بالقيمة، لكن قيمته تُحسب على أساس "الأسهم الحرة" للشركات، وليس القيمة السوقية الكاملة. ويعبر عن قيمة الأسهم الحرة بضرب سعر السوق بعدد الأسهم

المتاحة للشراء والبيع في السوق. إن غالبية الأسهم المصدرة لمعظم الشركات المدرجة مقيدة، مما يعني أن هذه الأسهم محفوظة بحوزة المؤسسين والمؤسسات الاستثمارية على أساس الأجل الطويل، ولا تتاح في العادة للتداول اليومي. ولذلك يفترض أن تكون قيم الأسهم الحرة مقياساً أفضل لتحركات السوق. الجدير بالذكر أن هذا المؤشر يحسب بصورة لحظية وتُنشر معلوماته كل 15 ثانية. وتمثل شركات "فوتسي 100" قرابة 81% من القيمة السوقية لبورصة لندن بأكملها.

مؤشر هانغ سنغ (Hang Seng Index)

مؤشر "هانغ سنغ" هو أحد المؤشرات المعروفة ويمثل بورصة "هونج كونج" للأسهم، ويعد المؤشر الرئيس لأداء السوق إجمالاً في هونج كونج. ويُحسب بناءً على قيم الأسهم الحرة للشركات المكونة له، ويضم أسهم 45 شركة كبيرة تمثل قيمتها السوقية الإجمالية نحو 60% من إجمالي القيمة السوقية لبورصة هونج كونج. وقد أُطلق هذا المؤشر يوم الرابع والعشرين من نوفمبر عام 1969م.

2.3 عوامل

2.4 بدرجة كبيرة مؤثرة في سوق الأسهم

ترتبط مؤشرات أسواق الأسهم ارتباطاً مباشراً بأسعار السوق، وبالتالي، فإن تحركات أسعار الأسهم المكونة تملي تحركات المؤشرات. ولفهم كيفية وسبب تحرك مؤشرات الأسهم، نحن بحاجة إلى فهم ما الذي يحرك أسعار الأسهم الفردية.

1.2.3 العرض والطلب على الأسهم

الهدف التعليمي 1.2.3 (أ) – فهم آليات تحديد أسعار سوق الأسهم من خلال تفاعل العرض والطلب

الهدف التعليمي 1.2.3 (ب) – فهم العوامل التي تؤثر في العرض والطلب على الأسهم

تذكر الأخبار المالية دائماً ارتفاع مؤشر سوق الأسهم وانخفاضه في السوق المحلية إضافةً إلى مؤشرات الأسواق العالمية الرئيسية، فما الذي يجعل المؤشرات ترتفع أو تنخفض؟ وماذا يعني أن

هناك ارتفاعاً أو انخفاضاً في مؤشر الأسهم؟ يربط الكثير من الناس تغيرات أسعار الأسهم بالوضع الاقتصادي، أو بتغيرات أسعار الفائدة، أو بإعلانات أرباح الشركات. صحيح أن كل هذه العوامل لها تأثيرها في أسعار الأسهم، لكنها ليست مسببات مباشرة. إن ما تفعله هذه العوامل هو تغيير التوازن في العرض والطلب على الأسهم على المدى القصير. ولكن ما يحرك الأسعار فعلاً هو التغير في العرض والطلب.

ولكن كيف يمكن أن يتغير العرض والطلب على الأسهم؟ يعكس العرض والطلب على الأسهم الرغبة في امتلاك أو بيع الأسهم، إذ تقول النظرية المالية إن قيمة السهم تعتمد على أرباحه المستقبلية. فأي معلومات جديدة تغير قناعات المستثمرين بشأن الربحية المستقبلية لشركة ما، سوف تغير تلقائياً تقييمهم لأسهمها. وهذا بدوره يغير الرغبة في امتلاك الأسهم أو التخلص منها. إن تصرفات جميع المستثمرين في السوق تؤدي إلى حدوث تغير في العرض والطلب على السهم. ويملي التفاعل بين العرض والطلب الجديدين السعر الجديد.

على سبيل المثال: إذا كان هناك أنباء عن تراجع أرباح شركة ما، فربما يكون لدى المستثمرين تصور أن الأرباح في المستقبل سوف تتأثر كذلك سلباً. وهذا قد يغير الرغبة في السهم، ويزيد من عدد المستثمرين الراغبين في بيع السهم، وفي الوقت نفسه، قد يتضاءل الطلب على السهم. وسوف يطالب المشترون بالخصم من السعر القائم، وسيتكيف العديد من البائعين. وتزايد البائعين عن المشتريين يعني أن هناك زيادة في العرض مقابل الطلب، وبالتالي يهبط السعر. وسيهبط إلى النقطة التي يجد عندها المشترون أن السهم أصبح جذاباً الآن. ومع بدء دخول المشتريين السوق، ينمو الطلب بشكل أسرع من العرض فيرتفع السعر.

وعلى العكس من ذلك، عندما تعلن أي شركة زيادة غير متوقعة في أرباحها، يمكن أن يعتقد المستثمرون أن ما تسبب في زيادة الأرباح سوف يستمر في التأثير في الأرباح في المستقبل، فترتفع قيمة السهم، ويرتفع الطلب على السهم بشكل مفاجئ. وعلى المدى القصير، سيكون هناك مشترون أكثر من البائعين، ويزداد السعر. غير أنه سيرتفع فقط إلى نقطة يشتبه عندها المشترون أن الطلب يتراجع. عند هذه النقطة، سيبيع حاملو السهم. وبعضهم ربما ركب موجة الصعود ظناً أن انعكاساً على وشك الوقوع، فيجني الأرباح ويبيع. ومع ازدياد البائعين، يبدأ السعر في الانخفاض، إذ إن هناك الآن عرضاً أكثر من الطلب.

يُوجد العرض والطلب في بعض الأحيان نوعاً من التوازن، وهو سعر يرتضيه المشترون ويقبله الباعة. وعندما يكون العرض والطلب متعادلين تقريباً، ترتد الأسعار صعوداً وهبوطاً، لكن في نطاق سعري ضيق. ومن الممكن للسهم البقاء في هذا النطاق عدة أيام أو شهور، قبل أن يخلخل شيء ما توازن العرض والطلب. من المهم بالنسبة إلى المستثمرين أن يفهموا أن ما يحدد أسعار العملية للأسهم هو التفاعل بين العرض والطلب. فعند سعر معين، سيكون هنالك مشترون وباعة راغبون، ولن تنفذ الصفقة إلا عندما يلتقي الفريقان.

إن مدى تحركات الأسعار أو ثباتها يعتمد على أوجه الاختلاف والتشابه بين آراء وتصورات المستثمرين الموضوعية حول قيم الأسهم، فبعض المستثمرين يفسر معلومة ما بطريقة معينة ربما تكون مختلفة تماماً عن بعض قرنائهم الآخرين. وبصفة عامة، إذا كثرت عمليات التحليل والتداول بشكل نشيط على سهم ما، تميل الاختلافات في الرأي لأن تكون قليلة مقارنةً بسهم لا يحظى بتداولات نشيطة.

إن هذه الديناميكية بين العرض والطلب هي أهم حقيقة يجب على المستثمرين معرفتها عن أسعار الأسهم. ربما يود المستثمرون تحديد قيمة سهم ما، لكنه السوق والأخذ والعطاء بين العرض والطلب هو الذي يحدد السعر. وتجدر الإشارة إلى أن هذه نسخة مبسطة من ديناميكيات التغيرات السعرية، على الأقل من الناحية النظرية. إنها تفترض أن حزمة المعلومات نفسها متاحة لجميع المستثمرين وكل مستثمر يفسر المعلومات بطريقة مماثلة. لكن في واقع الأمر، هناك العديد من العوامل الأخرى التي تدخل في الاعتبار وتؤثر في أسعار السوق، مثل مشاعر المستثمرين، ومواقفهم، ونفسياتهم، وغيرها.

2.2.3 معلومات خاصة بالشركة ومعلومات غير خاصة بها

الهدف التعليمي 2.2.3 (أ) - فهم كيفية تأثير عوامل خاصة بالشركة في أسعار سوق الأسهم

الهدف التعليمي 2.2.3 (ب) - فهم كيفية تأثير عوامل خارج الشركة في أسعار سوق الأسهم

يمكن تقسيم المعلومات التي تؤثر في العرض والطلب على السهم إلى عنصرين رئيسيين هما: معلومات تخص الشركة، ومعلومات لا تخص الشركة. إن المعلومات الخاصة بالشركات هي أخبار عن شركة معينة من شأنها أن تؤثر في العرض والطلب على أسهم الشركة، ولا تؤثر في الأسهم الأخرى في السوق بطريقة مباشرة. ومن أمثلة هذه المعلومات: إعلان أرباح الشركة،

إعلان أرباح الأسهم، إصدار أسهم منحة، تغيير الرئيس التنفيذي، إرساء عقود جديدة، عمليات اندماج واستحواذ، تقارير المستهلك السلبية عن منتج الشركة، وغيرها.

أما العوامل غير الخاصة بالشركة، فيمكن أن تكون معلومات معينة حول الصناعة، أو السوق، أو البلد، أو الشؤون الدولية، بحيث تغير تصور المستثمرين حول ربحية الشركة في سوق معينة، وهذا من شأنه أن يؤثر في العرض والطلب على السهم. إذا كانت المعلومات تتعلق بالصناعة، فستؤثر في أسعار الأسهم في تلك الصناعة فقط، ولن تتأثر الشركات في الصناعات الأخرى. على سبيل المثال: إذا كان هناك إعلان عن زيادة في الرسوم الجمركية على الواردات من السيارات، ستتأثر الشركات التي تتاجر بالسيارات المستوردة سلباً، بينما قد تتأثر إيجاباً الشركات التي تتاجر بالسيارات المصنعة محلياً. ولا تتأثر بهذا الإعلان شركات في قطاعات أخرى، كالزراعة، والبناء، والمرافق العامة.

تؤثر المعلومات في بعض الأحيان في السوق بأكمله. على سبيل المثال: زيادة أو نقصان سعر الفائدة، ارتفاع أو انخفاض الضرائب الشخصية، زيادة في رواتب موظفي القطاع العام، الأزمة المالية في أجزاء أخرى من العالم التي تؤثر في صادرات أو واردات البلد، وهكذا. هذا النوع من المعلومات سيكون له أثر في السوق بأكمله، وستتأثر جميع الشركات تبعاً لذلك، وبالتالي يتغير العرض والطلب للسوق برمته. أما إذا كانت الأخبار سلبية، فسيكون البائعون أكثر من المشترين، وهذا من شأنه أن يخفض أسعار السوق.

3.2.3 أسعار الفائدة وسوق الأسهم

الهدف التعليمي 3.2.3 - فهم كيف تؤثر تغيرات سعر الفائدة في أسعار الأسهم وسوق الأسهم

إن من عوامل الاقتصاد الكلي التي تؤثر تأثيراً مباشراً في سوق الأسهم: سعر الفائدة. عندما تعلن الحكومة تخفيضاً في سعر الفائدة، تشهد سوق الأسهم ارتفاعاً مفاجئاً، والعكس صحيح. تصدق هذه الظاهرة على جميع الأسواق تقريباً، وهناك سببان لهذا الأمر: أحدهما: أثر السيولة، والآخر: أثر الإحلال.

عندما ننظر من زاوية أثر السيولة، نجد أن خفض أسعار الفائدة يزيد من عرض النقود في الاقتصاد، وتنخفض كلفة الاقتراض مما يشجع على زيادة الإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي

ترتفع سيولة الاقتصاد، وتجد بعض من هذه السيولة طريقها إلى سوق الأسهم. قد يؤدي ذلك إلى ارتفاع عام في الطلب على الأسهم ومن ثم تصعد أسعارها.

أما أثر الإحلال فيفيد بأن المستثمرين يسحبون أموالهم من مدخراتهم، أو من أوراقهم المالية ذات الدخل الثابت، ويستثمرونها في سوق الأسهم. ونظراً إلى خفض أسعار الفائدة، يصبح الادخار غير جذاب، فيبحث الأفراد عن بدائل استثمارية أفضل، وفي هذه الحالة، قد يكون سوق الأسهم خياراً بديهيًا.

إن خفض أسعار الفائدة سيؤدي على المدى القصير إلى تزايد المشترين في السوق. وكلا الأثرين (السيولة والإحلال) سيؤديان إلى زيادة ضغوط الشراء، وبالتالي سترتفع أسعار الأسهم عمومًا. وعلى المدى البعيد، سيساهم انخفاض أسعار الفائدة في نمو الأعمال بسبب زيادة الأرباح وانخفاض تكلفة رأس المال.

وسيحدث أثر عكسي إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فسيكون هناك ضغط على السيولة في الاقتصاد بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض. علاوة على ذلك، سينجذب الناس إلى إبقاء مدخراتهم في البنوك بدلاً من المضاربة في سوق الأسهم. على المدى القصير، سيؤدي ذلك إلى إضعاف الطلب على الأوراق المالية التي كانت مداراً للمضاربات، ومن ثم تتراجع أسعار الأسهم. وعلى المدى البعيد، سيؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة تكلفة الأعمال، وهذا بدوره سيؤدي إلى تدني الأرباح، وارتفاع تكلفة رأس المال، مما يفضي إلى انخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية. بعبارة أخرى، يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى تراجع أسعار الأسهم على المدى البعيد.

4.2.3 الأحداث العالمية وسوق الأسهم

الهدف التعليمي 4.2.3 – فهم كيف يمكن للأحداث العالمية أن تؤثر في أسعار الأسهم وأسواق الأسهم

هناك اتجاه عام يشير إلى أن أسواق الأسهم العالمية أصبحت الآن أكثر ترابطاً وتكاملاً مما كانت عليه قبل عقد من الزمن. وهذا يعني أن ما يحدث في سوق ما يمكن أن يكون له تأثير مباشر في الأسواق الأخرى. ويعزى سبب هذا التكامل إلى أن أجزاء مختلفة من العالم أصبحت متصلة بعضها ببعض بطرق شتى. إن التنمية التي شهدتها تقنية المعلومات والاتصالات أدت دوراً في تحويل العالم إلى قرية معلوماتية، فتأثرت الأعمال والتبادلات التجارية بالعوثة

وأصبحت مترابطةً ترابطاً متبادلاً. ونظراً إلى هذه الخلفية التاريخية، فلا غرو أن تؤثر أحداث كالحروب، والاضطرابات السياسية والاجتماعية، والكوارث الطبيعية، والإرهاب في بعض الدول في أداء أسواق الأسهم في دول أخرى. ويمكن أن يكون التأثير مباشراً أو غير مباشر، وغالباً ما تقع على هيئة سلسلة من الأحداث والتفاعلات.

لقد أدت -على سبيل المثال - الهجمات الإرهابية على نيويورك في 11 سبتمبر 2001م، إلى خسائر مباشرة في الولايات المتحدة، وكذلك ظهور حالات عدم الاستقرار في السلام العالمي. وقد دفع هذا المستثمرين في الولايات المتحدة إلى ترك الأسهم والتحول إلى أوراق مالية أكثر أماناً. كذلك تأثر المستثمرون في بقية أرجاء العالم، فأصبحوا يتداولون بصورة حذرة جداً. وكمثال آخر، لو أعلنت الولايات المتحدة زيادة الإنفاق في الدفاع، فإن هذا لن يؤثر في اقتصاد الولايات المتحدة فحسب، بل سيؤثر أيضاً في اقتصادات بقية دول العالم. وبالطبع سيرحب بهذا الإعلان مصنعو المعدات العسكرية والأسلحة وموردوها، لكن خطر اندلاع الحرب في المقابل يشكل مصدر قلق لكثير من الدول وأعمالها ومشاريعها التجارية.

إضافةً إلى ذلك، إن اندلاع الحروب وظهور الاضطرابات في الشرق الأوسط يعني أن هنالك تراجعاً في حركة التبادل التجاري بين دول هذه المنطقة وبقية دول العالم. ستعاني الدول المتأثرة اقتصادياً على المدى البعيد، وستتأثر الدول التي لها علاقات تجارية متبادلة معها. ومن الأمثلة الأخرى على الأحداث المهمة التي نال أثرها أجزاء كثيرة من المعمورة: الأزمة المالية الآسيوية عام 1997م، وأزمة الرهن العقاري والقروض ذات المخاطر العالية في الولايات المتحدة عام 2008م.

3.3 كفاءة السوق

1.3.3 ما المقصود بـ"كفاءة السوق"؟

الهدف التعليمي 1.3.3 (أ) - فهم معنى كفاءة سوق الأسهم

الهدف التعليمي 1.3.3 (ب) - فهم دور المعلومات في تحديد أسعار السوق

عندما يستثمر المرء أمواله في سوق الأسهم، أو أي مكان آخر، فإنه يتوقع الحصول على عائد يتناسب مع المخاطر التي تحملها على الأقل. في الحقيقة، عندما نختار استثمارنا فإننا نسعى وراء الأوراق المالية التي نتوقع أن تقدم العوائد الأعلى، مع اعتبار المخاطر المرتبطة بها. يتوقع

معظم المستثمرين عادةً الحصول على عوائد مرتفعة تفوق متوسطات السوق. بعبارة أخرى، يريد المستثمرون التفوق على أداء السوق وتجاوزه.

غير أن فرضية كفاءة السوق (efficient market hypothesis) تتوقع أن الأسواق التي تعكس فيها أسعار الأسهم تماماً جميع المعلومات المتاحة، لن يستطيع المستثمرون فيها التفوق على الأداء الإجمالي للسوق. إن جوهر السوق الكفؤة هو أن السوق التي يكثر فيها أعداد المشترين والباعه، ويصاحب ذلك توفر المعلومات بحرية نسبية، ستعكس أسعارها جميع المعلومات المتوافرة بصورة كاملة. فكلما وردت معلومات جديدة إلى السوق، قام المشترين والبايعون بتقييم المعلومات وضبط تقييمهم بشأن الأسهم. يفعلون ذلك على الفور وبشكل تنافسي للتغلب بعضهم على بعض من حيث دقة التقييم، وتوقيت الصفقة. وستضمن هذه الإجراءات أن المعلومات الجديدة تم استيعابها وتضمينها على الفور في أسعار السوق. وبالتالي، وفقاً لفرضية كفاءة السوق، ليس لمستثمرٍ ميزة تنافسية على الآخرين في توقع العائد على سعر السهم؛ لأن لديه نفس المعلومات التي لدى غيره من المستثمرين في السوق.

2.3.3 عدم القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم

الهدف التعليمي 2.3.3 – فهم معنى عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار في حالة كفاءة السوق

ترد المعلومات السوق بصورة مستمرة وعشوائية، وتحمل أنباءً اقتصادية وإعلانات شركات، وأحداثاً عالمية، وأخباراً سياسية واجتماعية، لها أثرها المباشر أو غير المباشر في أسعار الأسهم. بعض هذه الأنباء دقيق، وبعضها ليس كذلك، وبعضها صحيح، وغيرها مجرد شائعات. وهنا يستوعب المستثمرون هذه المعلومات بشكل متواصل ويترجمونها إلى أنشطتهم التداولية. واستناداً إلى فرضية كفاءة السوق، حينما تستجيب الأسعار للمعلومات المتاحة في السوق، ولأن كل المشاركين في السوق يحصلون على المعلومات نفسها، لن يكون لأي أحد القدرة على جني أرباح أكثر من الآخرين. وعلاوة على ذلك، بما أن المعلومات ترد بشكل عشوائي، فإن تغير الأسعار عشوائي أيضاً ولا يمكن التنبؤ به، ولن يكون بمقدور أحد يستخدم المعلومات المتوافرة توقع الأسعار توقعاً صحيحاً وبصورة متسقة، ولذا لا يتوقع أن يحقق أي شخص ربحاً يفوق المعدل الطبيعي.

3.3.3 أشكال كفاءة السوق

الهدف التعليمي 3.3.3 – فهم الأشكال الثلاثة لكفاءة السوق وما يتعلق بها من معلومات:

- نموذج الكفاءة الضعيفة
- نموذج الكفاءة شبه القوية
- نموذج الكفاءة القوية

تتمحور فرضية كفاءة السوق حول المعلومات وأسعار السوق. وهناك أنواع مختلفة من المعلومات التي تؤثر في القرارات الاستثمارية وأسعار الأسهم. ويصنف الأكاديميون المعلومات في ثلاث مجموعات:

1. معلومات عن الأسعار السابقة وحجمها.
2. معلومات عامة عن الشركات والاقتصاد.
3. معلومات خاصة بالشركات.

استناداً إلى مجموعات المعلومات المختلفة أعلاه، تنقسم فرضية كفاءة السوق إلى ثلاثة نماذج أو أشكال على أساس استجابة السعر لمجموعات المعلومات. والنماذج الثلاثة لكفاءة السوق هي ما يلي:

■ نموذج الكفاءة الضعيفة

تقول فرضية كفاءة السوق في النموذج ضعيف الكفاءة أن أسعار الأسهم اليوم تعكس بشكل كامل جميع المعلومات الواردة في العمليات السابقة (التاريخية) للسهم. وتشمل معلومات العمليات أو الصفقات الأسعار والأحجام. إن استخدام اتجاهات وأنماط الأسعار الماضية أو أحجامها في التنبؤ بالأسعار المستقبلية لن يؤدي إلى أرباح غير عادية. وهناك مستثمرون يتخذون قرارات استثمارية من خلال النظر في أنماط السعر السابقة، ويبنون توقعات للأسعار في المستقبل استناداً إلى بعض تحليلات الاتجاهات، ووفقاً لنموذج السوق ذات الكفاءة الضعيفة، لن يتمكن هؤلاء المتداولون بطريقة متسقة من التغلب على السوق باستخدام التحليل الفني للأسعار السابقة (التاريخية) وإن ابتسم الحظ لهم في بعض الأحيان؛ فقد أظهرت الدراسات أن أسعار الأسهم في معظم الأسواق المتقدمة هي على نمط النموذج ضعيف الكفاءة، في حين أن الأسواق النامية تقع في درجات متفاوتة من الكفاءة.

■ نموذج الكفاءة شبه القوية

يشير نموذج الكفاءة شبه القوي إلى أن جميع المعلومات العامة المعلنة قد أخذتها أسعار الأسهم الحالية في الاعتبار. وكذلك يفترض ضمناً أن جميع المعلومات الجديدة قد دخلت فوراً وبدقة في أسعار الأسهم. وتشمل المعلومات العامة جميع ما تفصح عنه الشركات؛ مثل أرباحها، وأرباح الأسهم، والتغيرات في رأس المال، وعمليات الاستحواذ، وغيرها. وتشمل المعلومات العامة أيضاً المعلومات غير الخاصة بالشركة؛ كالتقارير الاقتصادية، والتضخم، وأسعار الفائدة، والضرائب، والناتج المحلي الإجمالي، والصادرات والواردات، وأخبار العالم، وغيرها.

إن أثر نموذج الكفاءة شبه القوية لفرضية كفاءة السوق يتجلى في أن المتداول الذي يدرس الأرقام المحاسبية المنشورة -مثلاً - لا يمكن أن يتوقع تحقيق أرباح غير عادية. وبالمثل، ينبغي ألا يتوقع من يتداول على أساس أخبار الشركات التي تظهر في الصحف اليومية، أن يتمكن من تحقيق عوائد أعلى من المعتاد. باختصار، إذا كانت السوق ذات كفاءة شبه قوية، فلا يمكن استخدام التحليل الأساسي ولا الفني لتحقيق مكاسب متفوقة.

■ نموذج الكفاءة القوية

يقول نموذج الكفاءة القوية لفرضية كفاءة السوق إن جميع المعلومات في السوق -سواء عامة أو خاصة - قد تضمنت أو انعكست في أسعار الأسهم الحالية. ولا يمكن حتى للمعلومات الداخلية أن تعطي المستثمر ميزة تنافسية. ومن الواضح أن هذا المستوى من الكفاءة يصعب تحقيقه في العالم الواقعي. وقد أظهرت الدراسات أن الأشخاص الذين يتداولون بناءً على معلومات خاصة، يمكن أن يحققوا عوائد فائقة. ولذا تحظر الأنظمة والقوانين التداول بناءً على معلومات داخلية، حتى يكون جميع المستثمرين في نفس المستوى.

4.3.3 أنماط سلوك الأسهم (Anomalies)

الهدف التعليمي 4.3.3 – فهم معنى أنماط سلوك الأسهم والأنماط المشتركة بين أسواق الأسهم حول العالم

إن أنماط سلوك السوق (anomalies) تعني الاتجاهات والأدلة المنهجية الموجودة في أسعار الأسهم التي هي على النقيض من مفهوم كفاءة السوق. ومن بين الأنماط المشتركة الموجودة في الأسواق المتقدمة والأسواق النامية ما يلي:

- **أثريناير:** وجد الباحثون أن عوائد الأسهم في شهر يناير تكون دائماً أعلى من غيره من الشهور. اكتشف هذا السلوك أولاً في السوق الأمريكية، ولكن الباحثين في أجزاء أخرى من العالم سجلوا أيضاً نتائج مماثلة.
- **أثر يوم الاثنين:** تبين أن عوائد يوم الاثنين (التي هي في الأساس عوائد ثلاثة أيام بما فيها عطلة نهاية الأسبوع) تكون دائماً أقل من الأيام الأخرى في الأسبوع.
- **الشركات الصغيرة:** وجد الباحثون أن الشركات ذات الرسملة الصغيرة توفر عائداً معدلاً بحسب المخاطر أعلى من الشركات الكبيرة.
- **التأثيرات الأخرى:** وجدت بعض الدراسات أن الشركات ذات مكورات الربحية المنخفضة تتفوق في الأداء على الشركات ذات مكورات الربحية العالية. وخلصت الدراسات أيضاً إلى أن الشركات المنخفضة في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، تتفوق في الأداء على الشركات المرتفعة في نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية. وكذلك تمثل العوائد المعدلة الإيجابية على الأسهم المجزأة، والأسهم الممنوحة، سلوكاً سوقياً شاذاً. إضافةً إلى ذلك، وجد الباحثون أثراً تقويمية أخرى مثل مفعول مطلع الشهر، ومفعول مطلع العام.

هناك ما يدعو لتوخي الحذر في هذا السياق؛ فعلى الرغم من أن الأنماط المذكورة أعلاه ذات أهمية إحصائية، إلا أنها لا تعني أن بمقدور المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية ومتسقة من خلال التداول بناءً على هذه الأنماط؛ لأنه لو كان هذا هو الحال، ستختفي الأنماط عندما يضع كثير من المستثمرين إستراتيجياتهم للاستفادة منها.

5.3.3 آثار السياسات

الهدف التعليمي 5.3.3 – التعرف على أدوار صناع السياسات في تعزيز كفاءة السوق

توفر كفاءة السوق أرضية تنافس متساوية للمستثمرين كافة؛ لأن كل مستثمر يتخذ قرارات استثمارية استناداً إلى نفس المجموعة من المعلومات، وتتاح كل المعلومات الجديدة على الفور لجميع المستثمرين. ولذلك يجب أن تكون هناك سياسات مناسبة لضمان إعلان الشركات المعلومات الجوهرية في الوقت المناسب وبشكل كامل. كذلك يجب وضع سياسات تمنع الممارسات غير العادلة في السوق، والتداول بناءً على معلومات داخلية، والتلاعب بالسوق. إضافة إلى ذلك، يجب على الجهات التنظيمية والرقابية، والمشاركين في السوق، تعزيز بيئة سوقية نشيطة، يسعى فيها العديد من البائعين والمشتريين للبحث عن المعلومة والتداول بنشاط في السوق.

6.3.3 إستراتيجية الاستثمار في سوق كفاءة

الهدف التعليمي 6.3.3 – التعرف على الإستراتيجيات الاستثمارية المناسبة لسوق كفاءة

بالرغم من وجود استثناءات لنظرية كفاءة السوق، إلا أنه بالنسبة إلى كثير من الناس ممن لديهم القليل من المعرفة، وتكاليف بحث عالية، وتكاليف عمليات أعلى، فإن من الحكمة افتراض أن الأسواق قريبة من الكفاءة اقتصادياً. كذلك من الحكمة للمستثمرين الأفراد (أو حتى بعض مديري المحافظ غير الضليعين) اعتبار أنفسهم متعاملين في سوق كفاءة. هناك إستراتيجيات مناسبة لسوق كفاءة إلى حد ما؛ منها:

- التنوع - أضف تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية، خاصة تلك التي تكون الأقل ارتباطاً بالسوق؛ فالتنوع يؤدي إلى الحد من مخاطر المحفظة دون التضحية بالعوائد المتوقعة.
- اختيار توزيع مناسب للأصول. ويمكن تحقيق ذلك من خلال الحساب العلمي لتحقيق كفاءة توزيع الأصول، أو ببساطة قم بتوزيع متساو لجميع الأصول.
- مراجعة المحفظة حسب ومتى ما تقتضي الضرورة. اشترع في إستراتيجية الشراء والاحتفاظ بعمليات محدودة؛ إذ إن تكرار التداول يحمل المزيد من تكاليف العمليات ويقلل الأرباح.

أسئلة للمراجعة

1. ما المقصود بمؤشر سوق الأسهم، وما دوره؟
2. صف الأساليب المختلفة لوزن مؤشرات الأسهم.
3. صف آليات تحديد الأسعار من خلال تفاعل العرض والطلب في سوق الأسهم.
4. ما العوامل الرئيسية التي تؤثر في العرض والطلب على الأسهم؟ وما العوامل المحددة التي تؤثر في أسعار سوق الأسهم؟
5. كيف تؤثر عوامل غير خاصة بالشركة في أسعار سوق الأسهم؟
6. كيف يمكن للتغيرات في سعر الفائدة والأحداث العالمية وغيرها أن تؤثر في أسعار الأسهم؟
7. ما المقصود بكفاءة سوق الأسهم؟ صف دور المعلومات في تحديد أسعار السوق.
8. ما الآثار المترتبة لكفاءة السوق في المستثمر؟
9. صف النماذج أو الأشكال الثلاثة لكفاءة السوق.
10. ماذا يُقصد بأنماط سلوك السوق؟ صف بعض أنماط سلوك السوق الأكثر شيوعاً وآثارها في المستثمرين.
11. ما الإستراتيجيات الاستثمارية المقترحة في سوق كفاءة؟

عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

1. نقلت إحدى شبكات الأخبار أن مؤشر متوسطات "داو جونز" الصناعي قفزت بمقدار 1500 نقطة من 10,000 إلى 11,500 في شهر يناير. هذا يعني
 - أ) كل أسعار أسهم بورصة نيويورك ارتفعت بنسبة 5% لكل منها.
 - ب) قيمة الشركات في بورصة نيويورك ارتفعت بنسبة 5% لكل منها.
 - ج) جميع أسعار مكونات مؤشر داو جونز الصناعي ارتفعت بنسبة 5% لكل منها.
 - د) متوسط مكونات مؤشر "داو جونز" الصناعي الموزون بالسعر ارتفع بنسبة 5%.
2. ما نظام الوزن المستخدم لاحتساب مؤشر أسهم يعطي اعتباراً نسبياً أكبر للتغيرات في قيمة الأسهم للشركات ذات الرسملة الصغيرة؟
 - أ) وزن القيمة.
 - ب) الوزن المتساوي.
 - ج) الوزن السعري.
 - د) الوزن الأساسي.

3. في ما يلي الأسباب المحتملة التي تجعل لزيادة أسعار الفائدة تأثيراً سلبياً في سوق الأسهم:

- (أ) انخفاض في الإنفاق الاستهلاكي نتيجة لارتفاع تكلفة التمويل.
- (ب) تصبح المدخرات أكثر جاذبية نظراً إلى زيادة أسعار الفائدة.
- (ج) مع انخفاض القوة الشرائية، يصبح المستثمرون أكثر ميلاً للمضاربة.

- 1 - أ فقط
- 2 - ب فقط
- 3 - أ و ب فقط
- 4 - أ و ب و ج

4. إذا كانت السوق تتسم بالكفاءة، فإن لذلك المضامين التالية:

- (أ) تغيرات الأسعار عشوائية؛ لأن ورود المعلومات عشوائي.
- (ب) لا يمكن لأحد تقديم توقعات صحيحة للأسعار باستمرار.
- (ج) أدوار محلل الأسهم ليست ذات صلة.

- 1 - أ و ب فقط
- 2 - أ و ج فقط
- 3 - ب و ج فقط
- 4 - أ و ب و ج

5. يشير مفعول يوم الاثنين في أسعار الأسهم إلى نتائج البحوث بأنه بصفة عامة في معظم

الأسواق حول العالم،

- (أ) يكون متوسط العائدات اليومية ليوم الاثنين أقل إحصائياً من عائدات الأيام الأخرى في الأسبوع.
- (ب) متوسط العائدات اليومية ليوم الاثنين أكبر إحصائياً من عائدات الأيام الأخرى في الأسبوع.
- (ج) متوسط حجم التداول اليومي ليوم الاثنين أقل إحصائياً من حجم التداول في الأيام الأخرى من الأسبوع.
- (د) متوسط حجم التداول اليومي ليوم الاثنين أكبر إحصائياً من حجم التداول في الأيام الأخرى من الأسبوع.

الفصل الرابع

منهج المالية السلوكية

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسيُنوَّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

- 1.4 ما المقصود بمنهج المالية السلوكية؟
- 2.4 الإرساء أو الارتباط الوثيق
- 3.4 المحاسبة الذهنية
- 4.4 مغالطة المقامرین
- 5.4 سلوك القطيع
- 6.4 ردّ الفعل المفرض
- 7.4 نظرية التوقع والاحتمالات (Prospect Theory)

مقدمة

لقد أحرزت النظريات الاقتصادية والمالية تقدماً كبيراً في تفسير سلوك الإنسان عندما يواجه خيارات وحالات عدم يقين، لكن ثمة العديد من الحالات التي لا تكون فيها هذه النظريات التقليدية قادرة على تقديم تفسيرات مرضية. على سبيل المثال: اكتشف الباحثون أنواعاً مختلفة من سلوك السوق لا تتسق مع فكرة السوق الكفؤة، وهي ما يسمى بأنماط سلوك السوق أو الأسهم (market anomalies)، حيث لا تستطيع النظريات الحالية تفسيرها. وبدأنا مؤخراً نرى نظريات نفسية يستعان بها لإيضاح العناصر السلوكية في اتخاذ القرارات المالية، وتفسير ما يسمى السلوك غير العقلاني. ومن هنا نشأ منهج "المالية السلوكية". يحاول منهج المالية السلوكية الاستعانة بالنظريات النفسية السلوكية والمعرفية في عملية صنع القرار المالي. وبالتأكيد يساعد التعرف على مختلف جوانب المالية السلوكية المتعاملين بالأسهم على التعامل مع المشاعر والمواقف المختلفة للمستثمرين التي تبدو غير منطقية من وجهات النظر التقليدية.

1.4 ما المقصود بمنهج المالية السلوكية (Behavioral Finance)؟

الهدف التعليمي 1.4- فهم معنى منهج المالية السلوكية وكيف يؤثر على قرارات الاستثمار

يفترض علم الاقتصاد التقليدي أن البشر معظمو ثروة عقلانيون. ويربط علم الاقتصاد "المنفعة أو المنافع" باستهلاك الأصول ومراكمتها. ففي مجال الاستثمارات، يفترض أن المستثمرين يتصرفون تصرف "الإنسان الاقتصادي"، أي وفق المبادئ الاقتصادية الرشيدة، فهم يسعون دائماً إلى تعظيم منافعهم من خلال تعظيم العوائد وتقليل المخاطر. فزيادة الثروة عندهم خير من نقصانها. لاقت هذه الافتراضات قبولاً واسعاً فترةً من الوقت واتبعتها بإذعان الأكاديميون والممارسون المهنيون. لكن مع مرور الوقت، بدأ الناس يرون أموراً شاذة وتصرفات وسلوكيات لا يمكن تفسيرها ضمن حدود علم الاقتصاد التقليدي؛ فهناك حالات كثيرة تؤثر فيها العاطفة والحالة النفسية في قراراتنا، وتؤدي بنا إلى التصرف بطرق غير متوقعة أو غير عقلانية. لذلك عكف بعض الأكاديميين على استقراء النفسية البشرية لتفسير السلوكيات التي تبدو غير عقلانية. وهذا منشأ ما يسمى الآن بمنهج "المالية السلوكية". ويُعدّ منهج المالية السلوكية حقلاً جديداً نسبياً يجمع بين علم الاقتصاد والنظريات النفسية لتقديم تفسيرات لاتخاذ الناس قرارات مالية غير عقلانية. إن الاختلاف الأساسي بين المالية التقليدية والمالية

السلوكية هو أن الأولى تحاول تفسير تصرفات "الإنسان الاقتصادي"، في حين تسعى الأخيرة إلى تفسير تصرفات "الإنسان" من زاوية نفسية.

ثلاثة من أكبر المساهمين في مجال المالية السلوكية هم علماء نفس؛ "دانيال كانيمان"، و"أموستفيرسكي"، والخبير الاقتصادي "ريتشارد ثالر". نشر "كانيمان" و"فيرسكي" أعمالهما في عام 1979م حول نظرية التوقع والاحتمالات (prospect theory) وتجنب الخسارة التي تؤكد أن الناس ينظرون إلى المكاسب والخسائر بشكل مختلف. وفي عام 1985م، نشر "ثالر" مع "دي بونت" ورقة تأسيسية حول ردود الفعل السوقية لسوق الأسهم في الولايات المتحدة. وكثيراً ما يُنسب الفضل لـ "ثالر" عن عمله في تطبيق النظريات النفسية في مجال المالية التي مهدت الطريق للمزيد من الدراسات المالية السلوكية.

2.4 الإرساء أو الارتباط الوثيق (Anchoring)

الهدف التعليمي 2.4 – فهم سلوك "الإرساء أو الارتباط الوثيق" في اتخاذ القرارات المالية وكيفية تجنب أثره السلبي

يُقصد "بالإرساء أو الارتباط الوثيق" عموماً ميل المرء إلى ربط أو تعليق أفكاره بنقطة مرجعية، ومن ثم استخدام هذه النقطة أساساً لعملية اتخاذ القرار، فتصبح النقطة المرجعية بمنزلة المرسة، ويكون الشخص معلقاً بهذه المرسة على الرغم من أنها قد لا تكون لها أي علاقة بالمشكلة أو المسألة المعنية. وعلى مستوى الاستثمار، يشير الإرساء أو الارتباط الوثيق إلى ميل المستثمرين إلى اعتماد قراراتهم على اعتقاد معين أو على معلومات جديدة معينة عن الشركة. على سبيل المثال: ربما يرتفع سهم ما إلى مستوى استثنائي بسبب بعض الأخبار المؤقتة، وبعد ذلك بفترة وجيزة، تحدث تغيرات أساسية فيخفض السهم بصورة حادة. قد يهرع بعض المستثمرين إلى شراء أسهم هذه الشركة، ظناً منهم أن هذه الانخفاض مجرد ظاهرة مؤقتة. في هذه الحالة، يقوم المستثمرون بالإرساء أو الربط في أذهانهم على هذا المستوى "العالي" الذي حققه السهم مؤخراً، فيعتقدون أن تراجع السعر يمثل فرصة لشراء السهم بسعر منخفض. ولإيضاح مفهوم الإرساء (الارتباط الوثيق)، لنفترض أن شركة (XYZ) أبرمت عقداً لتوريد منتجاتها إلى أحد كبار المشترين في الخارج. أدى هذا الأمر إلى ارتفاع سعر سهمها، ولنقل من 30 ريالاً إلى 70 ريالاً للسهم. لكن نظراً إلى بعض الأسباب، ألغى العقد تراجع سعر السهم

إلى زهاء 40 ريالاً. أدرك بعض المستثمرين أن أسباباً اقتصادية وراء هذا التغير الجذري في السعر، غير أن مستثمرين آخرين قد يختارون "إرساء أو ربط" اعتقادهم بالمستوى العالي الذي حققه السهم مؤخراً، ومن ثم يفترضون أن هبوط السعر مجرد ظاهرة مؤقتة، فيستمرون بشراء السهم ظناً منهم أنه ما زال صيداً طيباً. إن هذا الخطأ في الحكم يرجع إلى تأثير أذهانهم بمفهوم الإرساء (الارتباط الوثيق).

ولكي يتلافى المستثمر الوقوع في خطأ الإرساء، ينبغي عليه ألا يضع في اعتباره إلا المعلومات ذات العلاقة عند اتخاذ قرارات الاستثمار؛ أي أنه يجب على المستثمر تقييم الشركات من زوايا عدة، وليس مجرد الاعتماد على ملاحظة أو ملاحظتين.

3.4 المحاسبة الذهنية (Mental Accounting)

الهدف التعليمي 3.4 - فهم سلوك "المحاسبة الذهنية" في اتخاذ القرارات المالية وكيفية تجنب أثره السلبي

يشير مفهوم المحاسبة الذهنية أو التمييزية إلى سلوك معين عند الناس، يجعلهم ينشئون حسابات منفصلة في أذهانهم، وتشير هذه الحسابات إلى مصادر المال المختلفة أو استخداماته المختلفة. تفترض هذه النظرية أن هذه الحسابات غير قابلة للنقل أو التحويل، وهي منفصلة تماماً بعضها عن بعض. وتعتمد النظرية أيضاً على افتراض يقول إن الأفراد يخصصون مستويات استخدام مختلفة لكل حساب، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات مختلفة أو ارتكاب سلوكيات متباينة. على سبيل المثال: توضع الأموال التي مصدرها الراتب في حساب ذهني واحد، وتوضع الأموال المتحصلة من دخل الإيجار في حساب ذهني آخر. وبناءً على هذا التقسيم للحسابات، تُستخدم الأموال من الراتب لمصاريف المنزل والأسرة، أما الأموال من الإيجارات فتُستخدم في الأنشطة الترويحية. وبالتالي يصبح الناس مبذرين في الإنفاق الترويحي. وهذا تفكير خاطئ، إذ المال من أي مصدر كان هو نفسه ولا ينبغي أن يصرف بطريقة غير مناسبة. ومن الأمثلة الأخرى: يقسم بعض المستثمرين استثماراتهم بين محفظة استثمارية آمنة، ومحفظة مخصصة للمضاربة. ويقتنعون أنفسهم بأنهم يستطيعون تحمل خسارة المال في محفظة المضاربة، فيصبحون متهورين جداً في استثمار أموالهم. لكن هؤلاء المستثمرين سيكونون حذرين ودقيقين عند استثمار حساباتهم الاستثمارية. ومن الواضح أن هنالك عدم اتساق في تصرفات الناس الذين يمارسون المحاسبة الذهنية. إن مشكلة المحاسبة الذهنية، على

الرغم من كل الجهد والعمل المبذول لفصل المحافظ، تكمن في أن إجمالي ثروة المستثمرين سيكون نفسه وكان المال محفوظ في محفظة واحدة فقط.

4.4 مغالطة المقامر (Gambler's Fallacy)

الهدف التعليمي 4.4 – التعرف على مفهوم سلوك "مغالطة المقامر" في اتخاذ القرارات المالية وكيفية تجنب أثره السلبي

لو أنك رميت قطعة نقود معدنية خمس مرات، فاستقرت على صورة الوجه الأول في المرات الخمس كلها، فما فرصة ظهور الوجه الأول في الرمية القادمة؟ الجواب: 50%. إن حقيقة ظهور الوجه الأول خمس مرات على التوالي لا يجعل احتمال ظهور نفس الوجه مرة أخرى أكثر من أو أقل من 50% في الرمية القادمة. يشير مفهوم "مغالطة المقامر" إلى أنه بعد رؤية الوجه الأول خمس مرات، تضعف فرصة رؤيته في المرة القادمة، وبالتالي يراهن المستثمر على ظهور الوجه الثاني. بعبارة أخرى، يعتقد الفرد خطأً أن حدثاً عشوائياً معيناً من غير المحتمل أن يقع بعد حدث ما أو سلسلة من الأحداث. إن هذا النمط من التفكير غير صحيح؛ لأن الأحداث الماضية لا تغير من احتمال وقوع أحداث معينة في المستقبل، ذلك لأن كل حدث مستقل عن الآخر.

على صعيد تداول الأسهم، يرى المستثمر الذي يختار سهماً رابحاً أن سعر سهمه يرتفع مدة خمسة أيام متتالية، ويشعر أنه ينبغي له تسييل السهم، معتقداً أن فرصة ارتفاع سعر السهم ستقل في اليوم التالي، وهنا تدخل مغالطة المقامر. افتراض أن هناك فرصة 50-50 أن سعر السهم سوف يرتفع أو ينخفض، لمجرد أن السعر ارتفع على مدى خمسة أيام متتالية لا يعني أنه من غير المرجح أن يرتفع في اليوم التالي. من المهم أن ندرك أنه في حالة الأحداث المستقلة تبقى احتمالات حدوث أي نتيجة محددة في الفرصة المقبلة هي نفسها بغض النظر عما يسبقها. وعلى العكس، قد يتمسك المستثمرون بالسهم الذي هبط في جلسات متعددة؛ لأنهم يظنون أن من "غير المحتمل" أو لا يرجح استمرار الانخفاض. يمكن أن يبين مفهوم مغالطة المقامر – إلى حد ما – سبب تسييل المستثمرين لأسهمهم الرابحة بسرعة، وتمسكهم بالأسهم الخاسرة فترةً طويلةً جداً.

وللتغلب على مغالطة المقامر، على المستثمرين أن يتذكروا أن سوق الأسهم ليست مكاناً للمقامرة، وأن تغيرات الأسعار ليست لعبة حظ أو فرص، بل تعتمد على أسباب اقتصادية متينة. وينبغي للمستثمرين قبل اتخاذ قرار الاستثمار أن يضعوا العوامل الاقتصادية التي تؤثر في أسعار الأسهم بعين الاعتبار.

5.4 سلوك القطيع (Herd Behavior)

الهدف التعليمي 5.4 – التعرف على مفهوم "سلوك القطيع" في اتخاذ القرارات الاستثمارية وكيفية تجنب أثره السلبي

يعبر سلوك القطيع عن ميل الأفراد لاتباع تصرفات المجموعة، مع أنهم على الصعيد الفردي قد لا يتخذون الخيار نفسه. أولئك الذين ينساقون وراء الجموع واقعون تحت تأثير تفكيرهم النفسي أنه من غير الوارد أن تكون كل هذه الجموع من الناس مخطئة. السبب الثاني هو شعور المرء بالارتياح عندما يكون لديه حس الانتماء إلى المجموعة.

يُعدّ سلوك القطيع أمراً شائعاً جداً في أسواق الأسهم، فقد يمر زمانٌ يتلهف فيه الناس على أنواع معينة من الأسهم؛ كأسهم ما يسمى بشركات "الدوت كوم" (dotcom companies) (وهي شركات تدير أعمالها في المقام الأول على الانترنت) مثلاً في أواخر التسعينيات الميلادية، إذ ركب الجميع الموجة لشراء هذه الأسهم. بعدها حدث ما لا مفر منه؛ لأن زيادة الطلب سوف تدفع الأسعار أكثر فأكثر إلى الأعلى، حتى تنفجر الفقاعة في النهاية. في بعض الأحيان، تمر سوق الأسهم بموجة صاعدة، فعندما تكون هذه الموجة قوية، يشتري الجميع ببساطة أي سهم من الأسهم ويجنون الأرباح. حينئذٍ يصبح القطيع أكبر فأكبر، ويصبح التدافع أقوى فأقوى، وكان ليس ثمة نهاية لهذا الاتجاه. بيد أن هناك نهاية لهذا الاتجاه، وآخر المنضمين إلى القطيع هم من سيتضرر أكثر.

يجدر بالمستثمر عموماً أن يبتعد عن القطيع، إذ يتعين على المرء أحياناً أن يعاكس ويقاوم التيار أو يناقضه. فمجرد أن الجميع لحقوا الركب لا يعني بالضرورة أنهم مصيبون. عندما تكون المسألة متعلقة بالاستثمار، فلا بديل عن البحث والنظر والتأني قبل اتخاذ أي قرار استثماري.

6.4 رد الفعل المفرط

الهدف التعليمي 6.4 – التعرف على مفهوم سلوك "رد الفعل المفرط" في اتخاذ القرارات الاستثمارية وكيفية تجنب أثره السلبي

لقد بات أمراً واقعاً أن يكون لسوق الأسهم ردّ فعل مفرط تجاه المعلومات الجديدة. هذه الظاهرة وُثقت أول مرة في دراسة لكل من "دي بونت" و"ثالر" (1985م¹)، إذ توصل الباحثان إلى أن المستثمرين يفرطون في ردّ الفعل تجاه الأخبار السلبية، مما يدفع أسعار الأسهم إلى الهبوط بشكل غير متناسب. وبعد فترة من الزمن، تردّد الأسعار، لأن المستثمرين استنتجوا الآن أن تلك الأسهم مقيمة بأقل مما تستحق. ويحدث العكس تماماً مع الأخبار الإيجابية، فالمستثمرون هنا أدركوا أخيراً أن حدة انفعالهم لم تكن مبررة أبداً. واكتشفت دراسات أخرى أن السوق تفرط في ردّ فعلها تجاه إعلانات الشركات؛ كعمليات الاستحواذ والاندماج، وحقوق الاكتتاب الخاص، وإصدارات أسهم المنح. وقد يكون هنالك عدة أسباب تساهم في رد الفعل المفرط منها:

- 1) عدم قدرة السوق على الخروج بتقييم دقيق لمدى تأثير المعلومات في قيمة الأسهم، أو أن العواطف تغلب المستثمرين، فيبالغون في تقدير أثر المعلومات، وهذا بالطبع لا يتسق مع كفاءة السوق.
- 2) ربما تكون الإعلانات مشوبة بشيء من التزييف أو التلاعب أو التحريف، مما يؤدي إلى ردّ فعل مفرط؛ كأن يكون للإعلان نبرة الحماسة الشديدة أو طابع التضخيم والتهويل.
- 3) يمكن أن توجد عناصر سلوك القطيع وراء الإسراع لشراء أو بيع الأسهم المتأثرة.

بعدما عرف المستثمر أن المبالغة في رد الفعل أمر سائد في سوق الأسهم، عليه توخي الحذر والتأني في تقييم المعلومات الجديدة، وألا يتأثر وينساق خلف العواطف وغرائز القطيع، ويجب أن يكون لديه حس واقعي وموضوعي، وأن ينظر ويبحث أين يضع استثماراته، ويقيم المعلومات مرراً وتكراراً قبل الشروع بالاستثمار.

¹Werner De Bondt and Richard Thaler, 1985, Does the Market Overreact?, Journal of Finance, 40(3) (July 1985), 793-805.

7.4 نظرية التوقع والاحتمالات (Prospect Theory)

الهدف التعليمي 7.4 (أ) – معرفة معنى "نظرية التوقع والاحتمالات" واختلافاتها عن نظرية المنفعة التقليدية

الهدف التعليمي 7.4 (ب) – معرفة كيف تؤثر "نظرية التوقع والاحتمالات" في القرارات المالية والاستثمارية

الهدف التعليمي 7.4 (ج) – معرفة معنى "أثر التصرف" في سلوك المستثمرين والسبل الممكنة لتخفيف أثره

تقترح نظرية التوقع والاحتمالات أن الناس يقيّمون المكاسب والخسائر بشكل مختلف، ويجعلون قراراتهم تعتمد على المكاسب المتصورة، وليس الخسائر المتصورة بر. فإذا أُعطي شخص ما خيارين متساويين من حيث القيمة النقدية، لكن أحدهما يعبر عن مكاسب ممكنة، والآخر عن خسائر ممكنة، فإن الشخص يتأثر ويختار الأول. ولتوضيح هذه النقطة، لنفترض أن أمامك الخيارين التاليين:

- الخيار الأول (خ1): كسب 500 ريال.
- الخيار (خ2): كسب 1000 ريال، ثم في ما بعد خسارة 500 ريال.

عند الاختيار بين (خ1) و(خ2)، تتنبأ نظرية التوقع والاحتمالات أن يفضل الناس الخيار الأول (خ1) على الخيار الثاني (خ2). وفقاً لنظرية التوقع والاحتمالات، ينجم عن الخسائر أثر عاطفي أكبر من أثر نفس المقدار من المكاسب؛ ففي الخيار الثاني (خ2)، خسارة 500 ريال تعني الشعور "بالهم" لا يعوضه الشعور "بسعادة" الاحتفاظ بـ 500 ريال.

توضح نظرية التوقع والاحتمالات أيضاً حدوث "أثر التصرف" (disposition effect)، وهو ميل المستثمرين للتمسك بالأسهم الخاسرة فترة أطول مما ينبغي، وبيع الأسهم الربحية أسرع مما ينبغي.

ولتوضيح أثر التصرف، لنقل إنك اشتريت للتو 100 سهم من أسهم شركة (ABC) بـ 50 ريالاً للسهم، فدفعت 5000 ريال مقابلها. لنفترض أنك بعد أسبوع واجهت السيناريوين

²Daniel Kahneman; Amos Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), 263-292.

التاليين:

- السيناريو (أ): ارتفاع سعر شركة (ABC) إلى 52 ريالاً للسهم، فيكون مكسبك على الورق 200 ريال.
- السيناريو (ب): انخفاض سعر شركة (ABC) إلى 48 ريالاً للسهم، فتكون خسارتك على الورق 200 ريال.

ما احتمال (بالنسبة المئوية) أن تبيع سهمك في كل من السيناريوين أعلاه؟ إذا كان احتمال البيع في السيناريو (أ) أكبر من احتمال البيع في السيناريو (ب)، فستكون واقعاً تحت تأثير أثر التصرف.

عندما يرتفع سعر السهم، يكسب المستثمرون من استثماراتهم. ويشعرون بقدر معين من "السعادة". وإذا لم يبيعوا السهم وبيجوا الأرباح، يواجههم احتمال تراجع السعر وخسارة المكسب، مما يعني أنهم سيعانون "الألم". توضح نظرية التوقع والاحتمالات أنه في هذا الوضع، تهيمن "السعادة" النابعة من المكسب، فيميل المستثمر للبيع وجني الربح. وهذا يمثل نمط سلوك تجنب المخاطر، وهذا يعلل سبب تسمية نظرية التوقع والاحتمالات بنظرية "تجنب المخاطر" أيضاً. وفي المقابل، لو كان لدى المستثمر سهم خاسر، فسوف يشعر "بالألم"، غير أن هنالك احتمالاً أن يرتفع السعر، وهذا يمثل شعوراً "بالسعادة". تتوقع نظرية التوقع والاحتمالات أن شعور "السعادة" يهيمن على الوضع، ولذا يتمسك المستثمر بالسهم الخاسر.

