



تحذير هام Important Warning

Intellectual Property Ownership:

حقوق الملكية الفكرية:

The Institute of Banking, Saudi Arabian Monetary Agency, retains all rights, title and interest in and to all Programs and related information, content, data, materials, and all copyrights, patent rights, trademark rights, corporate logos and other proprietary rights therein.

يحتفظ المعهد المصرفي التابع لمؤسسة النقد العربي السعودي بكافة الحقوق وحقوق الملكية وحقوق المصلحة في كل البرامج التي تقدمها والمعلومات والمحتويات والبيانات والمواد التدريبية المتعلقة بها ، وكذا حقوق التأليف والنشر وبراءات الاختكار وحقوق العلامات والشعارات التجارية وغير ذلك من الحقوق الأخرى التي تنفرد بامتلاكها فيما يخص تلك البرامج والمعلومات والمحتويات والبيانات والمواد المتعلقة بها.

Therefore, any correction or modification made by any organization in these materials is strictly prohibited. Any violation of these terms will be legally pursued.

لذا لا يسمح لأي شخص أو جهة كانت أو مركز تدريب بالتعديل أو إلغاء أو إضافة أية معلومات أو بيانات على محتوى المادة التحضيرية التدريبية لهذه المادة. وفي حالة ثبوت ذلك لدى المعهد المصرفي فسوف يعرضه للمسائلة القانونية.



الدورة التحضيرية لإختبار تداول

| | |
|-------|--------------|
| | : الاسم |
| | : الجهة |
| | : رقم الوسيط |



محتويات الدورة

* الوحدة الأولى: دراسة في مهنة الوساطة:

- مقدمة عامة
- أهمية مهنة الوساطة
- أخلاقيات مهنة الوساطة

* الوحدة الثانية: تاريخ الإطار التنظيمي للسوق في المملكة وتطوره:

- مقدمة عامة
- سوق المال السعودي

* الوحدة الثالثة: دراسة نظام "تداول":

- مقدمة عامة
- دراسة نظام "تداول"
- قواعد "تداول"

* الوحدة الرابعة: أدوات الوسيط:

- سوق رأس المال
- أساسيات التحليل المالي
- محددات القرار الاستثماري
- سياسات توزيع الأرباح



الوحدة الأولى

" دراسة في مهنة الوساطة "



1. مقدمة عامة:

- تعريف مهنة الوساطة
- تطور مهنة الوساطة
- تطور دور الوسيط

2. أهمية مهنة الوساطة:

- التعريف بأسواق المال
- الجهات العاملة في السوق المالية
- من المحلية إلى العالمية

3. أخلاقيات مهنة الوساطة:

- قواعد السلوك المهني.

1. علاقة الوسيط بالعميل
2. علاقة الوسيط برب العمل
3. علاقة الوسيط تجاه المهنة

1. مقدمة عامة:

○ تعريف مهنة الوساطة:

مهنة الوساطة مهنة قديمة ظهرت منذ بدأ الإنسان فى إدراك أهمية الانتماء لمجتمعه، والعيش والتفاعل مع الآخرين، ومن ثم اتجه إلى كسب الرزق بحرف مختلفة، وظهرت تبادلات تجارية متنوعة حتى أن أول نظام عرفه الإنسان القديم لتبادل السلع التجارية هو نظام المقايضة، الذي تطور حتى وصل إلى الأنظمة النقدية التي نتعامل بها اليوم فى مجتمعاتنا المعاصرة.

وكان التطور الطبيعي أن تظهر فئة من الناس يتركز دورها فى عقد الصفقات التجارية بين البائعين والمشتريين، وهو أمر لا غنى عنه اليوم فى مجتمعاتنا. والوساطة - بمفهومها الواسع - مهنة تدخل فى تسويق السلع والخدمات، كما تدخل فى التصنيع، والعقارات وترتبط كذلك بتكنولوجيا المعلومات ونواحي الحياة المختلفة.

غير أن مهنة الوساطة فى الأوراق المالية لم تعد مهنة فحسب، فقد أصبحت "تخصصا" يتطلب من العاملين فيه درجة كافية من الإلمام بمبادئ هذا التخصص والأنظمة المتعلقة به. وقد تشعبت مهنة الوساطة وظهر فيها أنواع وتصنيفات كثيرة من الوسطاء، فعلى سبيل المثال هناك ما يعرف بـ"وسيط الخدمة المتكاملة" وهو الوسيط الذي يقوم بتقديم النصيحة للعميل بموجب اتفاقية بين كليهما، بينما يوجد ما يعرف بـ"وسيط التنفيذ" ومهمته هي تلقى وتنفيذ أوامر العملاء.¹

وبشكل عام يمكن تعريف مهنة الوساطة فى الأسواق المالية بأنها "عملية تنظيمية - لقاء مقابل مادي ويعرف بـ"العمولة" - هدفها التوفيق بين إرادة كل من البائع والمشتري فى إطار القواعد الحاكمة لسوق الأوراق المالية بهدف تحقيق مصلحة كل من الطرفين".

¹ Cliffs Notes "Investing in the stock market" Edward Guilpatrick.

○ تطور مهنة الوساطة في أسواق المال:

مهنة الوساطة شأنها شأن أية مهنة، تطورت تطورا كبيرا مع التسارع الذي شهده عالم الأعمال، وأصبح دور الوسيط أساسيا في نجاح أي سوق مالي، كما أصبحت شركات الوساطة مسئولة عن استيعاب المتغيرات التي تحدث في الأسواق العالمية ومجاراتها ودراسة وفهم احتياجات المستثمرين.

لذلك نجد أن مهنة الوساطة في أسواق المال بدأت بمجهود متواضع يبذله فرد يطلق عليه "الوسيط"، ويقوم بكافة الأعمال المرتبطة بمهنة الوساطة. ثم تطور شكل الوسيط التقليدي، وأصبح من الضروري أن يتحول من مجرد "فرد" إلى "كيان" أكبر واقدر على أداء الخدمة، فظهرت "شركات الوساطة" ويطلق عليها أيضا "بيوت الوساطة". وتزامنا مع هذه النقلة النوعية، أدركت المؤسسات المالية الكبرى أهمية إضافة مهنة الوساطة إلى خدماتها التقليدية حتى تضمن بقاءها كمنافس في أسواق المال المحلية والعالمية.

وقد لعب التطور التكنولوجي المتسارع دورا كبيرا في إثراء مهنة الوساطة وتقديمها، حيث ظهرت أنظمة تداول إلكترونية مما فتح المجال لشركات الوساطة أن تقوم بدورها بمزايا أكبر وخدمات أفضل، فظهر التداول عبر شبكة الإنترنت وكذلك عن طريق شبكات الهواتف المحمولة، الأمر الذي دفع معه القائمين على مهنة الوساطة إلى مواكبة هذه التطورات وفهم أبعادها والاعتماد على أدواتها.

ولعل ذلك يشير إلى أن مهنة الوساطة في أسواق المال ليست "جامدة"، بل تتميز بقدر من "المرونة" يسمح لها بمواكبة التطور، بل ويدفع القائمين عليها إلى التنافس في التسويق لهذا التطور من جهة والتنافس في أداء الخدمة من جهة أخرى.

○ تطور دور الوسيط:²

في معرض الحديث عن تطور مهنة الوساطة، فلا بد من إلقاء نظرة سريعة وموجزة على تطور دور الوسيط في الأسواق الرائدة، ونخص منها بالذكر سوق الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ظهر جليا تطور دور الوسيط من خلال تصنيف الوسطاء إلى فئات مختلفة، منها:

أولاً: "الوسيط" - "Broker":

هو وكيل عن البائع أو المشتري لتنفيذ أوامر البيع والشراء. والوسيط بهذا التعريف شخص مهمته تلقى الأوامر، يختاره العميل لمجرد حصوله على ترخيص بمزاولة المهنة من الجهات المختصة.

ثانياً: "وسيط المقصورة" - "Floor Broker":

هو عضو في البورصة، يقوم بتنفيذ الأوامر من داخل المقصورة التداول، حيث لا يسمح بدخول المستثمرين.

ثالثاً: "المتخصص" - "Specialist":

هو عضو في بورصة نيويورك، يقوم بمهنتين رئيسيتين:

[1] الحفاظ على النظام في السوق فيما يتعلق بتداول الأسهم الموكلة إليه، بحيث يقوم بالبيع والشراء من حسابه الخاص متحملاً المخاطر عندما يكون هناك فجوة بين حجم البيع والشراء في السوق، وهو ينفذ عملياته عكس اتجاه السوق.

[2] يلعب دور "وسيط الوسيط" فيقوم بتنفيذ عمليات تداول نيابة عن وسيط آخر بسبب ضيق الوقت.

² "How the stock market works" Second Edition – John M. Dalton

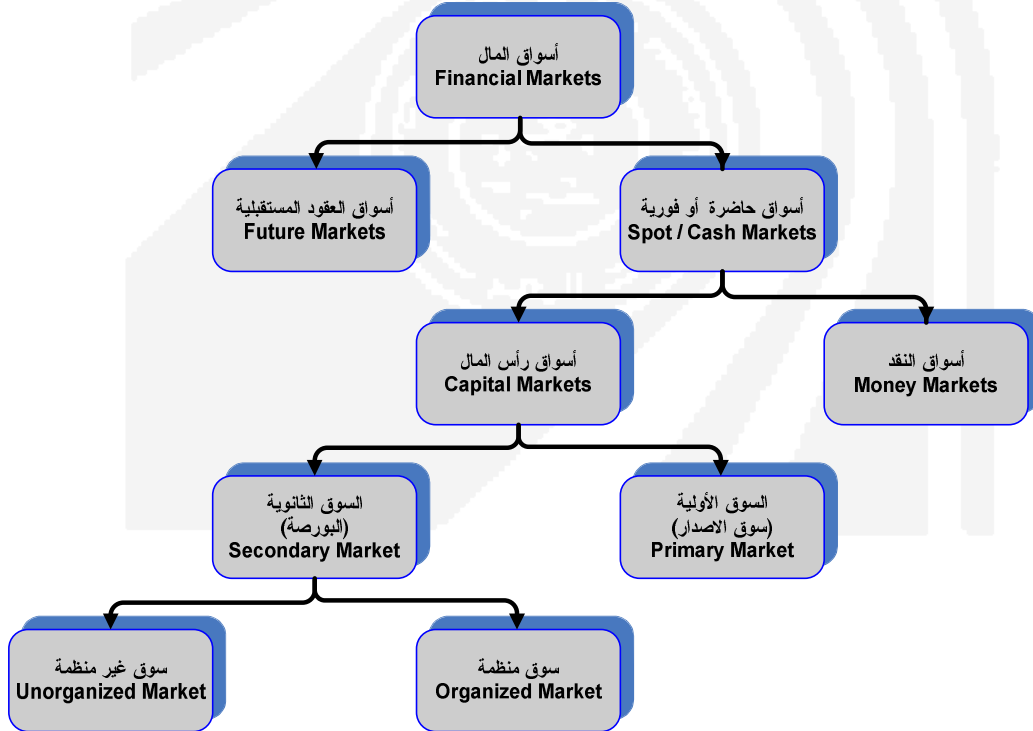
رابعاً: "صانع السوق" - "Market Maker":

وهو يطلق على أحد فئتين:

- عضو يقوم بتنفيذ العقود لحسابه الخاص متحملاً المخاطرة، ويلقى على عاتقه مسؤولية إبقاء السوق عادلاً منظمًا وتنافسياً.
- أو شركة لها نشاط متعاطم بيعة وشراء في الأسواق غير المنظمة.
- تلعب بيوت الوساطة وصناديق الاستثمار المشترك وبعض المستثمرين المؤسسيين دور صانع السوق في الأسواق المنظمة.