يعكس كلا السيناريوهين السابقين أثر التصرف بصورة عملية، إذ قد يؤدي إلى قرارات غير عقلانية. وعلى المستثمرين أن يدركوا هذا الأثر النفسي الذي يؤثر في قراراتهم، وينبغي لهم أن يضيفوا العقلانية والموضوعية على قراراتهم. ويجب نصح المستثمرين أن يقوموا دائماً بالبحث والدراسة وتقييم استثماراتهم. فإذا كان السهم في اتجاه صاعد، فينبغي ألا يبيع إلا إذا اعتقد المستثمر أن هذا السهم قد وصل إلى طاقته أو حده الكامل. لكن إذا تراجع السهم، فمن الحكمة أن يبيع مبكراً لكي يتجنب تحمل خسائر أكبر.

أسئلة للمراجعة

1. ما المالية السلوكية؟ وكيف نشأت؟
2. ما الاختلافات الأساسية بين المالية التقليدية والمالية السلوكية؟
3. صف مفاهيم الإرساء (الارتباط الوثيق)، والمحاسبة الذهنية، ومغالطة المقامر، وسلوك القطيع، وردّ الفعل المفرط، في سياق منهج المالية السلوكية، وكيف يمكن تفاعلي آثارها السلبية؟
4. ما نظرية التوقع والاحتمالات؟ وكيف تختلف عن نظرية المنفعة التقليدية؟
5. كيف تؤثر نظرية التوقع والاحتمالات في القرارات المالية والاستثمارية؟
6. ما "أثر التصرف" في سلوك المستثمرين؟ اذكر السبل الممكنة لتخفيف أثره.
7. اشرح كيف تحاول مفاهيم مختلفة في منهج المالية السلوكية تبرير سبب ميل المستثمرين لبيع الأسهم الرابحة بسرعة كبيرة، والتمسك بالأسهم الخاسرة فترة طويلة؟

عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

1. أي الأسباب التالية لا يعد سبباً من أسباب نشوء منهج المالية السلوكية؟
 - أ) إخفاق المالية التقليدية في تقديم تفسير مرضٍ لتصرفات "الرجل الاقتصادي" وفق المبادئ الاقتصادية.
 - ب) بدأ الناس يرون حالات شاذة وسلوكيات لا يمكن تفسيرها ضمن حدود المالية التقليدية.
 - ج) تفترض المالية التقليدية أن الناس عقلانيون يسعون إلى لتحقيق أقصى منفعة، وقد وُجد أن هذا صحيح في كثير من الخيارات المالية.
 - د) بدأ بعض الأكاديميين استقراء علم النفس لشرح السلوكيات التي تبدو غير عقلانية بالنسبة إلى علم المالية الحديثة.

2. "عندما يخسر السهم، يعاني المستثمرون من صورة من صور "الألم"، ولكن بالتمسك به، هناك أمل في ارتفاع الأسعار، الأمر الذي يُعدّ صورة من صور "السعادة". هذا التفسير لميل المستثمرين للتمسك بالأسهم الخاسرة فترة طويلة، طُرِحَ من خلال في منهج المالية السلوكية.

(أ) نظرية التوقع والاحتمالات.

(ب) مفهوم الإرساء.

(ج) مفهوم مغالطة المقامر.

(د) مفهوم سلوك القطيع.

3. يعتقد المستثمرون أنه ينبغي لهم تسجيل السهم بعد ارتفاعه في سلسلة من جلسات التداول المتتالية؛ لأنهم لا يظنون أن من المرجح أن يستمر السهم في الصعود. هذا التفسير لميل المستثمرين لبيع الأسهم الرابحة بسرعة كبيرة، قُدِّمَ من خلال في منهج المالية السلوكية.

(أ) مفهوم الإرساء.

(ب) مفهوم مغالطة المقامر.

(ج) نظرية التوقع والاحتمالات.

(د) مفهوم سلوك القطيع.

4. هو/هي ميل الأفراد لاتباع تصرفات المجموعة، بالرغم من أن معظم الناس على الصعيد الفردي، لا يتجهون بالضرورة للخيار نفسه.

(أ) مغالطة المقامر.

(ب) الإرساء.

(ج) سلوك القطيع.

(د) أثر الموجة.

5. تُعرف نظرية التوقع والاحتمالات في المالية السلوكية أيضاً باسم.....

(أ) نظرية تعظيم المنفعة.

(ب) نظرية تجنب المخاطر.

(ج) نظرية التوقع العقلاني.

(د) نظرية النفور من الخسارة.

الفصل الخامس

تقييم الأوراق المالية

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.5 تقييم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

1.1.5	ما الأوراق المالية ذات الدخل الثابت؟
2.1.5	أنواع السندات
3.1.5	مصطلحات السندات
4.1.5	تقييم السندات
5.1.5	نظريات تقييم السندات
6.1.5	الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

2.5 تقييم الأسهم

1.2.5	القيمة الجوهرية
2.2.5	نموذج خصم التوزيعات
3.2.5	نسبة السعر إلى الربح (مكرر الأرباح)
4.2.5	تقييم التدفقات النقدية

مقدمة

يتمحور هذا الفصل حول تقييم الأوراق المالية، ونركز في هذا المقام على نوعين من الأوراق المالية: الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، والأسهم. إن أساس تقييم الأوراق المالية أو أي أصل من الأصول هو التدفقات النقدية. تبدأ عملية التقييم الأساسية أولاً بالحصول على تقديرات التدفقات النقدية للأصل، ثم خصم التدفقات النقدية إلى الوقت الحاضر، وذلك باستخدام معدل خصم مناسب. ويسمى معدل الخصم هذا معدل العائد المطلوب على الأوراق المالية. لكل ورقة مالية معدل عائد مطلوب خاص بها، يعتمد بصورة رئيسة على المخاطر المرتبطة بالورقة المالية. نتناول في هذا الفصل موضوع تقييم كل من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، والأسهم. إن الخطوات الأساسية في عملية التقييم متشابهة في الحالتين كليهما، ولكنها تختلف في حساب المعدلات المطلوبة لعوائد التدفقات النقدية. بالنسبة إلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، تُعدّ عمليات حساب كل من معدلات العائد المطلوبة والتدفقات النقدية سهلة نوعاً ما ومباشرة، في حين تُعدّ تقديرات معدلات العائد المطلوبة والتدفقات النقدية للأسهم معقدة بعض الشيء بسبب طبيعتها المحفوفة بالمخاطر.

1.5 تقييم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

1.1.5 ما الأوراق المالية ذات الدخل الثابت؟

الهدف التعليمي 1.1.5 – فهم معنى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وسماتها العامة

إن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت هي في معظمها أدوات أو أوراق دين. ويمكن تعريف الأوراق المالية ذات الدخل الثابت بأنها فئة من فئات الأوراق المالية، تعطي دخلاً ثابتاً ومنتظماً لحامل الورقة على مدى عمر الورقة المالية، إضافةً إلى دفعة أخيرة (استرداد) في تاريخ الاستحقاق. يُعدّ السند أهم ورقة مالية وأكثرها هيمنة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، ويمكن إصداره من قبل الحكومة، وفي هذه الحالة يسمى سنداً حكومياً، أو من قبل الشركات، ويسمى سند شركة، أو أداة دين خاصة. وتتشاطر السندات الحكومية وسندات الشركات سمات متشابهة من حيث التدفقات النقدية، ويتم تقييمها بطريقة متماثلة.

2.1.5 أنواع السندات

الهدف التعليمي 2.1.5 – معرفة الأنواع المختلفة من السندات

هناك أنواع كثيرة من السندات في الأسواق الناضجة والمتقدمة، وفي ما يلي إشارة إلى بعضها.

- السندات ذات المعدل (سعر الفائدة) الثابت (Fixed Rate Bonds): هذا النوع هو أكثر أنواع السندات شيوعاً. عندما تُذكر السندات بدون أي سمات محددة تشير إلى أي أمور أخرى، نستطيع القول عرفاً إنها تعني السندات ذات الدخل الثابت. هذا النوع يقدم دفعة فائدة ثابتة (على الكوبون) في كل فترة (عادةً نصف سنوية أو سنوية) على مدى عدد معين من السنوات، إلى حين موعد الاستحقاق. وعندما يحين موعد الاستحقاق، تُرد السندات ذات الدخل الثابت المبلغ الأصلي.
- السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds): تقدم هذه السندات خياراً لحاملي السندات يتيح لهم تحويلها إلى أسهم في الشركة بعد مضي وقت معين تحدده الجهة المصدرة للسند. ومع إضافة هذا الخيار، تصدر هذه السندات عادةً بسعر كوبون منخفض.
- السندات القابلة للاستدعاء (Callable Bonds): تباع هذه السندات مع خيار استدعاء الإصدار، إذ يجوز للمُصدر أن يختار استدعاء وإنهاء السند (أي دفع القيمة الأصلية) في وقتٍ يسبق تاريخ الاستحقاق الأصلي للسند. وقد يقوم المصدر باستدعاء السند إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق بشكل كبير دون سعر الكوبون، ويعيد تمويل الدين بسعر أقل.
- السندات ذات السعر العائم (Floating Rate Notes): تدفع هذه السندات فائدة متغيرة تتذبذب مع تقلب أسعار الفائدة في السوق، ويبقى المبلغ الأصلي كما هو.
- السندات ذات الإيراد المرتفع (High Yield Bonds): هي تلك السندات التي تدفع معدلات فائدة أعلى من السندات العادية، لكن احتمال التخلف عن الدفعات في السندات كبير. وتصنف هذه السندات دون "مرتبة الاستثمار"، ويطلق عليها أيضاً اسم "السندات الرديئة" (junk bonds).

- السندات الصفرية (Zero Coupon Bonds): لا تدفع السندات الصفرية أي فوائد على الكوبونات، ولذا يكون سعرها منخفضاً جداً. ويحصل المستثمر على المبلغ الأصلي حينما يستحق السند.

3.1.5 مصطلحات السندات

الهدف التعليمي 3.1.5 – معرفة المصطلحات المختلفة المتعلقة بتسعير السندات

بادئ ذي بدء، من المهم أن نعرف المصطلحات الأساسية المرتبطة بتقييم السندات، وهي:

السند

هو أداة دين تقترض بموجبها جهة مُصدرة (حكومات أو شركات) الأموال من المستثمرين فترةً محددةً من الوقت بسعر فائدة ثابت. وتصدر الحكومات والشركات السندات بهدف جمع المال لتمويل مشاريعها وأنشطتها المختلفة.

عقد إصدار السند (Bond Indenture)

هو عقد مكتوب بين مصدر السندات ومشتريها يتضمن مجموعة من الأحكام يلزم مصدر السند اتباعها لحماية حقوق حملة السندات. ويشمل عقد إصدار السند مواصفات السندات كتاريخ الاستحقاق، ومعدل الفائدة عليه، والقيمة الاسمية.

القيمة الاسمية (Par or Face Value)

هي مبلغ بالدولار (أو أي عملة) يخصص للورقة المالية، التي هي السند في هذا السياق. وبما أن السندات تصدر عادةً بقيمة اسمية، تمثل هذه القيمة الاسمية القيمة المدفوعة مقابل كل سند، ويُدفع هذا المبلغ عند الاستحقاق. وتجدر الإشارة إلى أن القيمة الاسمية لسندات الشركات في الولايات المتحدة، تكون في العادة 1,000 دولار.

سعر فائدة القسيمة (الكوبون) ومدفوعاتها

إن سعر فائدة القسيمة هو سعر الفائدة المذكور على السند عند إصداره. أما مدفوعات القسيمة فهي السداد النقدي لسعر الفائدة على القسيمة. على سبيل المثال: إذا كان هناك سند بقيمة 1,000 دولار وسعر فائدة القسيمة 7٪ فإنه يدفع 70 دولاراً سنوياً، أو 35 دولاراً كل ستة أشهر. وعادةً ما تدفع القسيمة كل نصف سنة.

تاريخ الاستحقاق (Maturity Date)

يشير تاريخ الاستحقاق إلى حياة أو عمر السند الذي يتسلم المستثمر خلاله دفعات الفائدة الدورية. ففي تاريخ الاستحقاق يصبح المبلغ الأصلي للسند حالاً ويُدفع للمستثمر.

العائد حتى تاريخ الاستحقاق (YTM)

هو معدل العائد المتوقع على السند إذا تم الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه. يأخذ حساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق بعين الاعتبار سعر السوق الحالي، والقيمة الاسمية، وسعر فائدة القسيمة، وفترة الاستحقاق. ويمكن اعتبار العائد حتى الاستحقاق معدل العائد المطلوب على السند. ويُعدّ حساب العائد حتى الاستحقاق معقداً وينطوي على طريقة التجربة والخطأ، وفي الوقت الحالي، بات حسابه سهلاً باستخدام الآلات الحاسبة المالية أو برامج الحاسوب.

تصنيف السند (Bond Rating)

يعبر تصنيف السند عن جودته الائتمانية؛ أي درجة الأمان أو السلامة والثقة من ناحية الوفاء بوعود الدفع في الوقت المحدد. يُعطى السند الأكثر أماناً أعلى تصنيف، ويُرمز له بالحروف الإنجليزية (AAA)، ويحصل السند الأقل أماناً على أدنى درجات التصنيف، وهي (C)، مع وجود مجموعة من الأحرف الأخرى بين التصنيفين. وتصدر هذه التصنيفات مؤسسات تصنيف متخصصة، من أشهرها "موديز" و "ستاندرد آند بورز" (Moody's) و (Standard and Poor's).

4.1.5 تقييم السندات

الهدف التعليمي 4.1.5 (أ) – معرفة وفهم طريقة حساب قيمة السند

الهدف التعليمي 4.1.5 (ب) – معرفة كيفية تقدير التدفقات النقدية للسند

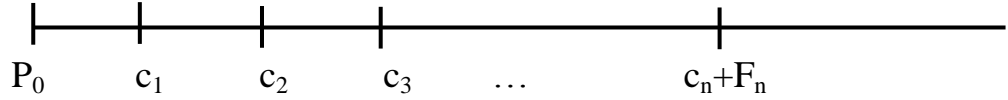
الهدف التعليمي 4.1.5 (ج) – معرفة طريقة تقدير معدل العائد المطلوب على السند

تقدّر قيمة السند من خلال إيجاد مجموع التدفقات النقدية المخصومة للسند. وتسمى هذه القيمة بالقيمة الجوهرية (intrinsic value)، وهي تمثل فعلياً القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة. وللحصول على القيمة الجوهرية للسند، على المستثمر أن يخصم نوعين من التدفقات النقدية المرتبطة بالسند؛ الأول هو دفعات الفائدة الدورية، والثاني هو المبلغ الأصلي (دفعة واحدة) الذي يُدفع حين الاستحقاق. وينبغي التنويه أن القيمة الجوهرية للسند لا تكون في

العادة كسعر السوق. في الحقيقة، يجب مقارنة القيمة الجوهرية مع سعر السوق لتحديد ما إذا كان السند يصلح للاستثمار أم لا.

طريقة حساب التدفقات النقدية

تبدو التدفقات النقدية المعتادة لأي سند كما في الشكل التالي:



حيث:

P_0 = السعر الحالي للسند (سعر الشراء الذي يدفعه المستثمر للاستثمار في السند)

C_t = مدفوعات الفائدة المحصلة، $t = 1, 2, \dots, n$ (عدد مدفوعات الفائدة)

F_n = آخر دفعة محصلة = القيمة الاسمية للسند

n = عدد الفترات حتى تاريخ الاستحقاق

حساب قيمة السند

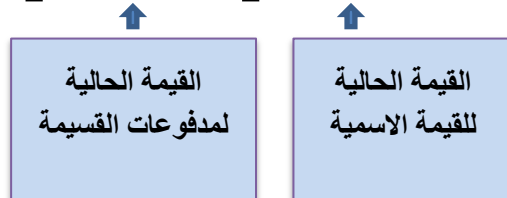
قيمة السند تساوي إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية:

قيمة السند = القيمة الحالية للقسائم (الكوبونات) + القيمة الحالية للقيمة الاسمية

$$[pv(c_1) + pv(c_2) + pv(c_3) + \dots + pv(c_n)] + PV(C_n) =$$

$$\text{Bond Value} = C \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \right] + \frac{F}{(1+r)^t}$$

هناك معادلة أقصر هي:



حيث C = مدفوعات القسيمة، r = العائد حتى تاريخ الاستحقاق (أو معدل العائد المطلوب)، t =

سنوات حتى تاريخ الاستحقاق، F = القيمة الاسمية للسند. تفترض المعادلة أعلاه أن دفعات

القسيمة سنوية. أما إذا كانت نصف سنوية، فتقسم C و r على 2، وتضرب t في 2.

تقدير معدل العائد المطلوب

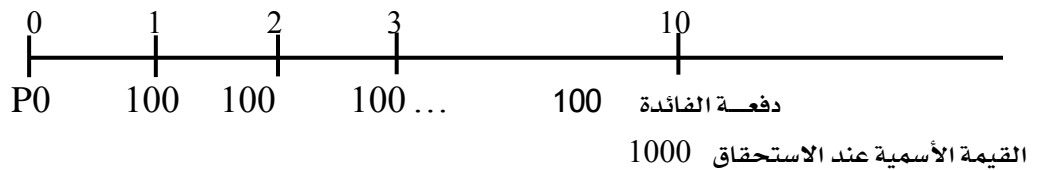
إن سعر السند في السوق هو القيمة الحالية (PV) لجميع تدفقاته النقدية المستقبلية الموعودة، مخصصة باستخدام معدل العائد المطلوب. وتثبت التدفقات النقدية للسند. ولهذا لا تتذبذب أسعار السندات كما تتذبذب أسعار الأسهم. غير أن هنالك مخاطر مرتبطة بالسندات، ويجب أن تأخذ معدلات العوائد المطلوبة على السندات هذه المخاطر بالاعتبار. وأهم هذه المخاطر هو خطر التخلف عن السداد، الذي يشير إلى احتمال عجز الجهة المصدرة للسند عن الوفاء بدفع فائدة الكوبون، وكذلك القيمة الأصلية للسند.

إن معدل العائد على الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل يُعدّ عادةً معدلاً بلا مخاطر؛ لأن احتمال التخلف أو العجز عن السداد يكاد يكون معدوماً. أما بالنسبة إلى سندات الشركات، فيجب تضمين علاوة التخلف عن السداد في العوائد المطلوبة. وتشمل العوامل المحددة لعلاوة التخلف القوة المالية للمصدر، ومواصفات السند المذكورة في عقد إصدار السند. ويمكن استخدام تصنيفات السندات التي تصدرها مؤسسات التصنيف أيضاً لتحديد علاوة التخلف للسند.

مثال رياضي

إذا كان لدى شركة (XYZ) سندات مصدرة بسعر فائدة 10٪ تدفع سنوياً، وفترة استحقاق 10 سنوات، وتبلغ القيمة الاسمية للسندات 1,000 دولار. ويقدر العائد حتى تاريخ الاستحقاق بـ 8٪. احسب القيمة الجوهرية للسند.

نقوم أولاً بتقدير التدفقات النقدية على خط زمني:



نستخدم الصيغة المختصرة لحساب قيمة السند:

قيمة السند = القيمة الحالية للدخل السنوي + القيمة الحالية للمبلغ الإجمالي

$$100 = [1 - 1.08^{-10}] \div 0.08 + 1000 \div 1.08^{10}$$

$$1134.20 = 463.19 + 671.01 =$$

إن القيمة المحسوبة (أو القيمة الجوهرية) للسند هي 1,134.20 دولاراً. هذه القيمة أكبر من القيمة الاسمية، وهذا يحدث لأن سعر الخصم (العائد حتى تاريخ الاستحقاق) وهو 8% أقل من سعر فائدة القسيمة البالغ 10%.

في المثال السابق، لو كانت دفعة القسيمة تسدد بصفة نصف سنوية بدلاً من أن تكون سنوية، فسنضطر إلى تعديل معدل الخصم إلى 4%، ودفعة الفائدة إلى 50 دولاراً، وعدد دفعيات الفائدة إلى 20، عندئذ ستكون قيمة السند:

$$\begin{aligned} \text{قيمة السند} &= \text{القيمة الحالية للدخل السنوي} + \text{القيمة الحالية للمجموع النهائي} \\ &= 50 \div [1 - 1.04^{-20}] + 1000 \div 1.04^{20} \\ &= 679.51 + 456.39 = 1135.90 \end{aligned}$$

ويوجد حالياً آلات حاسبة مالية تقوم بحساب قيمة السندات، مع مراعاة سعر الفائدة، وفترة الاستحقاق، والعائد حتى تاريخ الاستحقاق. ويمكن للآلات الحاسبة أيضاً حساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق، مع الأخذ بالاعتبار السعر الحالي، ومدفوعات الفائدة، واستحقاق السند.

5.1.5 نظريات تقييم السندات

الهدف التعليمي 5.1.5 - فهم نظرية تقييم السندات والعلاقة بين قيم السندات والمتغيرات التي تحدد القيمة

من الناحية النظرية، ليست قيم السندات سوى مجموع التدفقات النقدية المخصومة. وبما أن التدفقات النقدية ثابتة لكل سند ثابت السعر، فإن المتغير الوحيد الذي يحتاج المستثمرون إلى تقديره هو معدل العائد المطلوب. وتبرر علاقات تسعير السندات المشار إليها أدناه العلاقات بين القيمة المحسوبة للسند (القيمة الجوهرية للسندات) والمتغيرات التي تدخل في تحديد قيمة السند. وفي السوق ذات الكفاءة، ينبغي أن تعكس أسعار السوق قيم السندات بصورة عادلة.

1 - العلاقة بين سعر فائدة القسيمة (r_c)، والعائد حتى تاريخ الاستحقاق YTM ، وأسعار السندات:

- If $YTM > r_c$, $P_0 <$ par value (discount bond)
- If $YTM = r_c$, $P_0 =$ par value
- If $YTM < r_c$, $P_0 >$ par value (premium bond)

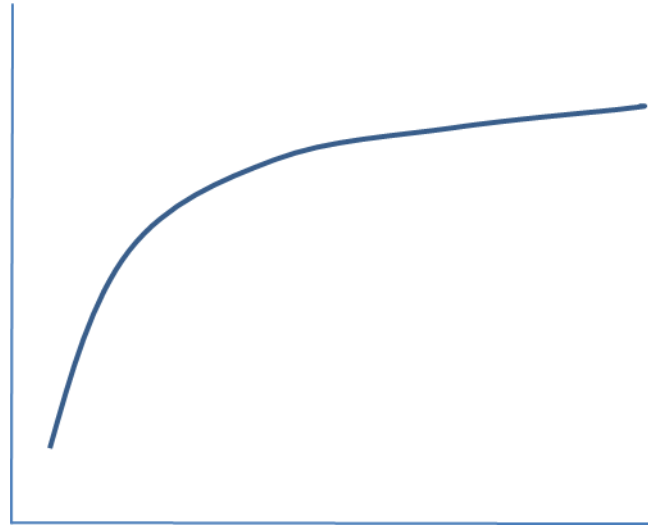
- 2 - ترتبط أسعار السندات ارتباطاً عكسياً بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق. وهو المعدل التي تخصم منه التدفقات النقدية المستقبلية إلى القيمة الحالية. وكلما ارتفعت نسبة الخصم، قلت القيمة الحالية للسند.
- 3 - تُعدّ السندات طويلة الأجل أكثر حساسية سعرية تجاه أي تغيير في العائد حتى تاريخ الاستحقاق من السندات قصيرة الأجل.
- 4 - بينما تزداد الحساسية السعرية للسندات مع اقتراب الاستحقاق، تزداد الحساسية بمعدل متناقص.
- 5 - تُعدّ السندات ذات الفائدة العالية أقل حساسية سعرية تجاه أي تغيير في العائد حتى تاريخ الاستحقاق من السندات ذات الفائدة المنخفضة.

6.1.5 الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

الهدف التعليمي 6.1.5 - معرفة السلوكيات المختلفة والممكنة لأسعار الفائدة خلال الفترات الزمنية، وكيفية اختلاف أسعار الفائدة على أساس فترة الاستحقاق للأدوات الاستثمارية

يشير الهيكل الزمني لأسعار الفائدة، والمعروف أيضاً باسم "منحنى العائد" (yield curve)، إلى العلاقة بين أسعار الفائدة والفترة حتى تاريخ استحقاق ورقة الدين المالية. في سياق تقييم السندات، يمثل منحنى العائد رسماً بيانياً يبين العائد حتى الاستحقاق لفترات استحقاق مختلفة ابتداءً من تاريخ معين. ويمكن أن تأخذ منحنيات العائد ثلاثة أشكال مختلفة: منحنى العائد التصاعدي (المائل إلى الأعلى)، ومنحنى العائد الأفقي (المستقيم)، ومنحنى العائد التنازلي (المائل إلى الأسفل أو المقلوب).

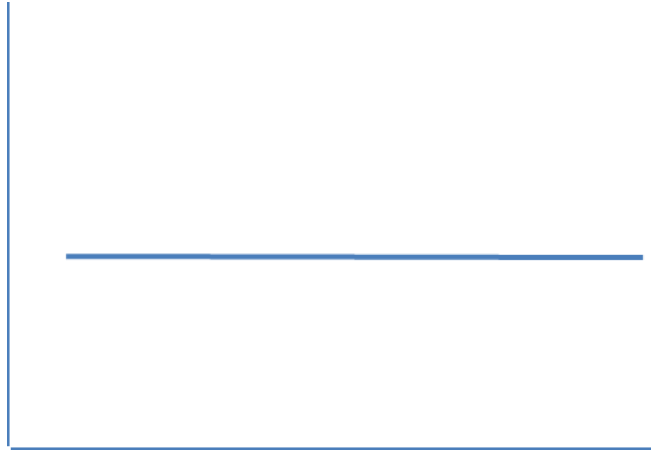
منحنى العائد التصاعدي (Upward sloping yield curve) - هذا المنحنى أكثر الأنواع شيوعاً، ويُعدّ المنحنى الطبيعي. ويوضح منحنى العائد التصاعدي أن أسعار الفائدة طويلة الأجل أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وهذا أمر منطقي في ظل الوضع الاقتصادي العادي، إذ يتوقع المستثمرون عوائد أعلى من الأوراق المالية طويلة الأجل ذات الدخل الثابت، مقارنةً بنظيرتها قصيرة الأجل. وهذا توقع طبيعي للسوق؛ لأن السندات قصيرة الأجل تحمل عموماً مخاطر أقل من السندات طويلة الأجل، إذ تكثر حالات عدم التيقن كلما تقدم استحقاق السند أكثر فأكثر إلى المستقبل. يوضح الشكل 5-1 منحنى العائد التصاعدي.



الوقت إلى الاستحقاق

الشكل 5-1: منحنى العائد التصاعدي

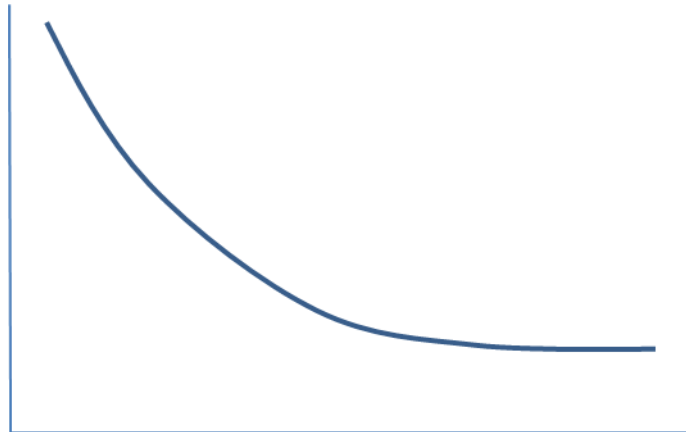
منحنى العائد الأفقي (المستقيم) (Flat yield curve) - يشير هذا المنحنى إلى أن أسعار الفائدة طويلة الأجل تساوي أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وهو أمر لا يحدث كثيراً، لكن قد يحدث في مرحلة انتقالية من الدورة الاقتصادية، حيث تكون أسعار الفائدة المستقبلية غير مؤكدة تماماً، مع قوة احتمال انخفاضها. ففي هذا الوضع، من الحكمة للمستثمرين أن يضعوا أموالهم في الورقة المالية ذات الدخل الثابت الأقل خطورة، أو في الورقة المالية ذات التصنيف الائتماني الأعلى. يوضح الشكل 5-2 منحنى العائد الأفقي (المستقيم).



الوقت إلى الاستحقاق

الشكل 5-2: منحنى العائد الأفقي (المستقيم)

منحنى العائد التنازلي (Downward sloping yield curve) - إن منحنى العائد التنازلي أو المقلوب (inverted) أمرٌ نادر الحدوث حقاً، إذ يظهر هذا الشكل من المنحنيات عندما تكون أسعار الفائدة طويلة الأجل أقل من أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وهذا يمكن أن يحدث في وضع اقتصادي مقبل على كساد خطير، وبالتالي يتوقع أن تتراجع أسعار الفائدة بصورة كبيرة في المستقبل. وسيُرجب المستثمرون في الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل بالسعر الحالي، عندما يظنون أن الوضع سيزداد سوءاً إذا انتظروا. يوضح الشكل 5-3 منحنى العائد التنازلي أو المقلوب.



الوقت إلى الاستحقاق

الشكل 5-3: منحنى العائد التنازلي

2.5 تقييم أوراق الملكية المالية

يُقصد بأوراق الملكية المالية الأسهم العادية والأسهم الممتازة. وعلى الرغم من أن هناك اختلافات بينهما من حيث دفع التوزيعات وغيرها من الحقوق، إلا أن طريقة التقييم متشابهة لكل من الأسهم العادية والممتازة. وتعتمد قيمها على التدفقات النقدية المتوقعة منها، مخصصة إلى القيمة الحالية بمعدل خصم مناسب. ونركز مبحثنا في هذا القسم على تقييم الأسهم العادية. ويمكن بسهولة اشتقاق تقييم الأسهم الممتازة من تقييم الأسهم العادية.

1.2.5 القيمة الجوهرية

الهدف التعليمي 1.2.5 – التعرف على معنى القيمة الجوهرية للورقة المالية

عندما نقيّم سهماً ما، فنحن في الواقع نقوم بتقدير قيمته الجوهرية. لا تكون القيمة الجوهرية في العادة هي نفس سعر السوق للسهم؛ فليس هنالك في أي وقت من الأوقات سوى سعر سوق واحد، وقد لا يكون هذا إجماع السوق على القيمة الجوهرية للسهم، بل يعكس في الغالب سعر اتفاق البائع والمشتري على إجراء تلك الصفقة.

2.2.5 نموذج خصم التوزيعات

الهدف التعليمي 2.2.5 (أ) – معرفة معنى نموذج خصم التوزيعات في تقدير قيمة السهم
الهدف التعليمي 2.2.5 (ب) – معرفة كيفية تقدير معدل العائد المطلوب للسهم العادي
الهدف التعليمي 2.2.5 (ج) – معرفة كيفية تقييم السهم بناءً على افتراضات مختلفة لنمو التوزيعات

استناداً إلى الافتراض الذي يقول بأن قيمة أي أصل تساوي القيمة الحالية لجميع تدفقاته النقدية المستقبلية، فإن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية لجميع توزيعاته المستقبلية. ولحساب القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، نحتاج إلى معدل خصم، وهو - في هذا السياق - يساوي معدل العائد المطلوب على السهم. ويمكن التعبير عن صيغة تقييم السهم على النحو الآتي:

$$P_0 = \sum D_t [1/(1+k)^t]$$

حيث D_t هي التوزيعات المتوقعة في سنة (t) ، و (k) هو معدل العائد المطلوب مقابل مخاطر الشركة. ولاستخدام هذا النموذج نحن في حاجة إلى (1) معدل العائد المطلوب المناسب، و (2) تقديرات التوزيعات المستقبلية.

تقدير معدل العائد المطلوب

هناك طرق مختلفة للتوصل إلى معدل العائد المطلوب للأسهم. إن المبدأ الأساسي هو تقدير معدل يعكس مخاطر الأسهم، ويشير هذا المعدل أساساً إلى الحد الأدنى الذي يقبله المستثمرون من أجل الاستثمار في السهم. فكلما ارتفعت المخاطر، ارتفع المعدل، والعكس صحيح. وتوجد طرق علمية منهجية لتقدير المعدل؛ مثلاً باستخدام طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). إن النقاشات حول هذا النموذج معقدة بعض الشيء، وتتعدى نطاق هذا الكتاب، غير أن المعادلة النهائية للنموذج يسيرة وسهلة الاستخدام. ويمكن التعبير عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

في المعادلة أعلاه، يمثل (k) معدل العائد المطلوب على الورقة المالية، و (r_f) المعدل الخالي من المخاطر، أما (β) فمقياس بيتا (beta) لمخاطر الشركة، و (r_m) معدل العائد للسوق. ويكون المعدل الخالي من المخاطر عادةً معدل سندات الخزانة قصير الأجل، و (r_m) يمثلها مؤشر السوق (كمؤشر إس آند بي 500 أو تاسي). ويمكن الحصول على (β) من مزود قواعد بيانات معتبر كقاعدة "بلومبيرغ". ويعرف المصطلح بين القوسين $(r_m - r_f)$ ، بعلاوة مخاطر السوق، وهو عائد السوق المتوقع فوق معدل المعدل الخالي من المخاطر. أما بيتا (β) فهو مقياس للمخاطر، إذ يقيس درجة تحرك السهم المصاحبة لحركة السوق، فقيم بيتا المرتفعة تعني وجود مخاطر عالية، وانخفاض قيم بيتا تعني تدني المخاطر. ولذا يتطلب السهم الذي يحمل قيمة بيتا مرتفعة معدل عائد على المخاطر أعلى مقارنة من السهم الذي يحمل قيمة بيتا منخفضة. وبعبارة أبسط، يشير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى أن معدل العائد المطلوب لأي أصل يساوي المعدل الخالي من المخاطر زائداً علاوة مخاطر السوق المرفوعة أو المنخفضة بحسب درجة خطورة ذلك الأصل كما تم قياسه ببيتا.

مثال

احسب معدل العائد المطلوب للشركات A ، B ، C التي لها قيم (بيتا) 0.8 و 1.2 و 1.6، على التوالي، آخذاً بعين الاعتبار أن المعدل الخالي من المخاطر هو 3٪، وعلاوة السوق 10٪.

الجواب:

$$\text{الشركة A: معدل العائد المطلوب (k) = } 0.8 (10\%) + 3\% = 11\%.$$

$$\text{الشركة B: معدل العائد المطلوب (k) = } 1.2 (10\%) + 3\% = 15\%.$$

$$\text{الشركة C: معدل العائد المطلوب (k) = } 1.6 (10\%) + 3\% = 19\%.$$

هناك طريقة أبسط باستخدام التقديرات الذاتية. إن أحد الأساليب الذاتية هو استخدام متوسط عوائد السوق كمعدل أساس. ومن ثم يتم تعديل هذا المعدل صعوداً أو هبوطاً بناءً على تقدير ذاتي عما إذا كانت الورقة المالية أكثر أو أقل مخاطرة من السوق. إذا رأينا أن مخاطر الورقة المالية ضعف مخاطر السوق (تقلبات الأسعار ضعف تقلب أسعار السوق)، فإن العائد المطلوب سيكون تقريباً ضعف عائد السوق. أما إذا رأينا أن نسبة تذبذب الورقة المالية أكثر بـ 50٪ من السوق، فإن عائدها المطلوب يكون كذلك أكثر بـ 50٪ من السوق.

مثال

يحاول أحمد تقدير العوائد المطلوبة للشركات الثلاث المذكورة أعلاه، وقد توصل بطريقة ذاتية إلى أن نسبة التقلب (كدليل على المخاطر) للشركات A و B و C هي على التوالي 80٪ أعلى من السوق، و 20٪ أعلى من السوق و 50٪ أعلى من السوق. وباعتبار أن متوسطات عائد السوق هي قرابة 13٪ سنوياً، فإن تقديراته لمعدل العائد المطلوب هي ما يلي:

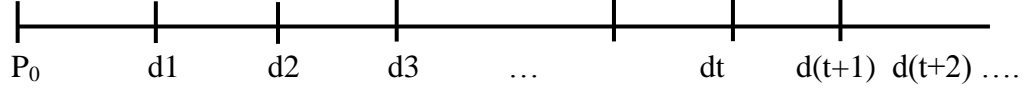
$$\text{الشركة A: معدل العائد المطلوب (k) = } 0.80 (13\%) = 10.4\%$$

$$\text{الشركة B: معدل العائد المطلوب (k) = } 1.20 (13\%) = 15.6\%$$

$$\text{الشركة C: معدل العائد المطلوب (k) = } 1.50 (13\%) = 19.5\%$$

دفع توزيعات الأرباح

لنفترض أن سهماً عادياً يدفع توزيعات، سيبدو شكل التدفق النقدي للسهام كما يلي:



تظهر في الشكل أعلاه التوزيعات السنوية التي تُدفع كل سنة لحامل السهم على مدى المستقبل المنظور. وينص مبدأ التقييم على أننا سنحصل على القيمة الحالية لجميع الأرباح المستقبلية. ولكن حساب كلٍّ من التوزيعات المستقبلية أمر مستحيل وغير لازم. علينا أن نضع افتراضات معينة لسلوك التوزيعات لكي نحل معادلة التقييم.

(1) نموذج النمو الثابت (Constant Growth Model)

لنفترض أنه من المتوقع أن تنمو الأرباح بنسبة مئوية ثابتة بحسب الفترة، ولنقل g % سنوياً إلى مالا نهاية.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots$$

من لديهم إمام بحساب التفاضل والتكامل، تمثل المعادلة أعلاه سلسلة هندسية. وبعد استخدام بعض العمليات الرياضية، يمكن تبسيط مجموع السلسلة في المعادلة البسيطة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g}$$

في هذه المعادلة، تمثل (P0) القيمة الجوهرية، و(D0) آخر توزيع تم دفعه، و(D1) التوزيع التالي، و(k) معدل العائد المطلوب، و(g) معدل نمو الأرباح الثابت.

مثال

تدفع شركة A توزيعات بصورة منتظمة، وارتفعت توزيعاتها السنوية بمعدل ثابت قدره 5% إلى مالا نهاية. وكان آخر توزيع دُفع هو مبلغ ريال واحد (1.00)، علماً أن معدل العائد المطلوب على السهم 12%. ما القيمة الحالية للسهم؟

$$\begin{aligned}P_0 &= D_1/(k-g) = D_0(1+g)/(k-g) \\ &= 1.00(1.05)/(.12-.05) \\ &= 15.00\end{aligned}$$

(2) النمو الصفري (Zero Growth)

كحالة خاصة، إذا كانت التوزيعات ثابتة على توالي السنين، (مما يعني أن معدل نمو الأرباح 0.0)، تُختزل المعادلة أعلاه إلى ما يلي:

$$P_0 = D/k$$

يبدو أن نمو التوزيعات الصفري من سمات الأسهم الممتازة أيضاً. ولنتذكر أن توزيعات الأسهم الممتازة لها مقادير ثابتة، ولذا تمثل توزيعات ثابتة ذات نمو صفري. وبالتالي تنطبق نفس المعادلة عالية عند تقييم أي سهم ممتاز.

مثال

تدفع شركة B توزيعات ثابتة تبلغ ريالاً واحداً للسهم الواحد سنوياً. وباعتبار معدل العائد المطلوب هو 12%، ما القيمة الحالية للسهم؟ (الجواب: 8.33 ريالاً)

نمو التوزيعات غير الثابت (Non-constant Growth of Dividend)

يحسن بنا الاعتراف أن افتراض نمو الأرباح بشكل ثابت ليس واقعياً تماماً في العالم الحقيقي، وكذلك افتراض نمو الأرباح الصفري. إنما الأكثر واقعية هو افتراض نمو الأرباح بشكل غير ثابت. في هذه الحالة، نفترض أن الشركات توزع أرباحاً للأسهم تنمو بمعدلات سنوية مختلفة لوضع سنين، ومن بعد ذلك تستقر في حالة من النمو المستمر. تكون قيمة السهم في هذه الحالة

مجموع القيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو غير الثابت والقيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو المستمر.

P_0 = القيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو غير الثابت

+

القيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو الثابت

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+k)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_{T-1}(1+g_T)}{(1+k)^T} + \frac{D_T(1+g_c)}{(k-g_c)} \frac{1}{(1+k)^T}$$

القيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو غير الثابت
القيمة الحالية للأرباح الموزعة خلال فترة النمو الثابت

مثال

إن شركة (RST) شركة فتية بدأت للتو عملياتها التجارية، وتتوقع أن تشهد نمواً استثنائياً في السنوات الثلاث الأولى بنسبة 20%، و50%، و25% على التوالي. ومن بعد ذلك تتوقع معدل نمو طبيعي بنسبة 8%. وكان آخر توزيع قد بلغ ريالاً واحداً سعودياً، ومعدل العائد المطلوب على السهم هو 15%. احسب قيمة سهم الشركة.

الإجابة

لحل هذه المسألة، لا يمكننا استخدام المعادلة المختصرة أعلاه خلال فترة النمو غير الثابت، ولكن بدلاً من ذلك علينا أن نحسب القيم الحالية لكل عملية دفع توزيعات كل على حدة. وعندما يصبح نمو الأرباح ثابتاً (أي ابتداءً من السنة الرابعة)، نطبق معادلة النمو الثابت للحصول على السعر في نهاية السنة الثالثة (P_3) ثم نخصم (P_3) للحصول على قيمته الحالية.

$$\begin{aligned} P_0 &= pv(d_1) + pv(d_2) + pv(d_3) + PV(P_3) \\ &= 1.0(1.2)/1.15 + 1.0(1.2)(1.5)/1.15^2 + 1.0(1.2)(1.5)(1.25)/1.15^3 + \\ & 1.0(1.2)(1.5)(1.25)(1.08)/(.15-.08)(1/1.15^3) \\ &= 1.043 + 1.361 + 1.480 + 22.827 \\ &= 26.71 \end{aligned}$$

3.2.5 نسبة السعر إلى الربح (مكرر الأرباح) (P/E Ratio)

الهدف التعليمي 3.2.5 (أ) – معرفة معنى نسبة السعر إلى الربح أو ما يسمى بمكرر الأرباح

الهدف التعليمي 3.2.5 (ب) – معرفة كيفية استخدام نسبة السعر إلى الربح في تقييم الأسهم واستخدامها في قرارات الاستثمار

إن نسبة السعر إلى أرباح الشركة هي النسبة التي نحصل عليها من خلال قسمة السعر الحالي للسهم على أرباح الشركة للسهم الواحد. وهذا أيضاً يعرف بنموذج التقييم النسبي. لكن من الناحية النظرية، نسبة السعر إلى أرباح الشركة ليست نموذج تقييم، بل هي مجرد مقياس نسبي لمستوى أرباح الشركات. ويطلق أحياناً على هذه النسبة "مضاعف الأرباح"؛ لأنها تقيس عدد مرات ضرب أرباح الشركة للسهم الواحد من أجل الوصول إلى السعر الحالي للسهم. وهذه النسبة هي ما يلي:

$$PER = P_0/EPS$$

في المعادلة أعلاه، يكون (P_0) سعر السوق الحالي، و (EPS) آخر أرباح معلنة لكل سهم. أما (PER) فهي نسبة السعر إلى أرباح الشركة، وكذلك تمثل "السعر" الذي يرغب السوق في دفعه مقابل 1 دولار من أرباح الشركة. وإذا كانت نسبة السعر إلى أرباح الشركة مرتفعة، فإن هذا يعني أن الناس مستعدون لدفع ثمن مرتفع مقابل أرباح الشركة، مقارنةً بالشركات ذات نسبة مكرر الأرباح المنخفضة. لماذا بعض أرباح الشركات أعلى قيمةً من غيرها؟ تكمن الإجابة في الأرباح المستقبلية، فالمستثمرون على استعداد لدفع ثمن مرتفع مقابل توقع ارتفاع الأرباح المستقبلية.

ولأغراض التقييم، يحسب المحلل نسبة السعر إلى أرباح الشركة (مكرر الأرباح) بناءً على الأرباح الحالية وسعر السوق الحالي، ومن ثم يضرب مكرر الأرباح في الأرباح المتوقعة. على سبيل المثال: إذا كانت الأرباح المتوقعة في العام القادم (e_1) ، فسيكون السعر المتوقع (P_1) في المعادلة التالية، بافتراض أن نسبة السعر إلى أرباح الشركة الحالية هي المضاعف الصحيح للسهم.

$$P_1 = PER_0 \times e_1$$

يستخدم معظم المستثمرين نسبة السعر إلى أرباح الشركة لتحديد قرار الاستثمار (شراء، بيع،

انتظار). عادةً ما يتم التحليل لنسبة السعر إلى أرباح الشركة على مدى فترة زمنية؛ لتتبع ما إذا كانت النسبة آخذة في الانخفاض (قرار شراء) أو غير ذلك. ويمكن أيضاً مقارنة نسبة السعر إلى أرباح الشركة لأحد الأسهم مع النسبة الخاصة بأسهم أخرى في نفس مجال الأعمال (لانتقاء الأسهم).

مثال

يقدم أحد الباحثين التقرير التالي عن نسبة السعر إلى أرباح الشركة الحالية والمتوقعة لثلاث شركات سيارات، وكذلك متوسط الصناعة. ويتم الحصول على نسبة السعر إلى أرباح الشركة المستقبلية عن طريق قسمة السعر الحالي على الأرباح المتوقعة للسهم الواحد (لاحظ أننا لسنا بصدد التنبؤ بمكرر الأرباح المستقبلي باستخدام الأسعار المستقبلية، بل نحافظ على السعر الحالي ثابتاً ونرى ما يحدث لمكرر الأرباح مع التغيرات في الأرباح المستقبلية). واستناداً إلى أرقام نسبة السعر إلى أرباح الشركة، ماذا تكون توصيتك لعملائك؟

اسم الشركة	السنة الحالية	2 x 20	3 x 20	4 x 20	5 x 20
سيارات الراحة	15.5	14.0	12.0	10.0	6.0
سيارات النخبة	12.5	12.0	11.5	10.0	8.0
سيارات الرفاهية	8.0	8.5	10.0	12.0	15.0
متوسط الصناعة	12.0	11.5	11.2	10.7	9.7

الإجابة

تُعدّ سيارات الراحة وسيارات النخبة مرشحتان جيدتان "للشراء"؛ لأن انخفاض نسبة السعر إلى أرباح الشركة يعني زيادة في الأرباح المستقبلية. وبين الشركتين، تُعدّ سيارات الراحة ذات احتمالات أعلى؛ لأن معدل نمو أرباحها أكبر من سيارات النخبة. ومع أن سيارات الرفاهية في الوقت الراهن "أرخص" من حيث نسبة السعر إلى الأرباح (مكرر الأرباح)، يبدو أن أرباحها المستقبلية آخذة في الانخفاض، وبالتالي فهي مرشح محتمل "للبيع".

4.2.5 تقييم التدفقات النقدية

الهدف التعليمي 4.2.5 – معرفة المبدأ الأساسي للتقييم باستخدام التدفقات النقدية الحرة التي تحققها الشركة

إن تقييم التدفقات النقدية أو تقييم 'التدفق النقدي الحر' هو الأكثر تطوراً وتعقيداً من بين الأساليب الثلاثة التي نوقشت في هذا الفصل. يمثل التدفق النقدي الحر النقد الذي تستطيع الشركة تحقيقه بعد تنحية المال اللازم لصيانة قاعدة أصولها أو توسيعها. إن التدفق النقدي الحر مهم؛ لأنه يسمح للشركة باقتناص الفرص التي تعزز قيمة حقوق المساهمين. هذا النموذج هو الأقرب إلى مبدأ تقييم الأصول؛ لأنه يستخدم التدفقات النقدية أساساً لتقييم الشركات بدلاً من استخدام أرقام أرباح الشركة. وينطوي جوهر النموذج على تقدير التدفقات النقدية الحرة المستقبلية التشغيلية للشركة، ومن ثم خصم التدفقات النقدية إلى القيمة الحالية باستخدام معدل العائد المطلوب المناسب للحصول على القيمة الإجمالية للشركة. وبعد طرح القيمة الحالية للديون، يكون المبلغ المتبقي هو القيمة المنسوبة إلى الأسهم.

إن التدفقات النقدية الحرة العاملة (OFCF) هي النقد الناجم عن العمليات، الذي يُنسب إلى جميع ممولي رأس المال في هيكل رأسمال الشركة. وهذا يشمل مقدمي الديون (القروض) وكذلك الأسهم. وتحسب التدفقات النقدية الحرة العاملة عن طريق أخذ أرباح الشركة قبل سداد الفوائد والضرائب وتعديلها وفق نسبة الضريبة، ثم إضافة قيمة الاهتلاك، واستبعاد المصروفات الرأسمالية، والتغير في رأس المال العامل، والتغيرات في الأصول الأخرى. وهنا المعادلة الفعلية:

$$\text{OFCF} = \text{EBIT}(1-T) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \Delta \text{WC} - \Delta \text{other assets}$$

التدفقات النقدية الحرة العاملة = أرباح الشركة قبل سداد الفوائد والضرائب (1 - نسبة الضريبة على الشركة) + اهتلاك الأصول - المصروفات الرأسمالية - التغير في رأس المال العامل - أي تغيرات في أصول أخرى.

حيث:

$$\text{EBIT} = \text{الأرباح قبل سداد الفوائد والضرائب}$$

$$T = \text{نسبة الضريبة على الشركة}$$

$$\text{CAPEX} = \text{المصروفات الرأسمالية}$$

$$\Delta \text{WC} = \text{التغيرات في رأس المال العامل}$$

بعد الحصول على التدفقات النقدية الحرة العاملة للعام الحالي، فإن المهمة التالية هي إجراء

توقعات للتدفقات النقدية. وهذه عملية مشابهة لإجراء توقعات التوزيعات النقدية عندما كنا نتناول نموذج تقييم التوزيعات. ولجعل النموذج قابلاً للحل، يجب علينا وضع افتراضات لنمو التدفقات النقدية المستقبلية، مثلاً: نمو ثابت أو فترة نمو متغير يليها نمو ثابت. وعند الحصول على توقعات التدفق النقدي، يمكننا بعد ذلك تطبيق عملية الخصم للحصول على القيمة الحالية للشركة.

$$V_o = \sum \frac{(NCF_t)}{(1+k)^t}$$

مثال - تقييم التدفقات النقدية مع فترة نمو على مرحلتين

إن شركة (XYZ) تعمل منذ سنتين وتشهد حالياً نمواً عالياً بنسبة 10% سنوياً. وتتوقع الإدارة أن يستمر النمو المرتفع مدة 4 سنوات أخرى، وبعد ذلك سوف تنمو بمعدل الصناعة الطبيعي بنسبة 5% سنوياً على مدى المستقبل المنظور. ولقد تم حساب التدفقات النقدية الحرة العاملة للسنة الحالية والتي بلغت 100 مليون ريال. ولدى الشركة 50 مليون سهم مصدر، ويبلغ إجمالي الديون القائمة عليها نحو 500 مليون ريال. وتقدر تكلفة المتوسط المرجح لرأس المال (تؤخذ كمعدل العائد المطلوب) بنحو 12%. احسب قيمة السهم الواحد لهذه الشركة.

الإجابة

إن هذه المشكلة تشابه بطريقة أو بأخرى نموذج نمو التوزيعات غير الثابت. علينا أن نحسب القيم الحالية للتدفقات النقدية للسنوات الثلاث الأولى لكل سنة على حدة، ومن ثم نطبق نموذج النمو الثابت في السنة الرابعة. ولتجنب الالتباس من الأفضل جعل الحساب في جدول.

السنة	الرمز	$(1 + g)^t$	التدفقات النقدية الحرة العامة $OFCF^t$	عامل القيمة الحالية	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	$OFCF_1$	1.10	110.00	1.12	98.21
2	$OFCF_2$	1.21	121.00	1.25	96.46
3	$OFCF_3$	1.33	133.10	1.40	94.74
4	$OFCF_4$	1.46	146.41	1.57	93.05
	القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة العاملة في السنة الرابعة		<u>153.73</u> (0.12 - 0.5) = 2196.15	1.57	1395.69
إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية			1778.15		

تبيّن حساباتنا أعلاه أن القيمة الإجمالية للشركة هي 1,778.15 مليون ريال. وبطرح مبلغ الدين 500 مليون ريال، يبقى لدينا 1,278.15 مليون ريال قيمة الأسهم التي تترجم لـ 25.56 ريالاً للسهم الواحد.

أسئلة للمراجعة

1. ما الأوراق المالية ذات الدخل الثابت؟ صف خصائصها العامة.
2. صف مختلف المصطلحات المتعلقة بتسعير السندات.
3. كيف يتم تقييم السندات؟ ما معادلة قيمة السندات وكيف تُستخدم لحساب قيمة السند؟
4. صف النظريات المختلفة لتسعير السندات.
5. ما المقصود بالهيكل الزمني لأسعار الفائدة؟ وما السلوكيات المختلفة لأسعار الفائدة عبر الزمن؟
6. ما القيمة الجوهرية للورقة المالية؟
7. صف نماذج خصم التوزيعات المستخدمة في تقدير قيمة السهم؟
8. كيف تقدر معدل العائد المطلوب للسهم العادي؟
9. ماذا يُقصد بنسبة السعر إلى أرباح الشركة (مكرر الأرباح)؟ صف كيفية استخدامها لاتخاذ قرارات الاستثمار؟
10. صف الأساليب الأساسية للتقييم باستخدام التدفقات النقدية الحرة التي تحققها الشركة.

عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

1. أي من الخصائص التالية هو من سمات سندات الشركات؟
 - (أ) لا يوجد تاريخ استحقاق ثابت.
 - (ب) توفر دخلاً منتظماً للمستثمرين.
 - (ج) تدفقاتها النقدية ثابتة.
 - (د) تُعدّ معرضة لمخاطر التخلف عن السداد.
- 1 - أ و ب و ج فقط.
 - 2 - أ و ب و د فقط.
 - 3 - ب و ج و د فقط.
 - 4 - أ و ب و ج و د.

2. يتميز سند A بفترة استحقاق 5 سنوات مع فائدة قسيمة 7%. أما سند B فيتميز بفترة استحقاق 10 سنوات مع فائدة قسيمة 9%. كلا السنتين يحقق نفس العائد حتى تاريخ الاستحقاق، لكن سند A يباع حالياً بسعر خصم، في حين أن سند B يباع بعلاوة. أي العبارات التالية صحيحة حول العائد حتى تاريخ الاستحقاق للسنتين؟

- أ) العائد حتى تاريخ الاستحقاق أقل من 7%.
- ب) العائد حتى تاريخ الاستحقاق بين 7% و9%.
- ج) العائد حتى تاريخ الاستحقاق أكثر من 9%.
- د) لا شيء مما ذكر أعلاه.