2. أهمية مهنة الوساطة:

○ التعريف بأسواق المال:



شكل رقم [1] مكونات أسواق المال

أسواق المال لفظ عام، يشير إلى مجموعة من الأسواق تدرج تحتها وتشمل:

- أسواق العقود المستقبلية (العقود الآجلة Forwards، العقود المستقبلية Futures، عقود الخيارات Options، عقود المبادلات Swaps)
- أسواق حاضرة أو فورية :

تنقسم بدورها إلى أسواق رأس المال والتي تتعامل في الأدوات المالية كالأسهم وأدوات الدين (مثل: السندات)، وأسواق النقد هي أسواق العملات والأدوات النقدية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الإيداع.

أسواق رأس المال تنقسم إلى سوق أولى أو إصدار وهو سوق الاكتتاب أول مرة، والسوق الثانوي وهو سوق التداول بشقيه المنظم وغير المنظم.

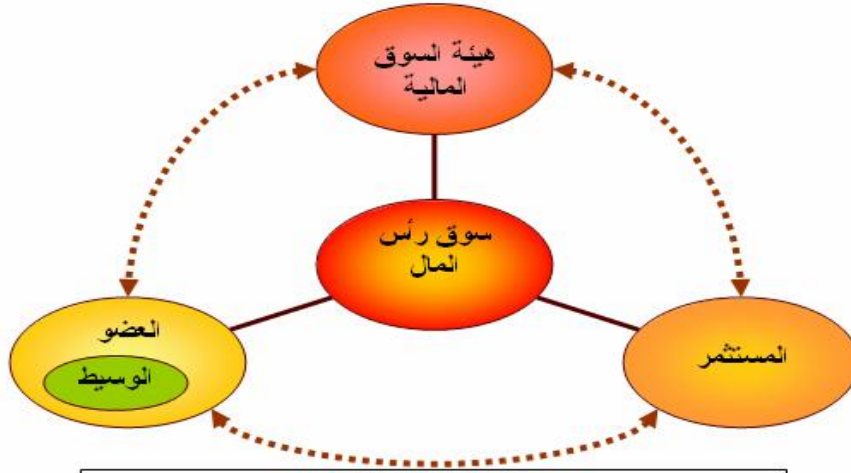
وتعرف البورصات - وهي موضوع دراستنا الأساسي بأنها:

[1] هي سوق منظمة لرأس المال، يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها.

[2] السوق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي تتسبب فيها رؤوس الأموال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من اجل مصلحة الاقتصاد القومي.

○ الجهات الرئيسية ذات العلاقة في سوق الأوراق المالية:

يتشكل أي سوق مالي منظم من أربعة جهات رئيسية تمثل في مجموعها الأطراف ذات العلاقة بالسوق. وفيما يلي بيان نبذة مختصرة عن تلك الجهات ودور كل منها:



شكل رقم [٢] الجهات الرئيسية المتعاملة في سوق الأوراق

[1] هيئة السوق المالية: وهي الجهة المسؤولة عن الحفاظ على النظام والعدالة والشفافية في السوق من خلال وضع قواعد للتداول والتأكد من إتباعها وردع من يخالفها، وهي تقوم بهذا الدور بناء على إشرافها المتواصل على السوق لتطوير آلياته وتلبية احتياجات الأطراف الأخرى العاملة فيه.

[2] المستثمر: وهو مصدر الأموال في هذا السوق، سواء كان فردا أو اتخذ شكل شركة أو هيئة أو مؤسسة.

[3] العضو: الجهة المرخص لها بالتعامل بيعا وشراء في السوق أي تنفيذ أوامر المستثمرين وقد يكون "شركة وساطة" أو "بيت وساطة" أو "بنك" أو أية "مؤسسة مالية" أخرى تمنحها هيئة السوق المالية الترخيص بمزاولة مهنة الوساطة.

[4] الوسيط: وهو موظف يختاره العضو ويقوم بعمليات الوساطة بيعة وشراء في السوق لتنفيذ أوامر عملاء العضو.

○ من المحلية إلى العالمية:

وتجدر الإشارة هنا إلى انه في ظل الاقتصاديات العالمية، أصبح على الوسيط أن يواكب "الثقافة الاستثمارية" للمستثمر، حيث أن هذا الأخير أصبح ملماً بمعلومات شتى عن الأسواق المالية وأحوالها وكيفية التعامل فيها والأنظمة التي تحكمها.

وعليه فهذا المستثمر يتحدث بلغة أهل المهنة ويتطور في معلوماته كما تتطور المهنة، وبالتالي فلا بد للوسيط أن يكون على قدر من هذه الثقافة تسمح له بفهم لغة العميل واحتياجاته وتوجهاته، خاصة وان معظم أسواق العالم تفتح أبوابها للمستثمرين والوسطاء الأجانب على حد سواء.

3. أخلاقيات مهنة الوساطة (صفات الوسيط):

○ اللائحة السلوكية لمهنة الوساطة (Ethical & Professional Conduct).

⊂ قواعد السلوك:

تحرص السلطات المالية في مختلف البلدان على وضع ضوابط وقواعد لسلوك المتعاملين في الأسواق المالية، نظراً لما لذلك من أثر مباشر على زرع الثقة في نفوس المستثمرين، مما يدفع في اتجاه تحسين بيئة التداول في السوق المالي. وفي الوقت الحالي تقوم قواعد السلوك المهني للمتعاملين في سوق رأس المال السعودي على عدد من الأنظمة التي أصدرتها هيئة سوق رأس المال السعودي بهدف تنظيم عملية التعامل مع السوق والتي من أهمها "لائحة سلوكيات السوق" إضافة إلى نظام السوق المالي الذي تطرق الفصل الثامن فيه إلى بعض المخالفات مثل الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية بينما تطرق الفصل العاشر إلى العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات في السوق.

وفي هذا الإطار يمكن تقسيم قواعد السلوك المهني إلى:

- [1] قواعد تنظم علاقة الوسيط بالعميل.
- [2] قواعد تنظم علاقة الوسيط برب العمل.
- [3] قواعد تنظم علاقة الوسيط تجاه المهنة.

أولاً: علاقة الوسيط بالعميل:

تتمثل مسؤولية الوسيط تجاه العميل في:-

(1) تجنب إعطاء معلومات خاطئة أو مضللة.
تشير أنظمة التداول العامة على أن أي شخص يعتبر مخالفاً لهذه القواعد إذا قام بأي سلوك يؤدي إلى:

- القيام بأي عمل أو تصرف بهدف إيجاد انطباع كاذب أو مضلل يوحي بوجود عمليات تداول نشط خلافاً للحقيقة، مثل القيام بعقد صفقات في أوراق مالية لا تنطوي على انتقال حقيقي لملكية تلك الأوراق المالية.
- التأثير على سعر ورقة مالية معينة عن طريق إجراء سلسلة من العمليات على تلك الورقة وهو ما من شأنه أن يحدث طلبات فعلية أو ظاهرية نشطة في التداول أو يحدث ارتفاعاً أو انخفاضاً في أسعار تلك الورقة المالية.
- التأثير بإجراء سلسلة من الصفقات كسواء أو بيع ورقة مالية بهدف تثبيت أو المحافظة على استقرار تلك الورقة المالية بالمخالفة للقواعد التي تضعها الهيئة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

لذلك تتمثل مسؤولية الوسيط في هذه الحالة في:

تقديم المعلومات المتوفرة حول السوق بشكل عام وحول السهم موضع اهتمام العميل بكل دقة وموضوعية.
إعطاء المعلومات الموثوقة والمؤكددة والمتوفرة في السوق.
التفريق بين ما هو متداول فعلياً في السوق من معلومات وأسعار معلنه وموثقة والمصنف "كمعلومة" وبين ما هو متوقع عن ورقة مالية معينة والمصنف "كراي".

حالة تطبيقية:

يتناقل المستثمرون فيما بينهم أن شركة (س) ستعلن عن توزيع مبلغا معيناً من الأرباح للسهم ولكن لم يصدر بيان أو إعلام رسمي من الشركة بهذا الخصوص. E [يجب بيان بأن هذا النوع من المعلومة متوقع وأنه ليس بمثابة الخبر المؤكد، وقد يكون من المفيد إعطاء العميل رأياً حول سهم الشركة - بيع جيد، شراء جيد، سعر متوقع - إذا توفرت دراسة مفصلة حول هذا السهم]

(2) المحافظة على الموضوعية في التعامل مع العميل

نظراً لأن الوسيط يتحمل المسؤولية الكاملة عن تعامله مع المستثمرين، فيجب عليه أن يمارس أعلى درجات الاحترافية التي تكفل العمل باستقلال وموضوعية. ولتنفيذ ذلك يجب على الوسيط:

- تجنب كل ما من شأنه أن يؤثر على استقلاليته أو تعامله الموضوعي مع العميل.
- تسجيل تعليمات العملاء الخاصة لعمليات السوق المالي ويشمل:
 - التعليمات المكتوبة.
 - التعليمات الشفوية عبر الهاتف.
 - التعليمات الإلكترونية (عن طريق الإنترنت).
- الاحتفاظ بالسجلات لمدة لا تقل عن اثني عشر (12) شهراً منذ تاريخ استلام تعليمات العميل.
- الاحتفاظ بالسجلات في حالة حدوث نزاع أو اختلاف حول تعليمات العميل، إلى حين حل النزاع نهائياً.
- التحقق من دقة واكتمال أوامر البيع والشراء التي مصدرها العميل.
- توثيق البيانات على نماذج التداول بكل دقة وخط مقروء. ويجب أن تظهر الأختام الزمنية والتواريخ بوضوح على صفقات التداول.