3. في سياق الهيكل الزمني لأسعار الفائدة، يعني منحني العائد التنازلي:

- أ) أسعار الفائدة طويلة الأجل أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
- ب) أسعار الفائدة طويلة الأجل أقل من أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
- ج) أسعار الفائدة طويلة الأجل هي نفس أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
- د) لا شيء مما سبق.

4. احسب القيمة الجوهرية لسهم تنمو أرباحه بمعدل ثابت 5% سنوياً وكان آخر ربح موزع 1 ريال، مع معدل العائد المطلوب 10% ونسبة أرباح بلا مخاطر 4%؟

- أ) 21.00 ريالاً.
- ب) 20.00 ريالاً.
- ج) 17.50 ريالاً.
- د) 16.67 ريالاً.

5. أي من العبارات التالية غير صحيحة حول نسبة السعر إلى أرباح الشركة (مكرر الأرباح)؟

- (أ) يقيس عدد المضاعفات على أرباح الشركة التي يمكن أن يدفعها السوق مقابل السهم.
- (ب) يُعدّ السهم الذي تكون فيه نسبة السعر إلى أرباح الشركة مرتفعة أكثر "كلفة" من الآخر الذي نسبته منخفضة.
- (ج) يتوقع المستثمرون عموماً من السهم الذي تكون فيه نسبة السعر إلى أرباح الشركة منخفضة تحقيق قدر أكبر من العوائد في المدى البعيد من سهم تكون فيه نسبة السعر إلى أرباح الشركة عالية.
- (د) يُعدّ السهم الذي يُظهر ازدياداً في نسبة السعر إلى أرباح الشركة في السنوات المقبلة، خيار شراء جيد لأن الأرباح آخذة في الارتفاع.

الفصل السادس

تحليل الأسهم

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.6 ما المقصود بتحليل الأسهم؟

2.6 التحليل الأساسي

1.2.6 طريقة التحليل التنازلي "من أعلى إلى أسفل"

2.2.6 طريقة التحليل التصاعدي "من أسفل إلى أعلى"

3.6 التحليل الفني

4.6 أدوات التحليل الفني

1.4.6 الاتجاهات

2.4.6 الدعم والمقاومة

3.4.6 تحليل الحجم

4.4.6 استخدام الرسوم البيانية

5.4.6 أنماط الرسوم البيانية

5.6 التحليل الأساسي مقابل التحليل الفني

1.5.6 أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

2.5.6 أفضلية التحليل الأساسي (وجهة نظر المحللين الأساسيين)

3.5.6 أفضلية التحليل الفني (وجهة نظر المحللين الفنيين)

مقدمة

يتعين على المستثمرين الجادين تحليل الأسهم (أو ما يسمى أحياناً "تحليل الشركات") في مجرى قيامهم بالعملية الاستثمارية. هذا التحليل هو أيضاً جزء كبير من النشاط البحثي في منظمات الوسطاء/المتعاملين. إن من المهم جداً للوسيط/المتعامل فهم كيفية إجراء تحليلات الشركة من أجل فهم أساس تقييم التقارير البحثية وتقديم التوصيات بشأنها. نوضح في هذا الفصل الأسلوبين الأكثر شيوعاً لتحليل وتقييم الشركات، وهما: التحليل الأساسي، والتحليل الفني. يستمد التحليل الأساسي قيم الشركة من أرباحها وتدفقاتها النقدية المتوقعة بناءً على تحليلات عوامل الشركة الأساسية؛ مثل قوة سوق منتجات الشركة، والوضع المالي للشركة، والأوضاع الاقتصادية السائدة. أما التحليل الفني على الصعيد الآخر، فيتخذ القرار الاستثماري بناءً على قواعد مختلفة بدراسة التغيرات في أسعار الأسهم. هناك خلاف لا نهاية له حول أي الأسلوبين أفضل، بيد أن لكل منهما مزاياه الخاصة في مساعدة المستثمرين في قراراتهم الاستثمارية.

1.7 ما المقصود بتحليل الأسهم؟

الهدف التعليمي 1.6 – فهم معنى تحليل الأسهم والغرض منه وأساليبه العامة

يشير تحليل الأسهم إلى عملية تقييم سهم معين لأغراض التداول أو الاستثمار. إن النتيجة النهائية لتحليل الأسهم هي تقديم التوصيات للمستثمرين حول الأسهم التي يتم تحليلها، فأحياناً تقدم توصيات واضحة؛ ك شراء أو بيع أسهم بعينها، وأحياناً تكون هذه التوصيات موضوعية نوعاً ما، فيترك الأمر للمستثمر في التفسير واتخاذ القرار.

هناك أسلوبان أساسيان لتحليل الأسهم: التحليل الأساسي والتحليل الفني. ويختلف هذان النوعان من التحليل كثيراً في فلسفتهم وأسلوبهما، على الرغم أن هدفهما المشترك هو تقديم المشورة للمستثمرين. يحاول المحللون الأساسيون تحديد القيمة الجوهرية للسهم بناءً على العوامل الأساسية، ومنها ربحية الشركة، والتدفقات النقدية. عند تقييم ربحية الشركة والتدفقات النقدية يأخذ المحللون الأساسيون بعين الاعتبار تأثير العوامل الاقتصادية، وعوامل الصناعة، إضافة إلى نقاط القوة والضعف لدى الشركة والتي تشمل تحليل سوق منتجاتها والتحليل المالي.

أما التحليل الفني في المقابل، فيركز على دراسة أسعار السوق التاريخية أو السابقة للتنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل. ويستخدم المحللون الفنيون أدوات وأساليب مختلفة من أجل الخروج بآراء حول اتجاهات الأسعار المستقبلية للشركات التي يحللونها. وتشمل هذه الأدوات بشكل رئيس الرسوم البيانية للأسعار والمتوسطات المتحركة. ولا يلجأ المحللون الفنيون إلى تقييم الأسهم، وبالتالي لا يهتم ما إذا كان السهم مسعراً بأقل أو أكثر مما يستحق، لكن ما يهتمهم حقاً هو التحركات والاتجاهات السعرية.

إن تحليل الأسهم هو أسلوب من أساليب المستثمرين والمتداولين في اتخاذ قرارات الشراء والبيع. فمن خلال دراسة وتقييم البيانات الماضية والراهنة، يحاول المستثمرون والمتداولون الحصول على قدم سبق في الأسواق من خلال اتخاذ قرارات مطلعة. غير أن هذين النوعين من التحليلات مختلفان تماماً في ما يبدو في فلسفتهما وطرقهما وبوجه عام لا يتوافقان بعضهما مع بعض؛ إذ من ناحية، يؤكد التحليل الأساسي أن أسعار السوق عادةً ما تكون "صحيحة" بناءً على القيمة الأساسية للشركة. ومع ذلك، قد تحدث انحرافات قصيرة المدى نتيجة لمعلومات جديدة تؤدي إلى اختلال التوازن بين العرض والطلب على الأسهم. ويمكن تحقيق مكاسب من خلال تداول الورقة المالية المقيمة بغير قيمتها ثم انتظار تنبه السوق "لخطئه"، وإعادة تسعير السهم.

أما التحليل الفني -من ناحية أخرى - فيؤكد أن جميع المعلومات المتعلقة بالأسعار الجارية هي منعكسة بالفعل في أسعار السهم الجارية والتاريخية. إن استجابات المستثمرين العاطفية لتحركات الأسعار تؤدي إلى أنماط بيانية للأسعار يمكن ملاحظتها. ولا يهتم التحليل الفني بما "قيمة" السهم، إنما يهتم فقط باتجاه الأسعار. ويستمد توقعات السعر من مستخلصات أنماط الأسعار التاريخية.

2.6 التحليل الأساسي

الهدف التعليمي 2.6 (أ) - فهم معنى التحليل الأساسي للأوراق المالية (الأسهم)

الهدف التعليمي 2.6 (ب) - معرفة أساليب إجراء التحليل الأساسي للأوراق المالية

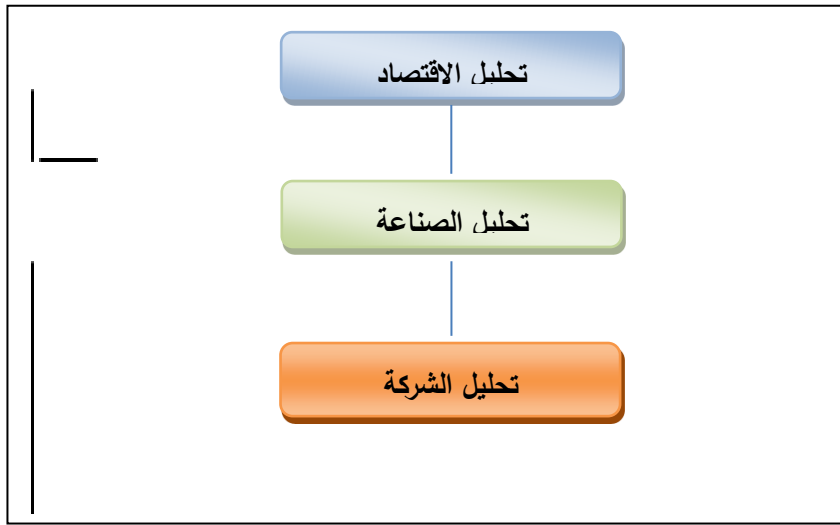
إن التحليل الأساسي هو وسيلة لتقييم السهم بقياس قيمته الجوهرية من خلال إجراء تحليل منهجي للعوامل الاقتصادية، وعوامل الصناعة، والعوامل الخاصة بالشركات. والهدف النهائي من أداء التحليل الأساسي هو تقديم قيمة تقديرية للورقة المالية يمكن للمستثمر مقارنتها

بسعرها الحالي في السوق؛ لتحديد ما إذا كانت مسعرة بأقل من قيمتها، أو بأكثر من قيمتها، أو أن السوق قد وضع سعراً صحيحاً لها.

هناك طريقتان لإجراء التحليل الأساسي: طريقة التحليل التنازلي "من أعلى إلى أسفل"، وطريقة التحليل التصاعدي "من أسفل إلى أعلى". وفي ما يلي إيضاح لهاتين الطريقتين.

1.2.6 أسلوب التحليل التنازلي "من أعلى إلى أسفل"

تبدأ طريقة أو أسلوب التحليل التنازلي من النظر إلى الصورة الكبيرة (التحليل الاقتصادي العالمي والوطني)، ثم تنتقل إلى صورة أصغر (تحليل الصناعة)، ثم إلى الشركة المعينة (تحليل الورقة المالية والشركة). ويتم إجراء التحليل الأساسي التنازلي في ثلاث خطوات؛ إذ يبدأ من التحليل الاقتصادي العام للبلد، يليه تحليل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المعينة، ومن ثم تقريب العدسة لتحليل الشركة نفسها. وتظهر الخطوات بيانياً في الشكل 6 -1.



الشكل 6 -1: التحليل الأساسي التنازلي (من أعلى إلى أسفل)

الخطوة 1: تحليل الاقتصاد

الاقتصاد العالمي: ابتداءً بالصعيد العالمي، ينظر المحلل إلى أبرز الأحداث العالمية التي لها أبعاد على الاقتصادين العالمي والإقليمي؛ فعلى سبيل المثال: يمكن أن يبدأ المحلل باقتصاد الولايات المتحدة ويتناول أثره في الأسواق الأخرى، وذلك بطرح أسئلة مثل: هل هناك تغير في أسعار

الفائدة في الولايات المتحدة؟ هل هناك بعض السياسات المؤدية إلى التوسع في الإنفاق الاستهلاكي؟ وبما أن الاقتصادات الأوروبية والولايات المتحدة هي أكبر الدول المستوردة في العالم، فإن لتوسعها أو انكماشها الاقتصادي آثاراً مباشرة في البلدان المصدرة.

الاقتصاد المحلي: ينتقل المحلل من الاقتصاد العالمي إلى النظر إلى الاقتصاد المحلي الذي يشمل كلاً من الاقتصاد الوطني والاقتصاد الإقليمي، فيقوم بتحليل عوامل كالتعاون الإقليمي، والسياسات الإقليمية، والدورات الاقتصادية، والسياسات الحكومية، والإنفاق الحكومي، والتضخم، وأسعار الفائدة، والتوظيف، والاستهلاك، وبيانات الصادرات الواردات، وغيرها. ويتم تقييم تأثيراتها العامة في مختلف الصناعات.

وأهم ما يقوم به المحلل هو ربط الأوضاع الاقتصادية بالصناعات والشركات المحددة التي يراد تحليلها. ويمكن تحليل بعض الاتجاهات عبر السنوات الماضية؛ من أجل الوصول إلى تنبؤ جيد بشأن الاتجاهات المستقبلية. ويمكن استخدام أرقام الناتج المحلي الإجمالي -على سبيل المثال - كمؤشر لدورة الأعمال التجارية وكيفية ارتباطها بأداء الصناعة والشركة.

الخطوة 2: تحليل الصناعة والقطاع

على مستوى القطاع: لا يؤدي كل قطاع صناعي أو يستجيب بطريقة مماثلة للتغيرات في الاقتصاد الوطني. هناك عوامل معينة لها أثر أكبر في صناعات معينة وأقل في أخرى؛ فعلى سبيل المثال؛ سيكون للزيادة في الرسوم الجمركية على استيراد السيارات أثر سلبي في شركات السيارات، في حين أن تخفيض التعرفة الجمركية على مواد البناء قد يؤدي إلى التوسع في صناعات البناء. وإذا قررت الحكومة خفض أسعار الفائدة، يتمكن المزيد من المستهلكين من اقتراض المال، وهذا قد يؤدي إلى التوسع في صناعات السلع الاستهلاكية المعمرة والعقارات. وقد تقدم الحكومة أيضاً حوافز معينة لقطاع التقنية من شأنها أن تعطي دفعة قوية لشركات التقنية الفائقة.

على مستوى الصناعة: قد يتألف قطاع واسع من عدة صناعات محددة. وإذا اقتربنا أكثر، ربما نجد أن صناعات مختلفة في قطاع معين سوف تتأثر بطرق مختلفة جراء محفز اقتصادي؛ على سبيل المثال: يتكون قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة من صناعات تنتج وتبيع الأثاث، والسيارات، والأدوات الرياضية، والألعاب، والأجهزة المنزلية، ولوازم المطابخ، وغيرها. وبالتالي سيؤثر انخفاض أسعار الفائدة مثلاً في مختلف السلع المعمرة بشكل متباين.

يمكن للمحلل أن يركز على الجوانب التالية عند إجراء تحليل الصناعة: نقل التقنية، الاستثمارات الأجنبية المباشرة، طبيعة المنافسة في الصناعة، الأسواق الداخلية والخارجية، توافر الأيدي العاملة الماهرة والخبرات، السياسات والتنظيمات الحكومية، وكذلك حساسية الصناعة تجاه مختلف الظروف الاقتصادية.

الخطوة 3: تحليل الشركة والورقة المالية (السهم)

على مستوى الشركة: في هذا المستوى، نقرب العدسة نحو الشركات المختارة كل على حدة ضمن هذه الصناعة. فإذا كان هناك الكثير من الشركات العاملة في الصناعة، يختار المحلل عدداً منها لإجراء التحليل؛ كـبعض الشركات الرائدة في هذه الصناعة مثلاً. لكن السؤال المهم: أي شركة من هذه الشركات ستكون أكثر جاذبية للاستثمار؟ سيلقي المحلل نظرةً فاحصةً على كيفية أداء كل شركة وتوقعات أدائها المستقبلي. ولذا يركز المحلل في مستوى تحليل الشركات على منطقتين: تحليل سوق منتجات الشركة، والتحليل المالي.

على صعيد تحليل سوق منتجات الشركة، يمكن أن يركز المحلل على أسهم السوق، والمنافسة، وقوة المنتجات، وتفضيلات المستهلك، ونقاط قوة الإدارة، والسياسات الحكومية، وغيرها. ويُعدّ تحليل سوق منتجات الشركة ذا أهمية خاصة في أوضاع المنافسة غير العادلة إذ يتعين على الشركات التفريق بين منتجاتها ومنتجات منافسيها.

أما على مستوى التحليل المالي، فسيمعن المحلل في النظر في أداء الشركة من ناحية إدارة مواردها المالية. ويمكن أن يتم هذا بإجراء التحليل المالي الذي يشمل في العادة: تحليل النسب المالية، وتحليل التدفقات النقدية، والتحليل النسبي للقوائم المالية. وعادةً ما تكون المعلومات اللازمة للتحليل المالي موجودة في التقارير السنوية للشركات. ويُطلعنا التحليل المالي على نقاط القوة والضعف في المركز المالي للشركة. ويمكن للمحلل أيضاً إجراء توقعات للمتغيرات اللازمة لأغراض التقييم، مثل: توقعات أرباح الشركة، وتوزيعات الأسهم، والتدفقات النقدية، وتكلفة رأس المال.

على مستوى السهم: وهذه هي الخطوة الأخيرة من خطوات أسلوب التحليل التنازلي لتقييم الورقة المالية (السهم). يتم في هذه الخطوة تقدير قيمة الشركة والأسهم للتوصل إلى القيمة الجوهرية (أو النظرية) للشركة. ويمكن استخدام نماذج تقييم مختلفة لهذا الغرض؛ مثل:

نموذج خصم توزيعات الأرباح، ونموذج التدفقات النقدية الحرة، ونموذج نسبة السعر إلى الأرباح (مكرر الأرباح)، وغيرها. في هذا المستوى، يخرج المحلل بالمشورة والتوصيات الاستثمارية للمستثمرين حول الشركات التي تم تحليلها.

2.2.6 أسلوب التحليل التصاعدي "من أسفل إلى أعلى"

يُعدّ التحليل التصاعدي الأسلوب المقابل لأسلوب التحليل التنازلي. في هذه الطريقة يبدأ التحليل من مستوى الشركة ويصعد إلى مستوى الصناعة ثم الاقتصاد. إن التركيز هنا ينصبّ فعلاً على الشركة وتغفل أحياناً مستويات الصناعة والاقتصاد. يبحث المحلل الذي يستخدم هذا الأسلوب عن الأسهم معتمداً على بعض الخصائص كأرباح الشركة، ونسبة السعر إلى الأرباح (مكرر الأرباح)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والتوزيعات، والقيمة الاقتصادية المضافة، والإستراتيجيات بعيدة الأمد، وغير ذلك.

إن مسألة الاختيار بين الخصائص تعتمد على الشخص الذي يقوم بالتحليل، فبعض المحللين يعتقدون أن ذلك السهم ذا مكرر الأرباح المنخفض جيد للاستثمار، وبالتالي يختارون الأسهم بناءً على مكررات أرباحها. في حين يختار مستثمرون آخرون -ولربما كانوا من متجنبين المخاطر - الشركات الكبيرة والمستقرة ذات عوائد التوزيعات الجيدة. غير أن هناك فريقاً آخر يستخدم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أساساً للاختيار. وهناك أيضاً مستثمرون يستخدمون قواعد متعددة ليختاروا فقط الشركات التي تتجاوز جميع معايير ترشيحهم. ويقارن المحلل الذي يتبع أسلوب التحليل التصاعدي الشركات بناءً على هذه المعايير الأساسية. ومادامت الشركات قوية في هذه الجوانب، فإن دورة الأعمال التجارية أو ظروف الصناعة العامة ليست مدعاة اهتمام.

ولتعزيز تحليل المعايير المالية، يحلل المحلل التصاعدي أيضاً قوة سوق منتجات الشركة. إن تحليل المعلومات كمنتجات الشركة، وموقفها التنافسي، ومكانتها المالية، يقودنا إلى تقدير أرباح الشركة الممكنة، ومن ثم تقدير قيمتها الجوهرية في نهاية المطاف.

3.6 التحليل الفني

الهدف التعليمي 3.6 (أ) – فهم معنى التحليل الفني وبعض الأدوات التي يستخدمها المحللون

الفيون

الهدف التعليمي 3.6 (ب) – معرفة فلسفات التحليل الفني وافتراضاته

للتحليل الفني أسلوب مغاير تماماً في تناول الاستثمارات مقارنةً بالتحليل الأساسي؛ ففي تداول الأسهم، يُعدّ التحليل الفني دراسة لمختلف المؤشرات في محاولة للتنبؤ بتحركات أسعار الأسهم في المستقبل. فعند إجراء تحليل فني، تُستخدم الأرقام والرسوم البيانية وخطوط المتوسط المتحرك مع المؤشرات الفنية للبحث عن أنماط معينة في حركة الأسعار، ورصد وتأكيد تلك الأنماط في أقرب وقت ممكن. ويعتقد المحللون الفنيون اعتقاداً قوياً أن التاريخ يعيد نفسه، وأن أي أنماط للسهم ظهرت في الماضي، سوف تظهر مرة أخرى في المستقبل. إن التحدي هنا هو أن يعودوا أعينهم على لمح نمط معين، وهذا أمر قد لا يتقنونه إتقاناً تاماً في بعض الأحيان.

يستخدم التحليل الفني بيانات السوق المنشورة التي تشمل بشكل رئيس سعر السهم، ومؤشر السوق، وحجم التداول. ويعتقد المحللون الفنيون أن أفضل مصدر للمعلومات هو بيانات السوق بحد ذاتها، إذ تتضمن الأسعار السابقة معلومات غنية ومفيدة عن اتجاهها في المستقبل. ومن خلال دراسة التحركات السعرية، وحجم التداول، يستطيع المحللون الفنيون تقديم الاستنتاجات بشأن قوة العرض والطلب على الأسهم.

يعتقد المحللون الفنيون أن الأسعار تتكيف تبعاً للمعلومات الجديدة بصورة تدريجية. ومع تكيف السهم من مستوى توازنه القديم إلى مستوى التوازن الجديد، يميل السعر إلى التحرك في اتجاه معين. ونتيجةً لذلك يستطيع أولئك الذين رصدوا هذا الاتجاه في بدايته التداول بصورة مربحة في السوق. ولا يحرص الفنيون على أسباب التغيير في أسعار الأسهم، بل إن ما يهمهم أكثر هو طبيعة وسلوك الأسعار.

4.6 أدوات التحليل الفني

الهدف التعليمي 4.6 - معرفة بعض الأدوات الشائعة التي يستخدمها المحللون الفنيون لتداول الأسهم

هناك أنواع كثيرة من الأدوات المختلفة التي تستخدم في التحليل الفني، وأهم هذه الأنواع هي: تحليل الاتجاهات، وخطوط الدعم والمقاومة، وتحليل الحجم، وتحليل أنماط الرسوم البيانية، والمتوسطات المتحركة، ومؤشرات العامة، ومؤشرات التذبذب. ويبدو أن تحليل الرسوم البيانية هو النوع الأكثر شعبية واهتماماً من بين أنواع التحليل الفني. ويُطلق عرفاً على الذين يجرون تحليل الرسوم البيانية اسم "محللو الرسوم البيانية" (chartists). نقدم في ما يلي شرحاً موجزاً لتحليل الرسوم البيانية.

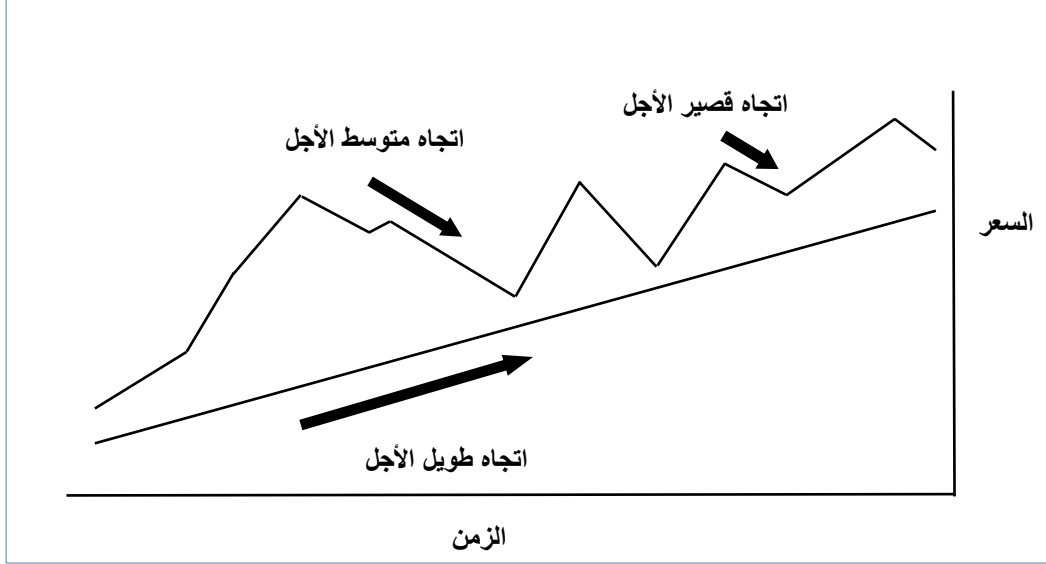
1.4.6 الاتجاهات

بالنسبة إلى المحلل الفني، "الاتجاه هو الصديق" (Trends are friends). ويُقصد بالاتجاه في أسعار الأسهم تحرك الأسعار باتجاه معين. ولالاتجاه عنصران: الاتجاه والطول. ويشير الاتجاه إلى ما إذا كان التحرك إلى الأعلى (صعود السعر) أم إلى الأسفل (هبوط الأسعار) أو أفقياً (استقرار الأسعار). ويشير طول الاتجاه إلى عنصر الزمن، ويمكن تصنيف الاتجاهات إلى: اتجاه قصير الأجل، أو متوسط الأجل، أو طويل الأجل (وهو الاتجاه الرئيسي). ويُعدّ الاتجاه قصير الأجل عموماً إذا كان أقل من شهر، والاتجاه المتوسط الأجل قد يمتدّ من شهر إلى ستة أشهر. أما الاتجاه طويل الأجل فربما يمتد من ستة أشهر إلى أكثر من سنة.

في الاتجاهات السعرية، يمكن أن يتكون الاتجاه طويل الأجل من عدة اتجاهات متوسطة، غالباً ما تتحرك في عكس الاتجاه الرئيسي. وإذا كان الاتجاه الرئيسي صاعداً، وهناك تصحيح تنازلي في حركة السعر، يتبعها استمرار في الاتجاه الصاعد، عدّ التصحيح اتجاهاً متوسطاً أو متوسط الأجل. ويشير التصحيح إلى سلوك السعر لتصحيح نفسه من ردة فعل مفرطة محتملة، إما صعوداً أو هبوطاً. وتُعدّ الاتجاهات قصيرة الأجل مكونات لكل من الاتجاهات الرئيسية والمتوسطة (انظر الشكل 6-2).

إن عملية رصد الاتجاهات صعبة وشائكة، ومن الممكن أيضاً أن يرى محللون مختلفون اتجاهات مختلفة في نفس الرسم البياني للأسعار. وفي معظم الأوقات، لا تتحرك الأسعار بصورة سلسلة

تسلك فيها اتجاهاً ما، بل تتحرك في سلسلة من الارتفاعات (القمم) والانخفاضات (القيعان). وإذا ما جُمعت هذه القمم والقيعان مع بعضها فإنها يمكن أن تشكل اتجاهاً. على سبيل المثال، يصنف الاتجاه الصاعد على أنه سلسلة من القمم المرتفعة والقيعان المرتفعة، في حين يعكس الاتجاه النازل اتجاهاً مكوناً من القيعان المنخفضة والقمم المنخفضة.

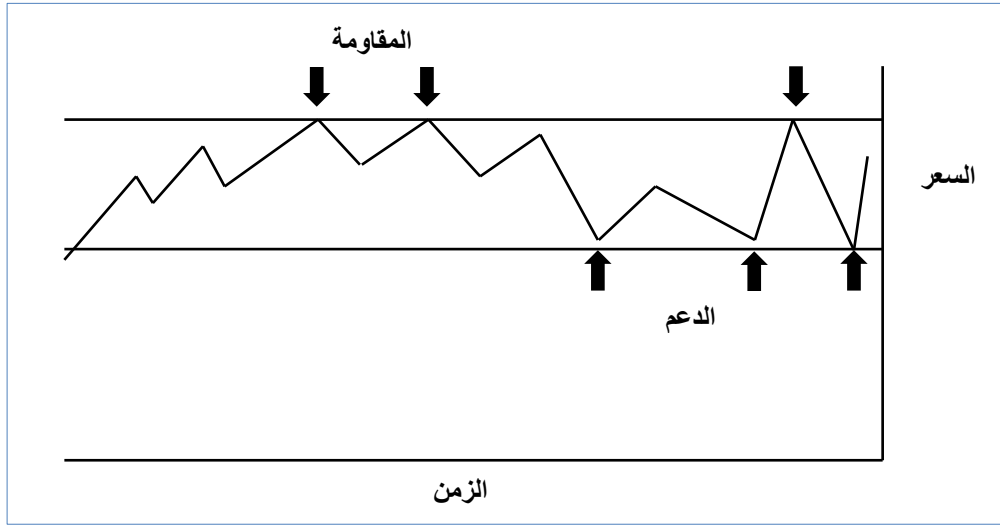


الشكل 6 -2: أطوال الاتجاه

من المهم فهم وتحديد الاتجاهات بحيث يمكنك التداول معها لا ضدها. وهناك مقولتان مهمتان في التحليل الفني هما (trend is friend) "الاتجاه هو الصديق" و (don't buck the trend) أي "لا تخرج عن الاتجاه أو لا تقاوم التيار"، وتدلان على أهمية تحليل الاتجاه للمتداولين بالطريقة الفنية.

2.4.6 الدعم والمقاومة

الدعم والمقاومة هما خطان وهميان أو خياليان يحددان الحدود الدنيا والعليا لحركة الأسعار على التوالي في اتجاه معين. تخيل أنه على مدى فترة من الزمن، ولنقل أسبوعاً أو شهراً أو عدة أشهر، تحرك سعر سهم معين صعوداً ونزولاً ضمن مستويات عليا ودنيا معينة. يسمى المستوى الأدنى خط الدعم، ويسمى المستوى الأعلى خط المقاومة. وخط الدعم هو مستوى السعر الذي نادراً ما يهبط السهم دونه، أما خط المقاومة فهو مستوى السعر الذي نادراً ما يتجاوزه السهم (انظر الشكل 6-3).

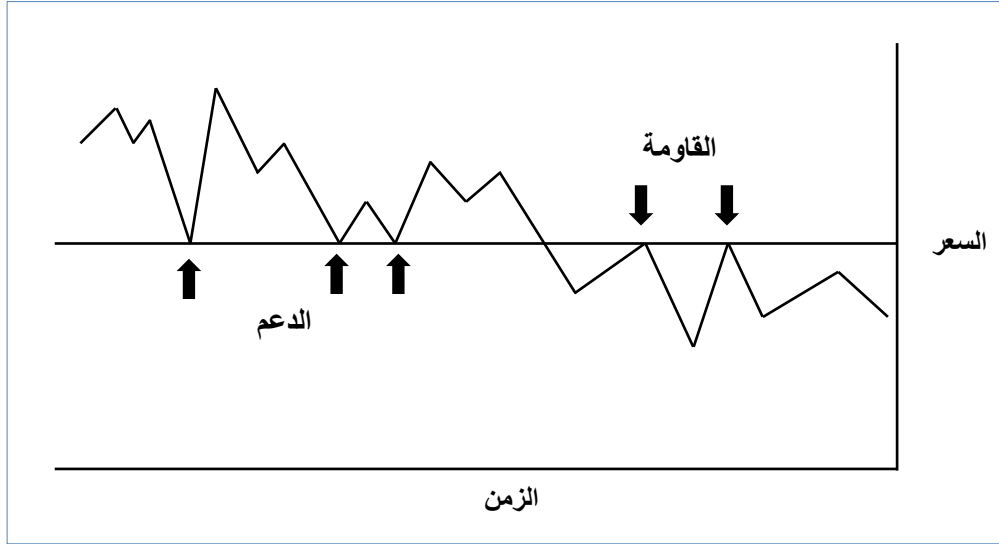


الشكل 6 -3: الدعم والمقاومة

إن مستويات الدعم والمقاومة لها أبعاد مهمة تؤثر في سلوك السوق. عندما تكون الأسعار قريبة من مستوى الدعم، يعتقد المتداولون أن الأسعار منخفضة بما يكفي، فيتحركون لشراء السهم، ظناً منهم أنه سيغير اتجاهه من النزول إلى الصعود. وبالتالي سيكون هناك مشترون أكثر من الباعة، وستبدو السوق "داعمة" للسعر، فتمنعه من الانخفاض أكثر. ومع زيادة الطلب، ينشأ احتمال كبير أن يعكس السعر مساره ويسلك اتجاهًا صاعدًا. وعلى النقيض من ذلك، عندما تقترب الأسعار من مستوى المقاومة، يبدأ المتداولون بالبيع وجني الأرباح، فيكون هناك باعة أكثر من المشترين، وتبدو السوق "مقاومة" للاتجاه، فتمنعه من الارتفاع أكثر. ومع زيادة ضغط البيع، هناك فرص كبيرة أن يعكس السعر اتجاهه ويتحول إلى الاتجاه النازل.

أحياناً عندما تكون الأسعار قريبة من خطوط الاتجاه، يتسابق المتداولون ويدفعون الأسعار إلى ما وراء تلك الخطوط. وعندما يحدث هذا، نقول أن السيكلوجية وراء تحركات السهم قد تغيرت، وفي هذه الحالة قد تنشأ مستويات جديدة من الدعم والمقاومة. ويعكس الشكل 6-4 مثالاً لتحول مستوى الدعم ليصبح مستوى مقاومة جديد. يحدث هذا الأمر عندما يجبر تغير أساسي في قوى العرض والطلب السعر على كسر مستوى الدعم.

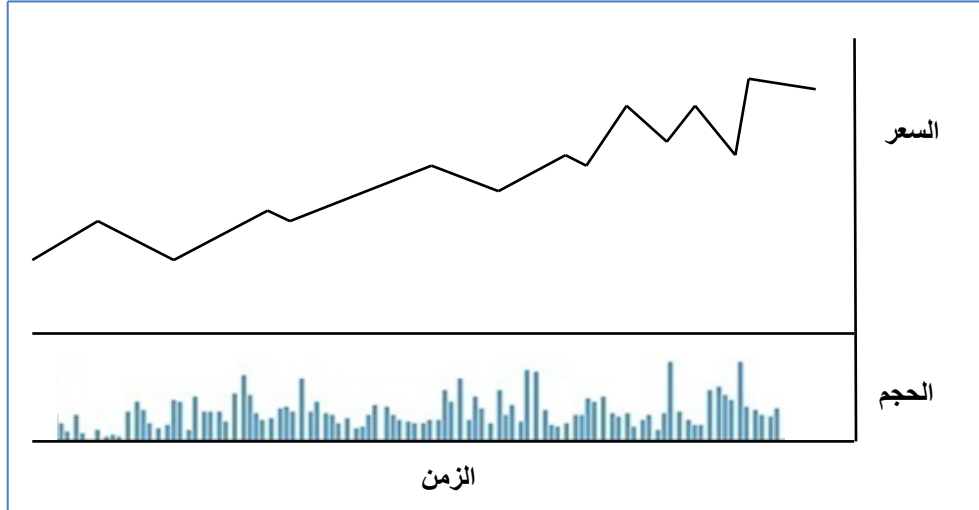
يستطيع المتداولون الفنيون الاستفادة من قدرتهم في رصد اتجاهات الأسعار لأنهم على الأرجح قادرين على تحديد نقاط الانعكاس لاتجاه السعر. إضافةً إلى ذلك، إن معرفة حدود تحركات السعر يمكن أن تساعد على توقيت تداولهم على نحو مثالي. لكن إذا لم يصيبوا في تفسير القوى الكامنة وراء الاتجاه، فقد تكون توقعاتهم خاطئة.



الشكل 6 -4: تغير مستوى الدعم ليصبح مستوى مقاومة

3.4.6 تحليل الحجم

إن الحجم هو ببساطة عدد الأسهم المتداولة خلال اليوم، أو أي فترة معينة من الزمن. ويعكس الحجم اهتمام السوق بسهم معين، أي ما إذا كان هناك الكثير من المشترين والباعة يشاركون في السهم. وعادة ما تظهر المعلومات عن حجم التداول (أو الكمية المتداولة) في الجزء السفلي من الرسم البياني السعري على شكل أعمدة كما في الشكل 6-5.



الشكل 6-5: السعر والحجم

تؤدي معلومات الحجم دوراً داعماً في التحليل الفني، فالتحرك السعري المصحوب بحجم كبير يعول عليه أكثر من نفس التحرك المصحوب بحجم ضئيل. ويصبح الاعتماد أكبر على التغيرات السعرية التي تؤدي إلى اتجاهات معينة أو تكوين رسم بياني معين عندما تكون أحجام

التداول عالية. ويرجع سبب ذلك إلى أن التغيرات السعرية ناجمة عن المشاركة النشيطة لكثير من المتداولين، مما يجعل الاعتماد على صفقات السوق أكبر. إن استدامة حجم التداول تعد اعتباراً مهماً أيضاً عند النظر إلى موثوقية التحركات السعرية. ولذا - إضافة إلى البحث عن تحرك سعري كبير - سيدرس المحلل الفني أيضاً حجم التداول لكي يتأكد من مصداقية الحركة.

4.4.6 الرسوم البيانية

هي رسم يستخدم الخطوط والأعمدة وغيرها من الرموز والمجسمات الأخرى لينقل المعلومات إلينا. في التحليل الفني للأسهم، يُعدّ الرسم البياني ببساطة عرضاً بصورياً لسلسلة من الأسعار خلال إطار زمني محدد. على سبيل المثال: يمكننا إعداد رسم بياني يُظهر أسعار الإغلاق اليومية لسهم معين خلال فترة عام واحد، إضافةً إلى حجم التداول اليومي المصاحب له. باستخدام هذا الرسم البياني نستطيع النظر في طبيعة التحركات، والاتجاهات، والتشكيلات السعرية، إن وجدت.

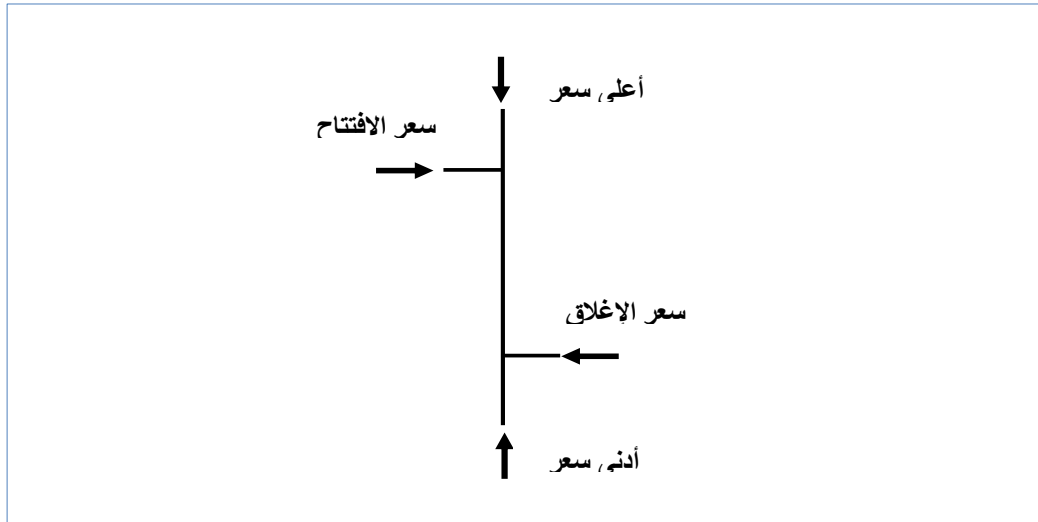
وقبل الشروع في تحليل الرسم البياني، لابد للمرء أن يعي ثلاثة جوانب: المقياس الزمني، والمقياس السعري، والنقطة السعرية المستخدمة. عادةً ما يكون المقياس الزمني على طول المحور الأفقي، وينبغي أن يحدد بشكل واضح ما إذا كانت المقاييس الزمنية المستخدمة للتداول هي يومية، أو أسبوعية، أو شهرية، أو ربعية، أو غير ذلك. أما المقياس السعري فيكون على المحور العمودي، ويشير عادةً إلى سعر السهم. وتشير النقطة السعرية إلى نوع الأسعار المستخدمة في الرسم البياني، إذ تكون في معظم الأحيان سعر الإغلاق. بيد أنه أصبح من الشائع جداً في وقتنا الراهن أن نرى رسوماً بيانية بأربعة أسعار ليوم واحد، فضلاً عن حجم التداول، وهي: سعر الافتتاح، وسعر الإغلاق، وأعلى سعر في اليوم، وأدنى سعر في اليوم.

هناك أربعة أنواع رئيسية من الرسوم البيانية التي يستخدمها المستثمرون والمتداولون بناءً على المعلومات التي يبحثون عنها ومستويات مهارتهم الخاصة. وأنواع الرسوم البيانية هي: الرسم البياني الخطي، ورسم الأعمدة، ورسم الشموع، ورسم النقط والأرقام.

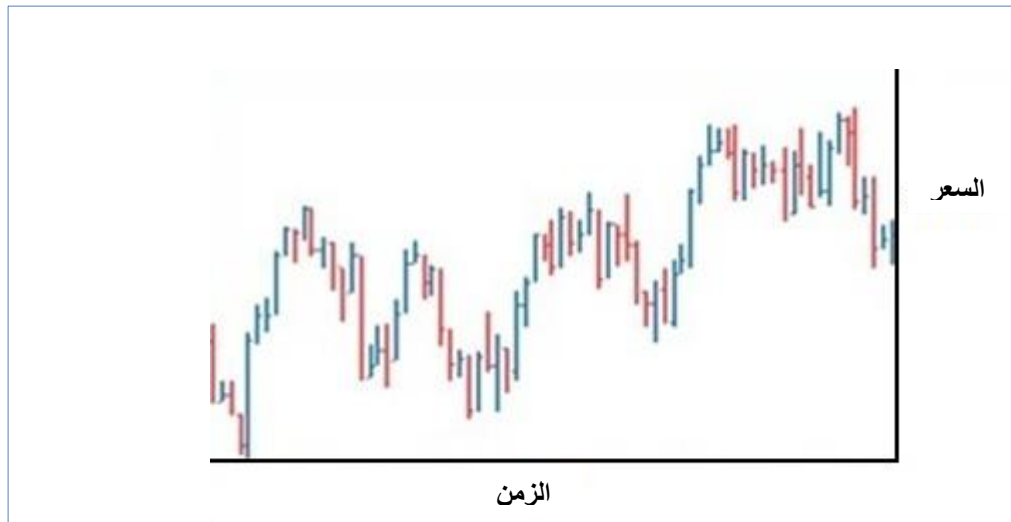
■ الرسم البياني الخطي

ويمكن استخدام الألوان لزيادة التأثير المرئي للرسم البياني. العمود الأسود يعني أن هنالك زيادة سعرية لليوم؛ أي أن سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح. أما العمود الأحمر فيعني وجود تراجع في السعر.

لليوم؛ أي أن سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح. ويوضح الشكل 6-7 (ب) مثلاً لرسم الأعمدة.



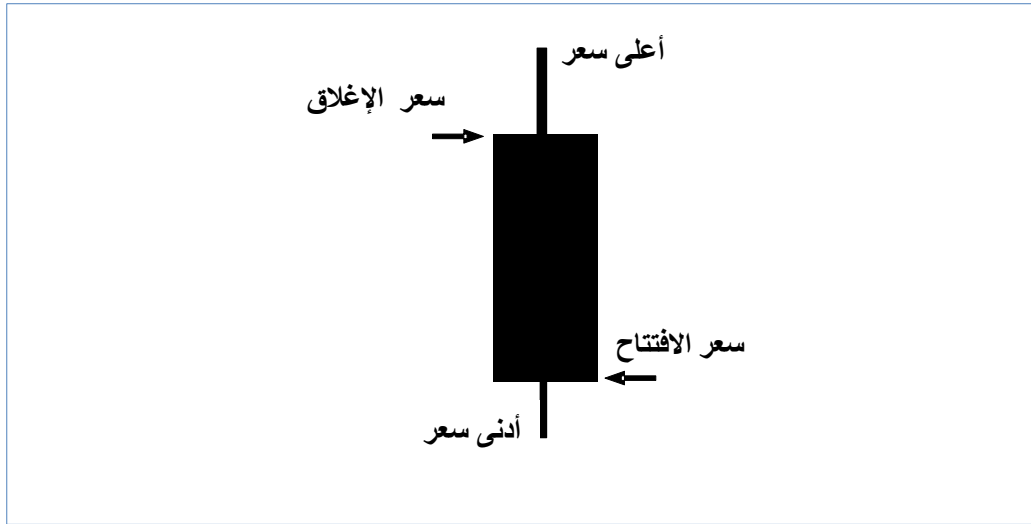
الشكل 6-7 (أ): استخدام "الأعمدة" في الرسم البياني



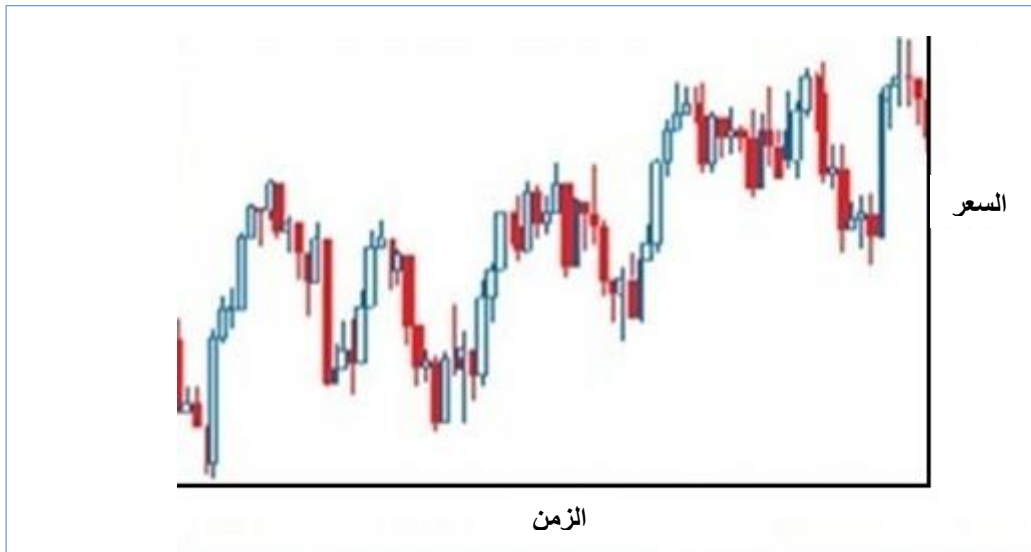
الشكل 6-7 (ب): رسم بياني بالأعمدة

■ رسم الشموع

يتشابه رسم الشموع مع رسم الأعمدة من ناحية المعلومات التي يحملانها، لكن تأثيره البصري أكبر وأوضح. فبدلاً من الأعمدة، تُرسم شمعة لتتنقل معلومات السعر اليومية، حيث يعكس طول الشمعة الفرق بين سعري الافتتاح والإغلاق لليوم. فإذا كان سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح، فستتشح الشمعة باللون الأسود، لكن إذا كان سعر الإغلاق أدنى، فلن تتشح بأي لون. وإذا ما استُخدمت الألوان، ستتلون الارتفاعات السعرية باللون الأزرق، قي حين تتخذ الانخفاضات السعرية من الأحمر لونها لها. وتمثل الخطوط الرفيعة في أعلى وأسفل العمود (عمود الشمعة) أعلى الأسعار وأدنى الأسعار لليوم، وتسمى "الظل". ويوضح الشكل 6- 8 (أ) مثلاً للشمعة اليومية، أما الشكل 6- 8 (ب) فيبين مثلاً للرسم البياني المعتمد على الشموع.



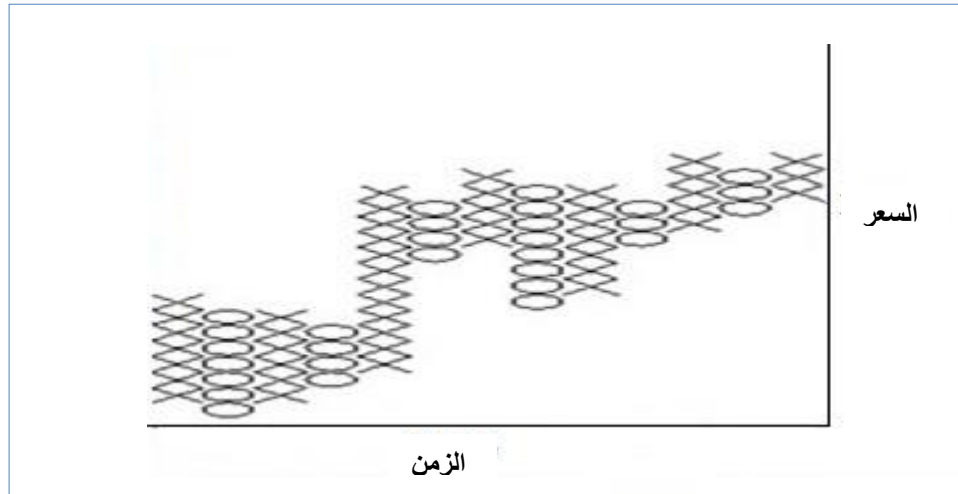
الشكل 6- 8 (أ): استخدام "الشمعة" في رسم الشموع



الشكل 6- 8 (ب): رسم بياني بالشموع

■ رسم النقاط والأشكال

تم تطوير الرسم البياني المعتمد على النقاط والأشكال قبل أكثر من مئة عام، وكان أحد أقدم أساليب التحليل الفني. ويُعدّ هذا النوع من الرسوم البيانية معقداً بعض الشيء، ويترك مساحة أكبر للقواعد والتفسيرات الشخصية. ولا ينقل هذا الرسم عامل الزمن بصورة كافية، ويتجاهل الحجم. ويشار إلى التحركات السعرية بـ (O) لتدل على ارتفاع السعر، أو (X) للدلالة على انخفاض السعر، علماً أنه لا يرصد جميع التغيرات السعرية. ويقرر محلل الرسم كم عدد الـ (O) والـ (X) المتتالية التي ستمثل انعكاس الاتجاه، وفي هذه الحالة تتشكل سلسلة جديدة. ويبين الشكل 6-9 مثالاً للرسم البياني بالنقاط والأشكال.



الشكل 6-9: رسم النقاط والأشكال

5.4.6 أنماط الرسوم البيانية

عندما يتم رسم الرسوم البيانية لتُظهر التحركات السعرية على مر الزمن، يبدأ الناس برؤية أنماط تشكّلها هذه الرسوم البيانية. يعتقد الفنيون أن هذه الأنماط تعيد نفسها مع مرور الوقت. تبدو بعض الأنماط قابلة للاعتماد عليها نوعاً ما في تشكيلها، وهذا يقود المحلل لوضع الثقة في استخدام النمط من أجل إستراتيجيات التداول. ويكمن التحدي هنا في رصد النمط والتأكد منه في الوقت المناسب لكي يعطي إشارات الشراء والبيع. لكن ينبغي توخي الحذر؛ إذ إن وجود الأنماط أمرٌ غير مؤكد، والتعرف عليها يعتمد كثيراً على الأحكام الذاتية وخيال المحلل للرسم البياني.

يتعامل المحللون للرسوم البيانية مع نمطين رئيسيين: الانعكاس والاستمرار. يشير نمط الانعكاس إلى أن اتجاهها مسبقاً سينعكس عند اكتمال النمط. أما نمط الاستمرار في المقابل، فيشير إلى أن الاتجاه سيستمر بمجرد اكتمال النمط. ويمكن العثور على هذه الأنماط في الرسوم البيانية لأي إطار زمني. وفي هذا القسم، نستعرض بعض أنماط الرسوم البيانية الأكثر شيوعاً، التي يُجهد الفنيون عيونهم من أجلها، مثل: الرأس والكتفين، والقمم والقيعان المزدوجة، والقمم والقيعان الثلاثية، والقاع المستدير (الصحن أو الطبق)، والفضجان والعروة. وتعتبر كل هذه الأنماط أنماطاً عكسية، ما عدا الأخير منها – الفضجان والعروة فيعد نمط استمرار.

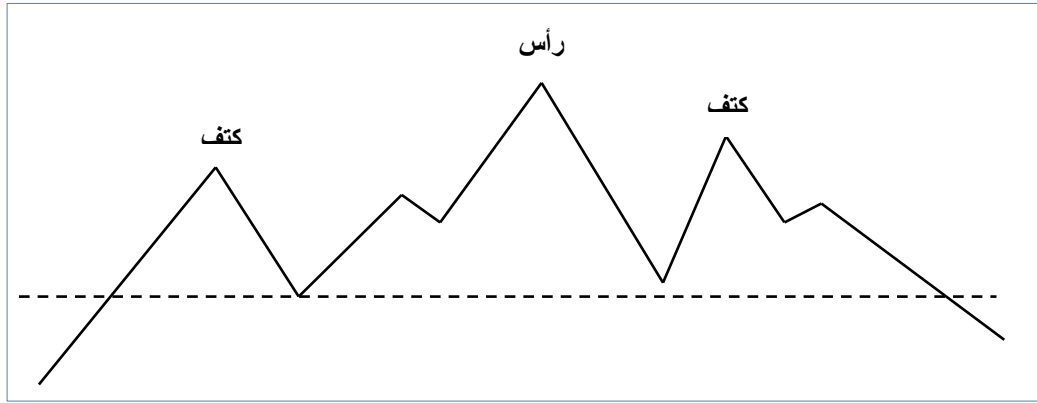
■ الرأس والكتفان (Head and Shoulders)

يمكن أن يُعدّ أحد أكثر الأنماط البيانية شعبية واعتماداً في التحليل الفني، وهو من الأنماط الانعكاسية. ولنمط الرأس والكتفان أربعة أجزاء رئيسية: الكتفان، والرأس، وخط الرقبة. ويكثر الاعتماد على هذا النمط في الاتجاه الصاعد (قمة الرأس والكتفين) مقارنةً بالاعتماد عليه في الاتجاه الهابط، حيث يسمى في هذا الاتجاه "قاع الرأس والكتفين" أو نمط "الرأس والكتفين المقلوبة".