- يجب على الوسيط ألا يمارس عملاً غير مفوض فيه على حسابات العملاء (عدا في حالة الحسابات المفوضة). وهذا يشمل حالة تداول الوسيط نيابة عن العميل ثم إخطار العميل لاحقاً بالعمليات المنفذة.
- ويتبع لما ذكر أعلاه، عدم أحقية الوسيط استخدام أو رهن أو إقراض الأوراق المالية للعميل أو أمواله بدون تفويض من العميل.
- يجب ألا ينفذ الوسيط أوامر العملاء من خلال حسابه الخاص.

حالة تطبيقية:

قام العميل بإعطاء الوسيط أمراً لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد ولم ينفذ الأمر. E [يجب أن يتم توضيح الموضوع للعميل بأن سبب عدم تنفيذ الأمر يعود لظروف السوق وبأن الأمر قد تم إدخاله حال وروده إلى الوسيط مع إثبات ذلك للعميل بالدليل إذا طلب ذلك]

(3) المعاملة العادلة للعملاء

تلقي الأنظمة على الوسيط مسئولية أخلاقية وقانونية في وجوب معاملة جميع العملاء معاملة عادلة ومتساوية حتى لا يؤدي ذلك إلى الإخلال بعدالة سوق الأوراق المالية. كذلك على الوسيط أن يلتزم بتطبيق أنظمة التداول العامة على كافة عملائه.

حالة تطبيقية:

يقوم الوسيط بإدارة أمر تداول لأحد عملائه المميزين أولاً قبل عملائه الآخرين متجاهلاً التسلسل الزمني لهذه الأوامر.

E [يعتبر هذا الوسيط مخالفاً لللائحة سلوكيات السوق، وكان الأجدر به التعامل مع الأوامر الواردة حسب التسلسل الزمني لورودها مع الأخذ بعين الاعتبار درجة ملائمة أوامر التداول لحركة السوق].

حالة تطبيقية:

أعلنت شركة (س) عن تحقيق أرباح للربع الثالث من هذه السنة المالية أكثر من مما كان متوقعاً، يقوم الوسيط بتأكيد هذا الخبر لعملائه المميزين فقط.

E [يعتبر هذا التصرف مخالفاً لمسئولية العميل بالمعاملة العادلة تجاه عملائه، إذ يفترض قيام الوسيط بتزويد عملائه بالمعلومات المتوفرة لديه بشكل متكافئ].

(4) المحافظ على سرية معلومات العملاء

يجب على الوسيط المحافظة على سرية معلومات العملاء المتعلقة بجميع معاملاتهم التجارية وتوجهاتهم الاستثمارية بصورة تامة إلا في الحالات التي يتطلب القانون والأنظمة المرعية خلاف ذلك. مثل حصول الوسيط على معلومات تفيد بأن العميل قد وقع في تجاوزات قانونية. في هذه الحالة قد يكون الوسيط ملزماً قانوناً بالتبليغ عن هذه المعلومات للسلطة المختصة.

حالة تطبيقية:

أحد العملاء المميزين يتصل لمعرفة حجم صفقة غير معلنة بالكامل والجهة المسئولة عنها والتي تخص عميلاً مؤسسياً آخر بهدف البناء على هذه المعلومة.

E [يجب على الوسيط كتمان المعلومة التي تتعلق بالجهة المستفيدة من الصفقة أو حجمها الكلي].

(5) عدم استغلال ثقة العميل

على الوسيط أن يتصرف وفق المسئولية الممنوحة بالمحافظة على ثقة العميل، ووفقاً لذلك يجب على الوسيط إبلاغ المستثمر بأحدث أسعار تداول الأوراق المالية التي يبدي اهتماماً بها.

ويتوقع من الوسيط تقديم مصلحة العميل على مصلحته الشخصية، وأن يتصرف بأولوية تجاه عملائه وتحقيق مصلحتهم في المقام الأول.

ثانياً: علاقة الوسيط ومسئوليته تجاه صاحب العمل:

تندرج مسؤولية الوسيط تجاه صاحب العمل تحت ثلاث عناصر رئيسية:

أ- الالتزام بتعليمات صاحب العمل في ممارسته المهنة.

ب- تفادي تضارب المصالح.

ج- مكافآت العملاء.

أ) الالتزام بتعليمات صاحب العمل

يلتزم الوسيط باتباع تعليمات صاحب العمل كاملة في تنفيذ مسؤولياته المهنية والمحافظة على المستندات المطلوبة حسب لوائح العمل الداخلية، وحسب ما تقتضيه مصلحة العمل، ما لم يكن مخالفاً للقانون أو لأخلاقيات المهنة.

ب) تفادي تضارب المصالح

يجب على الوسيط أن يبلغ رب العمل بجميع استثماراته القائمة واستثمارات أقاربه من الدرجة الأولى وعن أي تضارب في المصالح قد يؤثر على قراراته أو تعامله مع تداولات أسهم معينة أو مستثمر محدد. أما في حالة وجود مثل هذا التضارب فإن المسؤولية التامة تقع على عاتق الوسيط للعمل على وضع مصالح رب العمل من جهة ومصالح العملاء من جهة أخرى قبل مصلحته الشخصية ومصالح أقاربه.³

ج) الكشف عن المكافآت من العملاء

يعتبر الوسيط مسؤولاً عن الكشف عن أي مكافآت أو هدايا يتلقاها من أي من العملاء أو المستثمرين الذين يقوم بالتعامل معهم، أو أي من إدارات الشركات بحيث تؤثر هذه المكافآت والهدايا على موضوعية أو استقلالية العضو. إلا أنه يمكن للوسيط قبول مثل هذه المكافآت والهدايا شريطة توفر كل من الشرطين التاليين معا :-

1- أن لا يؤثر قبول هذه المكافآت والهدايا على موضوعية واستقلال الوسيط.

2- أن يبلغ رب العمل ويحصل على موافقته المسبقة.

فتح حسابات في بنك آخر:

³ في فن الإدارة يوجد ما يعرف بـ "الحوائط الصينية" أو "Chinese Walls"، وهو مصطلح يشير إلى مجموعة الإجراءات التي تكفل الفصل بين المصالح الشخصية ومصالح العمل بشكل عام.

يمنع الوسيط من فتح أي حسابات تداول له في بنك آخر، إلا إذا كان بنك الوسيط لا يقدم الخدمة المطلوبة. ويشترط في هذه الحالة إبلاغ رب العمل بذلك.

ثالثاً: مسؤولية الوسيط تجاه المهنة:

تقع على الوسيط مسؤولية مباشرة تجاه مهنته تتمثل في:

(أ) عدم القيام بأي عمل ينعكس سلباً على سمعة المهنة:

يتحمل الوسيط الحاصل على ترخيص مزاولة المهنة جميع التبعات المترتبة على إخلاله بأنظمة أو أخلاق المهنة ويكون مسؤولاً عن زيادة ورفع مستوى الثقة العامة من العملاء والمستثمرين. ولهيئة السوق المالية الصلاحية الكاملة في التحري عن ذلك ضمن الأنظمة واللوائح الخاصة:-

- يحق لهيئة السوق المالية القيام التحريات اللازمة ومراجعة أي مخالفة للأحكام، أو لأي سوء تصرف من جانب الوسيط.
- في حال ثبوت مخالفة الوسيط لأي من الأحكام والقوانين النافذة يحق لهيئة السوق المالية إيقاف عقوبة الإيقاف عن التداول على هذا الوسيط ولا يعود بإمكانه الاستمرار في مزاولة المهنة حتى زوال قرار الإيقاف. ولكن لا تتأثر أي من الأوامر المؤكدة التي سبق صدورها عن الوسيط الذي تم إيقافه إلا إذا ارتأت هيئة السوق المالية ذلك.

(ب) التحلي بالنزاهة والاستقامة

يجب على الوسيط احترام أخلاقيات المهنة الممنوحة بالحصول على ترخيص تداول. ويتوجب بموجب ذلك أن لا يكون الوسيط على علاقة بأي شكل من الأشكال بأي عمل مهين يكون نتاجه الإخلال بالأمانة أو التدليس أو الكذب.

(ج) تجنب ترويج الشائعات

يتوقع من الوسيط المقدر على التفريق بين ما هو حقيقي وموثق أو معلن عن طريق مصادر رسمية وموثقة، وبين ما هو إشاعة تنقصها الحقائق. ولذلك يبقى الوسيط مسؤولاً عن عدم ترويج مثل تلك الشائعات، نظراً لواجبه في التحلي بالموضوعية والاستقلالية تجاه العملاء والمستثمرين.

وللقيام بهذه المسؤولية على الوجه الأكمل يتوجب على الوسيط أن يقوم بمتابعة أداء السوق وتدفق المعلومات فيه مع ضرورة الإلمام بآخر المستجدات أثرها على أسعار تداول الأوراق المالية.

(د) تجنب التعامل في المعلومات السرية الداخلية وترويجها:

تعرف المعلومات السرية الداخلية لأي شركة على أنها كل من:

(I) **معلومات حساسة وبالغة الأهمية:** أي أن المستثمر العادي سوف

يتأثر قراره بناءً على معرفة هذه المعلومات وتشمل: الأرباح، الأرباح الموزعة، هيكل الشركة، السيطرة والاندماج مع شركات أخرى، بيع أو شراء أصول جديدة، التخلف عن سداد مبالغ مستحقة، أو اكتشافات جديدة مثل النفط.

(II) **معلومات غير معلنة:** أي أن هذه المعلومات لم يعلن عنها

للجمهور.

ويشير نظام السوق المالي ولائحة سلوكيات السوق على أنه يعتبر مخالفاً لأنظمة التداول في السوق قيام وسيط نيابة عن شخص بتنفيذ أي عمليات تداول في أوراق مالية بناءً على معلومات داخلية أو سرية تتعلق بشئون شركة مدرجة قبل الموعد الاعتيادي أو المقرر لقيام تلك الشركة بكشف تلك المعلومات.

وعليه، يجب على الوسيط عدم التعامل (بالبيع أو الشراء) مع أسهم أي شركة في حال حصوله على معلومات تتعلق بأداء تلك الشركة التي يتم تداول أسهمها في السوق بحيث تصنف هذه المعلومات على أنها حساسة وغير معلنة رسمياً وتكون مؤثرة على سعر التداول لهذه الشركة، ويشتمل ذلك على التعامل بالبيع أو الشراء أو تشجيع آخرين على ذلك بناءً على هذه المعلومات.

هناك عدد من التوجيهات التي تساعد في النهوض بمستوى العلاقة بين الوسيط و

العملاء بما ينعكس إيجاباً على المهنة وعلى أداء السوق، ومن أهم هذه التوجيهات:-

(أ) **الاجتهاد والحنكة:** حيث يتوقع أن يمارس الوسيط عمله مع العملاء بمهارة

وحرص واجتهاد بما يحفظ مصالح عملائه وسلامة السوق.

(ب) الالتزام: ينبغي على الوسيط الإطلاع على كافة المتطلبات التنظيمية السارية على نشاطات عمله وأن يتقيد بها للنهوض بمصالح السوق وتعزيز سلامته.

أحكام عامة لإجراءات التداول مع العميل:

- 1- تسجيل تفاصيل أوامر الشراء والبيع الواردة والتي تشمل:
 - أ- هوية العميل.
 - ب- الورقة المالية التي يرغب العميل شراءها أو بيعها.
 - ج- كمية الأوراق المالية التي يغطيها الأمر.
 - د- نوع الأمر:
 - أمر سوق
 - أمر محدد السعر
 - هـ- وقت استلام الأمر.
- 2- تسجيل أية معلومات أو استشارة تقدم من قبل الوسيط للعميل.
- 3- تسجيل تفاصيل التسليم للأوراق المالية موضع التداول في حالة الحفظ لدى البنك- حيث يطلب من العميل التوقيع على اتفاقية حفظ مع البنك.
- 4- تسجيل وتنفيذ أي تعديلات للأوامر القائمة.
- 5- إعلام العميل بتنفيذ أو إلغاء أو تعليق أو انتهاء صلاحية الأمر.
- 6- الحرص على :
 - أ- تنفيذ الأوامر في الوقت المحدد.
 - ب- تنفيذ الأوامر حسب تعليمات العميل.
 - ج- تنفيذ جميع الأوامر إذا سمحت ظروف السوق بذلك.
- 7- تسجيل شكاوي العملاء.



الوحدة الثانية

" تاريخ الإطار التنظيمي للسوق في المملكة وتطوره "



1. مقدمة عامة:

- تاريخ سوق المال السعودي
- تطور العمل (من مؤسسة النقد إلى هيئة سوق المال)
- مفهوم الإطار التنظيمي للسوق. (الفرق بين السوق المنظم وغير المنظم)
- أين نحن من العالم؟ (مقارنة مع الدول العربية / الغربية، البنوك الاستثمارية وشركات الوساطة)

2. سوق المال السعودي:

- سوق المال
- مركز الإيداع
- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية
- لجنة الاستئناف

1. مقدمة عامة:

تاريخ السوق المالي السعودي

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. وقد تم طرح كم هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة.

وبقي السوق المالي السعودي "غير منظم" حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك. وفي عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق. وقد عهدوا إلى مؤسسة النقد، بعد ذلك، بمهمة التنظيم اليومي للسوق.

وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول. وفي عام 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتقاص جميع عمليات الأسهم. وقد أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989. وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم، وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990. بينما تم اعتماد تشغيل نظام تداول ابتداء من أكتوبر 2001م وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية.

وفي تاريخ 2 / 6 / 1424 هـ ، الموافق 31 / 7 / 2003 م ، تأسست هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م / 30). وتمثل الجهاز الحكومي المسئول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية ، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء . وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ، وتهدف الهيئة لتنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين ، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية .

سمات سوق المال السعودي

[1] إن السوق المالي السعودي هو الأكبر في المنطقة، ولديه إمكانات للنمو والتطور. فعلى الرغم من أن عدد المنشآت المدرجة ضمن قائمة السوق قليلة بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل رسملة السوق بلغت تشكل ما يناهز القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة.

[2] في سوق الأسهم السعودي لا يتم التداول إلا على أسهم المنشآت السعودية والتي يمكن تصنيفها إلى قطاعات رئيسية هي: قطاع المصارف، قطاع الصناعة، قطاع الإسمنت، قطاع الخدمات، قطاع الكهرباء، قطاع الزراعة، قطاع الاتصالات وقطاع التأمين.

[3] الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية بالإضافة إلى المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المنشآت المدرجة في قائمة السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds.

[4] هناك جزء معتبر من أسهم المنشآت المدرجة في السوق مملوكاً للحكومة السعودية كما أن قسماً من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحياناً وتقلل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة (The Free Float).

[5] هناك عدد من العوامل التي يمكن أن تسهم في إعطاء السوق عمقا أكبر وتنوعا في فرص الاستثمار منها:

- إمكانية توجه الحكومة نحو خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شركات إستراتيجية أو بيع جزء من المساهمات إلى جمهور المتعاملين بالسوق، وهو الأمر الذي بدأ بالفعل العمل به.
- أن الفرصة أصبحت أكثر ملاءمة لتحول عدد من المشاريع التي تزاوُل أعمالها كشرركات أفراد أو شركات مساهمة خاصة للتحوُل إلى شركات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمات الملاك لأفراد أو شركاء جدد وإدراج هذه الشركات في السوق المالي (IPO's).
- إضافة إلى ذلك فإن الفرصة أصبحت مواتية لأن ترى مشاريع النور من خلال إنشاء شركات جديدة في قطاعات مازالت واعدة مثل قطاعات البنوك والتأمين والصناعة.

مفهوم الإطار التنظيمي للسوق

ينقسم السوق المالي السعودي إلى السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول). وبالنسبة لسوق الإصدار "الأولي" فهناك عدد من "بيوت الوساطة" المرخص لهم بمساعدة المنشآت على إصدار أوراق جديدة. وهناك عدد من القوانين التي تحدد الحد الأعلى والحد الأدنى لإصدار أسهم جديدة، بالإضافة إلى تحديد سن الراغب في الاكتتاب. وفي حالة الزيادة على الطلب، يتم استخدام نظام الحصص Proportion System حيث يحصل كل مكتتب على عدد من الأسهم متناسباً مع عدد الأسهم إلى كانت تحت الطلب أصلاً.

أما بالنسبة للسوق السعودي الثانوي فإنه يصنف كسوق منظم لوجود جهة تراقب السوق بحيث تكون هذه الجهة هي المسئولة عن تحديد أسس التعامل في السوق ونسب التذبذب السعري اليومية وإقرار الصفقات والتدخل في حال وجود أي خلل أثناء عمليات التداول، وعلى الرغم من عدم وجود مكان محدد للمتاجرة في الأسهم "البورصة"، إلا أن الشبكة الإلكترونية التي تصل المصارف (بيوت الوساطة) والتي بواسطتها يتم إعطاء أوامر البيع والشراء تحل محل البورصة.

وبعبارة أخرى، يصبح مكان التداول متوفراً من خلال نظام المعلومات الإلكتروني للأسهم والذي بدأ استخدامه منذ 1991م وتم تطويره حديثاً إلى نظام تداول.

نظام تداول الأسهم في السوق السعودي

تم في عام 2001 استبدال نظام المعلومات الإلكتروني للأسهم بنظام "تداول" TADAWUL، وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية. فهذا النظام يوفر سوقاً يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر، مع إعطاء المعلومات الخاصة بحجم التداول وطبيعة المنشآت، وبهذا فهو يوفر الدعم لآليات إيصال الأوامر.

وعلى الرغم من أن مستخدمي هذا النظام الجديد هم المصارف التجارية، إلا أن المصارف لم تعد تقوم بمقابلة الأوامر Orders Matching كما هو الحال في نظام المعلومات الإلكتروني للأسهم، بل إن المصارف تقوم بتحويل الأوامر التي تستقبلها من المستثمرين إلى النظام الجديد. ثم يحاول هذا النظام الجديد مقارنة الأوامر حسب أفضلية السعر والوقت. ومن الأوامر يتم خلق تداولات جديدة وهذه يتم بثها إلى وحدة الإيداع المركزي للأوراق المالية Central Securities Depository. وينجم عن هذا التداول التحويل الفوري للأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري (On Spot). وحسب نظام تداول Tadawul فإن كل مستثمر عليه أن يفتح حساباً في المصرف (حساب عضو).

2 سوق المال السعودي:

هيئة السوق المالية

تأسست هيئة السوق المالية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري

وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. ويدير الهيئة مجلس يتكون من خمسة أعضاء متفرغين يتم تعيينهم بأمر ملكي.

صلاحيات الهيئة

تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية:

- تنظيم وتطوير السوق المالية، و تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع، أو غش، أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

[1] السوق المالية:

نص "نظام السوق المالية" على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة. وحتى يتم إنشاء السوق المالية، فإن تداول الأوراق المالية في المملكة يتم عبر النظام الحالي لتداول الأسهم السعودية "تداول".

[2] مركز الإيداع:

نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى مركز إيداع الأوراق المالية لتنفيذ تسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء التقاص والتسوية الأمر الذي يتطلب إنشاء سجل مركزي للمساهمين الموثقين ونظام مركزي للتقاص والتسوية. وحتى يتم إنشاء المركز، فإن وظائف مركز إيداع الأوراق المالية تتم عبر نظام الإيداع في سوق الأوراق المالية "تداول".

يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية و تمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع أنظمة وتشريعات وإجراءات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان.

[3] لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

نص "نظام السوق المالية" على إنشاء لجنة للفصل في منازعات الأوراق المالية، تسمى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية. تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق نظام السوق المالية واللوائح، والقواعد، والتعليمات الصادرة عن هيئة السوق المالية والسوق.

[4] لجنة الاستئناف:

نص النظام أيضاً على لجنة للاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية. ويجوز استئناف القرارات الصادرة من لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية أمام لجنة الاستئناف خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إبلاغها.

المهام الإشرافية لهيئة السوق المالية:

التراخيص والتفتيش:

تتولى إدارة التراخيص والتفتيش في الهيئة دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية وغيرها التي تمارس عملها في السوق المالية السعودية بما في ذلك التعامل بالأوراق المالية، وإدارة المحافظ المالية، وتقديم الاستشارات المالية، وحفظ الأصول، إضافة إلى أي نشاط آخر تصنفه الهيئة على أنه من النشاطات الواجب الترخيص لها قبل مزاولتها. كما تتولى الإدارة التأكد من التزام الجهات المرخص لها بنظام السوق المالية ولوائح الهيئة وقواعدها.

تمويل الشركات:

تتولى إدارة تمويل الشركات تقويم طلبات طرح الأوراق المالية، وتعمل مع المصدرين ومستشاريهم الماليين على استكمال المستندات اللازمة للطرح وشراء السيطرة والاندماج.