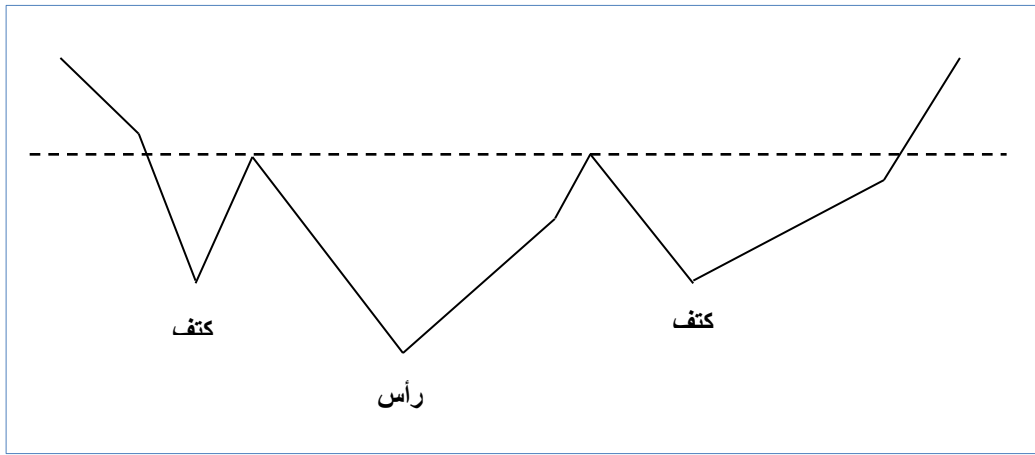
بالنسبة إلى نمط قمة الرأس والكتفين، تمثل ارتفاعات الأكتاف مستويات المقاومة المتوسطة، ويمثل خط الرقبة مستوى الدعم. وبما أن هذا نمطاً عكسي، يسبق قمة الرأس والكتفين اتجاه صاعد طويل الأجل، ويمثل الرأس والكتفان معاً التشكيل أو الشكل الذي يعطي إشارة إلى دخول الاتجاه الهابط الطويل. ولتأكيد هذا النمط، يجب أن يحدث الاتجاه الصاعد طويل الأجل ويصل إلى الكتف الأيسر، وهو نقطة المقاومة الأولى. بعد ذلك يتحرك السعر هبوطاً إلى مستوى دعم خط الرقبة، قبل أن يرتد صعوداً إلى الرأس، ثم يهبط مرة أخرى إلى دعم خط الرقبة الأيمن، ثم يصعد مجدداً إلى الكتف الأيمن، ثم يهبط مرة أخرى باتجاه مستوى دعم خط الرقبة. ويأتي التأكيد عندما ينكسر خط الرقبة بعد الكتف الأيمن. إذا صاحب هذا حجم تداول كبير، فيمكن التعويل كثيراً على هذا الاتجاه.

يحدث العكس في نمط الرأس والكتفين المقلوب، إذ يسبق هذا النمط اتجاه هابط طويل الأجل، مما يأذن بحلول الانعكاس، لكنه ما زال ينتظر. ويتأكد الاتجاه الصاعد بمجرد اكتمال الرأس والكتفين في الشكل المقلوب، ويُختبر خط الرقبة بحجم كبير. وتظهر قمة وقاع الرأس والكتفان

في الشكلين 6-10 (أ) و 6-10 (ب) على التوالي.



الشكل 6-10 (أ): نمط قمة الرأس والكتفين (العادي)

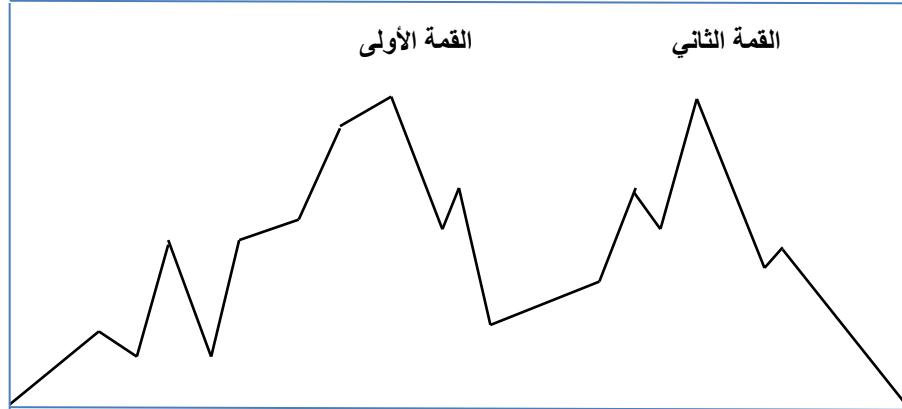


الشكل 6-10 (ب): نمط قاع الرأس والكتفين (المقلوب)

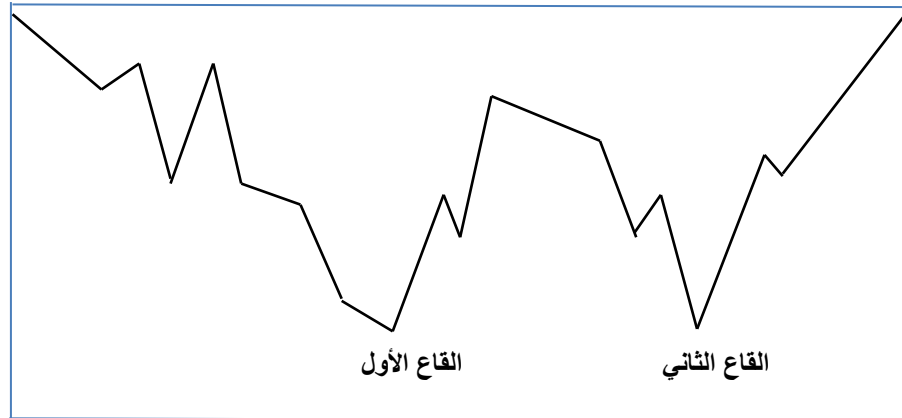
■ القمم والقيعان المزدوجة (القمتان والقاعان) (Double Tops and Bottoms)

يُعد نمط القمم والقيعان المزدوجة نمط انعكاس معروف في الرسوم البيانية للأسعار. تتكون القمتان من ارتفاعين متساويين في الطول تقريباً مع نقطة انخفاض متوسطة. إن شرط نمط القمتين أو القاعين أن يسبقه اتجاه طويل الأجل. بالنسبة إلى نمط القاعين، يسبق هذا النمط اتجاه هابط طويل، حيث يشير إلى حلول الانعكاس. وعند نقطة معينة، يمر هذا الاتجاه بمستوى دعم، فيعكس نفسه إلى ارتفاع متوسط، حيث ينشأ مستوى مقاومة ويدفع السعر إلى الأسفل. وبمجرد أن يصل إلى مستوى الدعم، يعكس الاتجاه مساره صعوداً. وعند هذه النقطة، إذا كان الانعكاس مصحوباً بحجم تداول كبير، فمن المرجح أن يستمر الاتجاه الصاعد فترة طويلة.

ويتم تحليل نمط القمتين بنفس الطريقة، إذ يسبقه أولاً اتجاه صاعد طويل الأجل، ويختبر نقطتي مقاومة. وبعد محاولتين غير ناجحتين لدفع السعر إلى الأعلى، ينعكس الاتجاه ويتجه السعر إلى الهبوط. ويوضح الشكلان 6- 11 (أ) و 6- 11 (ب) أنماط القمتين والقاعين على التوالي.



الشكل 6- 11 (أ): نمط القمتين

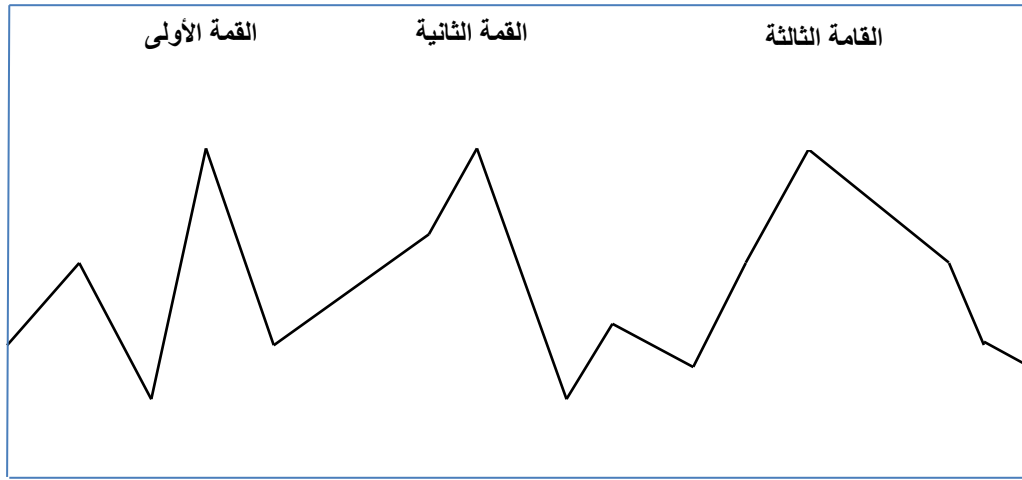


الشكل 6- 11 (ب): نمط القاعين

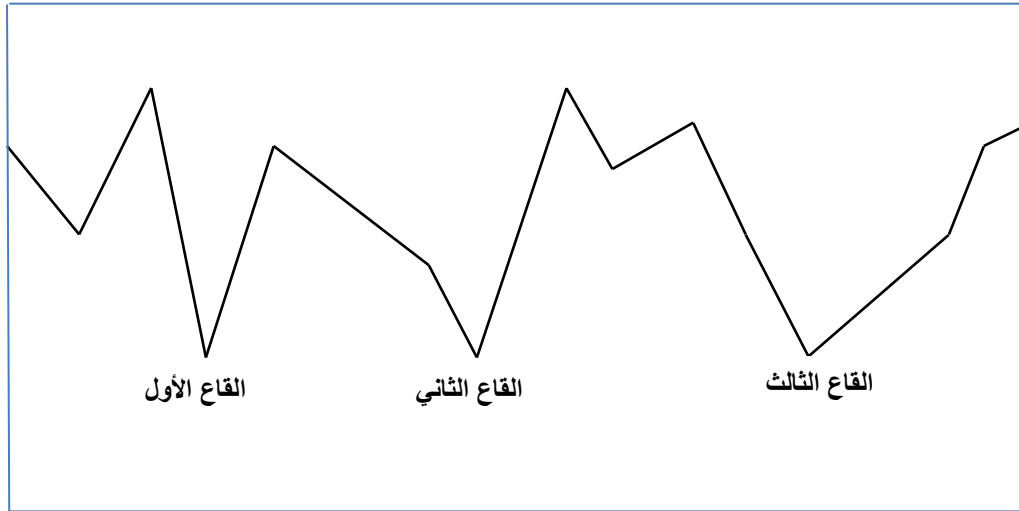
■ القمم والقيعان الثلاثية (Triple Tops and Bottoms)

هي نوع آخر من الأنماط البيانية الانعكاسية في تحليل الرسم البياني. يشبه هذا التشكيل نمط الرأس والكتفين، لكن القمة الوسطى أو الغور الأوسط لا يكونان أعلى أو أقصر من القمتين أو الغورين الواقعين عن اليمين وعن الشمال. إذا التبس الأمر على المحلل (وهذا غير وارد) وظن أن القمم الثلاثية هي رأس وكتفان، فلن يكون هناك أخطاءً جسيمة في التداول؛ لأن النمطين كليهما عند تحققهما سيؤديان إلى إستراتيجيات تداول متشابهة.

على أي حال، يمكن الخلط بسهولة أيضاً بين نمط القمم والقيعان الثلاثية، ونمط القمتين والقاعين الأكثر انتشاراً. إن هذا اللبس قد يكلف الكثير؛ لأن المتداول سيأخذ مراكز خاطئة ظناً منه أن هذا النمط هو نمط القمتين والقاعين، فيتفاجأ بمواجهة انعكاس سعري فوري. ولكي يتجنب المتداول هذا الخطأ، يجب عليه أن يشد من انتباهه للاتجاه بعد القمة الثانية أو الغور الثاني ليرى إن كان هنالك انعكاس آخر عند خطوط الدعم أو المقاومة. ويبين الشكلان 6- 12 (i) و 6- 12 (ب) أنماط القمم والقيعان الثلاثية على التوالي.



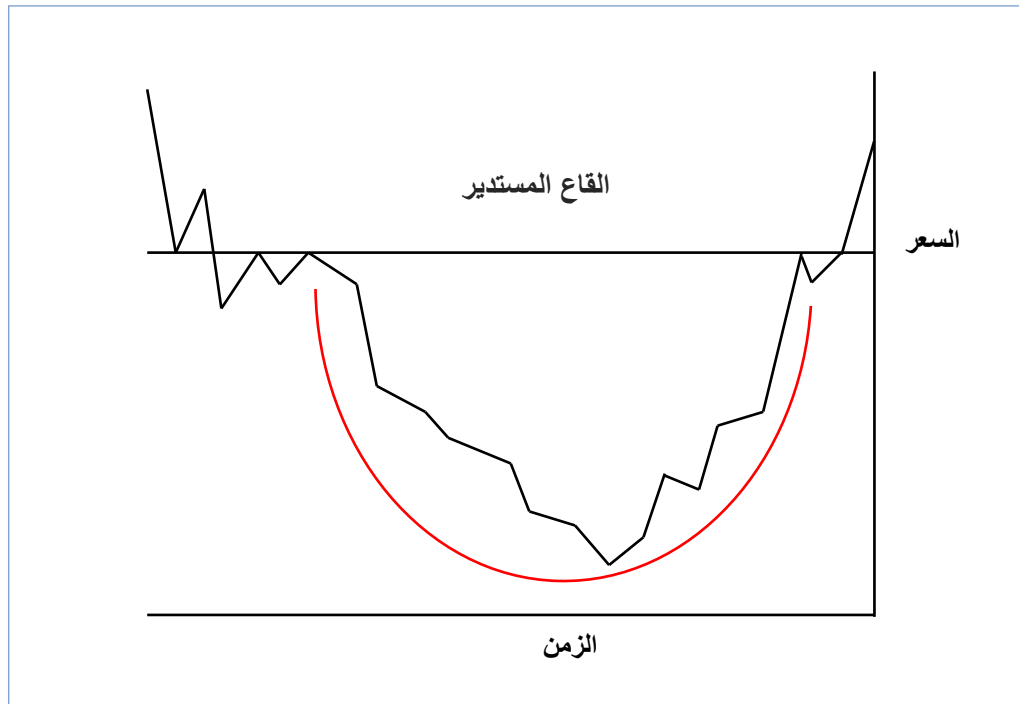
الشكل 6- 12 (i): قمم ثلاثية



الشكل 6- 12 (ب): قيعان ثلاثية

■ القاع المستدير (الصحن أو الطبق) (Rounding Bottom)

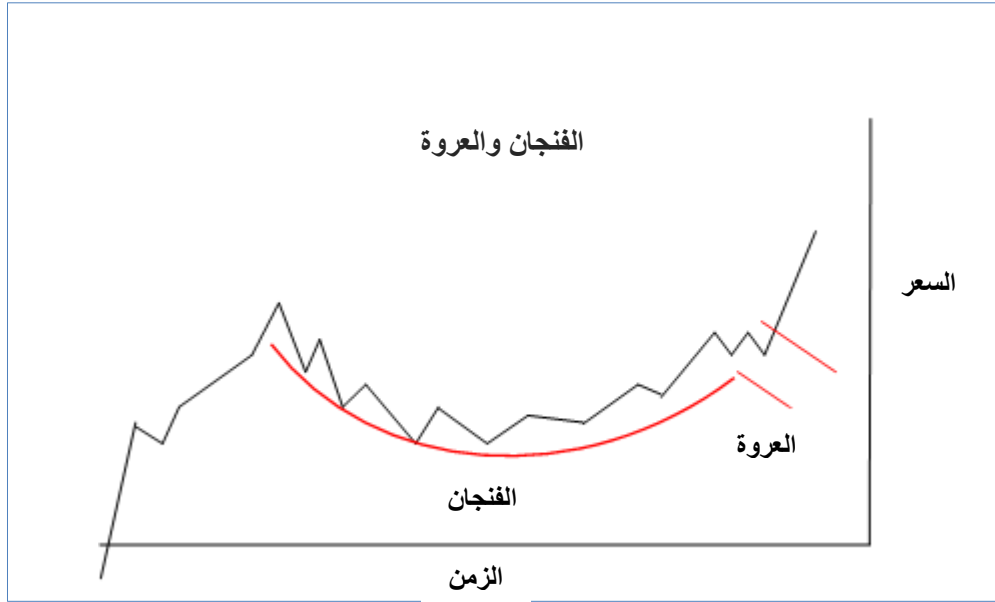
إن القاع المستدير أو الطبق هو نمط انعكاس طويل الأجل في اتجاه السعر. ويُعدّ هذا النمط مناسباً أكثر لتحليل الأسعار على المدى البعيد، باستخدام البيانات الأسبوعية مثلاً. ويُعتقد أن هذا النمط يراوح بشكل تقليدي بين بضعة أشهر إلى بضع سنين. ويتكون من عنصرين: الجانب النازل من الطبق، والجانب الصاعد. وكما هي الحال مع كل الأنماط الانعكاسية، يجب أن يسبق القاع المستدير أو الطبق انخفاض سعري طويل الأجل، يليه نمط القاع المستدير الذي يستغرق وقتاً حتى يتشكل. ثم يصعد الاتجاه نحو الجانب الأيمن من الطبق. ويحدث التأكيد عندما يكتمل شكل الطبق. وقد يكون هناك في الجانب العلوي الأيمن من الطبق شيء من التماسك، قبل أن يتجه السعر إلى الأعلى. مرة أخرى، إذا صاحب الكسر حركة تداول نشيطة، فيمكن الاعتماد أكثر على الاتجاه الصاعد. لكن نظراً إلى طبيعة الأجل الطويل لهذا النمط، وقلّة إشارات التأكيد الواضحة، كالعروة مثلاً في نمط الفنجان بعروة (انظر الشكل أدناه)، فإنه من الصعب التداول بناءً على هذا النمط.



الشكل 6 - 13: القاع المستدير

■ الفنجان والعروة (Cup and Handle)

إن نمط الفنجان والعروة نمط استمرار صاعد ويحدث على اتجاه السعر الصاعد. وسبب تسميته بالفنجان والعروة يعزى إلى أن الشكل العام لحركة السعر يشبه الفنجان أو القدر بعروته على اليمين. ويجب أن يسبق هذا النمط اتجاه صاعد طويل الأجل قبل أن يمر بتصحيح عند نقطة معينة. ويأخذ هذا التصحيح شكل القاع المستدير بالتحرك ببطء إلى الأسفل ثم إلى الأعلى. ويجب على المتداول أن يتأكد من تشكل الفنجان بصورة كافية مع القاع المستدير، إذ إن هذا يشير إلى تماسك قوى العرض والطلب لتستجمع زخماً صاعداً. ويجب أن يكون في أعلى الفنجان "عروة" تمثل انكسار قصير في الاتجاه الصاعد. وبمجرد أن يتأكد الفنجان وعروته، يستطيع المتداول البدء بالتداول ليستفيد من النمط الصاعد المستمر. لكن نظراً إلى طبيعة هذا الاتجاه طويلة الأجل، قد تشوبه ريبة أكبر. يوضح الشكل 6-14 أدناه نمط الفنجان والعروة.



الشكل 6-14: الفنجان والعروة

5.6 التحليل الأساسي مقابل التحليل الفني

1.5.6 أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

الهدف التعليمي 6 -5 -1: فهم الاختلافات بين تحليلي الأسهم الأساسي والفني

يؤمن المحللون الأساسيون بكفاءة السوق، وأن أسعار السوق صحيحة بوجه عام في ما تعكسه من قيم أساسية للشركات، إلا أنهم يعتقدون أن الانحرافات على المدى القصير تظهر بسبب وصول معلومات جديدة من شأنها أن تغير التوازن بين العرض والطلب. ويمكن جني الأرباح باستغلال فرص الانحرافات قصيرة المدى بسرعة قبل أن تجد السوق توازناً جديداً. وعلى الطرف الآخر، يعتقد المحللون الفنيون أن الأسعار السابقة تحتوي على معلومات كثيرة عن الأسعار المستقبلية. كذلك يعتقدون أن المستثمرين يتأثرون كثيراً بالعواطف وبتصرفات المستثمرين الآخرين، وهذه الأمور تنعكس في تحركات أسعار السوق. وبشكل عام، لا يأخذ المحللون الفنيون قيمة السهم بعين الاعتبار، فاهتمامهم منصب على اتجاه السعر.

يعتقد المحللون الأساسيون أن كل المعلومات الجديدة تنعكس فوراً وبصورة صحيحة في أسعار السوق، في حين يعتقد المحللون الفنيون أن المعلومات تستغرق وقتاً حتى تنعكس في أسعار الأسهم. كذلك يعتقد المحللون الفنيون أن المعلومات الجديدة تستغرق وقتاً قبل أن تندمج تماماً في الأسعار؛ وذلك لأن بعض المستثمرين يتلقون المعلومات قبل غيرهم. ولذا تحتاج السوق إلى بعض الوقت حتى تستوعب المعلومات الجديدة بالكامل. ولهذا السبب، يعتقد المحللون الفنيون أن الأسعار تتحرك في اتجاهات يمكن تستمر فتراتٍ طويلة.

يتخذ المحللون الأساسيون القرارات الاستثمارية بتقدير القيمة الأساسية أو القيمة الجوهرية للسهم من خلال تحليل الاقتصاد والصناعة والشركة. بعد ذلك يقارنون القيمة الجوهرية بسعر السوق، ثم يقومون بالتصرف المناسب. أما المحللون الفنيون، فيتخذون القرارات الاستثمارية بالنظر في بيانات السوق السابقة من أجل التنبؤ باتجاهات الأسعار. ويرصدون الاتجاهات والأنماط في تحركات الأسعار، ثم يتخذون التصرفات المناسبة ليحققوا الأرباح من الاتجاهات والأنماط.

2.5.6 أفضلية التحليل الأساسي (وجهة نظر المحللين الأساسيين)

الهدف التعليمي 2.5.6 – معرفة لماذا يعتقد المحللون الأساسيون أن التحليل الأساسي أفضل من التحليل الفني

يعتقد المحللون الأساسيون أن تحليلهم يعتمد على النظرية المالية السليمة والأسباب الاقتصادية. إن قيمة السهم تعتمد على أرباح الشركة وتدفقاتها النقدية. فإذا كان من المتوقع ارتفاع الأرباح وزيادة التدفقات النقدية، فسوف يرتفع سعر السهم.

ويعتقد المحللون الأساسيون أيضاً أن السوق عقلانية وكفؤة. فإذا كان هنالك معلومات جديدة، فستنعكس تلك المعلومات بسرعة في أسعار الأسهم. ولأن المعلومات ترد السوق بصورة عشوائية، ينبغي أن تتحرك الأسعار بصورة عشوائية أيضاً، وينبغي ألا يكون هناك اتجاه في سعر السوق. فأي اتجاه يزعمه المحلل الفني ما هو إلا وهم.

3.5.6 أفضلية التحليل الفني (وجهة نظر المحللين الفنيين)

الهدف التعليمي 3.5.6 – معرفة لماذا يعتقد المحللون الفنيون أن التحليل الفني أفضل من التحليل الأساسي

وفقاً للمحللين الفنيين، قد يحقق المحللون الأساسيون أرباحاً عظيمة إذا حظوا بفرصة الحصول على المعلومات الجديدة قبل الآخرين، واستطاعوا معالجة هذه المعلومات بصورة سريعة وصحيحة. ولا يظن المحللون الفنيون أن الكثير من المستثمرين يملكون هذه القدرة. إضافة إلى ذلك، يعتقد المحللون الفنيون أيضاً أن المحللين الأساسيين قد يصعب عليهم أحياناً توقيت تصرفاتهم وقراراتهم، حتى لو تعرفوا بشكل صحيح على الأسهم المسعرة بأعلى أو أقل من قيمتها.

يعتقد المحللون الفنيون أن إجراء التحليل الأساسي ليس مهمة سهلة، وليس هنالك ما يضمن دقته. إن معلومات الاقتصاد والصناعة ذاتية بعض الشيء، والقوائم المالية ليست دقيقة بما فيه الكفاية. ويرى المحللون الفنيون أنفسهم متميزين؛ لأنهم لا يعتمدون على هذه المصادر للمعلومات.

لا يحتاج المحللون الفنيون إلا إلى التعرف على حركة تتجه نحو قيمة توازن جديدة لأي سبب من الأسباب (ولا يلزمهم معرفة السبب). إضافة إلى ذلك، لأنهم لا يستثمرون حتى يتأكد الاتجاه أو النمط المحدد، فإنهم يزعمون أن لهم اليد العليا من حيث توقيت وتوقع الاتجاهات السعرية، وهذا كل ما يهمهم لتحقيق الربح في تداول الأسهم.

أسئلة للمراجعة

1. ماذا يعني تحليل الأسهم؟ وما أغراضه وأساليبه العامة؟
2. ما المقصود بالأسلوب الأساسي في تحليل الأسهم؟
3. صف طريقتي التحليل التنازلي "من أعلى إلى أسفل" و التحليل التصاعدي "من أسفل إلى أعلى" في إجراء التحليل الأساسي للأسهم.
4. ما المقصود بالتحليل الفني؟
5. صف الأدوات المختلفة التي يستخدمها المحللون الفنيون.
6. اذكر بعض الفلسفات والافتراضات التي تستخدم عموماً من قبل المحللين الفنيين.
7. ما الاختلافات المهمة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني؟
8. كيف يدافع المحللون الأساسيون والفنيون عن أسلوب كل منهم ويبررونه؟

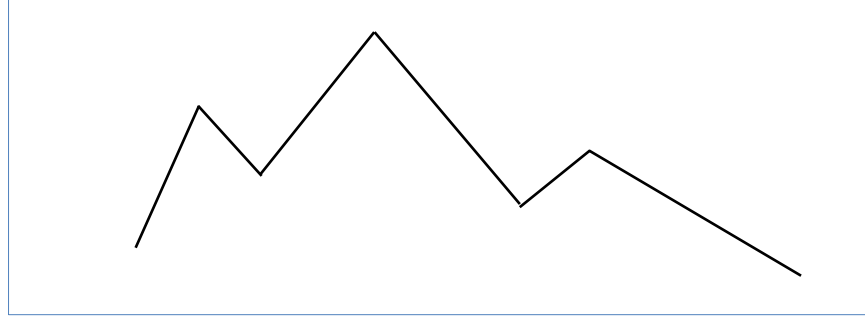
عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

1. يُجرى التحليل الأساسي التنازلي (من أعلى إلى أسفل) في ثلاث خطوات رئيسة هي: تحليل الاقتصاد، وتحليل الصناعة و
 - أ) تحليل الشركة.
 - ب) تحليل السوق.
 - ج) تحليل الورقة المالية.
 - د) تحليل المنافسة.
2. أي الأدوات التالية ليست من الأدوات التي يستخدمها المحللون الفنيون؟
 - أ) المعادلات.
 - ب) الاتجاهات.
 - ج) الرسوم البيانية .
 - د) الأنماط.

3. أي العبارات التالية لا تتعلق بـ "الدعم والمقاومة" في سياق التحليل الفني للأسهم؟

- أ) الدعم هو الحد الأدنى والمقاومة هي الحد الأعلى لتحركات السعر.
- ب) الدعم هو مستوى سعري نادراً ما يهبط سعر السهم دونه.
- ج) المقاومة هي مستوى سعري نادراً ما يرتفع سعر السهم فوقه.
- د) مستويات الدعم هي المستويات التي يكون عندها كثير من المتداولين على استعداد لبيع السهم.

4. في سياق التحليل الفني للأسهم، ما نوع النمط الظاهر في الرسم البياني التالي؟



- أ) قمتان.
- ب) قمم ثلاثية.
- ج) رأس وكتفان.
- د) قمة مستديرة.

5. أي العبارات التالية يمكن اعتبارها من مبررات استخدام التحليل الأساسي للأسهم بدلاً من التحليل الفني؟

- (أ) يعتقد المحللون الأساسيون أن تحليلهم يقوم على نظرية مالية وأسباب اقتصادية سليمة.
- (ب) تعتمد قيمة الورقة المالية على تدفقاتها النقدية. إذا كان من المتوقع ارتفاع التدفقات النقدية في المستقبل، ترتفع قيمتها الحالية، والعكس بالعكس.
- (ج) نظراً إلى المرونة المحاسبية الكبيرة، لا تعد القوائم المالية دقيقة بما فيه الكفاية للاعتماد عليها في تحليل موثوق به للأسهم.
- (د) لأن المعلومات ترد السوق بطريقة عشوائية، فإن تغيرات الأسعار عشوائية وينبغي أن لا يكون هناك اتجاه في أسعار السوق.

1 - أ و ب و ج فقط

2 - أ و ب و د فقط

3 - أ و ت و د فقط

4 - أ و ب و ج و د.

الفصل السابع

إجراءات الشركات

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسيُنوَّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.7 توزيعات الأرباح (الأرباح الموزعة)

- | | |
|-------|--------------------------------------|
| 1.1.7 | ما المقصود بالتوزيعات |
| 2.1.7 | تأثير توزيعات الأرباح في أسعار السهم |
| 3.1.7 | الأرباح كأداة دلالية |
| 4.1.7 | دفع أرباح الأسهم أم عدم دفعها؟ |

2.7 تغيرات رأس المال

- | | |
|-------|---------------------|
| 1.2.7 | إصدار حقوق الاكتتاب |
| 2.2.7 | إصدار أسهم منحة |
| 3.2.7 | تجزئة الأسهم |

3.7 عمليات الاندماج والاستحواذ

- | | |
|-------|--|
| 1.3.7 | ما المقصود بـ"عمليات الاندماج والاستحواذ"؟ |
| 2.3.7 | مصادر التآزر (الوفورات) |
| 3.3.7 | أنواع الاندماج |
| 4.3.7 | تجزئة الشركات وفصلها |

4.7 الطرح الأولي للاكتتاب العام (IPO)

- | | |
|-------|--|
| 1.4.7 | ما المقصود بالطرح الأولي للاكتتاب العام؟ |
| 2.4.7 | فوائد التحول إلى شركة عامة مدرجة |
| 3.4.7 | عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام |
| 4.4.7 | عملية الاكتتاب العام في السوق السعودية |
| 5.4.7 | ما بعد الاكتتاب والإدراج |

مقدمة

يمكن تعريف إجراءات الشركات بأنها الإجراءات التي تجلب تغيرات جوهرية للشركات وتؤثر في قيمها. وإجراءات الشركات هي قرارات مجلس الإدارة بشأن قضايا رئيسة تخص الشركة، وتتطلب موافقة المساهمين في الاجتماع العام للجمعية العمومية. ومن بين أمثلة إجراءات الشركات: توزيعات الأرباح، وإصدارات حقوق الاكتتاب، وإصدار أسهم المنحة، وعمليات الاندماج والاستحواذ، وتحويل الأصول (Spin - offs). يبحث هذا الفصل إجراءات الشركات المختلفة وانعكاساتها على قيم الأسهم والقرارات الاستثمارية للمستثمرين. ويُعدّ الفصل مهماً للوسطاء/المتعاملين لأنهم بحاجة إلى معرفة معنى هذه الإجراءات وكيف يفترض أن تكون استجابة السوق لها. و يبحث القسم الأول قضايا تتعلق بتوزيع أرباح الأسهم، وهو قرار مهم جداً لبعض أنواع المستثمرين. وتليه مناقشات حول قرارات تغييرات رأس المال، مثل: إصدار حقوق الاكتتاب، وإصدار أسهم المنحة، وتجزئة الأسهم. ويناقش القسم الذي يليه عمليات الاندماج والاستحواذ وغيرها من الأمور ذات العلاقة. أما القسم الأخير فيتناول عملية الطرح الأولي العام، وهي عملية مهمة للشركات التي تريد التوجه للإدراج العام في السوق المالية.

1.7 توزيعات الأرباح

1.1.7 ما المقصود بالتوزيعات؟

الهدف التعليمي 1.1.7 (أ) - معرفة معنى التوزيعات والفرق بين التوزيعات النقدية والتوزيعات السهمية
الهدف التعليمي 1.1.7 (ب) - فهم معنى مصطلحات التوزيعات المختلفة

عندما نناقش التوزيعات وسياسة التوزيعات، فنحن نتحدث فعلاً عن التوزيعات على الأسهم العادية، أما توزيعات الأسهم الممتازة فليست مسألة كبيرة نظراً إلى ثباتها وضماتها. إن توزيعات الأرباح (أو الأرباح الموزعة أو التوزيعات اختصاراً) هي عملية توزيع جزء من أرباح الشركة على حاملي أسهمها. ولا تلزم الشركات بدفع التوزيعات، فلإدارة صلاحية الدفع أو عدم الدفع بحسب ما تراه مناسباً، فضلاً على أن اتخاذ قرار التوزيع يتطلب موافقة المساهمين في اجتماع الجمعية العمومية. وتدفع معظم الشركات الآمنة والمستقرة أرباحاً مساهمياً.

ونادراً ما توزع الشركات ذات النمو المرتفع أرباحاً للأسهم؛ لأن جميع أرباحها يعاد استثمارها للمساعدة على استمرار معدل نمو أعلى من المتوسط.

وهناك نوعان من التوزيعات: التوزيعات النقدية، والتوزيعات السهمية. فالتوزيعات النقدية مباشرة، إذ يوزع مقابل كل سهم مملوك مبلغ معين من المال على كل مساهم. وبالتالي، إذا كان المستثمر يملك 100 سهماً، ومقدار التوزيعات النقدية هو 0.50 ريال للسهم، يتلقى المالك شيئاً بقيمة 50 ريالاً. وعندما يتم إعلان وإصدار التوزيعات النقدية، يتأثر سهم الشركة؛ لأن القيمة الإجمالية لأسهم الشركة (الأرباح المحتجزة ورأس المال المدفوع) تنخفض.

أما التوزيعات السهمية فهي توزيع أسهم الشركة بدلاً من الأموال النقدية. مثلاً: إذا كانت أرباح السهم 10%، فذلك يعني أن مقابل كل 10 أسهم مملوكة، يحصل حامل الأسهم على سهم إضافي. وإذا كان لدى الشركة 1,000,000 سهم مصدرة، فإن توزيع الأسهم سوف يزيد أسهم الشركة المصدرة إلى ما مجموعه 1,100,000 سهم.

مصطلحات التوزيعات

في ما يلي مصطلحات مختلفة تتعلق بالتوزيعات ويكثر استخدامها في السوق المالية.

تاريخ الإعلان (Declaration date): هو اليوم الذي يعلن فيه أعضاء مجلس الإدارة قرار الشركة بدفع مبلغ معين من التوزيعات. في هذا التاريخ، يعلن المجلس أيضاً موعد التسجيل، واستحقاق ربح الأسهم، وتاريخ الدفع.

السهم ذو التوزيعات المتراكمة (Cum-dividend): يشير المصطلح إلى السهم الذي يحمل استحقاق أرباح. ويحق للمشتري الذي يشتري سهماً ذا أرباح متراكمة الحصول على التوزيعات. ويتداول السهم مع الربح الموزع حتى تاريخ السهم بدون حصة أرباح (ex-dividend)، عندما يتداول السهم بدون الحق في التوزيعات.

السهم بدون حصة التوزيعات (Ex-dividend): يشير المصطلح أن السهم يتداول بدون حصة في التوزيعات. ويشير بالتحديد إلى أن السهم يتداول من دون الحق في الحصول على التوزيعات الحالية. عند إعلان التوزيعات يتم تحديد تاريخ السهم بدون حصة التوزيعات. وفي

ذلك التاريخ، يُتداول السهم دون الحق في التوزيعات. وبعبارة أخرى، هذا هو التاريخ الذي يصبح فيه السهم بلا أرباح موزعة. ويتلقى حاملو الأسهم الحاليين التوزيعات حتى لو باعوا الآن أسهمهم، ولا يتسلم أي شخص يشتري السهم الآن التوزيعات.

تاريخ التسجيل (Record Date): لتسلم الأرباح، يجب أن يكون حاملو الأسهم مسجلين في سجلات مساهمي الشركة عند أو قبل تاريخ استحقاق ربح الأسهم، وذلك في العادة بعد يومي تداول من تاريخ السهم بدون حصة التوزيعات. وابتداءً من هذا التاريخ، لا يتلقى المساهمون غير المسجلين أرباحاً.

تاريخ الدفع (Payment Date): هو اليوم الذي تصدر وترسل فيه شيكات التوزيعات بالبريد للمساهمين المسجلين في الشركة ابتداءً من تاريخ التسجيل.

عائد الأرباح (Dividend yield): يُحتسب بقسمة التوزيعات لكل سهم على سعر السوق الحالي للسهم. ويُعدّ عائد الأرباح أحد أشكال العوائد إلى المساهمين، إضافةً إلى المكاسب الرأسمالية التي يتم الحصول عليها من جراء ارتفاع السعر عندما تباع الأسهم.

نسبة التوزيعات (Dividend payout ratio): كثيراً ما يشار إليها بسياسة التوزيعات الخاصة بالشركة، وهي نسبة أرباح الشركة المدفوعة لحاملي الأسهم على شكل توزيعات (أرباح موزعة). وتُحتسب بقسمة التوزيعات السنوية للسهم على أرباح الشركة لكل سهم أو ما يساويها بقسمة أرباح الأسهم على صافي الدخل.

التوزيعات السهمية (Stock Dividends): بدلاً من أن توزع الشركة توزيعات أرباح نقدية على مساهميها، قد تعلن توزيعات سهمية، يتم فيها توزيع أسهم على المساهمين مجاناً، فيحصل المساهمون على أسهم إضافية، لا نقدية.

2.1.7 تأثير توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم

الهدف التعليمي 2.1.7 – معرفة أثر التوزيعات في أسعار الأسهم

ماذا يحدث لسعر السهم عندما تدفع الشركة توزيعات نقدية؟ عندما يتم توزيع أرباح الأسهم، يهبط سعر السهم في تاريخ استحقاق التوزيع. وإذا دُفعت التوزيعات النقدية، ينخفض رأس مال الشركة، وتنخفض قيمة السهم تبعاً لذلك. وفي حال عدم وجود ضريبة، ينبغي أن يتراجع

سعر السهم في تاريخ عدم استحقاقه أرباحاً بنفس مبلغ التوزيعات المدفوعة بالضبط. فإذا كان سعر السهم مع حق الريج الموزع هو 20 ريالاً وتم دفع توزيعات بمقدار 0.50 ريال للسهم، يجب أن ينخفض السعر إلى 19.50 ريالاً في افتتاح يوم التداول الذي لم يعد للسهم فيه حق التوزيعات. وهذا التعديل السعري ليس من فعل الشركة، بل هو يقبل قوى السوق التي تحدد الأسعار. ونتيجةً لعوامل السوق المختلفة، قد لا يكون انخفاض السعر بنفس مبلغ التوزيعات بالضبط. وهناك أيضاً من يرى أن سعر السوق ينخفض بنسبة أقل من مبلغ التوزيعات لأن حاملي الأسهم يخصصون تأثير الضريبة في أرباح الأسهم.

أما في حالة التوزيعات السهمية، فإن سعر السهم كذلك يتراجع لأن رأسمال (حقوق ملاك) الشركة الآن مقسم على عدد أكبر من الأسهم. ويكون حجم انخفاض الأسعار متناسباً تقريباً مع التوزيعات السهمية المعلنة. بيد أن هناك من يرى أن انخفاض الأسعار يكون أقل تناسباً بسبب الضرائب على مكاسب رأس المال التي يتعين على حاملي الأسهم دفعها إذا باعوا أسهمهم.

3.1.7 الأرباح كأداة دلالية

الهدف التعليمي 3.1.7 (أ) - فهم أن الشركات قد تستخدم إعلان التوزيعات كإشارة للسوق بشأن ربحية الشركة في المستقبل
الهدف التعليمي 3.1.7 (ب) - فهم التأثير المتصور لتغيرات التوزيعات على أسعار الأسهم

يمكن استخدام إعلان التوزيعات النقدية كإشارة ودلالة عن السوق. ولفهم السمة الدلالية للتوزيعات، تأمل هاتين الملاحظتين؛ أولاً: ينبغي أن يكون ما تملكه إدارة الشركة من معلومات عن الشركة أكثر مما لدى المستثمرين في السوق، لذا من المنطقي أن نفترض أن الإدارة أكثر دراية بشأن ربحية الشركة في المستقبل مقارنةً بعامة المستثمرين. ثانياً: أظهرت الدراسات أن معظم المديرين يفضلون سياسة التوزيعات المستقرة، ولا يغيرون في العادة سياسة التوزيعات إلا إذا حدثت تغيرات أساسية في الشركة بحيث تؤثر في ربحيتها على المدى الطويل.

بالنظر إلى الحقيقتين أعلاه، عندما تعلن شركة زيادة التوزيعات، فإن السوق تفسر ذلك على أنه إشارة من الإدارة إلى أن أداء الشركة في المستقبل سيتحسن. وبسبب هذا التوقع، ستدفع السوق أسعار الأسهم إلى الأعلى. ومن ناحية أخرى، إذا أعلنت الشركة تقليصاً في التوزيعات، فسيُفهم ذلك كإشارة سلبية، فيتعدل سعر السهم نزولاً. ومع ذلك، ينبغي التنبه على أن

العلاقة بين التوزيعات وسعر السهم الموضحة في هذا القسم هي مجرد فرضية أو تنبؤ محتمل. قد يكون هناك استثناء لهذه العلاقة، لكن العديد من الدراسات في الأسواق المتقدمة وكذلك النامية، تظهر نتائج تنسجم مع نظرية الأداة الدلالية.

4.1.7 دفع أرباح الأسهم أم عدم دفعها؟

الهدف التعليمي 4.1.7(أ) - معرفة النظريات الأساسية لدفع التوزيعات
الهدف التعليمي 4.1.7(ب) - معرفة الأسباب التي تجعل الشركات تدفع توزيعات أو تحجم عن ذلك
الهدف التعليمي 4.1.7(ج) - معرفة الحجج المؤيدة والمعارضة لدفع التوزيعات

هل ينبغي أن تدفع الشركة توزيعات أم لا؟ ظلت هذه القضية مستعصية الحل منذ أن ابتكر الإنسان التوزيعات. هناك ثلاثة آراء حول هذه المسألة؛ الرأي الأول لأنصار التوزيعات الذين يصرون على أنها مرغوب فيها وأن الشركات التي تدفع توزيعات تكون قيمها السوقية أكبر من شركات مماثلة لا تدفع توزيعات. والرأي الثاني فهو على العكس تماماً من الرأي الأول، ويستخدم حجة الضرائب، إذ يرى أن التوزيعات غير مرغوب فيها، وتؤدي إلى تدهور القيمة، وبما أن التوزيعات خاضعة للضريبة، يكون المساهمون أفضل حالاً بترك الأرباح تحتفظ بها الشركات لتوسيع الأعمال التجارية التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة في قيمة الشركة. أما الرأي الثالث فيرى أن لا علاقة للتوزيعات بقيمة الشركة.

وللتضارب بين هذه الآراء، بات من الصعب الخروج بسياسة توزيعات أرباح ملائمة للشركات. لذا لا غرابة أن نجد على المستوى العملي أن بعض الشركات تدفع توزيعات، وأخرى لا تدفع. ويزعم المحللون الاستثماريون أن شركات النمو لا تدفع في العادة أي توزيعات لأنها تحتاج إلى الأرباح لتمويل نموها السريع. ولكن بالنسبة إلى الشركات المستقرة التي تشهد حالة نمو طبيعي، وربما تفتقر إلى الفرص الاستثمارية الجيدة، قد يكون من الأفضل لحاملي الأسهم الحصول على توزيعات. غير أن هذا قد يبدو مجرد حجة منطقية ولا يستند إلى مبررات اقتصادية قطعية.

لننتقل للمساهمين ونطرح هذا السؤال: هل يفضلون التوزيعات؟ على أساس النظرية الاقتصادية التقليدية لعوامل الإنتاج، يحق للمساهمين، بما أنهم يؤدون دور مقدمي رؤوس

الأموال والمؤسسين، شكلان من أشكال المكافأة؛ الأول: هو مكافأة لرأس المال على شكل فوائد أو توزيعات. والثاني: مكافأة لروح المبادرة وتحمل المخاطر، وهي أرباح قد توزع أو لا توزع على شكل توزيعات. وبما أن المستثمرين الحقيقيين هم أولئك الذين يريدون الاحتفاظ بحصصهم على المدى الطويل، فسيكون الدخل الوحيد من استثمارهم على شكل توزيعات نقدية. لكن يمكن القول إن أي زيادة في قيمة الشركة هي مكافأة أيضاً للمساهمين. لذا من الناحية النظرية، ليس هنالك في الحقيقة جواب واضح لمسألة تفضيل المستثمرين للتوزيعات أم عدم تفضيلها.

حجج مؤيدة للتوزيعات

- التوزيعات هي مكاسب أو أرباح تم الحصول عليها من خلال القيام بأعمال تجارية. ويستحق المكاسب مقدمو رؤوس الأموال من أجل الاضطلاع بالأعمال. وبالتالي فالأرباح هي من حق المساهمين.
- تُعدّ مدفوعات التوزيعات المنتظمة و"العالية" حسماً لحالة عدم التيقن. وهذه هي فكرة "عصفور في اليد خير من اثنين على الشجرة". إذا لم تُدفع التوزيعات، فإنها تصبح جزءاً من رأسمال الشركة المستخدم لتمويل التوسع في الأعمال التي تخضع لعدم التيقن في العوائد.
- وكذلك تُعدّ التوزيعات جذابة للمستثمرين الذين يتطلعون إلى تأمين دخلٍ جارٍ.
- هناك العديد من الدراسات التي وجدت أن أسعار الأسهم تتأثر بقرار إدارة الشركات زيادة أو تقليص توزيع الأرباح؛ إذ تتأثر سلباً الشركات التي لها تاريخ طويل من دفع التوزيعات المستقرة إذا خفضت أو ألغت توزيعات الأرباح. وتتأثر هذه الشركات إيجابياً بزيادة توزيعات الأرباح أو تقديم دفعات إضافية من التوزيعات نفسها. وعلاوة على ذلك، تتحول النظرة للشركات التي ليس لها تاريخ معروف بتوزيع الأرباح إلى نظرة استحسان عندما تعلن توزيعات.

حجج معارضة للتوزيعات

- يشعر بعض المحللين الماليين أن سياسة توزيع الأرباح لا علاقة لها بالموضوع؛ لأن المستثمرين لديهم القدرة على إيجاد توزيعات "محلّية الصنع". وتعني ببساطة أن الشركات إذا كانت لا تدفع أرباحاً موزعة عن الأسهم، فإن بإمكان المساهمين بيع جزء

من أسهمهم للحصول على الدخل الذي يرغبون فيه.

- إن المستثمرين في الأسهم يستثمرون مع معرفة تامة بأن الدخل (التوزيعات) ليس مضموناً. ولو كانوا يفضلون استثماراً يوفر دخلاً مستقراً لتوجهوا للسندات بدلاً من الأسهم.

- نظراً إلى حقيقة أن هناك في معظم الدول ضريبة على دخل التوزيعات، ثمة من يقول إن المساهمين في حال أفضل دون الحصول على التوزيعات. دع الشركة تُعد استثمار الأرباح لمزيد من التوسع، يُترجم إلى زيادة في قيمة الشركة.
- بدلاً من دفع توزيعات نقدية، يمكن للشركة أن تدفع لمساهميها في أشكال مختلفة، منها إعادة شراء أسهمها، والاضطلاع بالمزيد من المشاريع المربحة، والاستحواذ على شركات جديدة، وإعادة الاستثمار في أصول مالية.

2.7 تغيرات رأس المال

1.2.7 إصدار حقوق الاككتاب (Rights Issue)

الهدف التعليمي 1.2.7 (أ) - فهم معنى إصدار حقوق الاككتاب والغرض منه

الهدف التعليمي 1.2.7 (ب) - معرفة ما يجب أن يقوم به حاملو الأسهم عند تلقيهم عرضاً بأسهم حقوق

الهدف التعليمي 1.2.7 (ج) - معرفة ما يمكن أن يحدث لأسعار السهم عندما يتداول بدون حق الإصدار

ما المقصود بإصدار حقوق الاككتاب؟

إن إصدار حقوق الاككتاب هو طرح أسهم جديدة للمساهمين الحاليين؛ لغرض حشد رأسمال إضافي. وهذا يزيد من عدد الأسهم المصدرة وكذلك رأسمال الشركة المدفوع. ويُطلق عليه إصدار "حقوق"؛ لأن ذلك حق من حقوق المساهمين بموجب النظام الأساسي للشركات، يخولهم الحصول على أي إصدارات جديدة من الأسهم العادية من أجل المحافظة على نسب تملكهم في الشركة، ويسمى هذا الحق "حق الأولوية". وتُطرح الإصدارات الجديدة عادةً بخصم من سعر السوق. ويطلق على الإصدارات الجديدة "طروحات أسهم معززة" (seasoned equity offerings)، ويجب التفريق بينها وبين "الطرح الأولي" (initial offering).

للاكتتاب؛ فطرح الأسهم المعزز هو عرض بيع أسهم جديدة من قبل شركة مدرجة يتداول الجمهور أسهمها في السوق، في حين يعبر الطرح الأولي للاكتتاب عن عرض بيع أسهم جديدة من قبل شركات في طور التحول إلى شركات مساهمة عامة.

حقوق المساهمين

عندما يكون هناك إصدار لحقوق اكتتاب، يكون للمساهمين الحاليين حق شراء عدد محدد من الأسهم الجديدة للشركة بسعر محدد. فإذا كانت نسبة الأسهم الجديدة 20% من الأسهم الحالية، يحق لجميع المساهمين الحصول على زيادة نسبتها 20% على الأسهم التي بحوزتهم، وعليه يحق للمساهم الذي لديه 1,000 سهم شراء 200 سهم جديد بالسعر المقرر. عندما تُطرح الأسهم الجديدة للمساهم، يكون لديه خياران: إما أخذ الطرح لشراء الأسهم الجديدة، أو عدم أخذه وترك مدة حق الاكتتاب تنتهي. في الظروف العادية، من الحكمة للمساهم شراء الأسهم الجديدة لأنها تُطرح بسعر مخصص. ويمكن أحياناً في بعض الأسواق فصل حقوق الإصدار من السهم الأصلي، وبيعه بشكل مستقل. ولأن الشركة تحصل على الأموال النقدية من المساهمين، يطلق أحياناً على عملية إصدار حقوق الاكتتاب "طلب أو استدعاء النقد" (cash call).

وقد يتعهد إصدارات حقوق الاكتتاب جهة ضامنة للتغطية. ويكمن دور متعهد التغطية (underwriter) في ضمان حشد أو جمع المال المطلوب للشركة. وتتطلب شروط التعهد عادةً من الجهة الضامنة تغطية أي أسهم مطروحة لم يشتريها المساهمون.

أثر إصدار حقوق الاكتتاب في أسعار السهم

عند إعلان إصدار حقوق الاكتتاب، تعلن الشركة نسبة الحق وتاريخ انتهاء الحق (ex-right date). ولقد وثقت العديد من الدراسات في مختلف الأسواق زيادةً في أسعار الأسهم في تاريخ إعلان إصدار حقوق الاكتتاب. وربما يكون سبب الزيادة في الأسعار عائداً إلى الاعتقاد أن رأس المال الجديد سيوظف توظيفاً جيداً ويزيد من ربحية السهم. ومع ذلك، في تاريخ انتهاء الحق، لا بد أن يكون هناك تعديل انخفاضي طفيف في أسعار الأسهم بسبب طرح الأسهم الجديدة بسعر مخصص.

2.2.7 إصدار أسهم منحة (مجانية) (Bonus Issue)

الهدف التعليمي 2.2.7 (أ) – فهم معنى إصدار أسهم منحة وأوجه التشابه والاختلاف بينها وبين التوزيعات السهمية

الهدف التعليمي 2.2.7 (ب) – فهم استجابة السوق المحتملة عند إعلان إصدار أسهم منحة وفي تاريخ انتهاء حق الحصول على أسهم المنحة

ما المقصود بإصدار أسهم منحة؟

إن إصدار أسهم منحة هو تقديم أسهم جديدة مجانية للمساهمين الحاليين. وتسمى عملية الإصدار في بعض الأحيان "تخصيص أسهم مجانية" أو "توزيع أسهم مجانية" (scrip issue). ويتم إصدار أسهم جديدة للمساهمين بالتناسب مع ما يملكون من أسهم. على سبيل المثال، قد تعطي الشركة سهماً واحداً مجانياً مقابل كل خمسة أسهم. وبما أن هذه الأسهم مجانية تعطى للمساهمين دون أي مدفوعات نقدية، فليس لها أي تأثير في ثروة المساهمين الإجمالية. بهذا المعنى يكون إصدار الأسهم المجانية مشابهاً للتوزيعات السهمية، لكن هناك اختلاف في المعالجة المحاسبية لحسابات الرسملة، إذ يُعدّ إصدار أسهم المنحة عملية رسملة لحساب احتياطي الأسهم، في حين تؤدي التوزيعات السهمية إلى تحويل من حساب الأرباح المحتجزة إلى الحسابات الرأسمالية.

يمكن أن تقرر الشركة إعلان إصدار أسهم منحة عندما تكون هناك تراكمات كبيرة في حسابات الاحتياطيات نتيجةً لعملية إعادة تقييم الأصول. وبالتالي، من خلال إصدار أسهم منحة، ترسمل الشركة الاحتياطيات المتراكمة. ومع أن إصدار أسهم منحة يزيد رأس المال المدفوع للشركة، إلا أنه لا يشكل أي زيادة في أموال المساهمين؛ لأن العملية ليست سوى نقل الأموال من الاحتياطيات إلى حساب رأس المال المدفوع.

أثر إصدار أسهم المنحة في أسعار الأسهم

يُعدّ الإصدار المجاني توزيعاً لأسهم إضافية مجانية على المساهمين الحاليين، ويزيد هذا الإصدار من عدد الأسهم المصدرة، غير أن إجمالي حقوق ملكية الشركة وثروة المساهمين لا تتغير. وعادةً ما يرد ذكر أسهم المنحة بشكل نسبة، مثلاً 1:2، وتعني سهم جديد مقابل كل سهمين. وهذا يزيد عدد الأسهم المصدرة بنسبة 50%. ويحدث انخفاض سعري في يوم انتهاء

الحق في السهم المجاني بسبب ارتفاع عدد الأسهم. فإذا كانت نسبة الإصدار 1:2، ينبغي أن يتراجع سعر السهم بنحو 33% في يوم انتهاء الحق. وإذا كانت النسبة 1:3، يكون السعر في يوم الانتهاء أقل بنسبة 25% من سعر السهم عندما كان مصحوباً بحق المنحة.