المتابعة والتنفيذ:

تقوم إدارة المتابعة والتنفيذ بالأعمال والمهام التالية:

- تلقي الشكاوى من المتعاملين والمستثمرين في السوق والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة للتأكد من صحة الشكوى.
- العمل على تسوية المنازعات التي تنشأ بين الأطراف المشاركة فيما يتعلق بالأوراق المالية.
- متابعة تنفيذ نظام السوق المالية واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه. والنظر في أي مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام واللوائح واقتراح الغرامات والعقوبات المناسبة على المخالفين في السوق للنظر في تطبيقها من مجلس الهيئة، ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- متابعة تنفيذ الأحكام والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

الإشراف والرقابة:

تقوم إدارة الإشراف والرقابة بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية، وتتولى كذلك التأكد من استيفاء الشركات المدرجة لشروط وضوابط الإفصاح المستمر.

اللوائح التنفيذية:

اللوائح التنفيذية هي مجموعة اللوائح والقواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.

وقد عملت الهيئة خلال الأشهر الماضية على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ مرئيات المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص وذلك تمهيداً لإصدارها.

وعليه فقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية:

- **لائحة أعمال الأوراق المالية**
تتعلق هذه اللوائح بممارسة أعمال الأوراق المالية والترخيص بشكل عام.
- **لائحة الأشخاص المرخص لهم**
تتعلق هذه اللوائح بمتطلبات وإجراءات عملية الترخيص والتسجيل بالإضافة إلى إعلانات الأوراق المالية وأنواع العملاء وإجراءات الرقابة.
- **قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها**
تتعلق هذه اللوائح بالمصطلحات العامة المستخدمة في أنظمة ولوائح سوق رأس المال مع تعريف واضح لكل منها.
- **لائحة سلوكيات السوق**
ترسم هذه اللوائح الإطار الأخلاقي والسلوكي الذي يربط الجهات ذات العلاقة في السوق وتضع كل جهة عند مسؤولياتها تجاه المهنة.



- **لائحة طرح الأوراق المالية**
تتعلق هذه اللوائح بقيود ومتطلبات طرح الأوراق المالية بمختلف أنواعه، بالإضافة إلى واجبات وصلاحيات الجهات المختلفة المتعلقة بعمليات الطرح.
- **قواعد التسجيل والإدراج**
تتعلق هذه اللوائح بالشروط المتعلقة بمقدمي طلبات التسجيل والإدراج من الشركات المساهمة العامة والشروط المتعلقة بالأوراق المالية والمستشار المالي.
- **لائحة حوكمة الشركات**
تتعلق هذه اللوائح بحقوق المساهمين والجمعية العمومية والإفصاح والشفافية ومهام ومسؤوليات مجالس إدارات الشركات.
- **لائحة صناديق الاستثمار العقاري**
تتعلق هذه اللوائح بأحكام والشروط التي تضبط آلية التعامل في صناديق الاستثمار العقاري.
- **لائحة صناديق الاستثمار**
تتعلق هذه اللوائح بأحكام والشروط التي تضبط آلية التعامل في صناديق الاستثمار.

]]]] - ختام الوحدة الثانية



الوحدة الثالثة

دراسة نظام " تداول "



1. مقدمة عامة:

- أنواع أنظمة التداول في العالم
- الفرق بين نظام "تداول" وقواعد التداول
- أهمية دراسة نظام "تداول"
- التعريف بنظام تداول

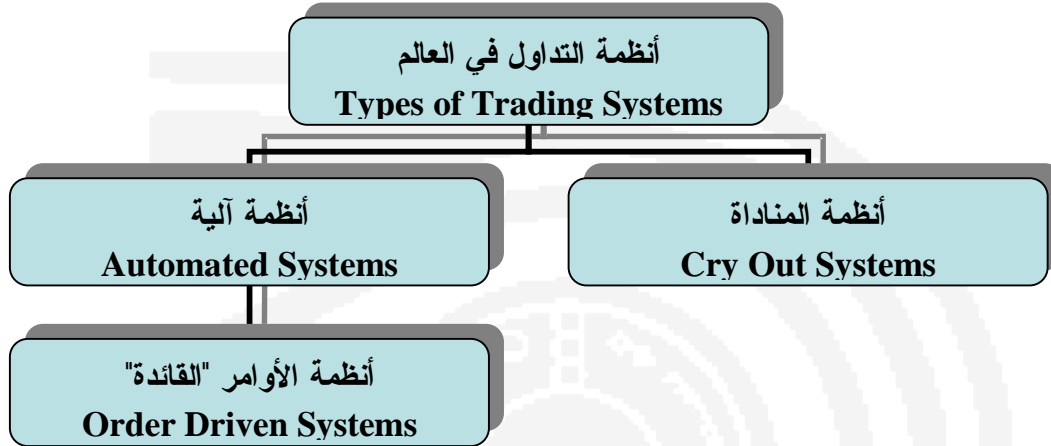
2. دراسة نظام "تداول"

3. قواعد التداول

1. مقدمة عامة:

أنواع أنظمة التداول في العالم:

يمكن تصنيف أنواع أنظمة التداول في العالم تحت فئتين أساسيتين:



شكل رقم [3] تصنيف أنظمة التداول في العالم

وتعتمد أنظمة "المناداة" على استخدام الصوت للإعلان عن أوامر البيع والشراء في السوق، وهذه الفئة من أنظمة التداول تذكر إلى حد كبير بالبائع في شكله التقليدي الذي "ينادي" على بضائعه المختلفة كوسيلة إعلانية هدفها جذب أكبر عدد من العملاء. وقد تطورت أنظمة المناداة وأصبح الوسطاء يستخدمون إشارات يدوية للإعلان عن أوامر البيع والشراء، وقد اتبعت أسواق المال الغربية هذه المدرسة.

أما أنظمة التداول الآلية، فهي تعتمد على قيام الوسيط بإدخال الأوامر مباشرة إلى السوق عن طريق أجهزة حاسب آلي، تقوم بترتيب وعرض الأوامر وفقا لأولويات محددة، كما تقوم بعملية مطابقة الأوامر بشكل اليكتروني وفقا لأحكام التداول التي تحكم هذه النظم.

وقد تبنت الدول الأوروبية هذا النهج، مخالفة بذلك قواعد اللعبة الغربية، وظهرت فئات مختلفة من أنظمة التداول تلك ولعل أشهرها ما يعرف بـ "أنظمة الأوامر القائدة"،

وفكرتها تركز على أن أي تعديل في سوق الأوامر ينعكس بشكل ما على النظام وطريقة مطابقته لأوامر البيع والشراء المسجلة في السوق.

الفرق بين نظام "تداول" وقواعد التداول:

ويندرج تحت فئة "أنظمة الأوامر القائمة" نظام "تداول" المطبق في سوق المملكة العربية السعودية، وفيما يلي بيان موجز حول نظام تداول وقواعده التي تحكم عمليات التسجيل والمطابقة لأوامر البيع والشراء في السوق.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن "نظام تداول" يقصد به مجموعة من برامج الحاسب الآلي التي تخدم فئات متعددة من مستخدمي النظام والتي منها الوسيط، بينما المقصود بـ "قواعد التداول" مجموعة الأحكام التي وفقا لها يعمل نظام "تداول".

أهمية دراسة قواعد "تداول":

لعل السؤال الأول الذي يتبادر إلى ذهن القارئ هو جدوى دراسة قواعد التداول، ويمكن إجمال أهمية دراسة قواعد "تداول" بالنسبة لعمل الوسيط بما يلي:

- [1] مساعدة الوسيط على استيعاب الأدوات التي يوفرها النظام مما يسهل من عملية استخدامها وتحقيق مصلحة العملاء.
- [2] تساعد قواعد التداول الوسيط على فهم ما يراه من تغيرات على شاشات السوق وبالتالي يتمكن من متابعتها وتحليلها.
- [3] تسهل على الوسيط الحصول على رخصة مزاوله المهنة من قبل هيئة السوق المالية كإجراء تنظيمي لا غنى عنه لضبط إيقاع السوق والتأكد من كفاءة الوسيط الذي يمارس مهنة التداول.

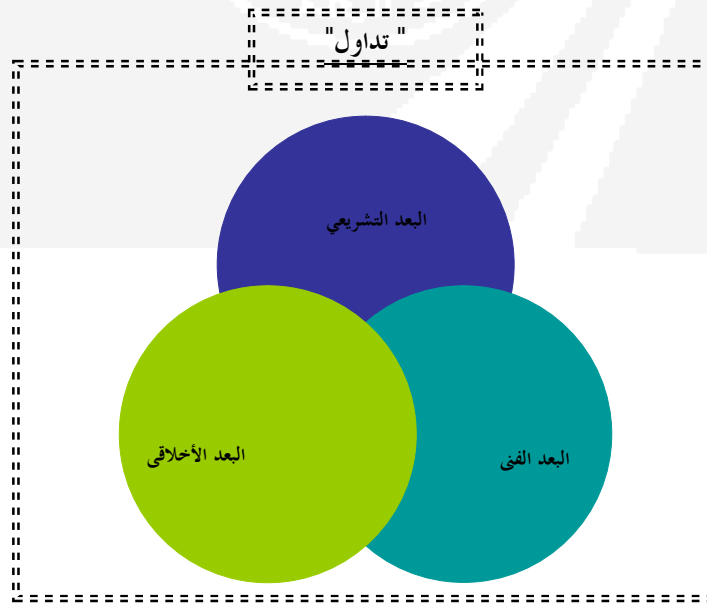
التعريف بنظام تداول:

إن مهنة الوساطة مهنة تتداخل فيها أبعاد كثيرة، لعل أهمها البعد "التشريعي"، والبعد "الفني"، والبعد "الأخلاقي"، وهو أمر لا بد بالضرورة أن ينعكس في نظام التداول المستخدم في السوق، وعلى ذلك:

فالبعد التشريعي: هو الإطار الذي يحكم عمليات البيع والشراء وإرساء مبادئ العدالة والفرص المتكافئة في السوق بما لا يخل بالقوانين والأعراف المعمول بها والمتعارف عليها ولاسيما مصادر التشريع الإسلامي.

أما البعد الفني: فيقصد به آليات وعمليات استخدام النظام كما صممت من قبل الشركة صاحبة حقوق الملكية الفكرية، وتعامل الوسيط مع شاشات النظام وكيفية ممارسة مهامه من خلالها.

وأخيرا وليس آخرا البعد الأخلاقي: فهو الذي يختص بأخلاقيات المهنة والممارسات غير الحميدة التي يجب اجتنابها كالتحايل لتحقيق مآرب شخصية أو الإثراء على حساب الآخرين.



شكل رقم [4] التعريف بنظام تداول



وبناء على ما تقدم، نخلص إلى أن نظام تداول إضافة إلى قواعد التداول يشكلان مع منظومة متكاملة تتفاعل مع احتياجات السوق والمتغيرات التي تطرأ عليه لأن الأمر يتعدى مجرد فكرة استخدام نظام محدد دون الالتفات إلى الأبعاد الثلاثة المشار إليها سابقاً.