من الناحية النظرية، يعد إصدار أسهم المنحة (مثل التوزيعات السهمية) ليس شيئاً ذا قيمة للمساهمين. إن عملية إصدار الأسهم المجانية تتم لكي ترسمل الشركة حساب احتياطاتها الرأسمالية المتراكمة، غير أن العديد من الدراسات التجريبية وجدت استجابة سوقية إيجابية لإعلان إصدار أسهم المنحة. ويعللون الزيادة في الأسعار بأنها قد تكون نتيجة توقعات السوق بأن إجمالي التوزيعات سيزداد في المستقبل بسبب الزيادة في عدد الأسهم. ويتوقع المستثمرون بقاء التوزيعات المستقبلية كما هي، أو أنها حتى إذا انخفضت فلن يكون الانخفاض بقدر الزيادة في عدد الأسهم.

3.2.7 تجزئة الأسهم (Stock Split)

الهدف التعليمي 3.2.7 (أ) - معرفة معنى تجزئة الأسهم وأسبابها
الهدف التعليمي 3.2.7 (ب) - معرفة الأثر المحتمل لإعلان تجزئة السهم في الأسعار وتعديل السعر من الناحية النظرية في تاريخ انتهاء التجزئة
الهدف التعليمي 3.2.7 (ج) - معرفة معنى التجزئة العكسية للأسهم والغرض منها

ما المقصود بتجزئة الأسهم؟

كما يوحي الاسم، هي تجزئة كل سهم من الأسهم المصدرة للشركة. عندما تجزئ الشركة أسهمها لا يتغير من الأمر شيء سوى عدد الأسهم المصدرة وقيمتها الاسمية. على سبيل المثال، عملية تجزئة بمعدل 1:2 (2 مقابل 1) تعني أن المساهم سيكون لديه الآن سهمان جديداً بدلاً من السهم القديم. وستُخصم الآن القيمة الاسمية لكل سهم إلى النصف. ولا تنطوي العملية على أي مدفوعات نقدية. يبقى إجمالي قيمة الأسهم كما كان، لكن يُقسم أيضاً سعر السهم إلى النصف. لا تُعدّ تجزئة الأسهم في الواقع حدثاً، مما يعني أنها لا تؤثر في سهم الشركة، أو قيمتها السوقية.

الغرض من تجزئة الأسهم

لماذا تقوم الشركات بتجزئة أسهمها؟ يعزى ذلك إلى أسباب السيولة. إن الأساس المنطقي وراء تجزئة السهم هو ببساطة خفض سعر تداوله من أجل تشجيع التداول على السهم بشكل أنشط. قد تلجأ الإدارة في الشركات التي يتداول سهمها بسعر مرتفع للغاية، خارج متناول كثير من المستثمرين، إلى تجزئة السهم لخفض السعر إلى نطاق تداول بأسعار معقولة.

ينجم عن عملية التجزئة بمعدل 2 مقابل 1 في المثال أعلاه أمران: (1) انخفاض سعر السهم يجعله أكثر جاذبية لمجموعة أوسع من المستثمرين، و(2) زيادة عدد الأسهم المصدرة المتاحة في السوق المالية سيزيد من حريتها؛ أي يجعل أسهم الشركة أكثر توافراً للمشتريين المهتمين. وعلى الرغم من أن القيمة السوقية للشركة لا تتغير نظرياً، إلا أن زيادة السيولة وارتفاع الطلب على السهم يدفعان عادةً سعر السهم إلى الأعلى.

التجزئة العكسية للأسهم (Reverse Stock Split)

ربما ترغب الشركة التي يكون سعر سهمها منخفضاً للغاية رفع السعر إلى نطاق تداول مرغوب فيه من خلال إجراء "تجزئة عكسية للسهم"، وذلك نقيض تجزئة السهم العادية تماماً. إذا كان سعر السهم ريالاً وتعرض لتجزئة عكسية بمعدل 1 مقابل 10 (10:1)، يتعين على مالكي السهم استبدال 10 من أسهمهم القديمة مقابل سهم واحد جديد، ويرتفع السعر مثلاً من ريال للسهم الواحد إلى 10 ريالات. وقد تقرر الشركة استخدام التجزئة العكسية لتجنب وصم سهمها "بسهم السنت أو القرش" أو الأسهم منخفضة القيمة (Penny Stock). وفي أحيان أخرى، قد تستخدم الشركات التجزئة العكسية لإبعاد صغار المستثمرين.

3.7 عمليات الاندماج والاستحواذ (Mergers and Acquisitions)

1.3.7 ما المقصود بعمليات الاندماج والاستحواذ؟

الهدف التعليمي 1.3.7 – فهم معنى عمليات الاندماج والاستحواذ وأوجه الاختلاف بينهما

إن عمليات الاندماج والاستحواذ أو المعروفة بالاختصار الإنجليزي الشهير "M & A" هي عمليات ضم ودمج الشركات. يحدث الاندماج عندما تتفق شركتان على الاتحاد معاً والمضي قدماً كشركة واحدة جديدة، بدلاً من بقائهما منفصلتين من حيث الملكية والتشغيل.

ويستبدل بأسهم الشركتين سهم الشركة الجديدة.

أما الاستحواذ فيحدث عندما تستحوذ شركة على أخرى وتشتريها، وتُنصب نفسها بوضوح مالكاً جديداً. وتختفي الشركة المستهدفة و"تبتلع" الشركة المشتري أعمالها، وتستمر أسهم المشتري في التداول. وغالباً ما تكون عمليات الاستحواذ ودية، إذ تشعر جميع الأطراف بالرضا عن الصفقة، بالرغم من أن هناك أيضاً بعض عمليات الاستحواذ "غير الودية" أو العدائية. ويسمى الاستحواذ "العدائي" أحياناً "السيطرة". تستطيع الشركة، في عملية الاستحواذ، شراء الأخرى نقداً، أو بالأسهم، أو بمزيج من الاثنين.

أما في عملية "الاستحواذ العكسي"، فتقوم شركة خاصة قوية ومحققة للأرباح بالاندماج مع أو الاستحواذ على شركة مدرجة عادة ما تكون ذات أعمال أو أصول محدودة. وتصبحان معاً شركة جديدة ذات أسهم مدرجة. ويمكنهما بعد ذلك إصدار أسهم جديدة لحشد رأسمال إضافي. هذا الطريق المختصر نحو السوق المالية ربما تتخذه شركة خاصة لديها آفاق مستقبلية قوية وحريصة على حشد تمويل جديد من السوق المالية، وليس لديها الصبر للانتظار واستيفاء المعايير المطلوبة للإدراج.

وبغض النظر عن الفئة أو الهيكل، إن لجميع عمليات الاندماج والاستحواذ هدفاً مشتركاً واحداً: هو خلق تآزر أو تضافر تشغيلي يجعل قيمة الشركتين مجتمعتين أكبر من مجموع قيمة الجزأين منفصلين. ويعتمد نجاح عملية الاندماج أو الاستحواذ على مدى تحقق هذا التآزر.

2.3.7 مصادر التآزر والوفورات (Synergy)

الهدف التعليمي 2.3.7- التعرف على معنى التآزر و الوفورات ومصادره في عمليات الاندماج والاستحواذ

يشير مفهوم التآزر إلى الفكرة التي تنص على أن قيمة شركتين مجتمعتين أكبر من مجموع قيمة كل منهما على حدة. ويعبر البعض عنها بـ $5=2+2$ أو $(A+B) < AB$. ويكمن المبدأ الأساسي وراء عمليات الاندماج أو الاستحواذ في خلق قيمة للمساهم تفوق مجموع الشركتين الأصليتين. ومن المصادر الشائعة للتآزر ما يلي:

- الكفاءة التشغيلية: بعد الاندماج، لا حاجة إلى رئيسين تنفيذيين، ومجموعتي إدارة عليا، وكادرين من العمال كما كان من قبل. سوف يتم اختيار الموظفين المختصين والأكثر إنتاجية فقط في الشركة الجديدة. وسوف يكون هناك توفير كبير في نفقات الموارد البشرية. إضافة إلى أن الموظفين الباقين تم انتقاؤهم على أساس الجدارة، مما يعني تعزيز الإنتاجية.
- اقتصاديات الحجم: سيتم استغلال التكاليف الثابتة كأنظمة التشغيل، وأنظمة تقنية المعلومات، وبعض الأصول الثابتة بشكل أفضل. وهذا يؤدي إلى الطاقة الإنتاجية الفائضة. فعند الشراء، يمكن أن توفر الطلبات الكبيرة التكاليف على الشركة، وكذلك عند تقديم طلبات أكبر، يكون لدى الشركات قدرة أكبر على التفاوض مع الموردين.
- اكتساب تقنية جديدة: من أجل الحفاظ على القدرة التنافسية، يتعين على الشركات البقاء في صدارة التطورات التقنية وتطبيقاتها التجارية. ويمكن لشركة كبيرة من خلال شراء شركة أصغر حجماً ذات تقنيات فريدة من نوعها أن تحافظ على الميزة التنافسية أو تطورها.
- تحسين الوصول إلى الأسواق والبروز في الصناعة: أحياناً يكون من السهل والسريع الدخول إلى سوق جديدة عن طريق الاستحواذ على شركة تعمل أصلاً في تلك السوق. فقد يؤدي الاندماج إلى توسيع نطاق الشركتين في التسويق والتوزيع، مما يمنحهما فرصة تحقيق مبيعات جديدة. كذلك يمكن للاندماج أن يحسّن مكانة الشركة في قطاع الاستثمار، مما يسهل عملية حشد المال من أجل التوسع.

3.3.7 أنواع الاندماج

الهدف التعليمي 7- 3- 3: معرفة الأنواع المختلفة من الاندماج.

هناك أنواع مختلفة من عمليات الاندماج؛ مثل:

- الاندماج الأفقي (Horizontal merger): ويحدث بين شركتين في تنافس مباشر وتشتركان في نفس خطوط الإنتاج والأسواق. وهذا مصدر مهم من مصادر اقتصاديات

الحجم. وتمنع قوانين مكافحة الاحتكار في بعض البلدان هذا النوع من الاندماج؛ لأنه يقلل من المنافسة.

- الاندماج العمودي (Vertical merger): ويحدث بين شركة عميلة والشركة المسيطرة أو الشركة الموردة والشركة المسيطرة. على سبيل المثال: تخيل أن مورّد كأس البسكويت يندمج مع صانع الأيس كريم، أو أن تندمج شركة إنشاء مع منتج الإسمنت. هذه الاندماجات هي اندماجات في سلسلة المنتج، وتفضي إلى توفير التكاليف والكفاءة التشغيلية.
- الاندماج التوسعي في أكثر من سوق واحدة (Market-extension merger): ويحدث بين شركتين تبيعان نفس المنتجات في أسواق مختلفة. وهذا الاندماج يوسع حصة الشركتين في السوق، ويعود بالفائدة على شكل مشاركة النفقات والسيطرة على السوق.
- الاندماج التوسعي في أكثر من منتج (Product-extension merger): ويحدث بين شركتين تبيعان منتجات مختلفة لكنها مرتبطة بعضها ببعض في السوق نفسه.
- الاندماج المختلط غير المتجانس (Conglomeration): ويحدث بين شركتين ليس بينهما مجالات عمل مشتركة. وإنما يكون في هذا الاندماج بعض العناصر من توفير التكاليف واقتصاديات الحجم، لكن قد يواجه صعوبات بسبب وجود اختلافات في إستراتيجيات سوق المنتج.

4.3.7 تجزئة الشركات وفصلها

الهدف التعليمي 4.3.7 (أ) - معرفة الطرق المختلفة لإعادة تنظيم الشركات من خلال التقسيم

الهدف التعليمي 4.3.7 (ب) - فهم الأساليب المختلفة لتقسيم الشركات: البيع بالتصفية (بيع جزء من الأصول)، واقتطاع الأسهم (طرح إحدى الشركات التابعة للاكتتاب العام)، والعزل (تحويل الأصول)

الهدف التعليمي 4.3.7 (ج) - معرفة مختلف مزايا وعيوب تقسيم الشركات

في الوقت الذي تأسر فيه عمليات الاندماج والاستحواذ مخيلة العديد من المستثمرين والشركات، تبدو فكرة التحول إلى كيان أصغر أمراً غير وارد. بيد أن تقسيم الشركات؛ مثل البيع بالتصفية (بيع جزء من الأصول)، واقتطاع الأسهم (طرح إحدى الشركات التابعة للاكتتاب العام)، والعزل (تحويل الأصول)، قد تكون خيارات جذابة جداً للشركات ومساهميها.

بيع جزء من الأصول أو البيع بالتصفية (Sell-off)

إن عملية بيع جزء من الأصول هي عملية البيع المباشر لشركة تابعة، وتُعرف أيضاً بالتفكيك أو التخلص من الاستثمارات (Divestiture). عندما تدرك الشركة الأم أن إحدى شركاتها التابعة العاملة في خط تجاري آخر تستطيع العمل بصورة مستقلة، فقد تقوم الشركة الأم ببيع هذه الشركة التابعة لكي تركز على مجال عملها الأساسي الأصلي، علاوةً على أن الشركة الأم تستطيع أيضاً الاستفادة من عائدات بيع الشركة التابعة

طرح إحدى الشركات التابعة للاكتتاب العام أو اقتطاع الأسهم (Equity Carve-out)

تحوّل في هذه الحالة الشركة الأم شركة تابعة إلى شركة عامة من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام، وتحفظ الشركة الأم بحصة مهيمنة على الشركة الجديدة. وهذه الإستراتيجية يمكن أن تتخذها الشركة الأم عندما تجد أن إحدى شركاتها التابعة تنمو بشكل أسرع وتحصد تقييمات أعلى من الشركات الأخرى التي تملكها. ويتولد عن عملية طرح الشركة التابعة (اقتطاع أسهمها) مبالغ نقدية؛ لأن أسهمها تباع للجمهور.

تحويل الأصول أو العزل (Spin-off)

تحدث عملية تحويل الأصول (العزل) عندما تتحول إحدى الشركات التابعة إلى كيانٍ مستقل، ولكن ليس من خلال بيع الأسهم، بل عن طريق توزيع أسهم مجانية على شكل توزيعاتٍ سهمية، ولا يتولد عنها أي مبالغ نقدية. إذ حشد المال ليس هو هدف عملية العزل. وكما في عملية طرح شركة تابعة للاكتتاب العام (اقتطاع الأسهم)، تصبح الشركة التابعة كياناً قانونياً مستقلاً بإدارة خاصة ومجلس إدارة مستقلين. وعادةً ينجم عن عمليات تحويل الأصول أو العزل شركات تابعة سليمة مالياً ومزدهرة.

مزايا انقسام الشركات

- إن الأساس المنطقي خلف تقسيم الشركات هو أن "الأجزاء أكبر من الكل". ويمكن أن يساعد هذا الشركة الأم على حشد أموال إضافية. كذلك يمكن للانفصال أن يحسن تقييم كلاً من الشركتين؛ لأن الشركة الأم والشركة التابعة أصبحتا أكثر تركيزاً الآن على أعمالهما الخاصة.
- عندما تعمل الشركات ككيانات مستقلة، يحصل المساهمون على معلومات أفضل عن هذه الوحدات التجارية؛ لأنها تصدر الآن قوائم مالية وإعلانات مستقلة. وهذا مفيد بشكل خاص عندما يكون مجال الشركة الأم التقليدي يختلف عن مجال الشركة المنفصلة. ومع الإفصاح عن قوائم مالية مستقلة، يكون بمقدور المستثمرين إجراء تقييم أفضل للشركة الأم والشركة الجديدة كل على حدة.
- إن فصل شركة تابعة عن الشركة الأم قد يقلل من المنافسة الداخلية على أموال الشركة.
- بالنسبة إلى الموظفين في الكيان المستقل الجديد، هناك أسهم متداولة في السوق لتحفيزهم ومكافأتهم. ولا تشكل غالباً خيارات الأسهم في الشركة الأم حافزاً لمديري الشركات التابعة وموظفيها؛ ذلك لأن جهودهم غالباً ما تكون مدفونة في أداء الشركة الإجمالي.

مساوئ انقسام الشركات

- تصبح الشركات أصغر بعد الانفصال، ولكونها صغيرة قد تواجه صعوبات في جمع الأموال في السوق المالية، وخاصة بالنسبة إلى الشركات التابعة.
- تصبح الشركة الأم الآن أصغر، وتزول المخاطر التي تنتج من تضمين الشركة في محفظة مؤشر كبير. علاوة على ذلك، قد يصعب على كل من الشركتين (الأم والجديدة) جذب المؤسسات الاستثمارية.
- إن العمل كشركات منفصلة يعني الازدواجية في التكاليف الرأسية، وهذا نقيض أثر الاندماج. بعبارة أخرى: التآزر الذي تمتعت به الشركة في السابق يكون قد زال الآن.

4.7 الطرح الأولي للاكتتاب العام (IPO)

1.4.7 ما المقصود بالطرح الأولي للاكتتاب العام؟

الهدف التعليمي 1.4.7 – معرفة المقصود بالطرح الأولي للاكتتاب العام والغرض منه

يشير الطرح الأولي للاكتتاب العام إلى عملية البيع الأولى لأسهم الشركة للجمهور. إذا كانت الشركة لم تصدر قبل ذلك أسهماً للجمهور، وهذه هي المرة الأولى التي تفعل فيها ذلك، فإن هذا يعرف بالطرح الأولي للاكتتاب العام (IPO). وقد يطلق عليه أيضاً "إصدار جديد غير معزز" للتفريق بينه وبين "إصدار جديد معزز" الذي يعني طرح أسهم جديدة بواسطة شركة مدرجة أصلاً في السوق.

تنقسم الشركات إلى فئتين واسعتين: خاصة وعامة. وتنشأ الشركة في العادة أول ما تنشأ شركة خاصة من قبل أعضائها المؤسسين. وتكون أسهم الشركة الخاصة مملوكة لقلّة من المساهمين الذين عادةً ما يكونون أفراد عائلة أو شركاء مقربين. ويملك القطاع الخاص معظم الشركات الصغيرة كما يملك بعض الشركات الكبيرة. ولا تجد الشركات الخاصة مدرجة في السوق ولا تباع أسهمها للجمهور.

عندما تكبر أي شركة خاصة قد يأتي وقت تحتاج فيه إلى التحول إلى شركة عامة من أجل حشد المزيد من رأس المال من السوق المالية. وفي عملية التحول إلى شركة مساهمة عامة، يجب إصدار أسهم جديدة. ويسمى هذا الطرح للأسهم الجديدة، إضافة إلى طرح جزء من أسهم الأعضاء المؤسسين، "طرح أولي للاكتتاب العام". وعند نجاح عملية الطرح، تدرج أسهم

الشركة في سوق الأسهم للتداول العام. ولهذا السبب يطلق أيضاً على عملية الاكتتاب "التحول إلى شركة مساهمة عامة".

تحتوي الشركات المساهمة العامة على آلاف أو ملايين المساهمين وتخضع لقواعد ولوائح حازمة. ويجب أن يكون لديها مجلس إدارة ويجب أن تلتزم بقواعد صارمة حول رفع التقارير والإفصاح. ويخضع أداء الشركة وأنشطتها لرقابة وثيقة ورصد وتحليل من قبل السلطات التنظيمية والمستثمرين. ومن منظور المستثمر، أكثر ما يثير الاهتمام بشأن شركة عامة هو إتاحة أسهمها للتداول في سوق مفتوحة، حيث يمكن لأي شخص مؤهل يملك مبلغاً نقدياً شراء الأسهم ليصبح أحد ملاك الشركة.

2.4.7 فوائد التحول إلى شركة عامة مدرجة

الهدف التعليمي 7- 4- 2: معرفة الفوائد المختلفة لتحول شركة خاصة إلى شركة عامة مدرجة.

إن السبب الرئيس لتحول شركة خاصة إلى شركة عامة هو حشد المزيد من الأموال في السوق المالية. ويمكن للشركة زيادة رأسمالها من خلال الاقتراض (من المصارف أو من إصدار سندات دين خاصة)، أو من خلال إصدار أسهم. إن هناك حدوداً للاقتراض المصرفي، ولذلك يُعدّ إصدار الأوراق المالية للجمهور على شكل سندات أو أسهم، أكثر الطرق شيوعاً لجمع رأس المال. ويتحقق هذا بأن تصبح الشركة أولاً شركة عامة وتدرج أسهمها في البورصة. ويفتح تداول أسهم الشركة من الجمهور أبواباً مالية كثيرة:

- يمكن للشركات العامة الحصول على أسعار فائدة أفضل عندما تصدر سندات دين.
- ما دام هنالك طلب في السوق، يمكن للشركة العامة إصدار المزيد من الأسهم.
- لذلك، تكون عمليات الاندماج والاستحواذ أسهل؛ لأن الأسهم يمكن إصدارها كجزء من الصفقة.
- إن التداول في الأسواق المفتوحة يعني سيولة. وهذا يجعل من الممكن تنفيذ أشياء من قبيل خطط تملك الموظفين للأسهم، مما يساعد على اجتذاب أفضل المواهب.

إضافة إلى ذلك، إن كون الشركة مدرجة في السوق المالية يضيف عليها قدرًا كبيراً من المكانة؛ وذلك لأن الشركات يجب أن تفي بمختلف متطلبات ومعايير الإدراج قبل الموافقة على إدراجها. وعندما تدرج، تكون عرضة للتدقيق المستمر من قبل السلطات وجمهور المستثمرين.

3.4.7 عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام

الهدف التعليمي 3.4.7 – فهم عملية الاكتتاب العام

عندما ترغب شركة في التحول إلى شركة عامة مدرجة، فإن أول ما تقوم به هو الاستعانة بأحد المصارف الاستثمارية لإدارة إصدار الأسهم الجديدة. وتسمى عملية الاضطلاع بمهمة إدارة إصدار الأسهم الجديدة "التعهد بالتغطية" (underwriting)، وتكون بواسطة مصرف استثماري يسمى "الضامن أو متعهد التغطية". ويمكن أن يُعدّ متعهد التغطية وسيطاً بين الشركات وجمهور المستثمرين، وهو يضطلع بمهام عملية التسجيل، وتحديد سعر الطرح، وإعداد نشرة الإصدار، وتسويق الأسهم الجديدة، وإدارة طلبات الاكتتاب وتسجيل المساهمين.

إن اتفاقية تغطية الاكتتاب بين الشركة (المُصدر) والمصرف الاستثماري (متعهد التغطية) تقوم على أساس "الالتزام الراسخ" أو "بذل قصارى الجهد". في الالتزام الراسخ، يضمن متعهد التغطية حشد المبلغ المطلوب من خلال شراء الطرح بأكمله وإعادة بيعه بعد ذلك على الجمهور. وفي هذا الأسلوب، يتحمل متعهد التغطية مخاطر المخزون كافة ويكون مسؤولاً عن أي أسهم غير مبيعة من الكمية المطروحة (المخزون).

أما في اتفاقية بذل قصارى الجهد، فيعمل متعهد التغطية وكياً للشركة المصدرة، لكنه لا يضمن بيع الكمية كلها، بل يتعهد أن يبذل أقصى ما بوسعه لبيع الأسهم الجديدة، ومع ذلك، إذا لم يستطع بيع جميع الأسهم، فإنه غير مسؤول عن أي مخزون لم يبيع.

وإذا كان متعهد التغطية غير قادر على تحمل كل المخاطر الخاصة بالطرح – ربما بسبب ضخامة الكمية المطروحة – فيمكنه أن يشكل اتحاداً أو ائتلاًفاً مكوناً من عدة متعهدين، ويقود هذا الاتحاد متعهد تغطية واحد، ويبيع الآخرون جزءاً من الإصدار.

4.4.7 عملية الاكتتاب العام في السوق المالية السعودية

الهدف التعليمي 4.4.7 – فهم عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام لإدراج السهم في سوق الأسهم السعودية

يبحث هذا القسم عملية الطرح الأولي للأسهم العادية الجديدة الخاصة بالشركات التي ترغب في التحول إلى مساهمة عامة مدرجة في السوق المالية السعودية.

تستعين الشركة الراغبة في التحول إلى شركة عامة مدرجة بمصرف استثماري يدير عملية الاكتتاب. وتقع وظيفة المصرف الاستثماري ضمن صلاحية الأشخاص المرخص لهم؛ وذلك بأداء مهمة ترتيب العملية، والاضطلاع بدور المستشار المالي للشركة المصدرة. وينفذ المستشار المالي العملية اللازمة حسبما تتطلبها القوانين واللوائح التي تنظم عملية طرح أسهم جديدة. ويجب الحصول على موافقة هيئة السوق المالية قبل طرح الأسهم الجديدة للجمهور.

يُعدّ المستشار المالي "طلب تسجيل وموافقة على الإدراج" والوثائق الداعمة اللازمة حسبما تقتضيه قواعد التسجيل الإدراج ليتقدم به إلى هيئة السوق المالية. وتشمل هذه الوثائق -من بين أمور أخرى - تقريراً مالياً وقانونياً للعناية الواجبة، وتقارير مالية مدققة سابقة للشركة (لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات)، ونشرة الإصدار وتحتوي نشرة الإصدار على معلومات حول الطرح، ومعلومات الشركة مثل الخلفية التاريخية، والأنشطة التجارية، وفريق الإدارة، واستخدامات حصيلة مبالغ الاكتتاب، ومجلس الإدارة، وكبار المساهمين.

وعند الموافقة على الطلب، يُعدّ المستشار المالي نشرة الإصدار الأولية (red herring) تمهيداً للجولة الترويجية وبناء سجل أوامر الاكتتاب. وتتطابق نشرة الإصدار الأولية مع نشرة الإصدار العادية، غير أنها لا تحتوي على سعر الطرح. وبعد إنجاز نشرة الإصدار الأولية، يقوم المستشار المالي بجولة ترويجية، مستهدفاً المؤسسات الاستثمارية لبدء عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب. وتفرض هيئة السوق كحد أدنى نسبة 100% تغطية لأسهم الطرح في عملية بناء سجل الأوامر. ويحدد السعر الأعلى في تغطية 100% سعر الطرح العام. ومن حيث عدد الأسهم المطروحة، تفرض قواعد التسجيل والإدراج ألا يقل ما يطرح للجمهور (المستثمرين الأفراد) عن 30% من أسهم الشركة المصدرة.

وعند الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر وفحصها ومراجعتها من قبل هيئة السوق المالية، يعلن المستشار المالي للجمهور التغطية المؤسسية من خلال إعلان سعر الطرح، والحد الأدنى والحد الأقصى لكمية الطلب، وقائمة المؤسسات المستلمة (وهي الأشخاص المرخص لهم والمصارف التجارية المشاركة). ويمكن إجراء اكتتاب الأفراد عبر أجهزة الصراف الآلي، إضافة إلى الهاتف المصرفي، والإنترنت، أو عن طريق ملء النماذج الورقية. ويفتح التقديم في العادة لمدة 7 أيام تقويمية. ويتم إدراج الأسهم الجديدة للتداول العام في غضون نحو 7 أيام بعد التخصيص.

5.4.7 ما بعد الاكتتاب والإدراج

الهدف التعليمي 5.4.7 (أ) - معرفة لماذا يُعدّ سعر أسهم الاكتتابات العامة أقل من قيمتها الحقيقية بشكل عام
الهدف التعليمي 5.4.7 (ب) - فهم أن الاكتتابات العامة تشكل استثماراً جيداً في معظم الحالات

تطرح الاكتتابات العامة - في كل أسواق الأسهم تقريباً - بسعر خصم. ويُعدّ هذا "التخفيض في السعر" ضرورياً كشكل من أشكال التعويض للمستثمرين عن أخذ مخاطر إضافية؛ لأن الشركة غير معروفة في ذاك الوقت. وكذلك يُعدّ هذا التسعير المنخفض ضرورياً من أجل ضمان نجاح الطرح العام؛ أي ضمان الاكتتاب الكامل في جميع الأسهم. وبسبب هذا التسعير المنخفض، لا يستغرب أن يفتح سعر السهم بعلاوة فور بدئه التداول العام في سوق الأسهم. أولئك الذين نجحوا في شراء السهم خلال مرحلة الاكتتاب يحققون عوائد غير عادية في يوم الإدراج وكثير منهم بالفعل يسيّل أرباحه في اليوم الأول ويخرج.

لمنع حدوث بيع جماعي يكون له أثر سلبي في سعر السهم الجديد، يقوم متعهد التغطية أحياناً بجعل مسؤولي الشركة وموظفيها يوقعون اتفاقية تجميد أو عدم بيع. وتُعدّ اتفاقيات التجميد عقوداً ملزمة قانونياً بين متعهدي التغطية ومنسوبي الشركة، تمنعهم من بيع أي سهم من الأسهم فترةً محددةً من الزمن. ويمكن أن تراوح الفترة من ثلاثة أشهر إلى 24 شهراً. وتعد فترة تسعين يوماً هي الحد الأدنى المنصوص عليه بموجب القاعدة 144 من قانون الولايات المتحدة، لكن اتفاقية التجميد التي يحددها متعهدو التغطية قد تكون أطول. وعندما تنتهي فترة التجميد، يُسمح لجميع منسوبي الشركة ببيع أسهمهم.

ومن الملاحظ أنه لا يوجد في السوق المحلية فترات تجميد تُفرض على أي نوع من المساهمين ممن تم تخصيص أسهم اكتتاب لصالحهم. يستطيع المساهمون من أفراد ومؤسسات بيع أسهمهم في اليوم الأول من الإدراج أو أي يوم آخر متى شاؤوا. ومع ذلك، يخضع بيع الأسهم من قبل مساهمين مؤسسين لقيود معينة.

أسئلة للمراجعة

1. ما المقصود بالتوزيعات؟ ما الفرق بين التوزيعات النقدية والتوزيعات السهمية؟ ما آثار التوزيعات في أسعار الأسهم؟
2. صف المصطلحات المختلفة ذات الصلة بالتوزيعات. ما النظريات الأساسية المتعلقة بسياسة التوزيعات؟
3. ما المقصود بإصدار حقوق الاكتتاب الخاصة؟ لماذا تُصدر الشركات حقوق اكتتاب خاص؟ ما الإجراء الذي يمكن للمساهم اتخاذه عند تلقيه حق اكتتاب خاص؟
4. ما المقصود بإصدار أسهم منحة؟ صف أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين التوزيعات السهمية.
5. ما المقصود بتجزئة الأسهم؟ لماذا تقوم الشركة بتجزئة أسهمها؟ ما الأثر المحتمل لإعلان تجزئة الأسهم في أسعار السهم؟
6. اشرح ما قد يحدث لأسعار السهم عندما يحل تاريخ انتفاء حقه في التوزيعات، وانتفاء حقه في حقوق الاكتتاب الخاص، وانتفاء حقه في أسهم المنحة، وتاريخ ما بعد التجزئة؟
7. ما المقصود بالاندماج، وما المقصود بالاستحواذ؟ صف أوجه الاختلاف الرئيسية بين العمليتين.
8. ما معنى التآزر في سياق عمليات الاندماج والاستحواذ؟ وما مصادر التآزر الشائعة؟
9. صف الأنواع المختلفة من الاندماج وأبعادها التآزرية؟
10. صف الأساليب المختلفة لتقسيم الشركات مثل بيع جزء من الأصول، وطرح إحدى الشركات التابعة للاكتتاب العام، وتحويل الأصول. وما مزايا ومساوئ تقسيم الشركات؟
11. ما المقصود بالطرح الأولي للاكتتاب العام؟ صف بعض الفوائد الرئيسية لتحويل شركة خاصة إلى شركة عامة مدرجة؟
12. صف عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام بصورة عامة. وصف عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام في السوق المالية السعودية.
13. لماذا تكون عمليات الطرح الأولي للاكتتاب العام ذات سعر مخفض في العادة؟

عينة من أسئلة الخيارات المتعددة

1. عندما تدفع شركة توزيعات نقدية، ماذا يحدث لسعر سهمها في تاريخ انتهاء حق التوزيعات؟
- (أ) يبقى السعر دون تغيير؛ لأن التوزيعات مدفوعة من المكاسب.
- (ب) ينخفض السعر بما يساوي مبلغ التوزيعات المدفوع.
- (ج) يرتفع السعر؛ لأن المستثمرين يفضلون التوزيعات.
- (د) يعتمد الأمر على مقدار التوزيعات المدفوعة، فقد يتراجع سعر السهم، أو يرتفع، أو يبقى دون تغيير.

2. لديك 100 سهم من أسهم شركة (ABC). إذا أصدرت الشركة أسهم منحة بنسبة 1:4، كم سهماً من أسهم شركة (ABC) تملك بعد التوزيع؟
- (أ) 20
- (ب) 25
- (ج) 120
- (د) 125

3. أي من العبارات التالية لا يحتمل أن تكون مصدراً من مصادر التأخر في عمليات الاندماج والاستحواذ؟
- (أ) تبني ثقافة العمل الأفضل بين الشركتين.
- (ب) تحقيق اقتصاديات الحجم في العمليات.
- (ج) الجمع بين الخبرة والموارد الجديدة.
- (د) القضاء على وقت الانتظار في سلسلة التوريد.

4. إن عمليات تقسيم الشركات هي النقيض المقابل لعمليات الاندماج والاستحواذ. وتشمل المساوي

الرئيسية لتقسيم الشركات ما يلي:

- (أ) تقسيم الشركة نفسها إلى وحدات أصغر قد يفقدها التآزر الذي كان لديها ككيان أكبر.
(ب) تكون الشركات بعد الانفصال أصغر وربما تواجه صعوبات في جذب التمويل من السوق.
(ج) كلما صغر حجم الشركة قلّ تمثيلها في المؤشرات الرئيسية، مما يجعل جذب اهتمام المؤسسات الاستثمارية أكثر صعوبة.

1 - أ و ب فقط

2 - أ و ج فقط

3 - ب و ج فقط

4 - أ و ب و ج.

5. أي العبارات التالية ليست سمة من سمات شركة عامة مدرجة؟

- (أ) تحتاج إلى قاعدة رأسمالية كبيرة يمكن حشدها من خلال السوق المالية.
(ب) هناك رقابة وثيقة على أدائها وأنشطتها من قبل السلطات التنظيمية.
(ج) قد تكون الأسهم مملوكة بالكامل من قبل أسر الأعضاء المؤسسين أو شركائهم المقربين.
(د) تكون الأسهم في العادة مدرجة في سوق الأسهم للتداول العام.

الجزء الثاني: التشريعات المنظمة لعمل الوسطاء/المتعاملين

الفصل الثامن

نظام السوق المالية

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

المقدمة

1.8 الأوراق المالية

1.1.8 الأدوات التي تمثل "أوراقا مالية"

2.1.8 الأدوات التي لا تمثل "أوراقا مالية"

2.8 هيئة السوق المالية

1.2.8 أهداف الهيئة

3.8 الجهات السعودية الأخرى

1.3.8 السوق المالية السعودية

2.3.8 لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

3.3.8 مركز إيداع الأوراق المالية "المركز"

4.8 تنظيم الوسطاء

1.4.8 متطلبات الوسطاء

2.4.8 نشاطات الوسيط

3.4.8 سلطة السوق المالية على الوسطاء

5.8 الإفصاح

1.5.8 الإفصاح في نشرة الإصدار

6.8 تنظيم الشراء والعرض المقيد للأسهم

7.8 العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات (عام)

المقدمة

يعالج هذا الباب الجوانب القانونية لمعاملات السوق المالية في المملكة العربية السعودية. وقد تم إصدار نظام السوق المالية الذي بموجبه أنشئت هيئة السوق المالية (الهيئة) والسوق المالية السعودية (السوق) ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (اللجنة).

1.8 الأوراق المالية

1.1.8 الأدوات التي تمثل "أوراقاً مالية"

هدف تعليمي 1.1.8- معرفة ما المقصود بالأوراق المالية المشار إليها في نظام السوق المالية (الفصل الأول، المادة 2)

بحسب نظام السوق المالية، فإن المقصود بالأوراق المالية ما يأتي:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول
- أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- أي أدوات تمثل حقوق مشاركة في الأرباح، وأي حقوق في توزيع الأصول .
- أي حقوق أخرى أو أدوات يرى مجلس الهيئة تضمينها واعتمادها كأوراق مالية، إذا رأى في ذلك تحقيقاً لسلامة السوق أو حماية المستثمرين.

2.1.8 الأدوات التي لا تمثل "أوراقاً مالية"

هدف تعليمي 2.1.8- معرفة الأدوات التي استبعدت من المقصود "بالأوراق المالية"، وبالتالي لا تندرج ضمن أحكام نظام السوق المالية (لفصل الأول، المادة 3)

هنالك أدوات مالية معينة استُبعدت من المقصود "بالأوراق المالية":

- الأوراق التجارية مثل الشيكات والكمبيالات وسندات الأمر والاعتمادات المستندية والحوالات النقدية.
- الأدوات التي تتداولها البنوك حصراً في ما بينها.
- بوالص التأمين.

- أي حقوق أو أدوات تُعدّ أوراقاً مالية يرى مجلس الهيئة عدم معاملتها كأوراق مالية، إذا رأى المجلس عدم ضرورة معاملتها كأوراق مالية بناءً على مقتضيات سلامة السوق أو حماية المستثمرين.

2.8 هيئة السوق المالية

1.2.8 أهداف الهيئة

هدف تعليمي 1.2.8- فهم حدود مسؤوليات هيئة السوق المالية في ضوء نظام السوق المالية، والمهام التي يمكنها القيام بها من أجل تحقيق تلك الأهداف (لفصل الثاني، المادة 5)

أنشئت الهيئة بموجب نظام السوق المالية. وتُعدّ الهيئة الجهة المنوط بها إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات والأوامر الأخرى وتطبيق أحكام هذا النظام.

ومن أجل تحقيق هذه الأهداف نيط بالهيئة القيام بما يأتي:

- 1 - تنظيم السوق المالية وتطويرها والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- 2 - تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها وتداولها.
- 3 - تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- 4 - حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
- 5 - العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- 6 - تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعاملات الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
- 7 - تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.

3.8 الجهات السعودية الأخرى

1.3.8 السوق المالية السعودية

هدف تعليمي 1.3.8 – معرفة أهداف السوق المالية (الفصل الثالث، المادة 20)

إن السوق المالية التي أنشئت في المملكة العربية السعودية لتداول الأوراق المالية (السوق المالية السعودية أو السوق (تداول)) هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة. وتشمل أهداف السوق ما يلي:

- 1 - التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- 2 - توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة وذات كفاءة للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
- 3 - وضع معايير مهنية للوسطاء ووكالاتهم وتطبيقها.
- 4 - التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراقبة الدورية لضمان مدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

2.3.8 لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

هدف تعليمي 2.3.8 – فهم طبيعة عمل لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (الفصل الثالث، المادة 25)

أنشأت الهيئة لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية. وكما يدل عليه اسمها، فإن مهمة اللجنة تتمثل في النظر في الدعاوى والشكاوى ذات العلاقة بالمنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص. وللجنة الصلاحيات اللازمة لاستدعاء الشهود، وإصدار الأوامر والقرارات، وفرض العقوبات، والأمر بتقديم الأدلة والوثائق من أجل تسوية القضايا والشكاوى.

وتشمل اختصاصات اللجنة النظر في التظلم من القرارات و الإجراءات الصادرة عن الهيئة أو السوق. ويحق للجنة إصدار قرار بالتعويض وطلب إعادة الأوضاع إلى ما كانت عليه، أو إصدار قرار آخر يكون مناسباً ويضمن حق المتضرر.

تتكون اللجنة من مستشارين قانونيين متخصصين في الأسواق المالية وفقه المعاملات ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية. ويعين أعضاء اللجنة بقرار من مجلس الهيئة لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. غير انه يجب ألا تكون لأعضاء اللجنة مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة أو صلة قرابة حتى الدرجة الرابعة بأصحاب الشكوى أو الدعوى المرفوعة أمام اللجنة.

وعلى اللجنة أن تباشر النظر في الشكاوى أو الدعوى خلال مدة لا تزيد على أربعة عشر يوماً من تاريخ إيداع الشكوى أو الدعوى لدى اللجنة. ولكن لا يجوز إيداع أي شكوى أو صحيفة دعوى لدى اللجنة قبل إيداعها أولاً لدى الهيئة، وما لم يمض على ذلك مدة تسعين يوماً من تاريخ إيداعها إلا إذا أخطرت الهيئة مقدم الشكوى أو الدعوى بجواز الإيداع لدى اللجنة قبل انقضاء هذه المدة .

ويجوز الإثبات في قضايا الأوراق المالية بجميع طرق الإثبات، بما فيها البيانات الإلكترونية أو الصادرة عن الحاسوب، وتسجيلات الهاتف، ومراسلات جهاز الفاكسميلي، والبريد الإلكتروني.

تنفذ القرارات النهائية التي تصدر عن اللجنة، بناءً على طلب الهيئة أو السوق، عن طريق الجهة الحكومية (ذات الاختصاص) والمخولة بتنفيذ الأحكام القضائية. وفي حالة الشكاوى التي ينتج عن البت فيها تعويض أو أضرار يتم دفعها لطرف آخر، يتعين تنفيذها من قبل الأطراف على النهج المتبع في تنفيذ الأحكام القضائية في الدعاوى المدنية.

يكون استئناف قرارات اللجنة خلال 30 يوماً من تاريخ إبلاغها. ويتم الاستئناف أمام لجنة الاستئناف، التي تتكون من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء. ويعين أعضاء اللجنة لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. وتعد قرارات لجنة الاستئناف نهائية، مع حق لجنة الاستئناف في رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، أو تأكيد تلك القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استناداً إلى المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل، وفقاً لتقديرها.

3.3.8 مركز إيداع الأوراق المالية " المركز "

هدف تعليمي 3.3.8- فهم طبيعة ومهام مركز إيداع الأوراق المالية (الفصل الرابع، المادة 26، 27)

هدف تعليمي 4.3.8- ما يقوم به المركز في حالة الخطأ أو الاعتقاد بوجود خطأ في المعلومات التي في سجلاته (الفصل الرابع، المادة 27)

مركز إيداع الأوراق المالية (المركز) إدارة أنشأها مجلس إدارة السوق المالية. وهو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها.

إن المركز هو الجهة الوحيدة لتسجيل جميع حقوق ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق. وتعد القيود المدونة في السجلات النهائية للمركز دليلاً وإثباتاً قاطعاً على ملكية الأوراق المبينة فيها والأعباء والحقوق المتعلقة بها، ويصدر المركز إشعاراً بالتسجيل بناءً على الطلب المستمر، ويقدم المركز كذلك تقارير دورية لحملة الأوراق المالية عن الأوراق المالية المملوكة لهم والمسجلة في سجلات المركز.

وتُعدّ سرية ملكية الأوراق المالية في المركز بالغة الأهمية، ويحظر على موظفي المركز والسوق ومدققي حساباتهم ومستشاريهم وخبرائهم إفشاء أي معلومات عن مالكي الأوراق المالية إلا في حدود القواعد التشغيلية الصادرة عن المركز، ويقوم المركز بتسهيل عملية تصحيح الأخطاء الواردة في البيانات المسجلة في المركز. ويجب على من يعتقد بوجود خطأ في المعلومات التي تم إدخالها في السجل يستدعي تصحيح السجل أو تعديله، أن يتقدم بطلب خطي إلى مدير المركز (أو من يعينه المدير لتلقي مثل هذه الطلبات). ولا يتم هذا التصحيح أو التعديل إلا بعد إخطار الشخص (أو الأشخاص) الذين يحدددهم السجل حالياً كملاك لهذه الأوراق المالية ومنحهم فرصة كافية للتعليق.

4.8 تنظيم الوسطاء

1.4.8 متطلبات الوسطاء

هدف تعليمي 1.4.8- معرفة متطلبات الشخص الذي يرغب في ممارسة أعمال الوساطة (الفصل الخامس، المادة 31)

العمل في مجال الوساطة ليس متاحاً لأي شخص. ويقتصر عمل الوساطة على من يكون حاصلاً على

ترخيص ساري المفعول ويعمل وكيلاً لشركة مساهمة مرخص لها في ممارسة أعمال الوساطة، ما لم يكن ذلك الشخص قد استثنى من تلك المتطلبات.

2.4.8 نشاطات الوسيط

هدف تعليمي 2.4.8- معرفة النشاطات التي يمكن أن يقوم بها الوسيط (الفصل - الخامس، المادة 32)

بينت المادة 32 من نظام السوق المالية المقصود بالوسيط، وأوضحت أنه شركة مساهمة تعمل في الوساطة وتقوم بكل أو واحد من الأعمال الخمسة التالية:

- 1 - تعمل بصفة تجارية وسيطاً في تداول الأوراق المالية بما فيها الحفظ.
- 2 - تنفيذ صفقات الأوراق المالية لصنع سوق فيها.
- 3 - حيازة أو طرح الأوراق المالية نيابةً عن مصدرها، أو من ينوب عنه.
- 4 - الوساطة لترتيب عقود تبادل العملة والأوراق المالية.
- 5 - تقديم عرض للأخرين بصفة تجارية، للحصول على أصول مالية في صورة أوراق مالية.

3.4.8 سلطة السوق المالية على الوسطاء

هدف تعليمي 3.4.8 - فهم صلاحيات السوق المالية للقيام بالتحقيق والتفتيش على الوسطاء المرخص لهم، أو وكلائهم (الفصل الخامس، المادة 35)

للسوق المالية الحق في القيام بالتحقيق والتفتيش على أي وسيط أو وكيل وسيط للتأكد من كونه خالف أو يخالف أو قامت قرائن على أنه على وشك أن يخالف لوائح السوق وتعليماتها. وتشمل صلاحيات السوق صلاحية طلب الأشخاص للشهادة والمستندات والسجلات والوثائق التي ترى السوق أنها ضرورية أو لها علاقة بالتحقيق. ويجوز للسوق كذلك أن تطلب حضور الشهود، ومعاينة السجلات في أي مكان توجد فيه هذه السجلات. وتمارس السوق صلاحيتها بالتفتيش والتحقيق من خلال الحصول على قرار بالاستدعاء والاستجواب والتفتيش من لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية. وعلى لجنة الفصل الاستجابة لطلب السوق إصدار قرار الاستدعاء والاستجواب ما لم يثبت لديها أن الطلب مشوب بالتعسف، أو سوء استخدام السلطة.

5.8 الإفصاح

1.5.8 الإفصاح في نشرة الإصدار

هدف تعليمي 1.5.8- معرفة المعلومات والقوائم التي يجب أن تتضمنها نشرة إصدار الأوراق المالية (الفصل السابع، المادة 42)

يجب على مُصدر الأوراق المالية أن يقدم نشرة إصدار إلى الهيئة لاعتمادها. وتطلب الهيئة أن تتضمن نشرة الإصدار المعلومات والبيانات التالية:

- 1 - وصفاً كافياً للمصدر وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارة العمل (أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين، وكبار الموظفين) والمساهمين الرئيسيين.
- 2 - وصفاً كافياً للأوراق المالية المزمع إصدارها، من حيث العدد والسعر والحقوق المتعلقة بها، وأي أولويات أو امتيازات تتمتع بها أوراق مالية أخرى للمصدر إن وجدت. ويجب أن يشمل الوصف كيفية صرف حصيلة الإصدار، والعمولات التي سيتقاضاها الأشخاص المعنيون بالإصدار.
- 3 - بياناً واضحاً عن المركز المالي للمصدر وأي معلومات مالية ذات أهمية بما في ذلك الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وبيانات التدفقات النقدية المدققة من قبل مراجع حسابات.
- 4 - أي معلومات أخرى تطلبها الهيئة أو تسمح بالحصول عليها حسب ما تراه ضرورياً لمساعدة المستثمرين ومستشاريهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية حول الاستثمار في الأوراق المالية المزمع إصدارها.

6.8 تنظيم الشراء والعرض المقيد للأسهم

هدف تعليمي 1.6.8- فهم الشراء المقيد للأسهم (الفصل التاسع، المادة 52 و 54)

هدف تعليمي 2.6.8- فهم عرض شراء الأسهم المقيدة (الفصل التاسع، المادة 52 و 54)

لهيئة الصلاحيات اللازمة لتنظيم عمليات الشراء المقيد للأسهم وعمليات العرض المقيد للأسهم. فالشراء المقيد للأسهم هو شراء أسهم يترتب عليه تملك المشتري -أو من يتصرفون بالاتفاق معه - أو سيطرتهم على نسبة 10% أو أكثر من أسهم شركة من ذات الفئة من أسهم الشركة المعينة.

أما العرض المقيد للأسهم فيتمثل في توجيه إعلان عام يعرض المعلن بمقتضاه شراء أسهم تتمتع بحق التصويت إذا تسببت الكمية المشتراة في زيادة ملكية مقدم العرض إلى 10% أو أكثر من فئة الأسهم المعينة. ويشمل القيد أيضاً الأسهم التي يملكها آخرون تسيطر عليهم الجهة مقدمة العرض، أو آخرون يتصرفون بالاتفاق والتنسيق معها.

وهناك بعض القواعد التي تطبق في حالة قيام أي شخص بزيادة ملكيته في أسهم شركة من الشركات عن طريق شراء مقيد للأسهم، أو عرض مقيد للأسهم لزيادة حصة ملكيته، بحيث يصبح هذا الشخص أو من يتصرفون بالاتفاق معه مالكين لنسبة خمسين بالمائة (50%) أو أكثر من فئة معينة من الأسهم التي تتمتع بحق التصويت والمدرجة في السوق. وفي هذه الحالة يحق لمجلس الهيئة أن يصدر أمراً خلال ستين يوماً بأن يقدم ذلك الشخص عرضاً لشراء الأسهم المتبقية التي لا يملكها من الفئة نفسها، ويقوم المجلس بتحديد شروط العرض، مع أنه لا يلزم طالب الشراء بتقديم عرض الشراء بسعر يزيد على أعلى سعر دفعه لشراء الأسهم خلال الاثني عشر شهراً السابقة.

7.8 العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات (عام)

هدف تعليمي 7.8 – معرفة العقوبات التي يمكن أن تصدر عن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية لأي مخالفات لأحكام النظام أو اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة، أو لوائح السوق المالية (الفصل العاشر، المادة 59)

إضافة إلى العقوبات والجزاءات في ما يخص التلاعب وتداول المطلعين، للهيئة الحق في رفع دعاوي أمام لجنة الفصل منازعات الأوراق المالية. فإذا تبين للهيئة أن شخصاً قد قام بأعمال أو ممارسات تشكل مخالفة لأحكام النظام أو اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة، أو لوائح السوق المالية، فلها الحق في إقامة دعوى أمام اللجنة من أجل استصدار قرار بالعقوبة المناسبة، وتشمل العقوبات ما يلي:

- 1 - إنذار الشخص المعني.
- 2 - إلزام الشخص المعني بالتوقف أو الامتناع من القيام بالعمل موضوع الدعوى.
- 3 - إلزام الشخص المعني باتخاذ الخطوات الضرورية لتجنب وقوع المخالفة أو اتخاذ الخطوات التصحيحية اللازمة لمعالجة نتائج المخالفة.

4 - تعويض الأشخاص الذين لحقت بهم أضرار نتيجة للمخالفات المرتكبة، أو إلزام المخالف بدفع المكاسب التي حققها نتيجة هذه المخالفة إلى حساب الهيئة.

5 - تعليق تداول الورقة المالية.

6 - منع الشخص المخالف من مزاولته الوساطة، أو إدارة المحافظ ، أو العمل مستشار استثمار للفترة الزمنية اللازمة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

7 - الحجز والتقييد على الممتلكات.

8 - المنع من السفر.

9 - المنع من العمل في الشركات التي تتداول أسهمها في السوق.

ويجوز للهيئة -إضافة للعقوبات المذكورة عاليه - أن تطلب من اللجنة إيقاع غرامة مالية بالأشخاص المسؤولين عن مخالفة متعمدة لأحكام هذا النظام أو اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة. وكبديل لما تقدم يجوز للمجلس فرض غرامة مالية على كل شخص مسؤول عن مخالفة هذا النظام ولوائحه وقواعد الهيئة ولوائح السوق. ويجب ألا تقل الغرامة المالية (سواء أفرضت من قبل المجلس أم اللجنة) عن عشرة آلاف (10000) ريال وألا تزيد على مئة ألف (100000) ريال عن كل مخالفة تم ارتكابها.

أسئلة المراجعة

1. ما الأدوات التي يشار إليها بـ "الأوراق المالية" في نظام السوق المالية؟
2. ما المسؤوليات الرئيسية لهيئة السوق المالية؟
3. ما الأهداف الرئيسية للسوق المالية السعودية (تداول)؟ صف صلاحية السوق في ما يتعلق بإجراء التحقيقات وعمليات التفتيش على شركات الوساطة المرخصة (الوسطاء المرخصين) أو وكلائها.
4. ما مهام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية؟
5. بين مهام مركز إيداع الأوراق المالية.
6. ما الشروط المطلوبة من الشخص الذي يرغب في ممارسة أعمال الوساطة؟
7. اذكر الأنشطة التي يمكن للوسيط مزاولتها.
8. ما المعلومات والقوائم التي يجب أن تشتمل عليها نشرة إصدار الأوراق المالية؟
9. ما المقصود بـ "الشراء المقيد للأسهم" و"العرض المقيد لشراء للأسهم"؟

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. وفق نظام السوق المالية، أي مما يلي يعرف كأوراق مالية:

- i. أسهم الشركات.
 - ii. سندات الشركات والحكومات.
 - iii. الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
 - iv. حقوق الأولوية.
- (أ) أ فقط.
(ب) أ و ii فقط.
(ج) أ و ii و iii فقط.
(د) أ و ii و iii و iv.

2. أي مما يلي لا يعد من مسؤوليات هيئة السوق المالية (الهيئة) بحسب ما نص عليه نظام السوق

المالية؟

- (أ) تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية السعودية.
- (ب) حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير السليمة وغير العادلة.
- (ج) السعي إلى تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في النشاطات الاقتصادية.
- (د) تنظيم ومراقبة ممارسات إفصاح الشركات المدرجة.

3. ينص نظام السوق المالية على تأسيس "السوق المالية السعودية" بحيث تكون هي الجهة الوحيدة

المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة. أي مما يلي يُعدّ من الأهداف

المحددة لهذه كما نص النظام؟

- i. التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها، وقواعد التداول.
 - ii. توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة وذات كفاءة للتسوية والمقاصة.
 - iii. وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها.
 - iv. التأكد من المتانة والسلامة المالية للمؤسسات الاستثمارية.
- (أ) أ و ii و iii فقط.

(ب) i و ii و iv فقط.

(ج) ii و iii و iv فقط.

(د) i و ii و iii و iv.

4. عرف نظام السوق المالية الوسيط بأي شركة مساهمة تعمل بصفة تجارية وتقوم بأنشطة

محددة. أي مما يلي ليس من هذه الأنشطة؟

(أ) العمل كأمين حفظ للأوراق المالية.

(ب) إدارة المحافظ الاستثمارية للعملاء.

(ج) فتح حسابات لتداول الأوراق المالية.