2. قواعد التداول:

الهدف من قواعد التداول وأهمية دراستها:

إن الهدف الأساسي من وضع قواعد للتداول في أي سوق هو أن تكون هذه القواعد بمثابة أداة تنظيمية تستخدم لضبط إيقاع السوق، بحيث يكون أقرب ما يمكن إلى الشفافية والعدالة والكفاءة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الثقة في السوق، وهذا يتأتى من خلال:

- [1] وضع بنية تنظيمية للتداول والتفاصيل والتسوية لعمليات الأوراق المالية.
- [2] التأكد من التنظيم الإداري للجهات المرخص لها بمزاولة مهنة الوساطة وباستخدام نظام "تداول"، وقدرتها على تقديم هذه الخدمات بالكفاءة المطلوبة للعملاء.
- [3] تحديد مهام ومسؤوليات الأطراف العاملة في السوق.

هذا وتتناول قواعد التداول المعمول بها في سوق المملكة العربية السعودية موضوعات عدة تخص فئات مختلفة من المتعاملين في السوق سيتم التركيز في هذا الإطار على ما يخص عمل الوسيط المباشر.

تعريفات هامة للتعامل مع القواعد:

- [1] "العضو": وهو العضو المرخص لاستخدام نظام التداول.
- [2] "مدرج": عندما ترتبط هذه الكلمة بورقة مالية معينة فتعني أن الورقة مدرجة في السوق ويسمح بتداولها على نظام التداول.
- [3] "الرمز": وهو مجموعة حروف وأرقام تدل على ورقة مالية معينة من فئة معينة من فئات الأوراق المالية.
- [4] "العميل": هو المواطن السعودي الجنسية أو مواطن إحدى دول مجلس التعاون الخليجي أو الأجانب المقيمين بشكل نظامي في المملكة العربية السعودية.
- [5] "ورقة مالية": وتعني أية ورقة مالية يتم تداولها في نظام التداول.

[6] "الأمر": ويعني أي تعليمات للتداول في الأوراق المالية.

[7] "صفقة/تداول": وتتي أي عملية شراء أو بيع لورقة مالية لقاء مقابل، ولا تشمل عمليات مثل رهن الأوراق المالية أو تحويلها.

[8] "العملية": وتعني أي تداول للأوراق المالية، بما فيها الرهن أو تحويل الأوراق المالية، والعمليات المشابهة.

هذا ويمكن تقسيم القواعد المنظمة لخدمات الوساطة إلى ثلاثة أقسام رئيسية:

[1] قواعد عامة:

تهتم بآلية عمل السوق من حيث جلسات وفترات التداول وتنفيذ الأوامر وعمليات التسوية وما إلى ذلك. 1

[2] قواعد تنفيذ التداول:

وتركز على إجراءات وملازمات تنفيذ الأوامر في السوق، والتجهيز لتنفيذ الأوامر قبل افتتاح السوق وخلال التداول في السوق وفي حالة إغلاق السوق.

[3] مراقبة السوق:

وتشمل حالات توقف التداول، وإلغاء الأوامر، والإيقاف المؤقت للوسطاء والمتداولين. وفيما يلي عرض لكل مجموعة من المجموعات سألقة الذكر بشيء من التفصيل.

أولاً: القواعد العامة:

(1) قيود تداول الأسهم:

يجب التأكد من استكمال تعبئة جميع المستندات والمعلومات المتعلقة بتداول الأسهم ومن عدم وجود أي قيود على التداول في الأسهم المطروحة للبيع، وأن يتأكد أيضاً من عدم وجود أي شروط على عملية البيع تكون مخالفة لهذه القواعد.

(2) منع السداد المؤجل:

لا يسمح بقبول سداد قيمة الحصص المشتراه بموجب شيكات مؤجلة الدفع أو بناء على أي شكل من تعليمات الدفع المؤجل الأخرى. ويكون العضو مسئولاً عن أي مخالفة لذلك.

(3) منع التداول خارج نظام التداول:

لا يسمح بتداول الأوراق المالية المدرجة في نظام التداول إلا من خلال النظام عن طريق عمليات تداول بين الأعضاء.

(4) التداول الزائف أو المضلل:

أي شخص يتصرف أو يقوم بأي سلوك يؤدي إلى إنشاء انطباع كاذب أو مضلل فيما يتعلق بالسوق أو بالسعر أو بقيمة أي ورقة مالية يكون قد ارتكب مخالفة لهذه القواعد إذا فعل ذلك بهدف خلق ذلك الانطباع لتحفيز شخص آخر على شراء أو بيع أو اكتتاب في تلك الورقة المالية أو الامتناع عن ذلك أو ممارسة أو الامتناع عن ممارسة أي حقوق تنتج عن تلك الورقة المالية.

يعتبر مخالفة لتلك القواعد أي فعل يتم القيام به بغرض تكوين مظهر كاذب أو مضلل بوجود تداول نشط في أي ورقة مالية يتم تداولها في نظام التداول.

ومن الأمثلة على كيفية حدوث ذلك ما يلي:

§ من خلال عمليات تداول في ورقة مالية لا تؤدي إلى أي تغيير في الملكية
النافعية لها.

§ من خلال إدخال أمر أو أوامر لشراء ورقة مالية مع العلم بأن أمراً أو أوامر بنفس الحجم وفي نفس الوقت تقريباً وبنفس السعر تقريباً لبيع نفس الورقة المالية قد تم إدخالها لصالح نفس الطرف أو لحساب أطراف آخرين، بهدف تضليل السوق فيما يتعلق بسعر تداول الورقة المالية.

§ قيام شخص لوحده أو بالاشتراك مع أي شخص آخر أو أشخاص آخرين بتنفيذ سلسلة من عمليات التداول في أي ورقة مالية في نظام التداول وتكوين تداول نشط فعلياً أو ظاهرياً في تلك الورقة المالية أو رفع أو خفض سعر تلك الورقة المالية بهدف تحفيز آخرين على شراء أو بيع تلك الورقة المالية.

§ توزيع معلومات للتأثير على سعر أي ورقة مالية يحتمل أن ينخفض أو يرتفع بسبب عمليات السوق التي يقوم بها شخص واحد أو أكثر بغرض رفع أو خفض سعر ورقة مالية يتم تداولها في نظام التداول.

(5) تداول الأسهم:

يجب أن يتم تنفيذ جميع عمليات تداول الأوراق المالية على نظام التداول التي يقوم بها الأعضاء ضمن النظام بموجب هذه الأنظمة. ويعتبر تاريخ ووقت نقل ملكية الانتفاع في عمليات التداول هو نفس تاريخ ووقت التنفيذ في النظام.

(6) تسجيل تعليمات العميل:

يتوجب على العضو أن يسجل تعليمات العملاء الخاصة بعمليات سوق الأوراق المالية. وهذا يشمل، على سبيل المثال لا التحديد، التعليمات المكتوبة والتعليمات شفوية بالتلفون والتعليمات الإلكترونية بالإنترنت. ويتعين على العضو أن يحتفظ بالسجلات لمدة لا تقل عن اثني عشر شهراً بعد تاريخ استلام تعليمات العميل. وإذا حصل هناك أي نزاع يتعلق بأي من هذه التعليمات فيتوجب الاحتفاظ بهذه التعليمات إلى حين حل ذلك النزاع نهائياً.

(7) أمر المستثمر:

- (1) يتلقى الأعضاء أوامر البيع والشراء من المستثمرين.
- (2) يتم استلام أوامر بيع أو شراء عدد معين من الأسهم لورقة مالية محددة نيابة عن مستثمر معين.
- (3) يجب على الأعضاء اتخاذ كافة وسائل الحيطة المعقولة للتأكد من أن كافة المستندات المؤيدة لأمر التداول صحيحة وسارية المفعول. ويجب على

- الأعضاء تحديد هويات المشترين والباعاء للتأكد من أحقيتهم في شراء أو بيع الأسهم. ويجب على الأعضاء التأكد من أن كافة المستندات المؤيدة لأمر التداول موضوعة بالصيغة الصحيحة. ويكون العضو مسؤولاً عن أي إخلال في تسليم الأسهم أو عدم سداد المشتري للقيمة.
- (4) ينبغي إبلاغ المستثمرين عن آخر أسعار تداول الأوراق المالية. وينبغي أن يوفر لهم آخر المعلومات الخاصة بالسوق ضمن مقر العضو على الأقل.
- (5) يكون الأعضاء مسؤولين عن التحقق من دقة واكتمال أوامر البيع والشراء الصادرة عن المستثمر.

(8) أولوية العميل:

يتعين على العضو التعامل مع عملائه وحساباته الخاصة والعمليات التي يجريها لصالح موظفي العضو، على أساس من العدالة والإنصاف في الأولوية والدور.

(9) وقت التنفيذ:

حالما يصل العضو إلى اتفاق أو بيت في قرار لتنفيذ عملية ما، فيتعين عليه تنفيذها أو بدء العمل على تنفيذها بأسرع ما يمكن عملياً ضمن الظروف المحيطة.

(10) التنفيذ الأفضل:

عند تعامل العضو مع أحد عملائه يتوجب على العضو العمل على تنفيذ الأوامر بأفضل سعر سائد في السوق لنفس الحجم.

(11) افتعال التداول:

ينبغي على العضو أن لا يقوم بإجراء عمليات على نحو غير ضروري أو بكميات زائدة مع العملاء أو لصالح العملاء الذين فوضوه بإجراء العمليات والاستثمار لصالحهم وذلك بهدف زيادة العمولة المحصلة.

(12) التقرير عن الصفقات:

حالما يتم الانتهاء من الصفقة، فيتم عادة الإفصاح عن تفاصيل العملية مباشرة في السوق من خلال نظام التداول. تقوم إدارة مراقبة السوق بنشر أقل قيمة مطلوبة للصفقات لتحديث أثرها في تغيير سعر الافتتاح أو آخر سعر للتداول أو سعر الأقفال. وإذا كانت قيمة التداول مساوية للقيمة التي أعلنتها إدارة مراقبة السوق أو أقل منها، فلا تحدث عادة أي تغيير في سعر الافتتاح أو في آخر سعر تداول أو في سعر الأقفال. ويجب إبلاغ إدارة مراقبة السوق عن أي صفقات تتم خارج السوق خلال ساعة واحدة م تنفيذ تلك الصفقة. ويقوم المسؤولون في إدارة مراقبة السوق بالإعلان عن تفاصيل هذه الصفقة مباشرة.

(13) السرية:

يجب التعامل مع معلومات العملاء بسرية تامة، إلا في الحالات التي يتطلب القانون والأنظمة المرعية ذلك.