(د) التعامل في الأوراق المالية للحساب الخاص بهدف تحقيق الأرباح.

5. ينص نظام السوق المالية على أنه يجب على مُصدِر الأوراق المالية تقديم نشرة إصدار مصدقة من

هيئة السوق المالية. أي مما يلي ليس من المحتويات المطلوبة في نشرة الإصدار؟

(أ) وصف كافٍ للأوراق المالية المزمع إصدارها، من حيث العدد والسعر والحقوق المتعلقة

بها، وأي أولويات أو امتيازات تتمتع بها.

(ب) بيان واضح عن المركز المالي للمصدر وأي معلومات مالية ذات أهمية بما في ذلك

الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وبيانات التدفقات النقدية المدققة من قبل مراجع

حسابات.

(ج) بيان يتضمن توقعات أداء الشركة المالي بما في ذلك العوائد المتوقعة للمستثمرين.

(د) وصف كافٍ للمصدر وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارة العمل والمساهمين

الرئيسيين.

الفصل: التاسع

لائحة أعمال الأوراق المالية

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

المقدمة

1.9 ممارسة نشاط الأوراق المالية

1.1.9 نشاط الأوراق المالية

2.1.9 ممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة

3.1.9 الأشخاص المخولون بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة

2.9 إعلانات الأوراق المالية

1.2.9 تعريف إعلانات الأوراق المالية

2.2.9 دور الأشخاص المرخص لهم

المقدمة

أصدر مجلس هيئة السوق المالية لائحة أعمال الأوراق المالية بتاريخ 28 يونيو 2005م الموافق لـ 21 جمادى الأولى 1426هـ بناءً على نظام السوق المالية.

1.9 ممارسة نشاط الأوراق المالية

1.1.9 نشاط الأوراق المالية

هدف تعليمي 1.1.9- فهم النشاطات الخمسة الرئيسية التي تمثل نشاط أعمال الأوراق (الباب الثاني، المادة 2، 3)

يعرّف نشاط الأوراق المالية بأنه أي نشاط من النشاطات التالية:

- التعامل: ويمكن أن يكون بصفة أصيل أو وكيل ويشمل التعامل البيع والشراء أو إدارة الاكتتاب في الأوراق المالية أو التعهد بتغطيتها.
- الترتيب: ويشمل قيام أشخاص بتقديم وتعريف أطراف بعضها ببعض في ما يتعلق بأعمال الأوراق المالية، أو تقديم الاستشارات في ما يخص تمويل الشركات، أو القيام بأي شكل من أجل تنفيذ صفقات ذات علاقة بالأوراق المالية.
- الإدارة: وذلك في حالة قيام أشخاص بإدارة أوراق مالية للآخرين، على أن يكون للمدير حق التصرف حسبما يراه مناسباً.
- تقديم المشورة: تقديم المشورة بواسطة شخص لشخص آخر حول مزايا ومخاطر تعامله في ورقة مالية معينة، أو حول ممارسة أي حقوق أو تعامل توفره الورقة المالية.
- الحفظ: وتشمل حفظ أصول عائدة لشخص آخر وتشمل أوراقاً مالية، بما في ذلك القيام بالإجراءات الإدارية اللازمة.

2.1.9 ممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة

هدف تعليمي 2.1.9 - فهم المعايير التي يصنف على ضوءها الشخص كممارس لأعمال الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية (الباب الثاني، المادة 4)

يُعدّ الشخص ممارساً لأعمال الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية إذا اشتغل في نشاط الأوراق

المالية من مكان عمل دائم في المملكة. وينطبق هذا التعريف في الحالتين التاليتين:

- 1 - إذا مارس ذلك النشاط أو أعمال الأوراق المالية عموماً في المملكة، أو
- 2 - إذا مارس ذلك النشاط مع شخص أو لحساب شخص في المملكة.

3.1.9 الأشخاص المخولون بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة

هدف تعليمي 3.1.9- فهم فئات الأشخاص الذين يمكنهم ممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية (الباب الثاني، المادة 5، ملحق 1)

الأشخاص المصرح لهم بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة هم فقط الأشخاص الذين رخص لهم من قبل الهيئة (يشار لهم عموماً بالأشخاص المرخص لهم) أو الأشخاص المستثنون من الحصول على ترخيص .

ويكون الشخص المستثنى واحداً من التالي:

- 1 - حكومة المملكة العربية السعودية.
- 2 - مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما).
- 3 - السوق المالية السعودية وأي سوق مالية أخرى تقرها الهيئة.
- 4 - مركز الإيداع.
- 5 - أي هيئة أو وكالة دولية معترف بها من هيئة السوق المالية.

إضافة إلى ذلك، يستثنى الأشخاص الممارسون لنشاطات الإعسار من خلال قيامهم بنشاطاتهم، وكذلك تستثنى شركات التأمين في ما يتعلق بنشاطها التأميني الذي يخضع لرقابة مؤسسة النقد (ساما)، فضلاً على سلطة هيئة السوق المالية في منح الاستثناء لآخرين.

2.9 إعلانات الأوراق المالية

1.2.9 تعريف إعلانات الأوراق المالية

هدف تعليمي 1.2.9- معرفة المعايير الواجب توافرها في نشاط اتصال كي يصنف كإعلان أوراق مالية (الباب الثالث، المادة 16)

الإعلان عن أوراق مالية يعني أي إعلان شفهي أو كتابي أو إلكتروني أو إذاعي يتم في سياق النشاط التجاري بغرض دعوة شخص أو تشجيعه على التعامل في الأوراق المالية والقيام بإعلان أو الإشارة إلى وضع إعلان يشمل أي ترتيب لعمل أو وضع أو إرسال إعلان عن الأوراق المالية، فيما عدا إذا قام بدور ممرر للمعلومات دون القدرة على تعديل المحتويات.

2.2.9 دور الأشخاص المرخص لهم

هدف تعليمي 2.2.9- معرفة دور الشخص المرخص له في وضع أو إرسال إعلان أوراق مالية (الباب الثالث، المادة 17)

يُحظر وضع أو إرسال إعلانات عن أوراق مالية في المملكة ما لم يكن الشخص المعلن مرخصاً له بذلك أو إذا كانت محتويات الإعلان عن الأوراق المالية معتمدة من شخص مرخص له.

أسئلة المراجعة

1. اذكر الأنشطة الخمسة التي تمثل "أعمال الأوراق المالية"؟
2. بين المعايير التي يجب توافرها حتى يُعدّ الشخص مزاوياً لأعمال الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.
3. ما المعايير التي يجب توافرها في أي نوع من التواصل لكي يُعدّ إعلان أوراق مالية؟

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. تحدد لائحة الأشخاص المرخص لهم خمسة أنشطة تمثل أعمال الأوراق المالية، وهي: التعامل في الأوراق المالية بصفة أصيل ووكيل، وإدارة الأوراق المالية، وتقديم خدمات حفظ الأوراق المالية، وتقديم المشورة بشأن الأوراق المالية وحقوقها، و.....

(أ) تسوية صفقات الأوراق المالية.

(ب) ترتيب صفقات تمويل الشركات.

(ج) إقراض الأوراق المالية.

(د) تقديم القروض للصفقات بهامش التغطية.

2. الإعلان عن الأوراق المالية هو أي إعلان شفهي أو كتابي أو إلكتروني أو إذاعي يتم في سياق النشاط التجاري بغرض

(أ) دعوة أي شخص للاستفادة من خدمات هيئة السوق المالية.

(ب) الترويج للخدمات التي تقدمها السوق المالية.

(ج) دعوة أي شخص للاستفادة من خدمات الشخص المرخص له.

(د) دعوة أي شخص للتعامل في أنشطة الأوراق المالية.

الفصل العاشر

لائحة الأشخاص المرخص لهم (عملية الترخيص)

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

1.10 المبادئ

1.1.10 المبادئ الأحد عشر

2.10 الترخيص

1.2.10 متطلبات الترخيص

2.2.10 معايير القدرة والملاءمة

3.2.10 الاحتفاظ بالسجلات

3.10 الأشخاص المسجلون

1.3.10 الوظائف واجبة التسجيل

2.3.10 متطلبات التسجيل

3.3.10 مسؤوليات الشخص المسجل

4.3.10 إلغاء التسجيل

1.10 المبادئ

1.1.10 الأحد عشر مبدأً

هدف تعليمي 1.1.10 – معرفة المبادئ التي تقرّر بصفة عامة الالتزامات الأساسية للأشخاص المرخص لهم (الباب الثاني، المادة 5)

تحدد لائحة الأشخاص المرخص لهم الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية المبادئ التي يجب على الشخص المرخص الالتزام بها. والقصد من هذه المبادئ تشكيل مفهوم عام لمعايير السلوك المطلوبة من الأشخاص المرخص لهم. وهذه المبادئ هي:

- 1 - النزاهة: يتوقع من الأشخاص المرخص لهم ممارسة أعمالهم بنزاهة.
- 2 - المهارة والعناية والحرص: يتوقع من الأشخاص المرخص لهم ممارسة أعمالهم بمهارة وعناية وحرص.
- 3 - فعالية الإدارة والمراقبة: يتوقع من الأشخاص المرخص لهم اتخاذ كل ما هو كفيلاً بتنظيم شؤونهم بمسؤولية وفعالية مع اعتماد نظم وسياسات ملائمة لإدارة المخاطر.
- 4 - الكفاية المالية: يجب أن يحتفظ الأشخاص المرخص لهم بموارد مالية كافية بحسب القواعد التي تحددها الهيئة.
- 5 - السلوك الملائم في السوق: يجب على الأشخاص المرخص لهم الالتزام بمعايير سلوك ملائمة في السوق.
- 6 - حماية أصول العملاء: يجب على الأشخاص المرخص لهم ترتيب الحماية الكافية لأصول عملائهم عندما تقع تحت عهدتهم.
- 7 - التعاون مع هيئات الرقابة والإشراف: ويشمل هذا المبدأ الإفصاح للهيئة عن أي حدث أو تغيير جوهري في عمليات الشخص المرخص له أو في هيكله التنظيمي.
- 8 - التواصل مع العملاء: يجب أن يولي الأشخاص المرخص لهم عنايةً فائقةً لاحتياجات العملاء من المعلومات، وتزويدهم بالمعلومات بصورة واضحة وعادلة وغير مضللة.
- 9 - مراعاة مصالح العملاء الأفراد: ويتوقع معاملة العملاء بإنصاف وعدل ومراعاة مصالحهم.
- 10 - عدم تضارب المصالح: يجب على الأشخاص المرخص لهم معالجة تضارب المصالح بينهم وبين عميل وعميل آخر بإنصاف.

11 - الملاءمة للعملاء: يجب على الأشخاص المرخص لهم الحرص على التأكد من مدى ملاءمة مشورتهم وقراراتهم لأي عميل يقدمون خدمات المشورة إليه واتخاذ القرار نيابة عنه.

2.10 الترخيص

1.2.10 متطلبات الترخيص

هدف تعليمي 1.2.10 - معرفة المتطلبات التي يجب على مقدم الطلب استيفاؤها عند طلب ترخيص ممارسة أعمال الأوراق المالية (الباب الثاني، المادة 6)

يُقصد بمقدم طلب الترخيص الشخص الذي يقدم طلباً للحصول على ترخيص في ممارسة أعمال الأوراق المالية. ويجوز تقديم طلب الترخيص من مؤسسي مقدم الطلب أو الشركاء المسيطرين عليه إذا لم يتم تأسيسه بعد. ويجب تقديم طلب الترخيص على نموذج الطلب الذي تحدده الهيئة وأن يكون مصحوباً بالمعلومات والمستندات المطلوبة.

ويجب على مقدم الطلب أن يبين للهيئة الآتي:

- 1 - أنه قادر وملائم للقيام بنوع وحجم أعمال الأوراق المالية موضوع طلب الترخيص، بحسب القواعد التي تحددها الهيئة.
 - 2 - أنه يملك الخبرات والموارد الكافية لممارسة نوع أعمال الأوراق المالية موضوع طلب الترخيص بحسب القواعد التي تحددها الهيئة.
 - 3 - أنه لديه الخبرات الإدارية والنظم المالية وسياسات ونظم إدارة المخاطر والموارد التقنية والإجراءات والنظم التشغيلية الكافية للوفاء بالتزاماته التجارية والنظامية لممارسة نوع أعمال الأوراق المالية موضوع طلب الترخيص.
 - 4 - أن يكون أعضاء مجلس إدارته ومسؤولوه وموظفوه ووكلاؤه الذين سيمارسون أعمال الأوراق المالية موضوع طلب الترخيص يتمتعون بالمؤهلات والمهارات والخبرات الضرورية التي تحددها الهيئة ويتصفون بالأمانة والنزاهة لممارسة تلك الأعمال.
- ويشترط لممارسة أعمال التعامل والحفظ والإدارة، أن يكون مقدم الطلب مؤسساً في المملكة وأن يكون واحداً من التالي:

(أ) شركة تابعة لبنك محلي.

(ب) شركة مساهمة.

- (ج) شركة تابعة لشركة مساهمة سعودية تمارس أعمال الخدمات المالية.
- (د) شركة تابعة لمؤسسة مالية أجنبية مرخص لها بحسب نظام مراقبة البنوك.

ويجب أن يكون مقر مقدم الطلب وإدارته في المملكة العربية السعودية، وألا يقل رأسمال مقدم الطلب المدفوع عن الآتي:

- 1 - التعامل والحفظ: خمسون مليون ريال.
- 2 - الإدارة: عشرون مليون ريال لإدارة صناديق الاستثمار وإدارة محافظ العملاء، وخمسة ملايين ريال لإدارة صناديق الاستثمار الخاصة غير العقارية وإدارة محافظ المستثمرين ذوي الخبرة.
- 3 - الترتيب: مليوناً ريال.
- 4 - تقديم المشورة: أربع مائة ألف ريال.

وإذا كان لمقدم الطلب روابط وثيقة مع شخص آخر، فيجب أن تقتنع الهيئة بنزاهة ذلك الشخص ووضع النظامي وسجل نشاطه التجاري وسلامة وضعه المالي، وأن تلك الروابط الوثيقة لا تعوق فاعلية الإشراف على مقدم الطلب أو عملياته أو التزامه بهذه اللائحة. أخيراً يجب على مقدم طلب الترخيص إرفاق طلبه بالمقابل المادي الذي تحدده الهيئة.

2.2.10 معايير القدرة والملاءمة

هدف تعليمي 2.2.10 - معرفة المعايير المستخدمة لتحديد مدى قدرة وملاءمة موظفي مقدم الطلب ومسؤوليه ووكلائه للقيام بممارسة أعمال الأوراق المالية المرخص له في ممارستها (الباب الثالث، المادة 9)

بعد الحصول على الترخيص من الهيئة، يشترط أن يبقى الشخص المرخص له قادراً وملائماً لممارسة أعمال الأوراق المالية المرخص له في ممارستها. وهذا الشرط ضروري لاستمرار سريان الترخيص.

وتشكل مهارات الموظفين والوكلاء التابعين للشخص المرخص له وخبراتهم ومؤهلاتهم ونزاهتهم عوامل مهمة في تحديد مدى قدرة وملاءمة الشركة. ويتم تقويم هذه المهارات والخبرات والمؤهلات والنزاهة بناءً على المعايير التالية:

- 1 - توافر المؤهلات والخبرات المهنية الكافية للقيام بمسؤولياتهم بما في ذلك الدراية والمهارات الفنية المناسبة.
- 2 - التحلي بالاستقامة والأمانة والقدرة على اتخاذ القرارات السليمة بما يتناسب مع الوظائف التي يشغلونها.

- 3 - القيام بمسؤولياتهم بحرص وحماية مصالح العملاء وفقاً للوائح التنفيذية للهيئة.
- 4 - لم يسبق لهم ارتكاب مخالفة تنطوي على احتيال أو تصرف مخل بالنزاهة والأمانة.
- 5 - لم يسبق لهم انتهاك أو مخالفة أي قوانين أو أنظمة أو لوائح تنطبق على أعمال الأوراق المالية، أو تهدف إلى حماية المستثمرين.

3.2.10 الاحتفاظ بالسجلات

هدف تعليمي 3.2.10 - معرفة متطلبات حفظ السجلات من جانب الشخص المرخص له (الباب الثالث، المادة 16)

يجب على الشخص المرخص له تسجيل وحفظ معلومات كافية عن أعمال الأوراق المالية التي يقوم بها لإثبات التزامه بلائحة الأشخاص المرخص لهم، والاحتفاظ بهذه السجلات فترة عشر سنوات، ما لم تحدد الهيئة فترة زمنية أخرى. ويمكن حفظ السجلات في أي شكل وبأي وسيلة، على أن تكون قابلة للاستخراج بشكل مطبوع. ويمكن للهيئة معاينة سجلات الشخص المرخص له مباشرة أو من خلال شخص تعينه لهذا الغرض.

عند طلب عميل حالي أو سابق سجلات محتفظ بها خلال فترة الحفظ النظامية، يجب على الشخص المرخص له خلال فترة زمنية معقولة توفير أي من الآتي:

- 1 - أي مواد أو سجلات مكتوبة تتعلق بذلك العميل قام الشخص المرخص له بإرسالها، أو كان عليه إرسالها إلى العميل بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم.
- 2 - نسخ من أي مراسلات تلقاها من ذلك العميل، أو أرسلها إليه تتعلق بأعمال الأوراق المالية.

3.10 الأشخاص المسجلون

1.3.10 الوظائف واجبة التسجيل

هدف تعليمي 1.3.10 - معرفة الوظائف واجبة التسجيل والتي يؤديها الأشخاص المسجلون (الباب الرابع، المادة 19)

حددت الهيئة وظائف رئيسية معينة في الأشخاص المرخص لهم يجب أداؤها من قبل الأشخاص المسجلين، لذلك تعرف هذه الوظائف بالوظائف واجبة التسجيل، وتعد الوظائف التالية واجبة التسجيل:

- الرئيس التنفيذي أو عضو مجلس الإدارة المنتدب.

- المدير المالي.
- أعضاء مجلس الإدارة أو الشركاء.
- كبار التنفيذيين أو المديرين.
- مسؤول المطابقة والالتزام.
- مسؤول التبليغ عن غسل الأموال.
- وظائف تقديم الخدمات للعملاء، بما في ذلك مندوبو المبيعات، ومستشارو الاستثمار ومديرو المحافظ الاستثمارية ومتخصصو تمويل الشركات.

2.3.10 متطلبات التسجيل

هدف تعليمي 2.3.10 - معرفة المتطلبات العامة للتسجيل، إضافة إلى إجراءات وصلاحيات الهيئة في التعامل مع طلبات التسجيل (الباب الرابع، المادتان 21 و22)

تتطلب اللائحة أن يجتاز مقدم طلب التسجيل الاختبارات التأهيلية التي تطلبها الهيئة ما لم تعفه الهيئة من ذلك. تضع الهيئة متطلبات الاختبار للوظائف واجبة التسجيل، والإرشادات العامة المتعلقة بالمؤهلات المقبولة، وشروط الإعفاء من الاختبارات المطلوبة.

وعند النظر في طلب التسجيل، يجوز للهيئة اتخاذ أي من الإجراءات التالية:

- إجراء أي استقصاءات تراها مناسبة.
- طلب حضور الشخص المرخص له أو مقدم طلب التسجيل أمام الهيئة للإجابة عن أي أسئلة وشرح أي مسألة ترى أن لها علاقة بالطلب.
- طلب تقديم معلومات إضافية.
- التأكد من صحة أي معلومات مقدمة من مقدم الطلب.

تقوم الهيئة بدراسة طلب التسجيل، ويجوز لها بعد دراسة الطلب وبناءً على تقديرها الموافقة على طلب التسجيل، أو الموافقة عليه بالقيود والشروط التي تراها مناسبة، أو رفضه مع بيان الأسباب.

3.3.10 مسؤوليات الأشخاص المسجلين

هدف تعليمي 3.3.10 - معرفة مسؤوليات الشخص المسجل (الباب الرابع، المادة 24)

يجب على الشخص المسجل الالتزام بالمبادئ الواردة في المادة الخامسة من الباب الثاني من لائحة

الأشخاص المرخص لهم (فضلاً راجع الفقرة 10 - 1 - 1 من هذا الدليل).

ويشترط أن يكون الشخص المسجل شخصاً مقيماً في المملكة العربية السعودية من أجل أداء الوظائف واجبة التسجيل لدى الشخص المرخص له، ما لم تستثنه الهيئة من ذلك.

4.3.10 إلغاء التسجيل

هدف تعليمي 4.3.10 - معرفة الأحكام المتعلقة بإلغاء التسجيل (الباب الرابع، المادة 25)

في حالة إلغاء التسجيل يجب على الشخص المرخص له التأكد من توقف ذلك الشخص فوراً عن أداء أي وظيفة واجبة التسجيل.

ويحق للشخص المسجل الذي تشطب الهيئة اسمه من السجل التظلم إلى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، غير أن الشخص المسجل الذي ألغي تسجيله يظل خاضعاً لسلطة الهيئة مدة سنتين من تاريخ إلغاء تسجيله في ما يتعلق بأي تصرف أو إغفال حصل قبل إلغاء تسجيله. وفي حال فتح تحقيق أو اتخاذ أي إجراءات خلال هذه الفترة، يبقى الشخص المسجل خاضعاً لسلطة الهيئة حتى انتهاء التحقيق أو الإجراءات.

أسئلة المراجعة

1. اذكر المبادئ المنظمة لعمل الأشخاص المرخص لهم.
2. ما متطلبات الترخيص؟
3. ما المعلومات المطلوبة في طلب الترخيص؟
4. ما المعايير المحددة لمدى "قدرة وملاءمة" الشخص المرخص له للقيام بأعمال الأوراق المالية؟
5. ما الأحكام الخاصة بسحب وإلغاء الترخيص؟
6. بين مختلف متطلبات الإشعار التي يجب على الشخص المرخص له الالتزام بها.
7. اشرح عملية تقديم الطلب للحصول على صفة "الشخص المسجل".
8. ما المقصود بـ "الوظائف واجبة التسجيل"؟ وما الوظائف واجبة التسجيل لدى الأشخاص المرخص لهم؟
9. صف المسؤوليات الرئيسية للشخص المسجل؟

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. أي مما يلي لا يُعدّ من المبادئ الأحد عشر الواردة في لائحة الأشخاص المرخص لهم، والتي يجب على الأشخاص المرخص لهم كافة الالتزام بها؟
 - (أ) ممارسة أنشطة الأعمال بنزاهة.
 - (ب) الالتزام بمتطلبات العملاء.
 - (ج) ممارسة الأعمال بمهارة وحرص وعناية.
 - (د) التقيد بسلوكيات السوق الملائمة.
2. أحد المبادئ الأحد عشر التي نصت عليها لائحة الأشخاص المرخص لهم عند ممارسة أعمال الأوراق المالية هو "عدم تضارب المصالح"، ويعني:
 - i. التضارب بين مصلحة أحد الأشخاص المرخص لهم وشخص آخر مرخص له.
 - ii. التضارب بين مصالح الشخص المرخص له وعملائه.
 - iii. التضارب بين مصلحة أحد العملاء وعميل آخر لدى نفس الشخص المرخص له.

- (أ) i و ii فقط.
- (ب) i و iii فقط.
- (ج) ii و iii فقط.
- (د) i و ii و iii فقط.

3. أحد المتطلبات التي تفرضها اللائحة على الشخص المرخص له للمحافظة على الترخيص لكي يستمر بممارسة أعمال الأوراق المالية، هو أن يستوفي معايير "القدرة والملاءمة" والتي تتضمن الآتي:

- i. توافر المؤهلات والخبرات المهنية الكافية.
- ii. القيام بالمسؤوليات بحرص لحماية مصالح العملاء.
- iii. لم يسبق له ارتكاب مخالفة تنطوي على احتيال أو تصرف مخل بالنزاهة أو الأمانة.
- iv. التحلي بالاستقامة والأمانة والقدرة على اتخاذ القرارات السليمة.

- (أ) i و ii و iii فقط.
- (ب) i و ii و iv فقط.
- (ج) ii و iii و iv فقط.
- (د) i و ii و iii و iv.

4. تنص لائحة الأشخاص المرخص لهم على أن "وظائف تقديم الخدمات للعملاء" تُعدّ من الوظائف واجبة التسجيل التي يجب أداؤها من قبل الأشخاص المسجلين. وفي هذا الإطار، تشمل وظائف تقديم الخدمات للعملاء "مندوبو المبيعات، ومستشارو الاستثمار، ومديرو المحافظ الاستثمارية، ومتخصصو تمويل الشركات، و....."

- (أ) الوسطاء والمتعاملون.
- (ب) مديرو التمويل.
- (ج) مديرو التسويق.
- (د) موظف مكافحة غسل الأموال.

الفصل الحادي عشر

لائحة الأشخاص المرخص لهم (ممارسة الأعمال)

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

1.11 ممارسة الأعمال

- 1.1.11 الهدايا والحوافز
- 2.1.11 ترتيبات العمولة الخاصة
- 3.1.11 سرية المعلومات
- 4.1.11 الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات

2.11 قبول العملاء

- 1.2.11 تصنيف العملاء
- 2.2.11 نظام مكافحة غسل الأموال
- 3.2.11 شروط تقديم الخدمات للعملاء
- 4.2.11 متطلبات اعرف عميلك

3.11 العلاقة مع العملاء

- 1.3.11 واجبات الأمانة
- 2.3.11 تضارب المصالح
- 3.3.11 التعاملات المنطوية على مخاطر
- 4.3.11 إقراض العملاء
- 5.3.11 الهامش

4.11 تقديم التقارير للعملاء

- 1.4.11 إشعار تنفيذ الصفقات
- 2.4.11 التقارير الدورية
- 3.4.11 متطلبات حفظ سجلات الصفقات
- 4.4.11 التعاملات الشخصية للموظفين
- 5.4.11 الاتصالات الهاتفية

1.11 ممارسة الأعمال

1.1.11 الهدايا والحوافز

هدف تعليمي 1.1.11 - فهم الحدود والمحظورات في تقديم وقبول الهدايا والحوافز (الباب الخامس، المادة 27)

يُحظر على الشخص المرخص له تشجيع أي عميل على إبرام أي صفقة بعرض أو إعطاء هدايا أو حوافز. وفي المقابل يُحظر على الشخص المرخص له قبول هدايا أو حوافز إذا كان ذلك يؤدي إلى تعارض بشكل جوهري مع أي واجب يكون ملزماً به تجاه العميل.

وتعدُّ الهيئة أي هدية أو حافز يعطيه أو يتلقاه أي تابع لشخص مرخص له أو طرف ثالث بتوجيه من الشخص المرخص له، هو حافز أعطاه أو تلقاه الشخص المرخص له نفسه.

وتحسباً لحدوث تعارض مستقبلي، حرصت اللائحة على منع الشخص المرخص له من المشاركة (أو عرض المشاركة) في أي خسائر تعرض لها العميل.

2.1.11 ترتيبات العمولة الخاصة

هدف تعليمي 2.1.11 - فهم الحالات التي يمكن فيها للشخص المرخص له الدخول في ترتيبات عمولة خاصة (الباب الخامس، المادة 28)

يعرّف ترتيب العمولة الخاصة بأنه الترتيب الذي يتلقى بموجبه الشخص المرخص له سلعاً أو خدمات إضافةً إلى خدمات تنفيذ التداول من وسيط لقاء عمولة تُدفع مقابل الصفقات التي توجه من خلال ذلك الوسيط.

ويجوز الدخول في ترتيبات العمولة الخاصة من جانب شخص مرخص له فقط إذا توافرت الشروط التالية:

- 1 - إذا قدم الوسيط أفضل شروط تنفيذ للشخص المرخص له.
- 2 - إذا جاز اعتبار أن السلع أو الخدمات التي يتلقاها الشخص المرخص له -بشكل معقول - لمنفعة عملاء الشخص المرخص له.
- 3 - إذا صرح الشخص المرخص له في شروط تقديم الخدمات لعملائه بأنه يمكن أن يحصل على عمولة خاصة.
- 4 - إذا كان مبلغ أي رسوم أو عمولة مدفوعة لمقدم السلع أو الخدمات معقولاً في تلك الظروف.

3.1.11 سرية المعلومات

هدف تعليمي 3.1.11- فهم الاستثناءات لواجب الشخص المرخص له بالمحافظة على سرية معلومات العميل (الباب الخامس، المادة 29)

يطلب عادة من الشخص المرخص له المحافظة على سرية المعلومات التي يحصل عليها من العملاء، لكن هناك أربع حالات يسمح فيها بالإفصاح عن هذه المعلومات:

- 1 - إذا وافق العميل على الإفصاح عنها.
- 2 - إذا كان الإفصاح عنها مطلوباً بموجب النظام أو لوائح التنفيذ أو الأنظمة المتبعة في المملكة.
- 3 - إذا كان الإفصاح عنها ضرورياً بدرجة معقولة لأداء خدمة معينة للعميل.
- 4 - إذا لم تُعد المعلومات سرية.

4.1.11 الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات

هدف تعليمي 4.1.11- معرفة خصائص واستخدامات الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات (الباب الخامس، المادة 30)

بحكم طبيعة عملها، تحصل بعض إدارات الشركة المرخص لها (مثل إدارة تمويل الشركات) على معلومات سرية أو داخلية أثناء تأدية عملها. والترتيبات الواقية من تسرب المعلومات عبارة عن سياسات وإجراءات مكتوبة يقصد منها التأكد أن هذه المعلومات متاحة فقط للموظفين المخولون تسلمها، وليس لأقسام الشركة الأخرى؛ مثل موظفي التداول ومستشاري الاستثمار.

تشتترط لائحة الأشخاص المرخص لهم على الشركات التي تقدم خدمات تمويل الشركات، وأيضاً تقدم خدمات أخرى مثل التداول وتقديم الاستشارات وإدارة الأوراق المالية - وضع ترتيبات واقية من تسرب المعلومات.

وإضافة إلى ذلك، تضمنت لائحة الأشخاص المرخص لهم أن الشخص المرخص له لا يكون مخالفاً للائحة سلوكيات السوق إذا كان يتعامل أو يقدم المشورة في ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية عندما تكون إدارة أخرى لدى الشخص المرخص له حاصلة على المعلومات الداخلية، إذا توفرت الشروط الآتية:

- 1 - إذا وضع الشخص المرخص له ترتيبات للوقاية من تسرب المعلومات تتناسب مع طبيعة وحجم أعماله في الأوراق المالية.
- 2 - إذا طبّق الشخص المرخص له الترتيب الواقية من تسرب المعلومات وحافظ عليه فعلياً.
- 3 - ألا يكون أي من الأفراد الذين يقومون بنشاط التعامل أو تقديم المشورة على علم بالمعلومات الداخلية، أو حصل على مشورة بشأن نشاط التعامل أو نشاط تقديم المشورة من شخص مطلع على المعلومات الداخلية.

2.11 قبول العملاء

1.2.11 تصنيف العملاء

هدف تعليمي 1.2.11 – فهم الفئات الثلاث للعملاء (الباب الخامس، المادة 36).

قبل القيام بأعمال أوراق مالية مع أي عميل أو لحسابه، يجب على الشخص المرخص له تصنيف العميل على إحدى الفئات الآتية:

- 1 - عميل فرد.
- 2 - عميل تنفيذ فقط.
- 3 - طرف نظير.

عميل التنفيذ فقط هو العميل الذي يقتصر تعامل الشخص المرخص له معه بصفته وكيلاً له وفقاً للتعليمات التي يتلقاها منه ولا يقدم له أي مشورة. ولا يجوز للشخص المرخص له تصنيف أي عميل على أكثر من فئة من الفئات الثلاث المذكورة، ويجب عليه إعداد سجل تصنيف يتضمن معلومات كافية لتأييد ذلك التصنيف.

2.2.11 نظام مكافحة غسل الأموال

هدف تعليمي 2.2.11 – معرفة وجوب التزام الشخص المرخص له بكل متطلبات نظام مكافحة غسل الأموال، والقواعد واللوائح ذات العلاقة (الباب الخامس، المادة 37)

قبل ممارسة أعمال الأوراق المالية مع أي عميل أو لحسابه، يجب على الشخص المرخص له التأكد من استيفائه لجميع التزاماته بموجب نظام مكافحة غسل الأموال، وقواعد ولوائح مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب السارية في المملكة.

3.2.11 شروط تقديم الخدمات للعملاء

هدف تعليمي 3.2.11 – معرفة متطلبات تزويد الشخص المرخص له عميله بشروط تقديم الخدمات، والغرض الأساسي من ذلك ومتطلبات حفظ السجلات (الباب الخامس، المادة 38)

قبل ممارسة الشخص المرخص له أي أعمال أوراق مالية مع العميل أو لحسابه، يجب عليه تزويد عميله بشروط تقديم الخدمات له. وتحدد شروط تقديم الخدمات بتفصيل كافٍ أسس ممارسة أعمال الأوراق المالية مع العميل أو لحسابه.

يبدأ سريان مفعول شروط تقديم الخدمات فور الحصول على نسخة موقعة من العميل لوثيقة تقديم الخدمات. ويضم ملحق لائحة الأشخاص المرخص لهم المحتويات المطلوبة في شروط تقديم الخدمات له. ويجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجل لشروط تقديم الخدمات التي يزود بها العميل، وأي تعديلات لاحقة لتلك الشروط.

4.2.11 متطلبات اعرف عميلك

هدف تعليمي 4.2.11 – معرفة متطلبات "اعرف عميلك" والتفاصيل الأساسية للمعلومات التي يجب الاحتفاظ بها (الباب الخامس، المادة 39)

توجب اللائحة على الشخص المرخص له قبل أن يتعامل أو يقدم المشورة أو الإدارة لحساب العميل، الحصول على معلومات من العميل. وتشمل هذه المعلومات وضع العميل المالي، وخبرته في مجال الاستثمار، وأهدافه الاستثمارية المتعلقة بالخدمات التي يتم تقديمها. وهناك حد أدنى من المعلومات المتضمنة في ملحق لائحة الأشخاص المرخص لهم - يجب الحصول عليه كشرط مسبق لتقديم الخدمات للعميل. وإذا رفض العميل تقديم المعلومات المطلوبة، فلا يجوز للشخص المرخص له التعامل معه أو تقديم المشورة له أو الإدارة لحسابه.

ولاحتمال تغيير ظروف العميل، يجب على الشخص المرخص له أن يطلب من عميله تحديث المعلومات المطلوبة مرة واحدة كل ثلاث سنوات بحد أدنى. كذلك يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجل لجميع المعلومات التي يحصل عليها من العميل بموجب قواعد "اعرف عميلك".

3.11 العلاقة مع العملاء

1.3.11 واجبات الأمانة

هدف تعليمي 1.3.11 – معرفة التفاصيل الأساسية لواجبات الأمانة التي يلزم بها الشخص المرخص له تجاه عملائه (الباب الخامس، المادة 40، والملحق 5 -4)

يكون الشخص المرخص له ملزماً بواجبات الأمانة التالية تجاه عملائه:

- الإخلاص: يجب على الشخص المرخص له التصرف في جميع الأحوال بحسن نية ولمصلحة العميل الفرد.
- تضارب المصالح: يجب على الشخص المرخص له الالتزام بالمبدأ العاشر الذي ينص على معالجة تضارب المصالح بينه وبين عملائه وبين عميل وآخر بعدالة.
- عدم وجود أي أرباح سرية: يجب على الشخص المرخص له عدم استخدام ممتلكات أو معلومات أو فرص العميل لمنفعته الخاصة، أو لمنفعة أي شخص آخر، إلا بعد أن يفصح للعميل بشكل تام عن ذلك ويحصل على موافقته.
- العناية والمهارة والحرص: يلتزم الشخص المرخص له تجاه العميل بواجب ممارسة العناية والمهارة والحرص التي يمارسها في الظروف نفسها أي شخص مرخص له يملك المعرفة والخبرة المتوقعة.

2.3.11 تضارب المصالح

هدف تعليمي 2.3.11 – فهم مسؤوليات الشخص المرخص له تجاه أي تضارب في المصالح بينه وبين عملائه (الباب الخامس، المادة 41)

علاوة على واجبات الأمانة المذكورة أعلاه، تقدم لائحة الأشخاص المرخص لهم تفصيلاً إضافياً عن تضارب المصالح، فقد تضمنت اللائحة أنه يجب على الشخص المرخص له التأكد من رعايته لمصالح عميله في جميع الأوقات، وعدم تأثير أي تضارب بين مصالحه ومصالح عميله على الصفقات، والخدمات التي يقدمها الشخص المرخص له لعميله.

إذا كان هناك تضارب قائم أو يحتمل قيامه بين مصالح الشخص المرخص له وصفقة لعميله، فيجب على الشخص المرخص له الإفصاح للعميل كتابياً عن ذلك، ولكن في المقابل لا يجب على الشخص المرخص له الإفصاح عن وجود تضارب في المصالح إذا كان الإفصاح بتلك المعلومات يُعدّ إفصاحاً عن معلومات داخلية، وفي مثل هذه الحالة يجب على الشخص المرخص له اتخاذ الخطوات المعقولة لضمان

المعاملة العادلة للعميل. وفي حالة وجود تضارب بين مصلحة شخص مرخص له ومصلحة العميل في أي صفقة، يجب على الشخص المرخص له أن يدفع للعميل أي خسارة يتحملها العميل نتيجة لذلك التضارب إلا إذا:

- 1 - كان الشخص المرخص له قد أفصح للعميل عن تضارب المصالح.
- 2 - وافق العميل كتابياً على مواصلة الشخص المرخص له بالرغم من ذلك التضارب.

3.3.11 فهم المخاطر

هدف تعليمي 3.3.11- فهم القيود على تعاملات الشخص المرخص له مع عملائه (الباب الخامس، المادة 42)

على الشخص المرخص له عدم التعامل، أو تقديم المشورة، أو الإدارة لحساب عميل، أو الحصول على ضمان لحسابه من عميل، ما لم يكن قد اتخذ خطوات معقولة لتمكين العميل من فهم طبيعة المخاطر المتعلقة بنوع الصفقة التي سيبرمها العميل.

إضافة إلى ذلك، عندما يتم التعامل أو تقديم المشورة أو إدارة حساب لعميل ما، فهناك متطلبات محددة حول الإفصاح عن المخاطر لمجموعتين من الأوراق المالية:

- 1 - للمشتقات أو الأوراق المالية مشروطة الالتزام، أو صناديق الاستثمار غير المخصصة للأفراد، ما لم يبلغ العميل بطبيعة ومدى المخاطر المتعلقة بتلك الأوراق المالية.
- 2 - للأوراق المالية غير القابلة للتحويل الفوري إلى سيولة أو الأوراق المالية للمضاربة، وفيها أيضاً يتم إبلاغ العميل بطبيعة ومدى المخاطر المتعلقة بتلك الأوراق المالية، بما في ذلك أي صعوبات في تحديد قيمتها.

4.3.11 إقراض العملاء

هدف تعليمي 4.3.11 - فهم الظروف التي يمكن على ضوءها للشخص المرخص له تقديم قروض مالية أو منح تسهيلات ائتمانية للعميل (الباب الخامس، المادة 44)

لا يُسمح للشخص المرخص له بإقراض أموال أو تقديم تسهيلات ائتمانية لعميل في ما يتعلق بأعمال أوراق مالية، ولا يجوز له ترتيب قيام شخص آخر بذلك، إلا في الحالات التي:

- قام فيها الشخص المرخص له بتقويم وتوثيق الوضع المالي للعميل بناءً على المعلومات التي يفصح عنها ذلك العميل.
 - اقتنع فيها الشخص المرخص له بأن مبلغ القرض وترتيباته أو التسهيلات الائتمانية مناسبة للعميل.
 - وافق العميل فيها سلفاً وبشكل كتابي على القرض أو التسهيلات الائتمانية وتفاصيل المبلغ وأي مصاريف يتم تقاضيها.
- لا ينطبق الحظر على الإقراض إذا قام الشخص المرخص له بتسوية صفقة في حالة عجز أو تأخر العميل عن السداد، أو دفع الشخص المرخص له مبلغاً للوفاء بطلب هامش تغطية موجه إلى العميل خلال فترة لا تزيد على خمسة أيام.

5.3.11 الهامش

هدف تعليمي 5.3.11 – فهم الحالات التي يمكن فيها للشخص المرخص له تنفيذ صفقة بهامش تغطية أو منح قرض أو تسهيل ائتماني لتغطية دفعات هامش (الباب الخامس، المادة 45)

- لا يجوز للشخص المرخص له تنفيذ صفقة بهامش تغطية مع عميل أو لحسابه ما لم يكن العميل قد وافق في وثيقة تقديم الخدمات على شروط تقديم الخدمات التي يجب أن تنص بالتحديد على الآتي:
- 1 - الظروف التي يجوز فيها أن يُطلب من العميل توفير هامش التغطية.
 - 2 - تفصيل لطريقة توفير هامش التغطية.
 - 3 - تفصيل للخطوات التي يحق للشخص المرخص له اتخاذها إذا عجز العميل عن توفير هامش التغطية المطلوب، بما في ذلك طرق إبلاغ العميل بطلب التغطية.
 - 4 - إمكانية أن يؤدي عجز العميل عن الوفاء بطلب هامش التغطية إلى قيام الشخص المرخص له بإغلاق مركز العميل الاستثماري بعد فترة زمنية يحددها الشخص المرخص له. وللشخص المرخص له الحق في إغلاق المركز الاستثماري في جميع الأحوال بعد مرور خمسة أيام على عجز العميل عن الوفاء.
 - 5 - الحالات الأخرى - عدا العجز عن توفير هامش التغطية - يمكن أن تؤدي إلى إغلاق مركز العميل الاستثماري دون إبلاغه سلفاً بذلك.

يجوز تقديم تسهيلات ائتمانية للعملاء لأغراض هامش التغطية إذا تم القيام بتقييم ائتماني للعميل (بواسطة موظف مستقل عن قسم التداول أو التسويق) وحصل الشخص المرخص له على الموافقة السابقة للعميل.

وإضافة إلى ذلك، يجب على الشخص المرخص له أن يطلب من العميل سداد هامش تغطية لا يقل عن 25% من قيمة الصفقة قبل تنفيذها، وأن يتخذ خطوات معقولة للتأكد من أن العميل على دراية بمخاطر صفقات هامش تغطية، مع مراقبة الهامش بشكل يومي للتأكد من أنه يبقى مساوياً للحد الأدنى للنسبة المئوية البالغة 25% من القيمة الحالية للمركز الاستثماري.

وتحتفظ الهيئة لنفسها بحق تحديد نسبة أعلى لهامش التغطية لأي ورقة مالية أو مجموعة (فئة) أوراق مالية. ويطلب الشخص المرخص له بدوره من العميل توفير تلك النسبة المحددة لهامش التغطية. ويجوز للهيئة حظر صفقات هامش التغطية على أي ورقة مالية أو مجموعة (فئة) أوراق مالية حسب ما تراه مناسباً.

ويجب أن يكون هامش التغطية الذي على أي عميل سداده فيما يتعلق بصفقة هامش تغطية في سوق منظمة مساوياً لمبلغ أو قيمة لا تقل عن الحد الأدنى المطلوب لهامش التغطية في السوق المعنية أو غرفة المقاصة. ويجب أن يكون هامش التغطية إما نقداً، أو على شكل مراكز استثمارية في أوراق مالية مدفوعة القيمة بالكامل أو بضمان آخر مقبول.

4.11 تقديم التقارير للعملاء

1.4.11 إشعار تنفيذ الصفقات

هدف تعليمي 1.4.11 – معرفة المتطلب المتمثل في وجوب أن يرسل الشخص المرخص له إشعار تنفيذ صفقة عند قيامه بتنفيذ صفقة بيع أو شراء ورقة مالية لصالح عميل (الباب الخامس، المادة 47)

على الشخص المرخص له عند قيامه بتنفيذ صفقة بيع أو شراء ورقة مالية مع عميل أو لحسابه أن يرسل وبشكل فوري إلى العميل إشعاراً بتنفيذ تلك الصفقة. ويجب أن يحوي إشعار تنفيذ الصفقة معلومات محددة تضمنها ملحق خاص بلائحة الأشخاص المرخص لهم.

لا يجب إرسال إشعار تنفيذ الصفقة إذا كان الشخص المرخص له يتصرف بصفته مديراً، وقام العميل بالتأكد كتابةً على عدم اشتراط الحصول على إشعار مكتوب لتنفيذ الصفقات.

2.4.11 التقارير الدورية

هدف تعليمي 2.4.11 – معرفة المتطلب الذي ينص على وجوب قيام الشخص المرخص له الذي يتصرف كمدير لصالح عميل – بإرسال تقارير تقييم دورية لذلك العميل (الباب الخامس، المادة 48)

على الشخص المرخص له الذي يتصرف بصفته مديراً لحساب عميل أن يرسل تقرير تقييم كل ثلاثة أشهر على الأقل عن الأوراق المالية/ أو الأرصدة النقدية المتعلقة بالأوراق المالية التي يحتوي عليها حساب العميل. ويجب أن تستوفي تقارير التقييم حداً أدنى من المعلومات نص عليه ملحق خاص بلائحة الأشخاص المرخص لهم.

3.4.11 متطلبات حفظ سجلات الصفقات

هدف تعليمي 3.4.11 – معرفة متطلبات حفظ السجلات للصفقات التي ينفذها الشخص المرخص له لعملائه ولحسابات عملائه (الباب الخامس، المادة 49)

على الشخص المرخص له إعداد وحفظ سجلات صحيحة لكل صفقة ينفذها. ويجب أن تكون هذه السجلات حديثة في جميع الأوقات وكافية لإثبات الالتزام بلائحة الأشخاص المرخص لهم. ويجب أنه يتوفر في سجلات حسابات عملاء الشخص المرخص ما يلي:

- 1 - توضح بشكل دقيق وفي جميع الأوقات أصول وخصوم كل عميل وأصول وخصوم جميع العملاء مجتمعين.
- 2 - تحتوي على المعلومات الضرورية لتمكين الشخص المرخص له من إعداد كشف بأصول وخصوم كل عميل وتفاصيل الصفقات التي يتم تنفيذها لحساب العميل.
- 3 - تحدد جميع أموال العميل وأصول العميل التي يكون الشخص المرخص له أو أمين الحفظ مسؤولاً عنها.

كذلك يجب أن تحتوي سجلات الشخص المرخص له على الآتي:

- 1 - تفصيل لجميع الأوامر التي أدخلها أي عميل بشأن ورقة مالية.
- 2 - تفصيل لجميع صفقات شراء وبيع أي ورقة مالية التي قام بها الشخص المرخص له للعميل، أو قام الشخص المرخص له بتنفيذها لحسابه الخاص.

- 3 - سجل بالدخل والمصاريف لكل عميل مع شرح لطبيعتها.
- 4 - تفاصيل جميع مقبوضات ومدفوعات أموال وأصول العميل.
- 5 - سجل بالنقد والأوراق المالية الموجودة في حساب كل عميل.
- 6 - سجل بأموال العميل وأصول العميل.

4.4.11 التعاملات الشخصية للموظفين

هدف تعليمي 4.4.11 - فهم التعاملات الشخصية للموظفين وأثرها في الشخص المرخص له وموظفيه (الباب الخامس، المادة 50)

تضع لائحة الأشخاص المرخص لهم بعض القيود على التعاملات الشخصية لموظفي الشخص المرخص له. وعلى هؤلاء الموظفين ألا يقوموا عن علم بأي من التصرفات الآتية:

- 1 - أن يكونوا طرفاً في أي صفقة على ورقة مالية يكون أحد عملاء الشخص المرخص له طرفاً فيها.
- 2 - فتح حساب تداول لدى شخص آخر مرخص له، إلا إذا كان الشخص المرخص له الذي يعمل لديه الموظف لا يقدم خدمة مشابهة لما يقدمه الشخص المرخص له الآخر.

إضافة إلى ذلك، يجب على أي موظف تابع لشخص مرخص له أن يفصح لمسؤول المطابقة والالتزام عن جميع صفقات الأوراق المالية التي يقوم بتنفيذها من خلال شخص آخر مرخص له.

ويجب على مسؤول المطابقة والالتزام أن يضع الإجراءات المناسبة لمراقبة تعاملات الموظفين الشخصية في الأوراق المالية بما يكفل الالتزام بالنظام ولوائح التنفيذ. ويجب كذلك وضع الإجراءات بما يتفق مع الأحكام الموضحة في ملحق لائحة الأشخاص المرخص لهم.

5.4.11 الاتصالات الهاتفية

هدف تعليمي 5.4.11 - معرفة التزامات الأشخاص المرخص لهم إذا قاموا بإجراء أو قبول مكالمات هاتفية من أو إلى عملائهم تتعلق بأعمال الأوراق المالية (الباب الخامس، المادة 51)

إذا رغب الشخص المرخص له في قبول أوامر هاتفية من عملائه تتعلق بأعمال الأوراق المالية، فعليه تسجيل تلك المكالمات. ويجب عليه أيضاً إخطار عملائه المحتملين بتسجيل هذه المكالمات الهاتفية.

ويجب الاحتفاظ بتسجيل المكالمات الهاتفية مدة ثلاث سنوات من تاريخ إجراء المكالمة. أما إذا كانت المكالمة الهاتفية ذات صلة بنزاع مع عميل، أو تحقيق نظامي، فيجب الاحتفاظ بالتسجيل إلى حين التوصل إلى تسوية تامة للنزاع أو الانتهاء من التحقيق.

أسئلة المراجعة

1. ما القيود المتعلقة بتقديم وقبول الهدايا أو الحوافز بين الشخص المرخص له وعملائه؟
2. ما المقصود بالعمولة الخاصة؟ وما الأحوال التي تسمح للشخص المرخص له بالدخول في ترتيبات العمولة الخاصة مع عملائه؟
3. وضّح بعض الاستثناءات لواجب الشخص المرخص له بالمحافظة على سرية معلومات العملاء.
4. اذكر بعض الالتزامات الأساسية بموجب نظام مكافحة غسل الأموال واللوائح والقواعد ذات العلاقة في ما يخص ممارسة أعمال الأوراق المالية مع أي عميل.
5. ما المقصود بـ "الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات"؟ وما مدى ارتباطها بمنع التداول بناءً على المعلومات الداخلية في منظمة الشخص المرخص له؟
6. ما المتطلبات الواجبة على الشخص المرخص له في ما يتعلق بإرسال إعلانات الأوراق المالية إلى الجمهور؟
7. اذكر الأنواع الثلاثة المختلفة لتصنيف العميل. وما المقصود بـ "الطرف النظير"؟
8. اذكر بعض الشروط والأحكام ذات العلاقة التي يجب تضمينها الاتفاقية بين الشخص المرخص له وعملائه.
9. اذكر بعض المعلومات الأساسية التي ينبغي طلبها من العملاء كجزء من عملية "اعرف عميلك"؟
10. ما معنى مصطلح "واجب الأمانة" (fiduciary)؟ وما واجبات الأمانة الأربعة التي تلزم الشخص المرخص له تجاه عملائه؟
11. صف مسؤوليات الشخص المرخص له تجاه أي تضارب في المصالح بينه وبين عملائه.
12. ما العوامل التي يجب على الشخص المرخص له أخذها في اعتباره عند تحديد مدى ملاءمة المشورة أو الصفقة للعميل؟
13. ما الظروف التي يُسمح في ظلها للشخص المرخص له بإقراض الأموال أو تقديم تسهيلات ائتمانية لعملائه؟
14. ما الشروط والأحكام التي يجب الاتفاق عليها بين الشخص المرخص له وعملائه قبل إبرام أي صفقة بهامش تغطية؟
15. متى يجب أن ترسل تقارير التقييم الدوري للمحافظ الاستثمارية إلى العملاء؟ وما المعلومات الواجب توافرها في هذه التقارير؟

16. بيّن القواعد الرئيسية المتعلقة بالتعامل الشخصي لموظفي الشخص المرخص له.

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. تنص لائحة الأشخاص المرخص لهم على أنه يُحظر على الأشخاص المرخص لهم تشجيع

العميل على إبرام أي صفقة عن طريق:

- i. عرض الهدايا على للعميل.
- ii. توجيه شخص آخر ليقدم هدايا للعميل.
- iii. عرض المشاركة في خسائر وأرباح العميل.

(أ) i فقط.

(ب) i و ii فقط.

(ج) i و iii فقط.

(د) i و ii و iii.

2. يجب على الشخص المرخص له أن يحافظ دائماً على سرية المعلومات التي يحصل عليها من

العملاء، إلا إذا:

- i. وافق العميل على الإفصاح عنها.
- ii. كان الإفصاح عنها مطلوباً بموجب نظام السوق المالية.
- iii. كان الإفصاح عنها ضرورياً بدرجة معقولة لأداء خدمة معينة للعميل.
- iv. لم يكن هناك تضارب في المصالح ناشئ عن الإفصاح عن هذه المعلومات.

(أ) i و ii و iii فقط.

(ب) i و iii و iv فقط.

(ج) ii و iii و iv فقط.

(د) i و ii و iii و iv.

3. تنص لائحة الأشخاص المرخص لهم على أن الشخص المرخص له لا يُعدّ مخالفاً للائحة إذا

كان يتعامل أو يقدم المشورة في ورقة مالية عندما تكون إدارة ثانية تملك معلومات داخلية، إذا:

- i. لم يكن هناك تضارب في المصالح ناتج عن المعلومات الداخلية.
- ii. وضع الشخص المرخص له الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات.

- iii. طبّق الشخص المرخص له الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات وحافظ عليها فعلياً.
- iv. لم يتلقَ موظفو التعامل أو تقديم المشورة أي نصيحة أو استشارة من أولئك الذين يملكون المعلومات الداخلية.

(أ) i و ii و iii فقط.

(ب) i و ii و iii و iv فقط.

(ج) ii و iii و iv فقط.

(د) i و ii و iii و iv.

4. إذا كان هناك تضارب في المصالح بين الشخص المرخص له والعميل في أي صفقة، فإنه يجب على الشخص المرخص له أن يدفع للعميل أي خسارة يتحملها العميل نتيجةً لذلك التضارب إلا إذا:

i. أفصح الشخص المرخص له للعميل عن تضارب المصالح قبل الصفقة.

ii. وافق العميل كتابياً على مواصلة الشخص المرخص له بالرغم من ذلك التضارب.

iii. حصل الشخص المرخص له على موافقة الهيئة للشروع في الصفقة.

(أ) i فقط.

(ب) i و ii فقط.

(ج) i و ii و iii فقط.

(د) i و ii و iii.

5. تنص لائحة الأشخاص المرخص لهم في ما يتعلق بالصفقات بهامش التغطية - على أنه يجب على الشخص المرخص له أن يطلب هامشاً أولياً لا يقل عن ويضمن وجود هامش لا يقل عن

(أ) 25٪، 25٪.