(14) رفع تقارير العملاء:

على العضو الذي نفذ أمر تداول لصالح عميل من عملائه أن:

- (1) يرسل إلى العميل إيصال تأكيد عن العملية التي نفذت باسمه، وذلك مباشرة في يوم التنفيذ أو بأسرع ما يمكن.
- (2) أن يلتزم بشكل دائم مع متطلبات العميل فيما يتعلق بإرسال إيصالات التأكيد للعميل، وذلك بقدر الإمكان.

أما بالنسبة للعملاء الذين فتح العضو معهم حساب عضو، فينبغي على العضو أن يرفع بيانا لهم كل ثلاثة شهور على الأقل:

- (1) يبين جميع التداولات والنشاطات الأخرى التي تمت على الحساب أثناء تلك الفترة.

(2) قائمة بالأوراق المالية الموجودة في الحساب، بقيمتها السوقية حتى نهاية الفترة.

(3) التداولات المالية الأخرى على الحساب.

وفي حالة عدم وجود أي نشاط على الحساب في فترة معينة، فإن المعلومات المطلوبة المشار إليها أعلاه ينبغي إرسالها للعميل كل 12 شهرا فقط، ويشترط هنا الاستجابة لطلب العميل في إرسال تقرير له بالبريد أو بأي طريقة أخرى خلال 15 يوما من انتهاء الفترة التي تخص هذه التقارير.

(15) استحقاق أرباح الأسهم

يجب أن تحمل الأسهم التي يتم شراؤها عن طريق نظام التداول استحقاقات المستثمرين في الأرباح يتم دفعها بعد عملية الشراء.

ولكي تتضح عملية استحقاق أرباح الأسهم في عمليات الشراء التي يكون تاريخها قريبا من التاريخ الذي تقوم فيه الشركة بإغلاق دفاترها الخاصة بالدفعات، فإنه يتوجب على الشركات إخطار هيئة السوق المالية خطيا عن التاريخ الذي تزمع فيه الشركة إغلاق دفاترها الخاصة بدفعات أرباح الأسهم، أو توزيع أي فوائد أخرى ذات علاقة، وذلك حالما تقوم الشركة بالبت في هذا الشأن.

تقوم هيئة السوق المالية بنشر المعلومات المتعلقة باستحقاق أرباح الأسهم من خلال النظام.

(16) استحقاقات المنفعة:

ينبغي على الشركات المدرجة التي تقوم بإصدار للحقوق أو الأسهم المجانية أو التي تنشأ قسما فرعيا أو تجميعا معينيا للأسهم، أو تقوم بأي ترتيب آخر من شأنه أن يؤثر على قيم الأسهم المتداولة، ينبغي عليها أن تخطر هيئة السوق المالية بذلك قبل قيامها بهذا الإجراء، ولا ينبغي أن تؤخر ذلك إلى ما بعد إرسال الأوراق للجمعية العمومية المعنية. وفي هذه الحالات ينبغي على الشركة:

التنسيق مع هيئة السوق المالية بخصوص جدول التداول لمثل هذه الحالات من الأسهم،
تماماً مثل المتطلبات الخاصة بتوزيع الأرباح.

الاتفاق مع هيئة السوق المالية في حالة إصدار حقوق، وكيفية التعامل مع الحقوق
المنتهية.

الاتفاق مع هيئة السوق المالية، في حالة نوع جديد من الأسهم، حول تاريخ البدء في
تداول هذه الأسهم، وكذلك التاريخ الذي سيتوقف فيه تداول النوع القديم من الأسهم.
إذا كان لا بد من تداول ورقة مالية واحدة، بحالتين مختلفتين في نفس الوقت، فإن النظام
سيقوم بتداول ورقتين ماليتين اثنتين.

تقوم المؤسسة بنشر المعلومات المتعلقة بالحالة من خلال نظام التداول.

(17) المعلومات الداخلية السرية:

يعتبر مخالفاً لهذه الأنظمة قيام وسيط نيابة عن أي شخص بتنفيذ أي عمليات تداول في
أوراق مالية بناء على معلومات داخلية أو سرية تتعلق بشؤون شركة مدرجة قبل
الموعد الاعتيادي أو المقرر لقيام تلك الشركة بإعلان تلك المعلومات.

(18) الاستثمار الأجنبي:

الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين
والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية بالإضافة إلى المقيمين من
غير السعوديين داخل المملكة، فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في
أسهم المنشآت المدرجة في قائمة السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير
المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds.

(19) المستثمرون:

لا يجوز لأي شخص التداول على أساس المعلومات الداخلية التي اطلع عليها، ما لم
تكن المعلومات منشورة أمام الجمهور بشكل ميسر سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

ولا يجوز أيضا التلاعب بالأسواق أو إنشاء أسواق زائفة، ولا يجوز القيام بأي عمل من شأنه أن يضلل السوق ويقودها للاعتقاد بأن هناك نشاطا. ولا يجوز أيضا الإعلان عن أي معلومات غير صحيحة.

(20) التحويل إلى حقوق:

لا يجوز للمستثمرين الذين يمتلكون أسهماً في شركات سعودية أن يقوموا بتحويلها إلى حقوق أخرى، كالقيام على سبيل المثال بإصدار شهادات إيداع دولية مقابل تلك الأسهم.

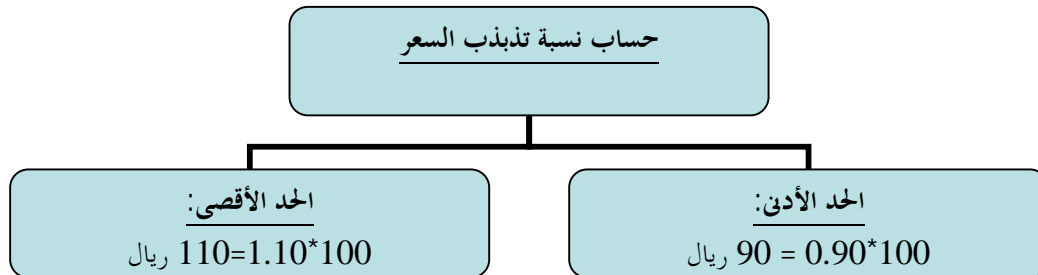
ثانياً: قواعد تنفيذ التداول:

[1] نسبة التذبذب السعري:

- (1) جميع الرموز التي يتم تداولها في السوق لها نسبة تذبذب سعري يومي تحتسب من آخر سعر إغلاق صعوداً أو هبوطاً.
- (2) وهذه النسبة حالياً هي 10%.
- (3) إذا تم إدخال أمر في النظام يتجاوز نسبة الـ 10% صعوداً أو هبوطاً من آخر سعر إغلاق، يقوم النظام برفض الأمر.

مثال:

إذا كان آخر سعر إغلاق للورقة المالية (س) هو 100 ريال.



[2] قيد الحساب:

يجب أن يتم إدخال رقم الحساب على أمر التداول. ويتم التحقق آليا من هذا الرقم للتأكد من أنه رقم حساب صحيح قبل أن يتم قبول أمر التداول.

ويوضح الشكل التالي شاشة تسجيل أمر شراء⁴ على نظام "تداول"، حيث يشير السهم إلى خانة تسجيل رقم الحساب.

| Market | Type | Volume | Symbol | Price | Account | OAM | Clearing | |
|--------|-----------|---------------|---------|------------|---------|-----------|-------------|-------|
| | | | | | | | | |
| Fill | Discl Vol | Time In Force | Order # | Source | Trader | Limit Pr | FI | |
| | | | | | | | | |
| Volume | Buy | Sell | Volume | Last Trade | Change | Vol Today | Price Range | Flags |
| | | | | | | | | |

شكل رقم [5] أمر الشراء في نظام "تداول"

[3] التحقق من الكمية:

قبل قبول أوامر البيع، يقوم النظام بالتحقق من توفر الكمية في الحساب المدخل. وذلك للتأكد من أنه يمكن مطابقة الأمر وتنفيذه بالكامل وأنه لا يوجد بيع على المكشوف. يتم التحقق من الكمية المبينة على كافة أوامر البيع بالمقارنة مع رقم الحساب ورصيد الحساب في نظام المقاصة والإيداع قبل قبول الأمر بواسطة نظام التداول.

ويقصد بالبيع على المكشوف البيع بدون رصيد من الأسهم يكفي لتسوية هذه العملية. ويوضح الشكل التالي شاشة تسجيل أمر البيع⁵ على نظام "تداول"، حيث يشير السهم إلى خانة تسجيل كمية الأسهم.

⁴ أوامر الشراء في نظام تداول تميز باللون الأزرق.
⁵ أوامر البيع في نظام تداول تميز باللون الأحمر.



| Market | Type | Volume | Symbol | Price | Account | OAM | Clearing | |
|--------|-----------|---------------|---------|------------|---------|-----------|-------------|-------|
| | | | | | | | | |
| Fill | Discl Vol | Time In Force | Order # | Source | Trader | Limit Pr | FI | |
| | | | | | | | | |
| Volume | Buy | Sell | Volume | Last Trade | Change | Vol Today | Price Range | Flags |
| | | | | | | | | |

شكل رقم [6] أمر البيع في نظام "تداول"

[4] مدة التسوية:

هو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري بدفع قيمة الأوراق المالية ويقوم فيه البائع بتسليم الأوراق المالية التي تم تداولها. تاريخ التداول المستخدم هو نقطة البداية (ت) لحساب تاريخ التسوية. مدة التسوية الافتراضية للأسهم في السوق هي نفس وقت تنفيذ الصفقة. ويتم نقل ملكية الأسهم فوراً بعد التنفيذ. مدة التسوية النقدية الافتراضية في السوق هي (ت+1) ويتم نقل ملكية الأسهم عند تنفيذ عملية التداول.

[5] نوع العملة:

تتم جميع عمليات تداول الأسهم بالريال السعودي. وتحسب كسور الريال بالهلة. ويتم بيان الأسعار بالريال السعودي مع خانتين بعد الفاصلة العشرية. ويتحرك السعر بمقدار 25 هلة ، وهو ما يعرف بـ "مقدار حركة السعر". هذا وتجدر الإشارة إلى أن بعض الدول تستخدم عملتها المحلية بالإضافة إلى الدولار الأمريكي واليورو في النظام.