(ب) 30٪، 40٪.

(ج) 50٪، 50٪.

(د) ليس مما سبق.

الفصل الثاني عشر

لائحة الأشخاص المرخص لهم (متطلبات النظم والإجراءات الرقابية)

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

1.12 النظم والإجراءات الرقابية

توزيع المسؤوليات	1.1.12
وضع النظم والإجراءات الرقابية والإشراف عليها	2.1.12
المراجعة من قبل الجهاز الإداري	3.1.12
المطابقة والالتزام	4.1.12
تكليف جهات خارجية	5.1.12
المراجعة والمعاينة	6.1.12
تسوية الشكاوى	7.1.12
الموظفون	8.1.12
استمرارية الأعمال	9.1.12
إتاحة السجلات	10.1.12

2.12 أموال وأصول العملاء

متطلبات الفصل	1.2.12
أموال العملاء	2.2.12
الاحتفاظ بأموال العميل لدى بنك	3.2.12
الدفع وسحب أموال العملاء	4.2.12
الأموال التي لم تُعدَّ أموال عملاء	5.2.12
العمولة	6.2.12
السجلات وتقرير مراجع الحسابات	7.2.12
التأكيد بشأن أرصدة حسابات العملاء	8.2.12
التسويات الخاصة بحسابات العملاء	9.2.12

قواعد أصول العملاء

3.12

أصول العملاء والفصل	1.3.12
ملكيات حسابات أصول العملاء	2.3.12
حفظ وتسجيل أصول العملاء	3.3.12
إقراض أوراق مالية عائدة لعميل	4.3.12
تقييم أمين الحفظ	5.3.12

1.12 النظم والإجراءات الرقابية

1.1.12 توزيع المسؤوليات

هدف تعليمي 1.1.12 - معرفة الإجراءات المناسبة التي يجب أن يتخذها الشخص المرخص له للمحافظة على توزيع واضح وملائم للمسؤوليات الرئيسية بين مديره أو شركائه أو إدارته العليا (الباب السادس، المادة 53)

يجب على الشخص المرخص له وضع الترتيبات المناسبة للمحافظة على التوزيع الواضح والملائم للمسؤوليات الرئيسية بين أعضاء مجلس إدارته أو شركائه وإدارته العليا.

تقع على عاتق الرئيس التنفيذي مسؤولية الإشراف على وضع النظم والإجراءات الرقابية للشخص المرخص له وتنفيذها. بعبارة أخرى، ينبغي أن يكون هناك هيكل تنظيمي لكيان الشخص المرخص له يُظهر بوضوح خطوط الصلاحية والمسؤولية، وأن الوظائف المهمة يترأسها كبار المديرين أو الشركاء أو أعضاء مجلس الإدارة.

2.1.12 وضع النظم والإجراءات الرقابية والمحافظة عليها

هدف تعليمي 2.1.12 - معرفة أن الشخص المرخص له ملزم بوضع النظم والإجراءات الرقابية المناسبة لعمله والمحافظة عليها. (الباب السادس، المادتان 54 و55)

يجب على الشخص المرخص له وضع النظم والإجراءات الرقابية المناسبة لأعماله والمحافظة عليها. ويجب أن تكون النظم والإجراءات الرقابية مبنية على طبيعة وحجم وتعدد أوجه أعمال الشخص المرخص له، وتنوع عملياته، وعدد صفقاته وقيمتها، ودرجة المخاطرة المتعلقة بكل مجال من مجال عملياته.

ويجب أن تشمل هذه النظم والإجراءات الرقابية كحد أدنى على الآتي:

- توزيع المسؤوليات وخطوط التسلسل الإداري داخل المنظمة.
- سياسات ونظم إدارة المخاطر.
- إجراءات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.
- دليل المطابقة والالتزام.
- برنامج مراقبة المطابقة والالتزام.

- قواعد السلوك.
- دليل الإجراءات التشغيلية.
- دليل وخطط متابعة الأعمال.

3.1.12 المراجعة من قبل الجهاز الإداري

هدف تعليمي 3.1.12 – معرفة أن الجهاز الإداري للشخص المرخص له ملزم بإجراء مراجعة منتظمة لتوزيع المسؤوليات، والنظم والإجراءات الرقابية (الباب السادس، المادة 56)

يجب على الجهاز الإداري للشخص المرخص له إجراء مراجعة منتظمة لتوزيع المسؤوليات لدى الشخص المرخص له ولنظمه وإجراءاته الرقابية، مرة واحدة سنوياً على الأقل. ويجب على الجهاز الإداري للشخص المرخص له مراقبة سرعة إنجاز القضايا التي يتبين من نتيجة المراجعة أنها تحتاج إلى اتخاذ إجراءات. وينبغي إعداد تقرير عن كل مراجعة، والاحتفاظ بمحاضر المراجعة مدة عشر سنوات.

4.1.12 المطابقة والالتزام

هدف تعليمي 4.1.12 – معرفة وجوب تأسيس وظيفة المطابقة والالتزام لدى الشخص المرخص له (الباب السادس، المادة 57)

لضمان فعالية وظيفة المطابقة والالتزام لدى الشخص المرخص له، يكون الجهاز الإداري للشخص المرخص له مسؤولاً عن الإشراف على الآتي:

- التأكد من وضع السياسات والإجراءات المناسبة لتمكين الشخص المرخص له من الالتزام بالنظام ولوائح التنفيذ وجميع المتطلبات النظامية الأخرى السارية المفعول.
- التأكد من حصول مسؤول المطابقة والالتزام والإدارة التابعة له على الموارد المناسبة وصلاحيات الاطلاع على جميع سجلات الشخص المرخص له.
- وضع وتنفيذ ومتابعة وحفظ دليل المطابقة والالتزام وبرنامج مراقبة المطابقة والالتزام.
- وضع قواعد السلوك وضمان الالتزام بها.
- إعداد التقارير والإشعارات التي يجب تقديمها للهيئة، وإجراءات تقديم التقارير للجهاز الإداري حول قضايا المطابقة والالتزام.

وتجدر الإشارة إلى أنه يجوز للهيئة في أي وقت مراجعة مدى ملاءمة ترتيبات المطابقة والالتزام التي يتبعها الشخص المرخص له.

5.1.12 تكليف جهات خارجية

هدف تعليمي 5.1.12 – فهم نطاق الوظائف التي يمكن للشخص المرخص له تفويضها إلى طرف خارجي، والضوابط الإشرافية على هذا الترتيب (الباب السادس، المادة 59)

يجوز للشخص المرخص له تكليف جهة خارجية بأداء وظائف محددة تتعلق بالمطابقة والالتزام وغيرها من الوظائف، وذلك بعد بذل الحرص الواجب عند اختيار جهة خارجية لأداء وظائف معينة.

إن تكليف جهة خارجية بأي وظيفة من قبل الشخص المرخص له - لا يقلل من الالتزامات النظامية المرتبطة بمسؤول المطابقة والالتزام أو لجنة المطابقة والالتزام التابعين للشخص المرخص له.

6.1.12 المراجعة والمعاينة

هدف تعليمي 6.1.12 – معرفة متطلبات المراجعة المنتظمة لدفاتر وحسابات الشخص المرخص له وغيرها من السجلات المرتبطة بأعمال الأوراق المالية (الباب السادس، المادة 62)

يجب أن يقوم المراجع الداخلي والمحاسب القانوني الخارجي للشخص المرخص له بمراجعة دفاتره وحساباته وسجلاته الأخرى المتعلقة بأعمال الأوراق المالية مرة واحدة سنوياً على الأقل. ويجب الاحتفاظ بجميع الحسابات والسجلات وشروط تقديم الخدمات والاتفاقيات الأخرى التي يكون الشخص المرخص له طرفاً فيها للمدة المحددة بعشر سنوات ويجب أن يتاح للمراجع الداخلي والمحاسب القانوني الخارجي الاطلاع عليها.

7.1.12 تسوية الشكاوى

هدف تعليمي 7.1.12 – فهم مدى أهمية عملية التعامل المناسب مع شكاوى العميل (الباب السادس، المادة 63)

يجب أن يكون لدى الشخص المرخص له إجراءات مكتوبة لضمان معالجة الشكاوى التي يتلقاها من العملاء بالطريقة المناسبة وبأسرع وقت، فضلاً على اتخاذ الإجراءات التصحيحية المناسبة والضرورية المتعلقة بالشكاوى. وإذا كانت الشكاوى ناتجة عن تصرف طرف ثالث يعمل لدى الشخص المرخص له أو

أوصى به الشخص المرخص له، فعلى الشخص المرخص له التدخل لمصلحة العميل وبذل قصارى جهده لتسوية الشكوى.

وعلى الشخص المرخص له وضع إجراءات تسوية الشكاوى ليضمن إحاطة كل موظف يعمل مع العملاء بهذه الإجراءات، وإجراء التحقيق الفوري والكامل في الشكوى من قبل مسؤول تابع للشخص المرخص له، شريطة عدم وجود أي علاقة له بالمسألة موضوع الشكوى، فضلاً على حفظ سجل بالشكاوى المكتوبة وتوثيق الإجراءات المتخذة حيالها.

8.1.12 الموظفون

هدف تعليمي 8.1.12 – معرفة أن الشخص المرخص له ملزم بوضع إجراءات كافية لتوظيف وتدريب الموظفين والإشراف عليهم وضمان انضباطهم (الباب السادس، المادة 65).

على الشخص المرخص له وضع إجراءات كافية لتوظيف وتدريب الموظفين والإشراف عليهم وضمان انضباطهم، حتى يضمن استقطابه لموظفين حاصلين على مؤهلات تتناسب مع وظائفهم ويتصفون بالنزاهة.

ويجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجل لأسماء الموظفين ومخالفاتهم الذين يتخذ الشخص المرخص له إجراءات تأديبية بحقهم تتعلق بأي إخلال بالنظام أو لوائحه التنفيذية، أو أي سلوك آخر يمكن أن يؤثر في أداء الأوراق المالية للشخص المرخص له، والإجراء الذي تم اتخاذه لعقاب الموظف.

كذلك يجب على الشخص المرخص له تدريب موظفيه بشكل دوري وأن يشمل التدريب اطلاعهم على كل ما يستجد في النظام ولوائحه التنفيذية، والأنظمة الأخرى ذات العلاقة بأعمال الشخص المرخص له، وأن يجرى هذا التدريب مرة واحدة كل سنة على الأقل.

ويلزم الشخص المرخص له أيضاً بالاحتفاظ بسجلات مناسبة لموظفيه تشمل إجراءات توظيفهم وخبراتهم ومؤهلاتهم مدة لا تقل عن عشر سنوات بعد تاريخ التحاق الموظف بالعمل لدى الشخص المرخص له.

9.1.12 استمرارية العمل

هدف تعليمي 9.1.12 – معرفة أنه يجب على الشخص المرخص له ضمان استمرار عمله، والوفاء بالتزاماته النظامية في حالة توقف أنشطته بصورة غير متوقعة (الباب السادس، المادة 66)

تولي لائحة الأشخاص المرخص لهم أهمية كبرى لمسألة استمرارية الأعمال، لذا ينبغي للشخص المرخص له وضع الترتيبات المناسبة لضمان قدرته على الاستمرار في العمل والوفاء بالتزاماته النظامية عند حدوث توقف غير متوقع لأعماله آخذاً في الاعتبار طبيعة وحجم وتعدد أوجه أعماله. ويجب توثيق هذه الترتيبات وتحديثها بشكل منتظم واختبارها للتأكد من فعاليتها. ويجب الاحتفاظ بالسجلات المناسبة ذات العلاقة بالترتيبات الخاصة باستمرارية العمل مدة عشر سنوات بعد التوقف عن استخدامها أو تعديلها.

10.1.12 إتاحة السجلات

هدف تعليمي 10.1.12 – معرفة مدى أهمية عملية إتاحة واستعادة السجلات الفعالة، والقدرة على تقديمها للهيئة لمعاينتها عند طلبها (الباب السادس، المادة 67)

يجب أن تكون جميع السجلات التي يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بها بموجب نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية متاحة لمعاينتها من قبل الهيئة.

2.12 أموال وأصول العملاء

1.2.12 متطلبات الفصل

هدف تعليمي 1.2.12 – فهم متطلبات الفصل في ما يتعلق بالأصول الخاصة بالشخص المرخص له، وأصول عملائه، وأثر الفصل (الباب السابع، المادتان 69 و70)

يجب على الشخص المرخص له فصل أمواله وأصوله عن أموال العميل وأصول العميل، وأن تُستخدم أموال العميل وأصوله لمصلحة عملاء الشخص المرخص له فقط. وتُعدّ أموال العميل وأصول العميل المفصولة محفوظةً لصالح عملاء الشخص المرخص له، ولا تُعدّ أصولاً عائدة للشخص المرخص له. ولا يتمتع دائنو الشخص المرخص له بأي حق في أي مطالبة أو مستحقات في الأموال أو الأصول المفصولة.

2.2.12 أموال العملاء

هدف تعليمي 2.2.12 – فهم ما يُعدّ مالاً للعميل، ومتى لا يصبح مالاً للعميل (الباب السابع، المادتان 71 و72)

تُعدّ جميع الأموال - باستثناء تلك الأموال المستحقة والواجبة السداد فوراً إلى حساب الشخص المرخص له الخاص (بما في ذلك الأتعاب والعمولات المستحقة بشكل نظامي للشخص المرخص له) - التي يتسلمها أي شخص مرخص له من عميل أو نيابة عنه في سياق قيامه بأعمال الأوراق المالية أموال عميل.

ويجب فصل أموال العميل والاحتفاظ بها في حساب العميل بشكل منفصل عن أصول الشخص المرخص له. وتعامل جميع الأموال المدفوعة في حساب عميل من قبل الشخص المرخص له كأموال العملاء.

ويُحتفظ في حساب العميل بأموال العميل فقط، ما لم تكن الأموال مطلوبة لفتح حسابه أو الإبقاء عليه مفتوحاً أو كانت في الحساب بشكل مؤقت. ويجوز للشخص المرخص له تحويل أموال عميل إلى شخص آخر لأغراض تسوية صفقة أوراق مالية أبرمت مع أو من خلال ذلك الشخص الآخر أو لتقديم ضمان لعميل. ولا تُعدّ الأموال أموال عميل إذا كانت مستحقة وواجبة السداد فوراً للشخص المرخص له؛ مثل الأتعاب والعمولات المستحقة بشكل نظامي للشخص المرخص له.

3.2.12 الاحتفاظ بأموال العميل لدى البنك

هدف تعليمي 3.2.12 – معرفة وجوب الاحتفاظ بأموال العميل لدى بنك محلي، والتنظيمات الخاصة بتقييم المخاطر، والبنوك الخارجية، والتأكيد المحدد من قبل البنك (الباب السابع، المادتان 73 و74)

يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بأموال العميل في حساب عميل لدى بنك محلي. ويجب عليه تقويم مخاطر البنك المحلي قبل فتح حساب عميل لديه، وتحديد مدى ضرورة فتح حسابات للعميل في أكثر من بنك. ويجوز للشخص المرخص له فتح حساب عميل لدى بنك محلي ضمن مجموعته على أن يخطر عميله بنيته تلك وعدم اعتراض العميل.

ويجوز الاحتفاظ بأموال العميل لدى بنك خارجي على أن يكون ذلك ضرورياً لتسوية صفقة أوراق مالية خارج المملكة. ويجوز دفع أرباح أو دخل آخر يتم تسليمه لصالح عميل الشخص المرخص له خارج

المملكة لحساب باسم الشخص المرخص له لدى بنك خارجي على أن تحوّل تلك المبالغ لحساب العميل، أو تُدفع للعميل خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ الإشعار بتسليم تلك المبالغ، ويجب على الشخص المرخص له إبلاغ عميله بأنه سيحتفظ بأموال العميل لدى بنك خارج المملكة. وتطبق نفس الشروط السارية على البنوك المحلية على الحسابات لدى البنوك الخارجية.

يجب على الشخص المرخص له أن يحصل خلال 20 يوماً من تاريخ فتح حساب العميل - على تأكيد كتابي من البنك المحلي الذي فتح حساب العميل لديه، متضمناً الآتي:

(أ) أن حساب العميل سوف يحتوي على أموال العميل وليس على أموال عائدة للشخص المرخص له.

(ب) أن البنك المحلي لن ينفذ أي حق أو مطالبة تكون لديه ضد الشخص المرخص له على أموال موجودة في حساب العميل، ولن يجمع بين حساب العميل وأي حساب آخر.

وإذا لم يتسلم الشخص المرخص له التأكيد المشار إليه آنفاً خلال العشرين يوماً المنصوص عليها، فعليه سحب جميع الأموال الموجودة في الحساب، وإيداعها في حساب العميل لدى بنكٍ محلي آخر.

4.2.12 الدفع وسحب أموال العملاء

هدف تعليمي 4.2.12 - فهم ما يجب على الشخص المرخص له عندما يتسلم أموال العميل (الباب السابع، المادة 75).

ما لم يُنص على خلاف ذلك، يجب على الشخص المرخص له عندما يتسلم أموال عميل أن يودعها في حساب العميل خلال فترة لا تتجاوز اليوم التالي بعد تسلمها. وإذا كانت الحوالة تتكون جزئياً من أموال العميل وأموال أخرى، فيجب دفعها في حساب العميل. ويجب تحويل الجزء من الحوالة الذي ليس له من حساب العميل بأسرع وقت ممكن.

ويجوز الاحتفاظ بأموال العميل بعملة مختلفة عن العملة التي تسلمها الشخص المرخص له.

5.2.12 الأموال التي لم تُعدّ أموال عملاء

هدف تعليمي 5.2.12 – فهم ما لا يُعدّ أموال عملاء (الباب السابع، المادة 76)

لا تصبح الأموال أموال عميل ولا يكون الشخص المرخص له مسؤولاً عنها إذا تم:

- (أ) دفعها للعميل.
- (ب) دفعها لطرف ثالث بناءً على تعليمات العميل.
- (ج) إيداعها في حساب مصرفي باسم العميل.
- (د) سدادها للشخص المرخص له نفسه، إذا كان المبلغ مستحقاً وواجب السداد للشخص المرخص له.

6.2.12 العمولة

هدف تعليمي 6.2.12 – معرفة أن ليس ثمة عمولة تُدفع للعميل في ما يتعلق بأموال العميل المودعة في حساب العميل (الباب السابع، المادة 77)

تمنع لائحة الأشخاص المرخص لهم دفع أي عمولة للعميل بشأن أموال العميل المودعة في حساب العميل.

7.2.12 السجلات وتقرير مراجع الحسابات

هدف تعليمي 7.2.12 – معرفة أنه يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجلات كافية لتعكس التزامه بقواعد أموال العملاء من هذه اللائحة (الباب السابع، المادة 78)

يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجلات كافية لتوضيح التزامه بقواعد أموال العملاء من هذه اللائحة. ويجب على مراجع حسابات الشخص المرخص له التأكد من التزام الشخص المرخص له بقواعد أموال العملاء بشكل سنوي، وإعداد تقرير بذلك كجزء من مراجعته للشخص المرخص له.

8.2.12 التأكيد بشأن أرصدة حسابات العملاء

هدف تعليمي 8.2.12 – فهم التزامات الأشخاص المرخص لهم المتعلقة بتأكيد الأرصدة في حسابات العملاء (الباب السابع، المادة 79)

يجب على الشخص المرخص له التأكد بشكل يومي من أن الرصيد الإجمالي في جميع حسابات عملائه في نهاية عمل اليوم السابق لا يقل عن متطلبات أموال العملاء المحسوبة وفقاً لما تقرره الهيئة. وعليه

التأكد من دفع أي نقص في حساب العميل - في موعد أقصاه نهاية عمل اليوم الذي يتم فيه الحساب، وسحب أي فائض خلال الفترة الزمنية نفسها.

9.2.12 التسويات الخاصة بحسابات العملاء

هدف تعليمي 9.2.12 - فهم التزامات الشخص المرخص له المرتبطة بتسوية حساب كل عميل مع الأرصدة لدى البنوك (الباب السابع، المادة 80)

يجب على الشخص المرخص له تسوية ما يلي مرة واحدة على الأقل كل سبعة أيام:

(أ) رصيد حساب كل عميل كما هو مسجل لدى الشخص المرخص له مع رصيد ذلك الحساب كما يظهر في كشف الحساب أو في أي نموذج تأكيد آخر صادر عن البنك المحلي.

(ب) الرصيد لكل حساب صفقة عميل لدى الأسواق وغرف المقاصة والسماسة الوسطاء، ووكلاء التسوية، والأطراف النظرية، حسبما هو مسجل لدى الشخص المرخص له، مع رصيد ذلك الحساب كما يظهر في الكشف أو في أي نموذج تأكيد آخر صادر عن الشخص الذي يكون الحساب مفتوحاً لديه.

(ج) سجلاته للضمانات التي تسلمها من العملاء مع كشف الضمانات، أو أي نموذج تأكيد آخر صادر عن الشخص الذي يكون الضمان مودعاً لديه.

ويجب على الشخص المرخص إجراء التسويات المشار إليها أعلاه خلال عشرة أيام من التاريخ الذي تشمله التسوية. وفي حالة اكتشاف أي فروقات في أي من التسويات آنفة الذكر، يجب على الشخص المرخص له أن يقوم بتصحيحها بأسرع وقت ممكن وفي جميع الأحوال بما لا يتجاوز ثلاثة أيام. ويجب على الشخص المرخص له إبلاغ الهيئة بأسرع وقت ممكن إذا تعذر عليه إجراء أي من التسويات المطلوبة بموجب الأحكام المنصوص عليها في هذا الفصل.

وإذا تعذر على الشخص المرخص له تصحيح فرق ناتج عن تسوية، وأظهرت السجلات التي يراجعها الشخص المرخص له خلال التسوية أنه قد يحتاج إلى مبلغ أكبر من المال الموجود في حسابات العملاء المعينين أو إلى ضمان يزيد على الموجود في الواقع، وجب على الشخص المرخص له، وحتى يتم التوصل إلى تصحيح نهائي، افتراض أن السجلات صحيحة وأن يدفع الفرق من ماله الخاص في حساب العميل وأن يعدّ المبلغ المدفوع أموال عميل.

3.12 قواعد أصول العملاء

1.3.12 أصول العملاء والفصل

هدف تعليمي 1.3.12 - فهم ماهية أصول العملاء والحاجة إلى الفصل (الباب السابع، المادتان 82 و83)

أصول العملاء هي جميع الأصول التي تشتمل أو يمكن أن تشتمل على أوراق مالية يحتفظ بها الشخص المرخص له بالنيابة عن عملائه وذلك عدا النقود والضمانات التي تنطبق عليها الفقرة (ب) من المادة (83) من هذه اللائحة. وعلى غرار أموال العملاء، يجب فصل أصول العملاء، ولا يجوز للشخص المرخص له الاحتفاظ بأصول العملاء ما لم يكن حاصلًا من الهيئة على ترخيص لتقديم خدمات الحفظ.

ويجب على الشخص المرخص له فصل أصول العملاء التي يحتفظ بها عن الأصول الخاصة به، ولا يجوز له استخدام أصول العملاء لحسابه الخاص أو لحساب عميل آخر دون الحصول على موافقة سابقة من العميل الذي تعود له الأصول. وتشمل أصول العميل الضمان الذي يتم الحصول عليه على سبيل الرهن للوفاء بالالتزام ناشئ عن ذلك الرهن إلى أن يتم استخدامه للوفاء بذلك الالتزام.

2.3.12 ملكيات حسابات أصول العملاء

هدف تعليمي 2.3.12 - فهم متطلب أن استخدام أسماء الحسابات لتسجيل أصول العميل يوضح أن تلك الأصول تعود ملكيتها للعميل (الباب السابع، المادة 84)

في حال تسجيل أصول عميل في حساب لدى الشخص المرخص له، عليه التأكد من أن اسم الحساب يوضح أن تلك الأصول عائدة للعميل، وأنها مفصولة عن الأصول العائدة للشخص المرخص له. ويجب على الشخص المرخص له -عندما تكون أصول العميل مسجلة في حساب لدى أمين حفظ، محلي أو خارجي - أن يطلب من أمين الحفظ أن يوضح في اسم الحساب أن أصول العميل عائدة لعميل واحد أو أكثر من عملاء الشخص المرخص له وأنها مفصولة.

3.3.12 حفظ وتسجيل أصول العملاء

هدف تعليمي 3.3.12 – فهم اللوائح المرتبطة بحفظ وتسجيل أصول العملاء (الباب السابع، المادة 85)

يجب الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يمكن إيداعها لدى مركز الإيداع في حساب باسم العميل المعني لدى مركز الإيداع. ويجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسند ملكية أصول العميل إما بحيازته الفعلية، أو لدى أمين حفظ في حساب مخصص لأصول العميل.

إذا قام الشخص المرخص له بتدوين أو تسجيل ملكية أصل العميل يجب التأكد من تسجيله أو تدوينه باسم العميل، ما لم يكن العميل شخصاً مرخصاً له يتصرف نيابة عن عميل له، وفي تلك الحالة يجب تسجيل الأصل باسم عميل ذلك الشخص المرخص له.

إذا كان الأصل ورقة مالية تم امتلاكها خارج المملكة، فيمكن تسجيل أو تدوين ملكيته باسم أمين حفظ خارجي، أو باسم الشخص المرخص له، شرط أن يكون الشخص المرخص له قد اقتنع أنه من غير الممكن تسجيل أو تدوين ملكية الأصل باسم العميل. ويجب على الشخص المرخص له الحصول على موافقة العميل الكتابية السابقة على تسجيل أو تدوين أصول العميل باسم أمين حفظ خارجي أو باسم الشخص المرخص له وإشعار العميل كتابياً بأي نتائج سلبية قد تنتج بسبب تسجيل أو تدوين أصول العميل بغير اسمه.

4.3.12 إقراض أوراق مالية عائدة لعميل

هدف تعليمي 4.3.12 – فهم الظروف والحالات التي يجوز فيها للشخص المرخص له إقراض أوراق مالية خاصة بالعميل (الباب السابع، المادة 86)

لا يجوز للشخص المرخص له إقراض أوراق مالية عائدة لعميل أو ممارسة نشاطات إقراض من هذا النوع مع عميل، إلا بعد موافقة العميل على ذلك صراحة وكتابياً. ويجب أن يكون أي نشاط إقراض لأوراق مالية خاضعاً لشروط وأحكام مناسبة، كما تم الاتفاق عليه في اتفاقية شروط تقديم الخدمات بين الشخص المرخص له والعميل.

5.3.12 تقييم أمين الحفظ

هدف تعليمي 5.3.12 – فهم متطلب إجراء تقييم لأمناء الحفظ (الباب السابع، المادة 87)

إن الشخص المرخص له ملزمٌ بـ"واجب الحرص تجاه العميل" عند اتخاذ قرار بشأن مكان الاحتفاظ بأصول العميل أو تقديم توصية للعميل بذلك. وعلى الشخص المرخص له إجراء تقييم للمخاطر قبل تقديم التوصية أو اتخاذ قرار الاحتفاظ بأصول عميل لدى أمين حفظ للتأكد من توافر ترتيبات مناسبة لدى أمين الحفظ لحماية الأصول، وخضوع أمين الحفظ للمعايير النظامية المناسبة. ويجب على الشخص المرخص له إجراء ذلك التقييم كلما كان ضرورياً للتأكد من استمرار استيفاء متطلبات هذه الفقرة بشكل مستمر.

أسئلة المراجعة

1. لماذا يُعدّ التوزيع الواضح والملائم للمسؤوليات الرئيسية بين أعضاء مجلس إدارة الشخص المرخص له أو شركائه وإدارته العليا أمراً مهماً؟
2. ما الجوانب التي يجب تغطيتها عند قيام الشخص المرخص له بوضع النظم والإجراءات الرقابية؟
3. ما مسؤوليات الجهاز الإداري للشخص المرخص له المرتبطة بالمطابقة والالتزام؟
4. من أعضاء لجنة المطابقة والالتزام التابعة للشخص المرخص له؟ وكم مرة ينبغي أن تجتمع؟
5. متى يجب أن يقوم المحاسبون الداخليون والخارجيون للشخص المرخص له بمراجعة دفاتره وحساباته وسجلاته الأخرى المرتبطة بأعمال الأوراق المالية؟
6. اذكر الخطوات التي ينبغي للشخص المرخص له اتخاذها عند معالجة شكاوى العملاء.
7. ما "أموال العميل" وما الأموال التي لا تعد "أموال عميل"؟
8. اشرح عملية إجراء تسوية الحسابات الخاصة بالعملاء. وما الإطار الزمني المتاح للقيام بتسوية حساب العميل؟
9. ما المقصود بـ"أصول العملاء"؟
10. ما الشروط والأحكام المناسبة التي يجب أن تتضمنها اتفاقية "شروط تقديم الخدمات" بالنسبة إلى نشاط إقراض الأوراق المالية؟

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. أي من العبارات التالية غير صحيحة في ما يتعلق بأحكام تسوية الشكاوى من لائحة الأشخاص المرخص لهم؟
 - (i) يجب أن يكون لدى الشخص المرخص له إجراءات مكتوبة لضمان معالجة الشكاوى التي يتلقاها من العملاء بالطريقة المناسبة وبأسرع وقت.

- (ب) يجب على الشخص المرخص له أن يضع إجراءات كافية لتسوية الشكاوى ليضمن إحاطة كل موظف يتعامل مع العملاء بهذه الإجراءات.
- (ج) يجب على الشخص المرخص له أن يحتفظ بسجلات توثق الشكاوى المكتوبة وأي قرارات اتخذت حيالها.
- (د) يجب إجراء التحقيق الفوري والكامل في الشكوى من قبل مسؤول تابع للشخص المرخص له، له علاقة أصلاً بالمسألة موضوع الشكوى.

2. لا تكون الأموال أموال عميل، ويكون الشخص المرخص له مسؤولاً عنها في كل الحالات التالية،

إلا إذا:

- (أ) دُفعت تلك الأموال إلى العميل.
- (ب) دُفعت إلى طرف ثالث بناءً على تعليمات الشخص المرخص له.
- (ج) أُودعت في حساب مصرفي باسم العميل.
- (د) دُفعت إلى الشخص المرخص له نفسه، إذا كانت مستحقة وواجبة السداد له.

3. تشتت لائحة الأشخاص المرخص لهم أنه يجب على الشخص المرخص له إعداد تسويات لما يلي بصورة أسبوعية، ما عدا:

- (أ) رصيد كل حساب عميل كما هو مسجل لدى الشخص المرخص له، مع رصيد ذلك الحساب كما هو مسجل من قبل العميل.
- (ب) رصيد كل حساب عميل كما هو مسجل لدى الشخص المرخص له، مع الرصيد المسجل من قبل البنك المحلي.
- (ج) الرصيد لكل حساب صفقة عميل كما هو مسجل لدى الشخص المرخص له، مع أرصدة تلك الحسابات كما هو مسجل لدى الجهة المحتفظة بذلك الحساب.
- (د) سجلاته للضمانات التي تسلمها من العملاء مع كشف الضمانات الصادر من أمين حفظ الضمانات.

الفصل الثالث عشر

لائحة سلوكيات السوق

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسيُنوَّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

- 1.13 منع التلاعب بالسوق**
- 1.1.13 منع التصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب وتضليل
- 2.1.13 التصرفات أو الممارسات التي تشكل تلاعباً وتضليلاً
- 2.13 التداول بناءً على معلومات داخلية**
- 1.2.13 الإفصاح عن المعلومات الداخلية
- 2.2.13 المطلعون على معلومات داخلية
- 3.2.13 المعلومات الداخلية
- 4.2.13 حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية والتداول بناءً عليها
- 3.13 البيانات غير الصحيحة**
- 1.3.13 حظر التصريح ببيانات غير صحيحة
- 2.3.13 الإشاعات
- 3.3.13 مفهوم البيانات غير الصحيحة
- 4.3.13 المسؤولية عن البيانات غير الصحيحة

4.13

سلوك الأشخاص المرخص لهم

- 1.4.13 التصرف في حال تلاعب العملاء والتداول بناءً على معلومات
- 2.4.13 تجميع أوامر العملاء
- 3.4.13 التعامل السابق لنشر البحوث
- 4.4.13 المسؤولية عن تصرفات الآخرين

المقدمة

أصدرت لائحة سلوكيات السوق بواسطة مجلس الهيئة، كإمتداد وتفصيل للأحكام التي تضمنها نظام السوق المالية، والتي تمت تغطيتها في الفصل الأول من هذا الكتاب. وبما أن هذه الأحكام تمثل تفصيلاً للأحكام العامة لنظام السوق المالية، فغالباً ما يشار إليها باللوائح التنفيذية لنظام السوق المالية.

1.13 منع التلاعب بالسوق

1.1.13 مقدمة

هدف تعليمي 1.1.13- فهم منع التلاعب بالسوق والممارسات والتصرفات المضللة

- توافر الأسس المنطقية لمعرفة التلاعب
- الانطباع الخاطئ والمضلل
- الأسعار الوهمية (غير الحقيقية)، (الباب الثاني، المادة 2)

تمنع المادة الثانية من لائحة سلوكيات السوق أي شخص من ممارسة أي تصرفات أو المشاركة فيها أو القيام بممارسات مضللة أو تنطوي على تلاعب في ما يخص الأوامر، أو يخص صفقة أوراق مالية. وينطبق هذا المنع في حالة معرفة الشخص المعني أو توافر الأسس المنطقية بأن التصرف المعني ينطوي على تلاعب أو تضليل.

إضافةً إلى ذلك، تمنع اللائحة أي شخص من الدخول في أي أمر أو تنفيذ صفقة في ورقة مالية (مباشرة أو غير مباشرة) من أجل خلق:

- انطباع كاذب أو مضلل عن حجم تداول الورقة المالية أو الاهتمام بشرائها أو بيعها.
- سعر مصطنع لشراء أو بيع أو تداول لتلك الورقة المالية، أو أي ورقة مالية أخرى ذات علاقة.

2.1.13 التلاعب بالسوق والتصرفات والممارسات المضللة

هدف تعليمي 13 - 1 - 2- فهم طبيعة النشاطات التي تدخل في نطاق التلاعب بالسوق أو التصرفات

والممارسات المضللة

● التداولات الوهمية

● عدم التغير الحقيقي للملكية

● عمليات الشراء والبيع المتطابقة

● الأوامر متزايدة أو متناقصة الأسعار

● إدخال الأوامر للتلاعب بالأسعار

(الباب الثاني، المادة 3)

تعرض المادة الثالثة من لائحة سلوكيات السوق، أعمال وتصرفات تعد من أنواع التلاعب أو التضليل :

● إجراء صفقة تداول وهمي.

● تنفيذ صفقة تداول على ورقة مالية لا تنطوي على تغيير في الملكية الحقيقية لها .

كذلك قدمت المادة الثالثة خمسة أمثلة على ممارسات تلاعب أو تضليل أو تصرفات يقصد بها خلق انطباع كاذب أو مضلل بوجود نشاط تداول في ورقة مالية أو اهتمام بشرائها أو بيعها أو بهدف تكوين أسعار مصطنعة وهذه الأمثلة هي:

- 1 - إدخال أمر أو أوامر لشراء ورقة مالية مع العلم السابق بأنه تم أو سوف يتم إدخال أمر أو أوامر مشابهة ومقاربة من حيث الحجم والتوقيت والسعر لبيع تلك الورقة المالية.
- 2 - إدخال أمر أو أوامر لبيع ورقة مالية مع العلم السابق بأنه تم أو سوف يتم إدخال أمر أو أوامر مشابهة ومقاربة من حيث الحجم والتوقيت والسعر لشراء تلك الورقة المالية.
- 3 - شراء أو تقديم عروض لشراء ورقة مالية بأسعار تتزايد بشكل متتابع، أو بنمط من الأسعار متتابعة التزايد.
- 4 - بيع أو تقديم عروض لبيع ورقة مالية بأسعار تتناقص بشكل متتابع، أو بنمط أسعار متتابعة التناقص.
- 5 - إدخال أمر أو أوامر لشراء أو بيع ورقة مالية بهدف:
 - وضع سعر سابق التحديد للبيع أو العرض أو الطلب.
 - تحقيق سعر إغلاق مرتفع أو منخفض للبيع أو العرض أو الطلب.

- إبقاء سعر البيع، أو العرض أو الطلب ضمن مدى مسبق التحديد.
- إدخال أمر أو سلسلة من الأوامر على ورقة مالية دون وجود نية لتنفيذها.

2.13 التداول بناءً على معلومات داخلية

1.2.13 مقدمة

هدف تعليمي 1.2.13- معرفة مفهوم تداول الورقة المالية كما نص عليه في لائحة سلوكيات السوق :

- الورقة المالية القابلة للتداول
 - تأثير السعر بالمعلومات
 - التداول المباشر
 - التداول غير المباشر
- (الباب الثالث، المادة 4 (أ))

تقدم المادة الرابعة من لائحة سلوكيات السوق تفصيلاً عن التداول المبني على معلومات داخلية والتي أجمّلها نظام السوق المالية. ولكي ينطبق التداول المبني على معلومات داخلية يُشترط أن تكون الورقة المالية ذات العلاقة ورقة مالية متداولة، وأن تكون هنالك معلومات داخلية كانت ستؤثر في سعر أو قيمة الورقة المالية لو أفصح عن هذه المعلومات أو وُفرت للجُمهور.

ويُعدّ الشخص مخالفاً إذا تداول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في الورقة المالية وكان يمتلك معلومات داخلية. ويشمل التداول المباشر في الورقة المالية تنفيذ صفقة على الورقة المالية لأي حساب تكون له مصلحة فيه، أو إذا قدم عرض شراء أو بيع الورقة المالية في السوق. وأما التداول غير المباشر فيشمل أيضاً من الحالات الثلاث التالية:

- 1 - إذا نفذ صفقة كوكيل لشخص آخر.
- 2 - إذا رتب صفقة يكون أحد أطرافها شخصاً من أقاربه أو شخصاً تربطه به علاقة عمل أو علاقة تعاقدية.
- 3 - إذا رتب لوكيله أو لأي شخص آخر يتصرف نيابةً عنه أو بحسب توجيهاته التداول بالأوراق المالية ذات العلاقة.

2.2.13 الشخص المتداول بناءً على معلومات داخلية

هدف تعليمي 2.2.13- معرفة مفهوم " الشخص الذي يتداول بناءً على معلومات داخلية" لأجل أغراض هذه اللائحة (الباب الثالث، المادة 4ب)

تقدم لائحة سلوكيات السوق توضيحاً للمقصود بالشخص المطلع يشمل أيّاً من التالي:

- عضو مجلس إدارة، أو مسؤول تنفيذي، أو موظف لدى مُصدِر ورقة مالية ذات علاقة.
- شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة عائلية.
- شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة عمل بما في ذلك الحصول على المعلومات:
 - من خلال مصدر ورقة مالية.
 - من خلال أي شخص له علاقة عمل مع الشخص الذي يحصل على المعلومات.
 - من خلال أي شخص يكون شريك عمل للشخص الذي يحصل على المعلومات.
- شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة تعاقدية بما في ذلك الحصول على المعلومات من:
 - مُصدِر للورقة المالية.
 - أي شخص له علاقة تعاقدية بالشخص الذي يحصل على المعلومات.

3.2.13 المعلومات الداخلية

هدف تعليمي 3.2.13 - معرفة مفهوم المعلومات الداخلية وفق أغراض أحكام التداول على أساس معلومات داخلية (الباب الثالث، المادة 4ج)

تعني المعلومات الداخلية على وجه التحديد المعلومات التي يتحقق فيها الآتي:

- 1 - أن تتعلق بورقة مالية.
- 2 - أن لا يكون قد تم الإعلان عنها لعموم الجمهور، ولم تكن متوافرة لهم بأي شكل آخر.
- 3 - أن يدرك الشخص العادي بالنظر إلى طبيعتها ومحتواها - أن إعلانها أو توفيرها للجمهور يؤثر تأثيراً جوهرياً في سعر الورقة المالية أو قيمتها.

4.2.13 الإفصاح عن المعلومات الداخلية وحظر التداول القائم عليها

هدف تعليمي 4.2.13- معرفة الأحكام التي تغطي الإفصاح عن المعلومات الداخلية وحظر التداول القائم عليها (الباب الثالث، المادة 5 ، 6)

تحظر لائحة سلوكيات السوق الإفصاح عن المعلومات الداخلية. ويمنع الشخص المطلع على المعلومات الداخلية من الإفصاح عنها لأي شخص آخر وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذا الشخص الآخر من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية.

وفي المقابل ، يُحظر على أي شخص غير مطلع أن يفصح لأي شخص آخر عن أي معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع، وكان يعلم أو يجدر به أن يعلم أن ذلك الشخص الآخر الذي أفصح له - من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية.

وتحظر اللائحة على الأشخاص المطلعين على معلومات داخلية يمكن أن تؤثر في سعر الورقة - تداول تلك الورقة المالية. كذلك تحظر اللائحة على الأشخاص غير المطلعين التداول بناءً على معلومات داخلية إذا حصل على تلك المعلومات من شخص آخر وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذه المعلومات داخلية.

3.13 البيانات غير الصحيحة

1.3.13 مقدمة

هدف تعليمي 1.3.13- فهم المواد التي تحظر تقديم بيانات غير صحيحة (الباب الرابع، المادة 7 ، 8)

تغطي المواد من السابعة حتى العاشرة تقديم البيانات غير الصحيحة. يُحظر على الأشخاص تقديم بيانات غير صحيحة إذا كان التصريح بالبيان قد قصد به التأثير في سعر الورقة المالية، أو دفع شخص آخر إلى شراء أو بيع ورقة مالية، أو إلى ممارسة حقوق تمنحها ورقة مالية أو الإحجام عن ممارستها سواء أكانت هذه البيانات شفوية أم مكتوبة. ويمتد الحظر ليشمل حالة الفشل أو إغفال تقديم بيان ملزم بالتصريح عنه بمقتضى نظام السوق المالية أو لوائحه التنفيذية أو قواعد سوق المال أو مركز الإيداع.

ويمتد الحظر أيضاً إلى الإشاعة إذ يُحظر على أي شخص الترويج لبيان غير صحيح يتعلق بواقعة جوهرية أو برأي بهدف التأثير في سعر أو قيمة ورقة مالية أو أي هدف آخر ينطوي على تلاعب. ويُحظر ترويج مثل هذه الإشاعات بصورة مباشرة أو غير مباشرة، سواء أتم إعداد البيانات بواسطة الشخص الذي يروج لها أم لا.

2.3.13 تعريف مفهوم البيانات غير الصحيحة

هدف تعليمي 2.3.13 – معرفة الظروف التي يمكن أن يقدم فيها شخص بيانات غير صحيحة (الباب الرابع، المادة 9)

عرّفت المادة التاسعة من لائحة سلوكيات السوق مفهوم البيانات غير الصحيحة. ويرتكز التعريف على بيان يتعلق بواقعة جوهرية – تمثل الواقعة الجوهرية معلومات تتعلق بورقة مالية، كانت ستؤثر لو علم بها في سعر أو قيمة الورقة المالية التي قام المستثمر عنده ببيعها أو شرائها. وعليه ترتبط البيانات غير الصحيحة بالوقائع الجوهرية، ويُعدّ الشخص قد قام بالتصريح ببيان غير صحيح في أي من الحالات التالية:

- إذا صرح، أو رتب لقيام شخص آخر بالتصريح، ببيان غير صحيح أو غير دقيق بشأن أحد عناصره الجوهرية.
- إذا صرح، أو رتب لقيام شخص آخر بالتصريح، ببيان يحتوي على معلومات غير صحيحة بشأن واقعة جوهرية.
- إذا أغفل ذكر واقعة جوهرية عند تقديم بيان.

3.3.13 المسؤولية عن البيانات غير الصحيحة

هدف تعليمي 3.3.13 – معرفة الحالات التي يكون فيها الشخص مسؤولاً عن الأضرار الناجمة عن بيانات غير صحيحة (الباب الرابع، المادة 10)

هناك حالتان ينتج عنهما اعتبار الشخص مسؤولاً عن الأضرار التي يتعرض لها مدعي الضرر نتيجة تقديم بيان غير صحيح. تنشأ الحالة الأولى إذا قدم شخص بياناً غير صحيح بشأن واقعة جوهرية وتم تقديم ذلك البيان لغرض تحقيق ربح (أو منفعة تجارية) أو ذات علاقة بشراء ورقة مالية أو بيعها. ولكي

ينجح في إثبات الضرر، على مدعي الضرر أن يثبت أنه كان سيتصرف بطريقة أخرى لو علم بعدم صحة البيانات وأن الشخص الذي قدم البيان غير الصحيح كان يعلم (أو كان على دراية بأن هنالك احتمالاً كبيراً) أن البيان غير صحيح بشأن واقعة جوهرية.

أما الحالة الثانية فتنشأ عندما يفشل شخص في تقديم بيان ملزم بتوفيره بحسب نظام السوق المالية، أو لوائحه التنفيذية أو قواعد السوق، ويمكن أن تكون دعوى الضرر ناجحة إذا كانت متعلقة بواقعة جوهرية أو متعلقة بشراء ورقة مالية أو بيعها. وعلى مدعي الضرر أن يثبت أنه لم يكن على علم بإغفال البيان وأنه ما كان ليشتري أو يبيع الورقة المالية المعنية (كليا أو عند ذلك السعر) لو علم سابقاً بإغفال البيان.

3.13 سلوك الأشخاص المرخص لهم

1.4.13 التصرف في حال تلاعب العملاء والتداول بناءً على معلومات داخلية

هدف تعليمي 1.4.13 - معرفة كيف يتصرف الشخص المرخص له أو الشخص المسجل في حال اشتباههم في تورط عملائهم في التلاعب بالسوق أو التداول بناءً على معلومات داخلية (الباب الخامس، المادة 11)

هدف تعليمي 2.4.13 - معرفة مسؤوليات الشخص المرخص له أو الشخص المسجل في ما يتعلق بأولوية العملاء، والتنفيذ في الوقت المناسب، والتنفيذ بأفضل الشروط، والتخصيص في الوقت المناسب، والوساطة المضرة بمصلحة العميل (الباب الخامس، المواد 12، 16)

على أي شخص مرخص له أو شخص مسجل عدم قبول أو تنفيذ أمر عميل إذا كان لدى أي منهما أسباب معقولة تدعو إلى الاعتقاد أن العميل:

- 1) يتلاعب بالسوق أو يتداول بناءً على معلومات داخلية.
- 2) أو يعدّ متلاعباً في السوق أو متداولاً بناءً على معلومات داخلية في سوق أخرى في حالة تطبيق هذه اللوائح على تلك السوق.
- 3) أو يعدّ مخالفاً للنظام أو اللوائح التنفيذية أو القواعد المعمول بها في السوق ذات العلاقة.

وعندما يقرر شخص مرخص له أو شخص مسجل عدم قبول أو تنفيذ أمر للعميل، يجب عليه أن يوثق ظروف وأسباب قراره كتابياً، وأن يشعر الهيئة بذلك خلال ثلاثة أيام. ويجب عليه أيضاً الاحتفاظ

بجميع السجلات المتعلقة بأي قرار يتخذه مدة عشر سنوات من تاريخ القرار.

وتبيّن لائحة سلوكيات السوق مسؤوليات الشخص المرخص له أو الشخص المسجل في ما يتعلق بأولوية العملاء، والتنفيذ في الوقت المناسب، والتنفيذ بأفضل الشروط، والتخصيص في الوقت المناسب، والوساطة المضرة بمصلحة العميل. ويمكن إيضاح هذه الجوانب بما يلي:

- أولوية العملاء: يجب على الشخص المرخص له أو الشخص المسجل تنفيذ أوامر العملاء بشأن ورقة مالية قبل تنفيذ أي أوامر لحسابه الخاص.
- التنفيذ في الوقت المناسب: إذا قبل شخص مرخص له أمر عميل، أو قرر حسب تقديره تنفيذ أمر عميل، يجب عليه تنفيذ الأمر حالما يصبح ذلك عملياً تبعاً للظروف السائدة.
- التنفيذ بأفضل الشروط (Best Execution): عندما يتعامل شخص مرخص له مع عميل أو لحساب عميل، يجب عليه أن يقوم بالتنفيذ بأفضل الشروط. ويُعدّ الشخص المرخص له قد نفذ الأمر بأفضل الشروط إذا كان (بصفته وكيلاً) قد تأكد من تنفيذ الأمر بالسعر السائد في السوق أو الأسواق ذات العلاقة وبحسب حجم الأمر. وكذلك إذا كان قد نفذ الصفقة بسعر أفضل للعميل مقارنةً بما كان يمكن أن يحصل عليه لو تم تنفيذ الأمر وفقاً للفقرة السابقة عند تصرفه بصفته أصيلاً.
- التخصيص في الوقت المناسب: يجب على الشخص المرخص له عند تنفيذ صفقة بناءً على أمر من عميل أن يتأكد من تخصيصها لحساب ذلك العميل من غير تأخير. كذلك يجب عليه في حالة التنفيذ بناءً على تقديره واختياره أن يتأكد من تخصيص الصفقة دون تأخير لحساب العميل الذي قرر الشخص المرخص له تنفيذ الصفقة لحسابه.
- الوساطة المضرة بمصلحة العميل (Churning): يُحظر على الشخص المرخص له في سياق إدارة أعمال العميل - أن يقدم مشورة للعميل للتعامل، أو أن يسعى لإقناعه بالتعامل، أو أن يتعامل أو يقوم بترتيب تعامل في صفقات، إذا كانت هناك أسباب معقولة تدعو للاعتقاد أن ذلك التعامل يضر بمصلحة العميل من حيث عدد وتكرار صفقات التداول، وذلك بالنظر إلى أهداف العميل الاستثمارية ومركزه المالي وحجم وطبيعة حسابه.

2.4.13 تجميع أوامر العملاء

هدف تعليمي 3.4.13 – معرفة أن تجميع الحساب غير مسموح به في السوق السعودية، لكنه مسموح ضمن شروط معينة خارج السوق السعودية (الباب الخامس، المادة 17)

يُقصد بتجميع الأوامر ضم ودمج أمر عميل ما مع أوامر العملاء الآخرين، أو حتى مع أوامر الشخص المرخص له نفسه، ومن ثم يتم تنفيذ هذه الأوامر المجمعة كصفقة واحدة.

تحظر اللائحة تجميع الأوامر الخاصة بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية، في حين يجوز تجميع الأوامر الخاصة بالأوراق المالية غير المتداولة في السوق المالية السعودية، فقط عند تحقق الشروط التالية:

- 1) إذا زود الشخص المرخص له العميل بشرح كتابي لمحاسن ومساوئ التجميع وحصل على موافقة العميل كتابةً على تجميع الأوامر.
- 2) تأكد الشخص المرخص له من عدم تضرر عميل من تجميع أوامره.
- 3) حصول أوامر العملاء المجمعة على متوسط سعر تنفيذ جميع الأوامر المنفذة.

إضافة إلى ذلك، يجب على الشخص المرخص له وضع سياسات مكتوبة يحدد فيها أسلوب توزيع صفقات التداول على أوامر العملاء وأوامر الأصيل.

3.4.13 التعامل السابق لنشر البحوث

هدف تعليمي 4.4.13 – معرفة عدم السماح بالتداول لصالح الحساب الخاص قبل إصدار البحوث (الباب الخامس، المادة 18)

هدف تعليمي 5.4.13 – معرفة أنه من المحظور إبرام صفقة تتعارض مع فحوى توصية بحثية (الباب الخامس، المادة 19)

تضمنت اللائحة أنه يجب على الشخص المرخص له ألا يتداول لحسابه الخاص في ورقة مالية إذا كان يعلم أن توصية استثمارية أو بحثاً أو دراسة سوف تصدر لعميل في ما يتعلق بالورقة المالية المذكورة، إلا بعد إعطاء العميل الذي صدر له البحث فرصة معقولة لاتخاذ موقف بشأنه، غير أن من الجائز للشخص المرخص له أن يقوم بصفقة تداول لحسابه الخاص إذا كان من غير المتوقع منطقياً أن تؤثر التوصية أو البحث أو الدراسة في سعر الورقة المالية المعنية.

كذلك تحظر اللائحة على الشخص المرخص له تقديم المشورة لعميل أو التداول لحساب عميل بعكس التوصية الخاصة بالورقة المالية، الصادرة عن الشخص المرخص له أو أي من الجهات التابعة له، ما لم يفصح الشخص المرخص له -قبل القيام بالتداول للعميل - عن التوصية وعن تضارب المصالح المحتمل بين الشخص المرخص له والعميل.

ويُحظر أيضاً على الشخص المرخص له التداول لحسابه الخاص في تلك الورقة المالية بعكس التوصية، ما لم تكن هناك أسباب معقولة تدعوه لذلك التداول.

6.4.13 المسؤولية عن تصرفات الآخرين

هدف تعليمي 6.4.13 - فهم حدود مسؤولية الشخص عن التصرف بناءً على توجيهات شخص آخر (الباب الخامس، المادة 20)

عندما يتبين أن شخصاً ما يتصرف نيابة عن شخص آخر قد خالف أحكام النظام أو لوائحه التنفيذية في ما يتعلق بالتلاعب في السوق أو التداول بناءً على معلومات داخلية أو إعطاء بيانات غير صحيحة وكان خاضعاً لتوجيهات الشخص الذي تم التصرف نيابة عنه ، فإن هذا الشخص الأخير يكون مسؤولاً وعرضة لأي جزاءات تطبق على الشخص الذي قام بالتصرف، إلا إذا كان الشخص الذي تم التصرف نيابة عنه قد اتخذ خطوات معقولة لمنع مخالفة أحكام النظام ولوائحه التنفيذية، ولم يأذن في التصرفات موضوع المخالفة.

أسئلة المراجعة

1. كيف تعرّف لائحة سلوكيات السوق التصرفات أو الممارسات المنطوية على تلاعب أو تضليل في تداول الأوراق المالية؟
2. ما معنى خلق أو تكوين " انطباع كاذب ومضلل بوجود نشاط تداول " في الورقة المالية؟ اذكر بعض الأمثلة على ذلك.
3. ما معنى " إجراء صفقة تداول وهمي "؟ أورد بعض الأمثلة.
4. كيف تعرّف لائحة سلوكيات السوق "الشخص المطلع على معلومات داخلية" و"المعلومات الداخلية" في ما يتعلق بحظر التداول بناءً على معلومات داخلية؟
5. ما المقصود بـ "التداول المباشر" و"التداول غير المباشر" في ما يتعلق بحظر التداول بناءً على معلومات داخلية؟
6. كيف تعرّف لائحة سلوكيات السوق "البيان غير الصحيح"؟ وما المسؤوليات المترتبة على التصريح بالبيان غير الصحيح؟
7. ما الإجراء الذي يجب على الشخص المرخص له أو الشخص المسجل اتخاذه إذا اشتبه أي منهما في تورط العميل في التلاعب بالسوق أو التداول بناءً على معلومات داخلية؟
8. وضّح مسؤوليات الشخص المرخص له أو الشخص المسجل في ما يتصل بأولوية العملاء، والتنفيذ في الوقت المناسب، والتنفيذ بأفضل الشروط، والتخصيص في الوقت المناسب، والوساطة المضرة لمصلحة العميل؟
9. ما المقصود بـ "تجميع أوامر العملاء"؟ وما الظروف التي يجوز فيها للشخص المرخص له تجميع الأوامر؟
10. ما معنى "استباق التعامل" (front running) في تداول الأوراق المالية؟ ولماذا هو محظور؟
11. ما الظروف التي يجوز فيها للأشخاص المرخص لهم التداول لحسابهم الخاص قبل نشر تقرير بحثي؟
12. ما الظروف التي يمكن في ظلها للأشخاص المرخص لهم التداول لحسابهم الخاص بشكل يناقض التقرير البحثي؟

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. يُحظر على الشخص إدخال أمر شراء مع العلم السابق بأنه تم أو سوف يتم إدخال أمر بيع

مشابه ومقارب من حيث الحجم والتوقيت والسعر، لأن هذا

(أ) يخلق اهتماماً ونشاطاً وسيولة غير ضرورية في السهم.

(ب) يعطي انطباعاً مصطنعاً بأن الورقة المالية تحظى باهتمام وأنشطة وسيولة.

(ج) يعطي عمولة إضافية للشخص المرخص له.

(د) يساعد العملاء على شراء أو بيع السهم بأسعار غير عادلة.

2. يُحظر على الشخص تقديم عروض لشراء ورقة مالية بأسعار تتزايد بشكل متتابع أو بنمط من

الأسعار متتابعة التزايد؛ لأن هذا:

(أ) غير عادل بحق البائع.

(ب) غير عادل بحق المشتري.

(ج) يرفع سعر السهم بصورة مصطنعة.

(د) يعطي انطباعاً كاذباً عن الاهتمام والنشاط والسيولة التي يحظى بها السهم.

3. أي مما يلي ليس من الضروري أن يكون "مطلعاً على معلومات داخلية" بحسب تعريف لائحة

سلوكيات السوق في ما يتعلق بحظر التداول بناءً على معلومات داخلية؟

i. صديق مقرب من موظف الشركة.

ii. أحد أفراد عائلة الموظف.

iii. أي موظف في الشركة.

(أ) فقط i.

(ب) فقط ii.

(ج) i و ii فقط.

(د) i و ii و iii و iv.

4. إذا كان لدى الشخص المسجل أسباب معقولة تدعو للاعتقاد أن العميل يتلاعب في السوق أو يتداول بناءً على معلومات داخلية أو يخالف الأنظمة واللوائح، فيجب على الشخص المسجل

.....

- (أ) قبول وتنفيذ الأمر، لكن مع إشعار العميل بالعواقب.
- (ب) عدم قبول أو تنفيذ أمر العميل.
- (ج) عدم قبول أو تنفيذ أمر العميل، مع وجوب توثيق الظروف والأسباب.
- (د) عدم قبول أو تنفيذ أمر العميل، مع وجوب توثيق الظروف والأسباب، وإشعار الهيئة بذلك.

5. تحظر اللائحة على الشخص المرخص له التداول لحسابه الخاص قبل قرب صدور تقرير استثماري أو توصية بحثية عن الورقة المالية، إلا:

- i. إذا كان من غير المتوقع أن يؤثر التقرير الاستثماري أو التوصية البحثية في سعر الورقة المالية المعنية.
- ii. إذا أعطي العميل الذي صدر له التقرير أو التوصية فرصة معقولة لاتخاذ موقف بشأنها.
- iii. إذا كان العميل غير مهتم بالتقرير أو التوصية.
- iv. إذا كان التقرير لا يؤدي إلى نشوء تضارب في المصالح بين الشخص المرخص له والعميل المقصود.

(أ) i و ii فقط.

(ب) i و ii و iii فقط.

(ج) i و ii و iv فقط.

(د) i و ii و iii و iv.

الفصل الرابع عشر

قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

الأهداف التعليمية

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

مقدمة

1.14 تعريفات

2.14 متطلبات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

1.2.14 المبادئ

2.2.14 المبالغ النقدية

3.14 العناية الواجبة تجاه العميل

1.3.14 قبول العميل

2.3.14 الأشخاص السياسيون ذوو المخاطر العالية بحكم مناصبهم

3.3.14 الهيئات والمؤسسات غير الهادفة للربح

4.3.14 الاعتماد على طرف ثالث للقيام بإجراءات العناية الواجبة تجاه

5.3.14 علاقات العمل مع العميل دون مقابلته

6.3.14 إجراءات العناية المستمرة تجاه العميل والعمليات غير العادية

7.3.14 مراجعة وتحديث السجلات

4.14 حفظ السجلات

1.4.14 متطلبات حفظ السجلات

5.14 العمليات المشتبه فيها

1.5.14 الإبلاغ عن العمليات المشتبه فيها

2.5.14 حظر تحذير العملاء

6.14 السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية

1.6.14 السياسات الداخلية والالتزام

2.6.14 المراجعة الداخلية

3.6.14 التعليم والتدريب

مقدمة

صدرت قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب عن هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية - بموجب القرار رقم 1- 39- 2008 وتاريخ 1429/12/3 هـ الموافق 2008/12/1 م، بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 وتاريخ 1424/6/2 هـ. وتهدف هذه القواعد إلى:

- (أ) التزام الأشخاص المرخص لهم التزاماً تاماً بنظام مكافحة غسل الأموال الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم م/39 وتاريخ 1424/6/25 هـ ولائحته التنفيذية.
- (ب) تعزيز نزاهة السوق المالية السعودية ومصداقيتها وسمعتها.
- (ج) حماية الأشخاص المرخص لهم وعملائهم من العمليات غير القانونية التي قد تنطوي على غسل الأموال أو تمويل الإرهاب أو أي نشاط إجرامي آخر.

1.14 تعريفات

هدف تعليمي 1.14 - معرفة معنى غسل الأموال وتمويل الإرهاب بحسب تعريفهما في قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب الأول، المادة 2)

يُقصد بغسل الأموال ارتكاب أو محاولة ارتكاب أي فعل أو الشروع فيه بهدف إخفاء أو تمويه أصل حقيقة أي أموال مكتسبة خلافاً للشرع أو النظام وجعلها تبدو مشروعة المصدر.

يتألف هذا التعريف من ثلاثة عناصر؛ أولاً: يأتي المال عادة من مصدر غير مشروع أو غير حلال، كعائدات أنشطة إجرامية على سبيل المثال. ثانياً: هناك إجراءات تتخذ لنقل الأموال بطرق واتجاهات مختلفة من أجل إخفاء أثر مصادر المال. ثالثاً: يصبح الآن المال "النظيف" كما لو أنه قادم من مصدر شرعي وجاهز للاستخدام في أنشطة اقتصادية قانونية.

ويشير تمويل الإرهاب إلى تمويل العمليات الإرهابية والإرهابيين والمنظمات الإرهابية، ويرتبط تمويل الإرهاب بثلاثة جوانب؛ أولاً: تمويل الإرهابيين، وهم شخص أو أشخاص يرتبطون بأنشطة إرهابية أو إرهاب. ثانياً: تمويل المنظمات الإرهابية. ثالثاً: تمويل العمليات الإرهابية.

2.14 متطلبات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

1.2.14 المبادئ

هدف تعليمي 1.2.14 – معرفة المتطلبات والمبادئ العامة الخاصة بتطبيق قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب الثاني، المادة 3)

نظراً إلى طبيعة نشاط الشخص المرخص له وهيكله التنظيمي ونوع عملائه وعملياته، يتعين عليه وضع سياسات وإجراءات لمنع غسل الأموال وتمويل الإرهاب، وعليه كذلك التأكد من كفاية وملاءمة الإجراءات التي يتخذها للمتطلبات المنصوص عليها في قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

إن الإدارة العليا للشخص المرخص له مسؤولة عن الإدارة الفعالة لمخاطر تمويل الإرهاب وغسل الأموال.

ويجب أن تلتزم بوضع سياسات وإجراءات مناسبة وفعالة لمنع غسل الأموال وتمويل الإرهاب، وضمان تنفيذها والالتزام بجميع المتطلبات التنظيمية والقانونية ذات العلاقة.

ولضمان تحقيق ذلك، على الشخص المرخص له تعيين مدير يكون مسؤولاً بشكل مباشر عن الإشراف على تنفيذ السياسات والإجراءات المتعلقة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب وغيرها من المتطلبات القانونية ذات العلاقة.

2.2.14 المبالغ النقدية

هدف تعليمي 2.2.14 – معرفة القيود على قبول المبالغ النقدية (الباب الثاني، المادة 5)

تحظر قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب على الشخص المرخص له قبول أي مبالغ نقدية من العميل، سواءً لغرض استثماري، أم مقابل خدمات قدمها الشخص المرخص له إلى العميل.

3.14 العناية الواجبة تجاه العميل

قبل قبول أي عميل، يجب على الشخص المرخص له إعداد نموذج "معرفة العميل" متضمناً المعلومات المطلوبة، بحسب ما نصت عليه لائحة الأشخاص المرخص لهم، فضلاً على المعلومات الأخرى المطلوبة بموجب هذه القواعد.

1.3.14 قبول العميل

هدف تعليمي 1.3.14 - معرفة الإجراءات العامة لقبول العملاء (الباب الثالث، المادة 7)

لتحديد نوعية العميل الذي يحتمل أن تكون المخاطر المترتبة على قبوله عالية في ما يتعلق بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب - يجب على الشخص المرخص له تطوير سياسات وإجراءات قبول العميل. وبالنسبة إلى العميل ذي المخاطر العالية، يجب وضع سياسات وإجراءات أكثر شمولاً وتفصيلاً بشأن العناية الواجبة تجاهه، بحيث تتضمن سياسات داخلية واضحة للموافقة على علاقة العمل مع هذا العميل.

وفي ما يلي بعض العوامل التي يجب على الشخص المرخص له أخذها بالاعتبار عند تحديد كون عميل بعينه أو نوع من أنواع العملاء من ذوي المخاطر العالية أم لا:

- (أ) بيانات العميل وخلفيته.
- (ب) طبيعة عمل العميل ودرجة مخاطر غسل الأموال وتمويل الإرهاب.
- (ج) مكان تأسيس عمل العميل ومقر الطرف النظير الذي يتعامل معه العميل ولاسيما إذا كان مكان التأسيس أو المقر في دولة محددة من مجموعة العمل المالي أو من الدول المعروفة لدى الشخص المرخص له بعدم مناسبة وكفاية المعايير المطبقة فيها لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.
- (د) التعقيد - دون أسباب معقولة - في هيكل ملكية العميل.
- (هـ) طريقة الدفع ونوعه، ويوجب الزيادة في التدقيق - على سبيل المثال - أن يكون المبلغ المقدم من العميل إلى الشخص المرخص له لإيداعه في حسابه مسحوباً على طرف ثالث ليس له علاقة واضحة بالعميل.
- (و) أي معلومات أخرى قد تدلّ على أن العميل يمثل درجة مخاطر عالية مثل رفض مؤسسة مالية أخرى علاقة عمل معه.

ومع أن درجة مخاطر العميل تُحدد في البداية، يجب على الشخص المرخص له إعادة النظر في تقييم درجة مخاطر العميل إذا كان نمط نشاط حسابه بعد قبول التعامل معه لا يتطابق مع ما لدى الشخص المرخص له من معلومات عنه. ويجب على الشخص المرخص له أيضاً أن يأخذ بالاعتبار الإبلاغ عن أي عملية مشتبّه فيها لوحدة التحريات المالية بوزارة الداخلية إذا لزم الأمر.

وتحظر القواعد على الشخص المرخص له قبول أي عميل أو فتح حساب له إلا بعد مقابله وجهاً لوجه، ما لم يكن الشخص المرخص له معتمداً على طرف ثالث للقيام بإجراءات العناية الواجبة تجاه العميل.

2.3.14 الأشخاص السياسيون ذوو المخاطر العالية بحكم مناصبهم

هدف تعليمي 2.3.14 – معرفة الأشخاص السياسيين ذوي المخاطر العالية بحكم مناصبهم، وعملية المراجعة اللازم إجراؤها بشأنهم (الباب الثالث، المادة 10)

تعرف قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب الأشخاص السياسيين ذوي المخاطر العالية بحكم مناصبهم بأنهم: أي شخص يشغل أو شغل أخيراً أو يسعى أو مرشح لشغل منصب مدني رفيع في الحكومة أو أي منصب عسكري أو منصب في أي شركة تابعة للدولة. ويشمل هذا التعريف أفراد أسرة الشخص المباشرين (مثل الزوج والوالدين والإخوة والأخوات) والأشخاص المتعاونين معه (ويعني الشخص المتعاون أي شخص يعمل مستشاراً أو وكيلاً للشخص المذكور) ويعرفون بصفة شاملة بـ"الأفراد المقربين".

يجب أن يضع الشخص المرخص له نظاماً لإدارة المخاطر لتحديد هل العميل أو العميل المحتمل أو المستفيد الحقيقي هو من "السياسيين المعرضين للمخاطر العالية بحكم مناصبهم". وعلى الشخص المرخص له أن يعد تلك الحسابات عالية المخاطر وأن يخضعها لمراقبة مستمرة ومشددة.

ويجب أخذ موافقة الإدارة العليا للشخص المرخص له على فتح أي حساب أو تشغيله لهذه الفئة، وعلى الشخص المرخص له اتخاذ إجراءات لتحديد مصدر ثروة وأموال هؤلاء الأشخاص أو أي شخص له علاقة بهم قد يكون عميلاً أو مستفيداً حقيقياً.

3.3.14 الهيئات والمؤسسات غير الهادفة للربح

هدف تعليمي 3.3.14 – معرفة الهيئات والمؤسسات غير الربحية، وعملية المراجعة اللازمة لها (الباب الثالث، المادة 11)

يجب وضع سياسات وإجراءات وضوابط داخلية مناسبة لضمان الالتزام بمتطلبات الهيئة بشأن فتح وإدارة حسابات وعمليات الهيئات والمؤسسات غير الهادفة للربح.

تعرف قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب الهيئات والمؤسسات غير الهادفة إلى الربح بأنها: أي شخص اعتباري (مؤسسة أو هيئة) مرخص له يمارس بشكل أساسي جمع التبرعات أو إنفاق الأموال

لأغراض غير هادفة إلى الربح. وعند التعامل مع حسابات أي من هذه الهيئات والمؤسسات يجب ملاحظة المتطلبات الآتية:

- (أ) يجب أن تكون هذه الهيئات أو المؤسسات حاصلة على ترخيص رسمي صادر عن الجهة الحكومية المختصة يحدد أغراضها وأنشطتها.
- (ب) على الشخص المرخص له أن يعدّ هذه الهيئات والمؤسسات من فئة العملاء ذوي المخاطر العالية، وعليه تشديد إجراءات العناية الواجبة عند التعامل معهم.

4.3.14 الاعتماد على طرف ثالث للقيام بإجراءات العناية الواجبة تجاه العميل

هدف تعليمي 4.3.14 – معرفة حدود الاعتماد على أطرف خارجية للقيام بعملية العناية الواجبة تجاه العميل، والخطوات والوثائق اللازمة للتحقق (الباب الثالث، المادة 14)

لا بد من تأكيد أن الشخص المرخص له مسؤول مسؤولية كاملة عن إجراء العناية الواجبة تجاه عملائه كافة، ولكن في حالات معينة، عندما يقدم طرف ثالث عميلاً، ويتم إجراء العناية الواجبة تجاه العميل، يجوز للشخص المرخص له قبول جزء من إجراءات العناية الواجبة التي تم اتخاذها. يجب أن يكون الطرف الثالث إما مصرفاً تجارياً أو مؤسسة مالية تمارس نشاط أعمال الأوراق المالية.

5.3.14 علاقات العمل مع العميل دون مقابلته

هدف تعليمي 5.3.14 – معرفة المخاطر التي قد تظهر نتيجة لعلاقات العمل مع العميل دون مقابلته، والخطوات المطلوبة للحد منها. (الباب الثالث، المادة 16)

يجب على الشخص المرخص له أخذ الحيطة دائماً من تهديدات التقنية لأنشطة أعماله، وبخاصة ما يتعلق منها بغسل الأموال وتمويل الإرهاب. وعليه وضع سياسات وإجراءات وضوابط داخلية تتصدى لتلك المخاطر. ويجب أن تصمم هذه السياسات والإجراءات والضوابط بطريقة تعالج المخاطر المحددة المرتبطة بتنفيذ عمليات دون مقابلة العميل وجهاً لوجه. ويجب التعامل مع هذه المخاطر المحددة بتطبيق معايير محددة وفعالة، سواء خلال مدة إقامة علاقة العمل أم كجزء من إجراءات العناية الواجبة تجاه العميل المستمرة.

6.3.14 إجراءات العناية المستمرة تجاه العميل والعمليات غير العادية

هدف تعليمي 6.3.14 - معرفة متطلبات العناية المستمرة تجاه العميل، ومراقبة العمليات غير العادية (الباب الثالث، المادة 17)

يجب على الشخص المرخص له مراقبة علاقة العمل مع عملائه باستمرار، وعليه مراقبة سلوك حساب العميل والتأكد من ملاءمة العمليات المنفذة للمعلومات التي حصل عليها الشخص المرخص له عن العميل المتعلقة بعمله ودرجة المخاطر التي يشكلها ومصدر أمواله.

ويجب الحصول على معلومات كاملة عن غرض جميع المعاملات والعمليات وطبيعتها، بما في ذلك فحص العمليات التي ليس لها غرض قانوني أو اقتصادي واضح، ومعاينة وتدوين النتائج المتوصل إليها كتابياً والاحتفاظ بها مدة لا تقل عن عشر سنوات من تاريخ العملية وتقديمها إلى الهيئة والمراجعين الداخلي والخارجي عند طلبها.

7.3.14 مراجعة وتحديث السجلات

هدف تعليمي 7.3.14 - معرفة المتطلبات الخاصة بالمراجعة المنتظمة والتحديث الدوري لسجلات العملاء (الباب الثالث، المادة 18)

يجب تحديث البيانات التي يتم الحصول عليها بموجب إجراءات العناية الواجبة تجاه العميل للتأكد من دقتها وسلامتها، وعلى الشخص المرخص له إجراء مراجعة سنوية أو إجراء مراجعة بحسب الحاجة للسجلات الحالية، وبخاصة سجلات فئات العملاء ذات المخاطر العالية، عند حصول حالات تستدعي تحديث هذه المعلومات، مثل:

(أ) طلب عميل حالي فتح حساب جديد أو إقامة علاقة جديدة أو إجراء تغيير جوهري على طبيعة العلاقة الحالية معه.

(ب) وجود عمليات غير عادية أو مخالفة لنمط التداول العادي للعميل بحسب المعلومات المتوافرة عنه لدى الشخص المرخص له.

(ج) عدم اقتناع الشخص المرخص له بوجود معلومات كافية عن العميل أو توافر شك لديه في صحة أو كفاية البيانات التي سبق له الحصول عليها عن العميل.

3.14 حفظ السجلات

1.4.14 متطلبات حفظ السجلات

هدف تعليمي 1.4.14 – معرفة تفاصيل متطلبات حفظ السجلات الواردة في القواعد واللوائح الصادرة عن الهيئة، وشركة السوق المالية السعودية (تداول) (الباب الرابع، المادة 19)

على جميع الأشخاص المرخص لهم التزام متطلبات حفظ السجلات المنصوص عليها في القواعد واللوائح الصادرة عن الهيئة وشركة السوق المالية السعودية (تداول). وتشمل هذه السجلات جميع بيانات هوية العميل والمعلومات والمستندات الأخرى التي حصل عليها الشخص المرخص له من خلال إجراءات العناية الواجبة تجاه العميل، وسجلات الحسابات ومراسلات العملاء، إضافةً إلى سجل لجميع العمليات.

يتعين على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجلات كافية تتيح إعادة هيكلة أي عملية من العمليات، بما في ذلك المبالغ وأنواع العملات المستخدمة؛ وذلك بهدف توفير أدلة إثبات على النشاط الإجرامي لإقامة الدعوى القضائية إذا دعت الحاجة. ويجب على الأشخاص المرخص لهم الاحتفاظ بالمعلومات المتعلقة بحسابات العملاء ولاسيما المعلومات الآتية:

- (أ) بيانات العميل أو المستفيد الحقيقي أو المستفيدين الحقيقيين للحساب (في حال وجودهم)، وأي معلومات أخرى مطلوبة تتعلق بإجراءات العناية الواجبة تجاه العميل.
- (ب) تفاصيل الحساب، بما في ذلك حجم الأموال المتدفقة من خلاله.
- (ج) بيان مصدر أموال العمليات، والشكل الذي تم فيه توفير أو سحب الأموال والشيكات والحوالات وغيرها، وهوية الشخص المنفذ للعملية ووجهة تحويل الأموال والتعليمات الممنوحة لتحويل هذه الأموال.

وعلى الشخص المرخص له تقديم جميع السجلات والمعلومات الخاصة بالعميل وعملياته إلى الهيئة عند طلبها، والاحتفاظ بسجل لجميع العمليات المحلية والدولية مدة لا تقل عن عشر سنوات من تاريخ العملية.

ويجوز للشخص المرخص له حفظ أصل أو نسخ المستندات بشكل ورقي أو إلكتروني، على أن تكون صالحة للاعتداد بها كدليل إثبات في حال إقامة الدعوى أمام المحكمة.

5.14 العمليات المشتبه فيها

1.5.14 الإبلاغ عن العمليات المشتبه فيها

هدف تعليمي 1.5.14 – معرفة العمليات والإجراءات المرتبطة بالإبلاغ عن العمليات المشتبه فيها (الباب الخامس، المادة 20، والملحق 1)

وفقاً للالتزامات المنصوص عليها في نظام مكافحة غسل الأموال ولائحته التنفيذية، يجب على الشخص المرخص له إبلاغ وحدة التحريات المالية فوراً عن أي نشاط أو عملية أو صفقة معقدة أو ضخمة أو غير طبيعية أو عملية تثير الشكوك حول ماهيتها والغرض منها، أو أي نشاط أو عملية لها علاقة أو يشتبه أن لها علاقة بغسل أموال أو تمويل أنشطة إرهابية، وتقديم نسخة من البلاغ إلى وحدة مكافحة غسل الأموال في الهيئة.

وعلى الشخص المرخص له تعيين أحد كبار موظفيه مسؤول إبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب، وأن يصدر معلومات لجميع موظفيه بالإحالة الفورية لأي عملية مشتبه فيها إلى مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب، الذي قد يرى إعداد بلاغ بشأنها لوحدة التحريات المالية. ويجب أن يكون مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال شخصاً مسجلاً، ومؤهلاً، ولديه خبرة عملية في مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب. علماً بأنه يمكن للشخص المرخص له الذي يقتصر نوع النشاط المرخص له في ممارسته على إدارة صناديق الاستثمار الخاصة غير العقارية أو إدارة محافظ المستثمرين ذوي الخبرة أو الترتيب أو تقديم المشورة تكليف جهة خارجية لأداء تلك الوظيفة.

في حال إشعار أي من موظفي الشخص المرخص له مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب بأي عملية، فعليه مراجعة ظروف الحالة لتحديد مسوغات الاشتباه. وإذا قرر مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب عدم إبلاغ وحدة التحريات المالية وجب عليه توثيق أسباب عدم الإبلاغ بشكل مفصل.

يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجل لجميع العمليات المحالة إلى مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب، مع أي من الملاحظات الداخلية عليها وأي تحليل للعمليات تم إعداده. والاحتفاظ بسجل يحتوي على جميع البلاغات المقدمة إلى وحدة التحريات المالية وجميع التقارير المعدة من الموظفين بما في ذلك البلاغات التي قرر مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب عدم إحالتها إلى وحدة التحريات المالية.

2.5.14 حظر تحذير العملاء

هدف تعليمي 2.5.14 – معرفة الإجراءات المتعلقة بتحذير العملاء (الباب الخامس، المادة 21)

يجب على الشخص المرخص له وأعضاء مجلس إدارته ومسؤوليه وموظفيه، في جميع الظروف والأحوال، عدم تحذير عملائه أو أي طرف ذي علاقة عما أرسل أو سيرسل إلى وحدة التحريات المالية من بلاغات أو تقارير أو معلومات عن عمليات مشتبه فيها.

ويجب على الشخص المرخص له في جميع الأوقات المحافظة على السرية التامة بشأن الإبلاغ عن أي عمليات مشتبه فيها، وأن تكون التقارير التي يراجعها مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال متاحة فقط للموظفين المختصين لدى الشخص المرخص له.

إذا أرسل بلاغ عن عملية مشتبه فيها إلى وحدة التحريات المالية وتطلب الأمر الحصول على مزيد من المعلومات، فإن وحدة التحريات المالية تخطر الهيئة بذلك، لتتواصل بدورها مع الشخص المرخص له بشأن المعلومات. وفي هذه الحالة، يجب توخي الحرص التام لضمان عدم علم العميل بإرسال البلاغ. وعلى الشخص المرخص له مواصلة تعامله مع العميل المبلغ عنه على النحو المعتاد، وعدم تحذير العميل أو أي طرف آخر ذي علاقة بالعمليات المشتبه فيها، وانتظار أي تعليمات من وحدة مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في الهيئة.

6.14 السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية

1.6.14 السياسات الداخلية والالتزام

هدف تعليمي 1.6.14 – معرفة وجوب وضع وتطبيق سياسات وإجراءات وضوابط داخلية للمساعدة على مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، والاتصالات اللازمة مع الموظفين

هدف تعليمي 2.6.14 – معرفة واجبات موظف الإبلاغ عن غسل الأموال (الباب السادس، المادة 23)

على الشخص المرخص له وضع وتنفيذ سياسات وإجراءات وضوابط داخلية تساعد على مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب وإطلاع جميع موظفيه عليها. ويجب على مسؤول المطابقة والالتزام التأكد من التزام الشخص المرخص له بسياسات وإجراءات وضوابط مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب. ويجب أن تتضمن السياسات والإجراءات والضوابط التي يضعها الشخص المرخص له إجراءات العناية الواجبة

تجاه العميل، وحفظ السجلات، وتعقب وكشف أي عمليات غير عادية أو مشتبه فيها وتقديم بلاغ عن العمليات المشتبه فيها.

ويجب على الشخص المرخص له التأكد من تمكن مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وأي من موظفيه ذوي العلاقة من الاطلاع في الوقت المناسب وفي جميع الأوقات على سجلات العملاء والعمليات جميعها وأي معلومات أخرى قد يحتاجون إليها للقيام بالمهام الموكولة إليهم.

ويتولى مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال عدداً من المهام؛ ومنها تلك الخاصة بموظفي الشخص المرخص له والتي ترتبط بالتأكد من التزامهم بالاحتفاظ بالسجلات الضرورية وضع خطط وبرامج تدريب مستمرة لجميع موظفي الشخص المرخص له.

3.6.14 المراجعة الداخلية

هدف تعليمي 3.6.14 – معرفة دور المراجعة الداخلية المرتبط بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب السادس، المادة 24)

على إدارة المراجعة الداخلية لدى الشخص المرخص له إجراء تقييم منتظم لفاعلية السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية الخاصة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب للتأكد من الالتزام بها.

4.6.14 التعليم والتدريب

هدف تعليمي 4.6.14 – معرفة متطلبات التعليم والتدريب المنتظم والمستمر حول مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب السادس، المادة 25)

يجب على الشخص المرخص له اتخاذ جميع الخطوات المناسبة للتأكد من حصول موظفيه على تدريب منتظم يشمل الموضوعات الآتية:

- (أ) الأنظمة واللوائح الخاصة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب ولاسيما إجراءات العناية الواجبة تجاه العميل وتعقب وكشف العمليات المشتبه فيها والإبلاغ عنها.
- (ب) التقنيات والأساليب والممارسات السائدة في مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

(ج) السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية للشخص المرخص له الخاصة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب ومسؤوليات الموظفين في مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

ويجب أن يكون لدى الشخص المرخص له برامج لتدريب جميع الموظفين الجدد، وأن يوفر لهم التدريب المستمر لتحديث معلوماتهم والتأكد من معرفتهم بمسؤولياتهم، وبخاصة الذين يتعاملون مع الجمهور بشكل مباشر والقائمون على فتح الحسابات الجديدة للعملاء.

أسئلة المراجعة

1. ماذا يقصد بـ "غسل الأموال"؟ وما علاقته بأعمال الأوراق المالية؟
2. ماذا يقصد بـ "تمويل الإرهاب"؟ وما علاقته بغسل الأموال؟
3. ما المقصود بالعناية الواجبة تجاه العملاء؟ اذكر أنواع العملاء الذين يجب تجاههم تشديد إجراءات العناية الواجبة.
4. من هم الأشخاص السياسيون ذوو المخاطر العالية بحكم مناصبهم؟ وكيف يتم التعامل معهم ضمن إطار عملية العناية الواجبة تجاه العميل؟
5. ما معنى "المنظمات أو الهيئات والمؤسسات غير الهادفة للربح"؟ وما علاقتها بأنشطة مكافحة غسل الأموال ومحاربة تمويل الإرهاب؟
6. كيف أثر التداول الإلكتروني في علاقات العمل بين الشخص المرخص له وعملائه؟
7. لماذا يلزم الشخص المرخص له أن يقوم بإجراءات العناية الواجبة المستمرة تجاه العميل؟
8. ما متطلبات حفظ السجلات التي يجب على الشخص المرخص له الالتزام بها؟
9. ما دور مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال؟ وما الإجراءات التي يجب عليه اتخاذها عند قيام أي موظف لدى الشخص المرخص له بإشعاره بعملية مشتبه فيها؟
10. ما متطلبات وضع وتطبيق السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية للمساعدة على مكافحة غسل الأموال ومحاربة تمويل الإرهاب؟
11. ما الموضوعات التي يجب أن يشملها تدريب الموظفين في ما يتعلق بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب؟

نموذج أسئلة الخيارات المتعددة

1. أي مما يلي لا علاقة له بعملية غسل الأموال؟

- (أ) الأموال المكتسبة من مصادر غير شرعية أو محرمة.
- (ب) إجراء عمليات لنقل الأموال بطرق واتجاهات مختلفة في محاولة لإخفاء أثر المصدر الحقيقي لهذه الأموال.
- (ج) استخدام الأموال "النظيفة" التي تبدو كأنها أتت من مصادر مشروعة في أنشطة اقتصادية قانونية.
- (د) استخدام الأموال أيضاً لتمويل الأنشطة الإرهابية.

2. أي مما يلي لا يعد عاملاً ذا صلة في تحديد كون عميل بعينه أو نوع من أنواع العملاء من ذوي

المخاطر العالية أم لا؛ وذلك لغرض تشديد إجراءات العناية الواجبة تجاه العميل؟

- (أ) طبيعة عمل العميل، واحتمال ارتباطه بأنشطة غسل الأموال.
- (ب) معرفة أنه لم ترفض أي مؤسسة مالية إقامة علاقة عمل مع العميل.
- (ج) مكان تأسيس عمل العميل ومقر الطرف النظير الذي يتعامل معه العميل؛ كالدول المحددة من مجموعة العمل المالي.
- (د) تعقيد هيكل ملكية العميل دون أسباب معقولة.

3. أي مما يلي لا يعد من الأشخاص السياسيين ذوي المخاطر العالية بحكم مناصبهم بحسب

تعريف قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب؟

- i. أي مسؤول كبير في الحكومة وأقاربه أو أصدقاءه.
- ii. أي مسؤول كبير في شركة مملوكة للدولة وأقاربه أو أصدقاءه.
- iii. أي مسؤول كبير في شركة مدرجة وأقاربه أو أصدقاءه.

(أ) فقط i.

(ب) فقط ii.

(ج) i و ii فقط.

(د) i و ii و iii.

4. تشترط اللوائح على الأشخاص المرخص لهم تشديد إجراءات العناية الواجبة تجاه العملاء، ولا

سيما العملاء المصنفين كهيئات أو مؤسسات غير هادفة للربح، وذلك للسبب التالي:

- (أ) لأنها غالباً ما تُستخدم كقنوات لتمويل الإرهاب.
- (ب) لأنها تجمع الأموال من التبرعات للأعمال الخيرية.
- (ج) لأنها عادةً ما ترتبط بأنشطة غسل الأموال.
- (د) لأنها معروفة بتورطها في التلاعب بالسوق.

5. عندما يُشعر موظف لدى الشخص المرخص له مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال بوجود عملية مشتبه فيها، يمكن أن يحدث الآتي:

- i. يُرسل بلاغاً عن العمليات المشتبه فيها إلى وحدة التحريات المالية.
- ii. يُرسل بلاغاً عن العمليات المشتبه فيها إلى هيئة السوق المالية.
- iii. لا يُرسل البلاغ إلى وحدة التحريات المالية، لكن توثق أسباب عدم الإرسال بشكل مفصل.
- iv. يحقق مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال في بلاغ العمليات المشتبه فيها ويُحل داخلياً.

(أ) فقط.

(ب) i و ii فقط.

(ج) i و iii فقط.

(د) i و ii و iii و iv.

دليل المنهج التعليمي

الجزء الثاني: المطابقة والالتزام: المفاهيم والتنظيمات والعمليات

عنصر 8 نظام السوق المالية

1.8 الأوراق المالية

عند إكمالها يجب على الممتحنين:

1.1.8 معرفة المقصود بالأوراق المالية المشار لها في نظام السوق المالية (الفصل الأول ، المادة (2)

2.1.8 معرفة الأدوات التي استبعدت من المقصود بـ" الأوراق المالية"، وبالتالي لا تندرج ضمن أحكام نظام السوق المالية (الفصل الأول، المادة 3)

2.8 هيئة السوق المالية

عند إكمالها يجب على الممتحنين:

1.2.8 فهم حدود مسؤوليات هيئة السوق المالية في ضوء نظام السوق المالية، والمهام التي يمكنها القيام بها من أجل تحقيق تلك الأهداف (فصل الثاني، المادة 5)

3.8 الجهات السعودية الأخرى

عند إكمالها يجب على الممتحنين:

1.3.8 معرفة أهداف السوق المالية (الفصل الثالث، المادة 20)

2.3.8 فهم طبيعة عمل لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (الفصل الثالث ، المادة 25)

3.3.8 فهم طبيعة ومهام مركز إيداع الأوراق المالية (الفصل الرابع، المادة 26، 27)

4.3.8 ما يقوم به المركز في حالة الخطأ أو الاعتقاد بوجود خطأ في المعلومات التي في سجلاته (الفصل الرابع، المادة 27)

4.8 تنظيم الوسطاء

عند إكمالها يجب على الممتحنين:

1.4.8 معرفة متطلبات الشخص الذي يرغب في ممارسة أعمال الوساطة (الفصل الخامس، المادة (31)

2.4.8 معرفة النشاطات التي يمكن أن يقوم بها الوسيط (الفصل - الخامس، المادة 32)

3.4.8 فهم صلاحيات السوق المالية للقيام بالتحقيق والتفتيش على الوسطاء المرخص لهم، أو وكلائهم(الفصل الخامس، المادة 35)

5.8 الإفصاح

عند إكمالها يجب على الممتحنين:

1.5.8	معرفة المعلومات والقوائم التي يجب أن تتضمنها نشرة إصدار الأوراق المالية (الفصل السابع، المادة 42)
6.8	تنظيم الشراء والعرض المقيد للأسهم
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.6.8	فهم الشراء المقيد للأسهم (الفصل التاسع، المادة 52 و 54)
2.6.8	فهم عرض شراء الأسهم المقيدة (الفصل التاسع، المادة 52 و 54)
7.8	العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات (عام)
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
7.8	معرفة العقوبات التي يمكن أن تصدر عن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية لأي مخالفات لأحكام النظام أو اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة، أو لوائح السوق المالية (الفصل العاشر، المادة 59)
عنصر 9 لائحة أعمال الأوراق المالية	
1.9	ممارسة نشاط الأوراق المالية
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.1.9	فهم النشاطات الخمسة الرئيسية التي تمثل نشاط أعمال الأوراق (الباب الثاني، المادة 2، 3)
2.1.9	فهم المعايير التي يصنف في ضوءها الشخص كممارس لأعمال الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية (ا الباب الثاني، المادة 4)
3.1.9	فهم فئات الأشخاص الذين يمكنهم ممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية (الباب الثاني، المادة 5، ملحق 1)
2.9	إعلانات الأوراق المالية
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.2.9	معرفة المعايير الواجب توافرها في نشاط اتصال كي يصنف كإعلان أوراق مالية (الباب الثالث، المادة 16)
2.2.9	معرفة دور الشخص المرخص له في وضع أو إرسال إعلان أوراق مالية (الباب الثالث، المادة 17)
عنصر 10 لائحة الأشخاص المرخص لهم: عملية الترخيص	
1.10	المبادئ
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.1.10	المبادئ التي تقرر بصفة عامة الالتزامات الأساسية للأشخاص المرخص لهم (الباب الثاني، المادة 5)
2.10	الترخيص

عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.2.10	معرفة المتطلبات التي يجب على مقدم الطلب استيفاؤها عند طلب ترخيص ممارسة أعمال الأوراق المالية (الباب الثاني، المادة 6)
2.2.10	معرفة المعايير المستخدمة لتحديد مدى قدرة وملاءمة موظفي مقدم الطلب ومسؤوليه ووكلائه للقيام بممارسة أعمال الأوراق المالية المرخص له ممارستها (الباب الثالث، المادة 9)
3.2.10	معرفة متطلبات حفظ السجلات من جانب الشخص المرخص له (الباب الثالث، المادة 16)
3.10	الأشخاص المسجلون
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.3.10	معرفة الوظائف واجبة التسجيل والتي يؤديها الأشخاص المسجلون (الباب الرابع، المادة 19)
2.3.10	معرفة المتطلبات العامة للتسجيل، إضافة إلى إجراءات وصلاحيات الهيئة في التعامل مع طلبات التسجيل (الباب الرابع، المادتان 21 و22)
3.3.10	معرفة مسؤوليات الشخص المسجل (الباب الرابع، المادة 24)
4.3.10	معرفة الأحكام المتعلقة بإلغاء التسجيل (الباب الرابع، المادة 25)
عنصر 11 لائحة الأشخاص المرخص لهم: ممارسة الأعمال	
1.11	ممارسة الأعمال
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.1.11	فهم الحدود والمحظورات في تقديم وقبول الهدايا والحوافز (الباب الخامس، المادة 27)
2.1.11	فهم الحالات التي يمكن فيها للشخص المرخص له الدخول في ترتيبات عمولة خاصة (الباب الخامس، المادة 28)
3.1.11	فهم الاستثناءات لواجب الشخص المرخص له بالمحافظة على سرية معلومات العميل (الباب الخامس، المادة 29)
4.1.11	معرفة خصائص واستخدامات الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات (الباب الخامس، المادة 30)
2.11	قبول العملاء
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.2.11	فهم الفئات الثلاث للعملاء (الباب الخامس، المادة 36)
2.2.11	معرفة وجوب التزام الشخص المرخص له بكل متطلبات نظام مكافحة غسل الأموال، والقواعد واللوائح ذات العلاقة (الباب الخامس، المادة 37)
3.2.11	معرفة متطلب تزويد الشخص المرخص له عميله بشروط تقديم الخدمات، والغرض الأساسي من ذلك و متطلبات حفظ السجلات (الباب الخامس، المادة 38)

4.2.11	معرفة متطلبات "اعرف عميلك" والتفاصيل الأساسية للمعلومات التي يجب الاحتفاظ بها (الباب الخامس، المادة 39)
3.11	العلاقة مع العملاء
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.3.11	معرفة التفاصيل الأساسية لواجبات الأمانة التي يلزم بها الشخص المرخص له تجاه عملائه (الباب الخامس، المادة 40، والملحق 4، 5)
2.3.11	فهم مسؤوليات الشخص المرخص له تجاه أي تضارب في المصالح بينه وبين عملائه (الباب الخامس، المادة 41)
3.3.11	فهم القيود على تعاملات الشخص المرخص له مع عملائه (الباب الخامس، المادة 42)
4.3.11	فهم الظروف التي يمكن في ضوءها للشخص المرخص له تقديم قروض مالية أو منح تسهيلات ائتمانية للعميل (الباب الخامس، المادة 44)
5.3.11	فهم الحالات التي يمكن فيها للشخص المرخص له تنفيذ صفقة بهامش تغطية أو منح قرض أو تسهيل ائتماني لتغطية دفعات هامش (الباب الخامس، المادة 45)
4.11	تقديم التقارير للعملاء
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.4.11	معرفة المتطلب المتمثل في وجوب أن يرسل الشخص المرخص له إشعار تنفيذ صفقة عند قيامه بتنفيذ صفقة بيع أو شراء ورقة مالية لصالح عميل (الباب الخامس، المادة 47)
2.4.11	معرفة المتطلب الذي ينص على وجوب قيام الشخص المرخص له، الذي يتصرف كمدير لصالح عميل، بإرسال تقارير تقييم دورية إلى ذلك العميل (الباب الخامس، المادة 48)
3.4.11	معرفة متطلبات حفظ السجلات للصفقات التي ينفذها الشخص المرخص له لعملائه ولحسابات عملائه (الباب الخامس، المادة 49)
4.4.11	فهم التعاملات الشخصية للموظفين وأثرها في الشخص المرخص له وموظفيه (الباب الخامس، المادة 50)
5.4.11	معرفة التزامات الأشخاص المرخص لهم إذا قاموا بإجراء أو قبول مكالمات هاتفية من أو إلى عملائهم تتعلق بأعمال الأوراق المالية (الباب الخامس، المادة 51)
عنصر 12 لائحة الأشخاص المرخص لهم: متطلبات النظم والإجراءات الرقابية	
1.12	النظم والإجراءات الرقابية
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.1.12	معرفة الإجراءات المناسبة التي يجب اتخاذها من قبل الشخص المرخص له للمحافظة على توزيع واضح وملاتم للمسؤوليات الرئيسية بين مديريه أو شركائه أو إدارته العليا (الباب السادس، المادة 53)

2.1.12	معرفة أن الشخص المرخص له ملزم بوضع النظم والإجراءات الرقابية المناسبة لعمله والمحافظة عليها. (الباب السادس، المادتان 54 و55)
3.1.12	معرفة أن الجهاز الإداري للشخص المرخص له ملزم بإجراء مراجعة منتظمة لتوزيع المسؤوليات والنظم والإجراءات الرقابية (الباب السادس، المادة 56)
4.1.12	معرفة وجوب تأسيس وظيفة المطابقة والالتزام لدى الشخص المرخص له (الباب السادس، المادة 57)
5.1.12	فهم نطاق الوظائف التي يمكن للشخص المرخص له تفويضها إلى طرف خارجي، والضوابط الإشرافية على هذا الترتيب (الباب السادس، المادة 59)
6.1.12	معرفة متطلبات المراجعة المنتظمة لدفاتر وحسابات الشخص المرخص له وغيرها من السجلات المرتبطة بأعمال الأوراق المالية (الباب السادس، المادة 62)
7.1.12	فهم مدى أهمية عملية التعامل المناسب مع شكاوى العميل (الباب السادس، المادة 63)
8.1.12	معرفة أن الشخص المرخص له ملزم بوضع إجراءات كافية لتوظيف وتدريب الموظفين والإشراف عليهم وضمان انضباطهم (الباب السادس، المادة 65)
9.1.12	معرفة أنه يجب على الشخص المرخص له ضمان استمرار عمله، والوفاء بالتزاماته النظامية في حالة توقف أنشطته بصورة غير متوقعة (الباب السادس، المادة 66)
10.1.12	معرفة مدى أهمية عملية إتاحة واستعادة السجلات الفعالة، والقدرة على تقديمها للهيئة لمعاينتها عند طلبها (الباب السادس، المادة 67)
2.12	أموال وأصول العملاء
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.2.12	فهم متطلبات الفصل في ما يتعلق بالأصول الخاصة بالشخص المرخص له، وأصول عملائه، وأثر الفصل (الباب السابع، المادتان 69 و70)
2.2.12	فهم ما يُعدّ مالا للعميل، ومتى لا يصبح مالا للعميل (الباب السابع، المادتان 71 و72)
3.2.12	معرفة وجوب الاحتفاظ بأموال العميل لدى بنك محلي، والتنظيمات الخاصة بتقييم المخاطر، والبنوك الخارجية، والتأكيد المحدد من قبل البنك (الباب السابع، المادتان 73 و74)
4.2.12	فهم ما يجب على الشخص المرخص له عندما يتسلم أموال العميل (الباب السابع، المادة 75)
5.2.12	فهم ما لا يُعدّ أموال عملاء (الباب السابع، المادة 76)
6.2.12	معرفة أن ليس ثمة عمولة تُدفع للعميل في ما يتعلق بأموال العميل المودعة في حساب العميل (الباب السابع، المادة 77)
7.2.12	معرفة أنه يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجلات كافية لتعكس التزامه بقواعد أموال العملاء من هذه اللائحة (الباب السابع، المادة 78)
8.2.12	فهم التزامات الأشخاص المرخص لهم المتعلقة بتأكيد الأرصدة في حسابات العملاء (الباب

	السابع، المادة (79)
9.2.12	فهم التزامات الشخص المرخص له المرتبطة بتسوية حساب كل عميل مع الأرصدة لدى البنوك (الباب السابع، المادة 80)
3.12	قواعد أصول العملاء
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.3.12	فهم ماهية أصول العملاء والحاجة إلى الفصل (الباب السابع، المادتان 82 و 83)
2.3.12	فهم متطلب أن استخدام أسماء الحسابات لتسجيل أصول العميل يوضح أن تلك الأصول تعود ملكيتها للعميل (الباب السابع، المادة 84)
3.3.12	فهم اللوائح المرتبطة بحفظ وتسجيل أصول العملاء (الباب السابع، المادة 85)
4.3.12	فهم الظروف والحالات التي يجوز فيها للشخص المرخص له إقراض أوراق مالية خاصة بالعميل (الباب السابع، المادة 86)
5.3.12	فهم متطلب إجراء تقييم لأمناء الحفظ (الباب السابع، المادة 87)
	عنصر 13 لائحة سلوكيات السوق
1.13	منع التلاعب بالسوق
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.1.13	فهم منع التلاعب بالسوق والممارسات والتصرفات المضللة (الباب الثاني، المادة 2)
	• توافر الأسس المنطقية لمعرفة التلاعب
	• الانطباع الخاطئ والمضلل
	• الأسعار الوهمية (غير الحقيقية)
2.1.13	فهم طبيعة النشاطات التي تدخل في نطاق التلاعب بالسوق أو التصرفات والممارسات المضللة (الباب الثاني، المادة 3)
	• التداولات الوهمية
	• عدم التغير الحقيقي للملكية
	• عمليات الشراء والبيع المتطابقة
	• الأوامر متزايدة أو متناقصة الأسعار
	• إدخال الأوامر للتلاعب بالأسعار
2.13	التداول بناءً على معلومات داخلية
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.2.13	معرفة مفهوم تداول الورقة المالية كما نص عليه في لائحة سلوكيات السوق (الباب الثالث، المادة 4 أ)
	• الورقة المالية القابلة للتداول

	• تأثر السعر بالمعلومات
	• التداول المباشر
	• التداول غير المباشر
2.2.13	معرفة مفهوم " الشخص الذي يتداول بناءً على معلومات داخلية" لأجل أغراض هذه اللائحة (الباب الثالث، المادة 4ب)
3.2.13	معرفة مفهوم المعلومات الداخلية وفق أغراض أحكام التداول على أساس معلومات داخلية(الباب الثالث، المادة 4ج)
4.2.13	معرفة الأحكام التي تغطي الإفصاح عن المعلومات الداخلية وحظر التداول القائم عليها (الباب الثالث، المادة 5 ، 6)
3.13	البيانات غير الصحيحة
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.3.13	فهم المواد التي تحظر تقديم بيانات غير صحيحة (الباب الرابع، المادة 7 ، 8)
2.3.13	معرفة الظروف التي يمكن أن يقدم فيها شخص بيانات غير صحيحة (الباب الرابع ، المادة 9)
3.3.13	معرفة الحالات التي يكون فيها الشخص مسؤولاً عن الأضرار الناجمة عن بيانات غير صحيحة (الباب الرابع، المادة 10)
4.13	سلوك الأشخاص المرخص لهم
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.4.13	فهم المواد التي تحظر تقديم بيانات غير صحيحة (الباب الرابع، المادة 7 ، 8)
عنصر 14 قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب	
1.14	تعريفات
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.14	معرفة كيف يتصرف الشخص المرخص له أو الشخص المسجل في حال اشتباههم في تورط عملائهم في التلاعب بالسوق أو التداول بناءً على معلومات داخلية (الباب الخامس، المادة 11)
2.4.13	معرفة مسؤوليات الشخص المرخص له أو الشخص المسجل في ما يتعلق بأولوية العملاء، والتنفيذ في الوقت المناسب، والتنفيذ بأفضل الشروط، والتخصيص في الوقت المناسب، والوساطة المضرة بمصلحة العميل (الباب الخامس، المواد 12، 16)
3.4.13	معرفة أن تجميع الحساب غير مسموح به في السوق السعودية، لكنه مسموح ضمن شروط معينة خارج السوق السعودية (الباب الخامس، المادة 17)
4.4.13	معرفة عدم السماح بالتداول لصالح الحساب الخاص قبل إصدار البحوث (الباب الخامس، المادة 18)

5.4.13	معرفة أنه من المحظور إبرام صفقة تتعارض مع فحوى توصية بحثية (الباب الخامس، المادة 19)
6.4.13	فهم حدود مسؤولية الشخص عن التصرف بناءً على توجيهات شخص آخر (الباب الخامس، المادة 20)
2.14	متطلبات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.2.14	معرفة المتطلبات والمبادئ العامة الخاصة بتطبيق قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب الثاني، المادة 3)
2.2.14	معرفة القيود على قبول المبالغ النقدية (الباب الثاني، المادة 5)
3.14	العناية الواجبة تجاه العميل
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.3.14	معرفة الإجراءات العامة لقبول العملاء (الباب الثالث، المادة 7)
2.3.14	معرفة الأشخاص السياسيين ذوي المخاطر العالية بحكم مناصبهم، وعملية المراجعة اللازم إجراؤها بشأنهم (الباب الثالث، المادة 10)
3.3.14	معرفة الهيئات والمؤسسات غير الربحية، وعملية المراجعة اللازمة لها (الباب الثالث، المادة 11)
4.3.14	معرفة حدود الاعتماد على أطراف خارجية للقيام بعملية العناية الواجبة تجاه العميل، والخطوات والوثائق اللازمة للتحقق (الباب الثالث، المادة 14)
5.3.14	معرفة المخاطر التي قد تظهر نتيجة لعلاقات العمل مع العميل دون مقابلته، والخطوات المطلوبة للحد منها. (الباب الثالث، المادة 16)
6.3.14	معرفة متطلبات العناية المستمرة تجاه العميل، ومراقبة العمليات غير العادية (الباب الثالث، المادة 17)
7.3.17	معرفة المتطلبات الخاصة بالمراجعة المنتظمة والتحديث الدوري لسجلات العملاء (الباب الثالث، المادة 18)
4.14	حفظ السجلات
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.4.14	معرفة تفاصيل متطلبات حفظ السجلات الواردة في القواعد واللوائح الصادرة عن الهيئة، وشركة السوق المالية السعودية (تداول) (الباب الرابع، المادة 19)
5.14	العمليات المشتبه فيها
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.5.14	معرفة العمليات والإجراءات المرتبطة بالإبلاغ عن العمليات المشتبه فيها (الباب الخامس، المادة 20، والملحق 1)

2.5.14	معرفة الإجراءات المتعلقة بتحذير العملاء (الباب الخامس، المادة 21)
6.14	السياسات والإجراءات والضوابط الداخلية
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.6.14	معرفة وجوب وضع وتطبيق سياسات وإجراءات وضوابط داخلية للمساعدة على مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، والاتصالات اللازمة مع الموظفين
2.6.14	معرفة واجبات موظف الإبلاغ عن غسل الأموال (الباب السادس، المادة 23)
3.6.14	معرفة دور المراجعة الداخلية المرتبط بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب السادس، المادة 24)
4.6.14	معرفة متطلبات التعليم والتدريب المنتظم والمستمر حول مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (الباب السادس، المادة 25)

مفاتيح الأجوبة لأسئلة نهاية الفصول

1. الفصل الأول: أسواق الأوراق المالية

- (1) ب
- (2) ج
- (3) أ
- (4) ج
- (5) د

2. الفصل الثاني: شراء وبيع الأوراق المالية

- (1) ب
- (2) ج
- (3) ج
- (4) ب
- (5) أ

3. الفصل الثالث: فهم سلوكيات السوق

- (1) د
- (2) ب
- (3) ج
- (4) د
- (5) أ

4. الفصل الرابع: منهج المالية السلوكية

(1) ج

(2) أ

(3) ب

(4) ج

(5) ب

5. الفصل الخامس: تقييم الأوراق المالية

(1) ج

(2) ب

(3) ب

(4) أ

(5) ج

6. الفصل السادس: تحليل الأسهم

(1) أ

(2) أ

(3) د

(4) ج

(5) ب

7. الفصل السابع: إجراءات الأوراق المالية وقرارات الشركات

(1) ب

(2) د

(3) أ

(4) د

(5) ج

8. الفصل الثامن: نظام السوق المالية

- (1) د
- (2) ج
- (3) أ
- (4) ب
- (5) ج

9. الفصل التاسع: لائحة أعمال الأوراق المالية

- (1) ب
- (2) د

10. الفصل العاشر: لائحة الأشخاص المرخص لهم: عملية الترخيص

- (1) ب
- (2) ج
- (3) د
- (4) أ

11. الفصل الحادي عشر: لائحة الأشخاص المرخص لهم: ممارسة الأعمال

- (1) ب
- (2) أ
- (3) ج
- (4) ب
- (5) أ

12. الفصل الثاني عشر: لائحة الأشخاص المرخص لهم: متطلبات النظم والإجراءات الرقابية

- (1) د
- (2) ب
- (3) أ

13. الفصل الثالث عشر: لائحة سلوكيات السوق

(1) ب

(2) ج

(3) ج

(4) د

(5) أ

14. الفصل الرابع عشر: قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

(1) د

(2) ب

(3) ج

(4) أ

(5) ج