[6] القيود على جنسية مالك الحساب:

يقوم النظام بتطبيق نسبة تملك محددة للأجانب في الشركات التي يتم تداولها في نظام التداول، ويقوم النظام بإرسال رسالة تحذيرية للوسيط عند مستوى التحذير كما يقوم برفض الأمر عند تجاوز مستوى الملكية القصوى.

| مستوى الملكية القصوى | مستوى التحذير | جنسية المستثمر |
|----------------------|---------------|---|
| 25% | 20% | مواطني مجلس التعاون (لغير السعوديين) |

[7] حسابات الأعضاء:

العضو الذي يفتح حسابات العملاء الخاصة لديه هو الذي يدير تلك الحسابات. وللعضو صلاحية الاستفسار عن الحساب ونقل الأوراق المالية من وإلى الحساب. يكون العضو الذي يفتح الحساب مسئولاً عن كافة عمليات المقاصة والإدارة النقدية لحساب العميل.

يكون العضو الذي أنشأ الأمر مسئولاً عن كافة عمليات المقاصة والإدارة النقدية لحساب السوق.

[8] نوع السوق:

السوق هي سوق تنفيذ لأوامر البيع والشراء ولا يسمح بعروض أسعار بل بأوامر تداول فقط.

الأسهم هي النوع الوحيد المدرج في هذه السوق. وتجدر الإشارة إلى أن هناك أسواق تسعير في العالم وليس أسواق تنفيذ فقط.

[9] حالات السوق:

تشتمل السوق على الحالات التالية والتي تكون أوقاتها خلال كل يوم تداول رسمي كالتالي:

| يوم التداول الرسمي | حالة السوق | ساعة الابتداء | ساعة الانتهاء |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|
| السبت - الأربعاء | قبل الافتتاح | 10:00 | 11:00 |
| | مفتوح | 11:00 | 15:30 |
| | قبل الإغلاق | 15:30 | 16:30 |
| | مغلق | 16:30 | 10:00 |

[1/9] حالة ما قبل الافتتاح:

(أ) تعريف حالة ما قبل الافتتاح:

- (1) قبل بدء كل يوم تداول، تكون هناك حالة "قبل الافتتاح" يتم خلالها إدخال الأوامر ولكن لا تتم معالجتها فوراً. ويتحدد في حالة ما قبل الافتتاح سعر التداول الافتتاحي لكل ورقة مالية.
- (2) تم وضع الأوامر المدخلة قبل الافتتاح في قائمة انتظار في السوق، ولا يتم تنفيذها وقت إدخالها ولكن يتم تداول الأوامر خلال حالة الافتتاح التي تلي حساب سعر الافتتاح النهائي.
- (3) تكون للأوامر التي تنقل من فترة التداول السابقة أولوية زمنية في الإدخال على الأوامر التي يتم إدخالها خلال حالة ما قبل الافتتاح.
- (4) يتم نقل الأوامر المنفذة جزئياً إلى حالة التداول المستمرة باستخدام أولوية الانتظار الأصلية الخاصة بها.

(ب) حساب سعر الافتتاح:

- (1) يتم حساب سعر الافتتاح لتحديد سعر أول تداول لرمز معين في فترة التداول الجارية. ويتم حساب سعر الافتتاح مرة واحدة لكل فترة، كطريقة لإعادة تحديد القيمة السوقية الحالية لرمز. ويكون هذا ضرورياً حيث أن القيمة السوقية يمكن أن تكون عد تغيرت منذ الفترة السابقة بسبب تصريحات جديدة أو بسبب تغييرات في التوقعات الاقتصادية.
 - (2) يكون لكل سعر افتتاح واحد فقط لكل حالة ما قبل افتتاح.
 - (3) توضع الأوامر التي يتم تداولها بسعر الافتتاح في قائمة انتظار في السوق ويتم تداولها بهذا السعر.
 - (4) يتم حساب سعر الافتتاح على أساس الأوامر المتوفرة في سجل الأوامر العادية فقط.
 - (5) تتم إعادة حساب الافتتاح خلال حالة ما قبل الافتتاح كلما تم إدخال أوامر جديدة إلى نظام التداول.
 - (6) يصبح سعر الافتتاح النهائي الذي يتم حسابه في نهاية حالة ما قبل الافتتاح هو سعر الافتتاح للرمز.
 - (7) تستخدم المعايير التالية لتحديد سعر الافتتاح:
 - ☞ كمية الأسهم (السعر الذي يحقق أكبر كمية تداول)
 - ☞ أقل كمية متبقية من الأسهم القابلة للتنفيذ (السعر الذي يبقى على أقل كمية)
 - ☞ صافي التغيير في سعر الإغلاق من يوم التداول الأخير (السعر الأقرب)
 - ☞ سعر السهم (السعر الأعلى)
 - (8) يتم حساب إجمالي كمية الأسهم المتوفرة في السوق عند كل مستوى سعر. ويتم تحديد إجمالي كمية الأسهم المتوفرة بشكل منفصل لكل من جانبي الشراء والبيع في السوق. ويكون مستوى السعر الذي يتيح تداول أكبر كمية من الأسهم هو سعر الافتتاح.
1. إذا كان هناك أكثر من مستوى واحد للسعر يتيح تداول كمية أكبر من الأسهم، يصبح في تلك الحالة مستوى السعر الذي يحقق أقل كمية باقية دون تنفيذ هو

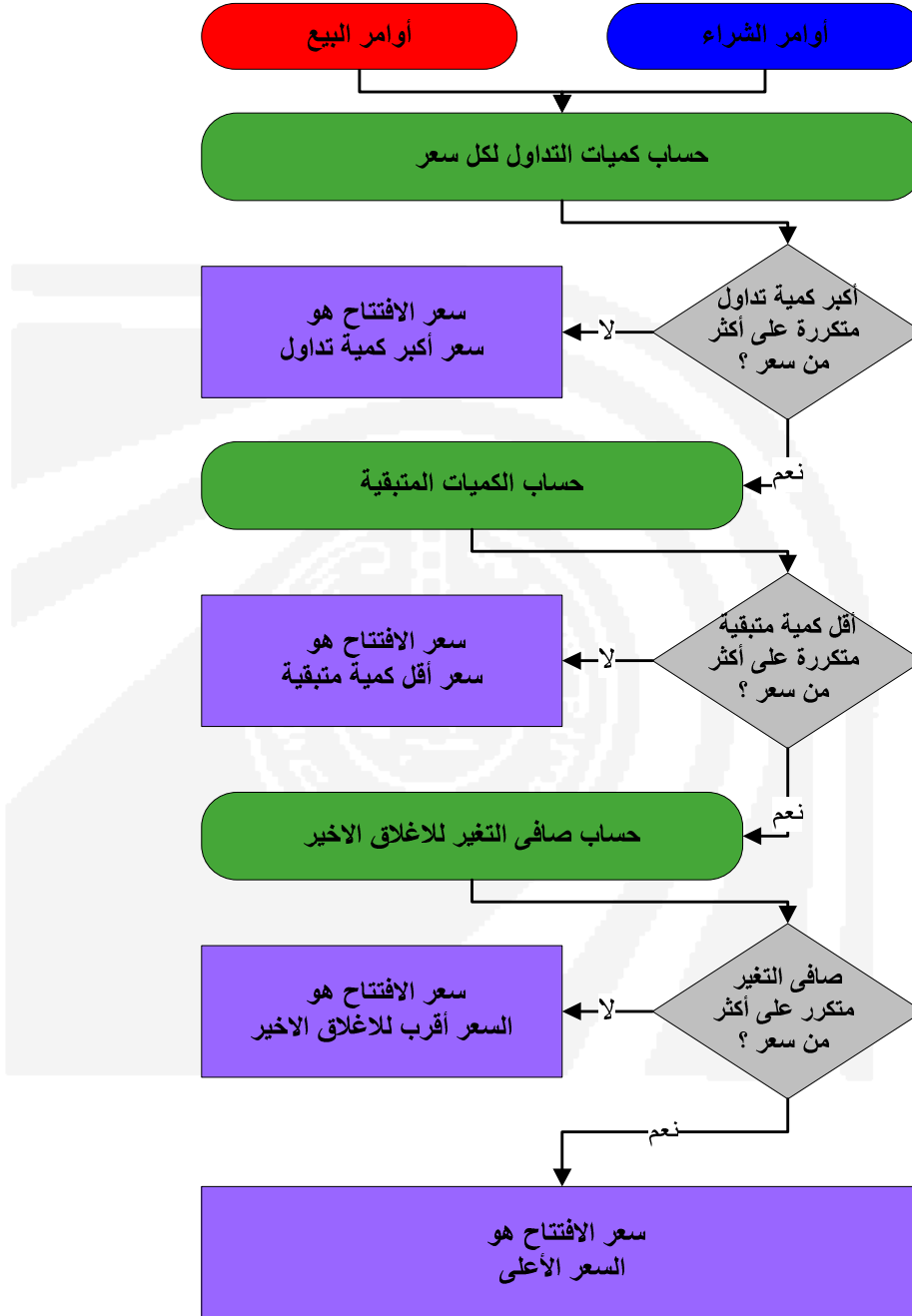


سعر الافتتاح. كمية الأسهم الباقية هي الكمية التي تبقى بعد تنفيذ كافة عمليات التداول على مستوى سعر معين.

2. إذا كان هناك أكثر من مستوى سعر واحد يتيح تداول أكبر كمية من الأسهم وكان للمستويين قدر متساوي من الحد الأدنى من الكمية الباقية ففي تلك الحالة يصبح مستوى السعر الذي يؤدي إلى أقل قدر من التغير الصافي عن سعر الإغلاق لفترة التداول السابقة هو سعر الافتتاح.

3. إذا كان هناك أكثر من مستوى سعر واحد يتيح تداول كمية قصوى من الأسهم، وكان للمستويين قدر متساوي من الحد الأدنى للكمية الباقية، وقدر متساوي لصافي التغير الأدنى عن سعر إغلاق فترة التداول السابقة، يصبح في تلك الحالة مستوى السعر الأعلى هو سعر الافتتاح.

الشكل التالي يوضح خطوات حساب سعر الافتتاح:



شكل رقم [7] خطوات حساب سعر الافتتاح



وتجدر الإشارة إلى أن سعر الافتتاح عادة ما يحتسب بغرض حساب مجال التذبذب سعري، إلا أنه حرصاً على تجنب التذبذبات السعرية غير المبررة، فقد تم اعتماد سعر الإغلاق كأساس لحساب مجال التذبذب سعري.

(ج) عرض أسعار الأوامر خلال فترة ما قبل الافتتاح:

(1) حيث أن الغرض من حالة ما قبل الافتتاح هو تحديد سعر التداول الافتتاحي لورقة مالية،

☺ يتم عرض أوامر التداول ذات الأسعار الأفضل من سعر الافتتاح بسعر الافتتاح.

☹ يتم عرض أوامر التداول ذات الأسعار الأسوأ من سعر الافتتاح بسعرها الأصلي.

(2) الغرض من ذلك هو التأكد من أن الرمز يفتح بالسعر الأكثر عدالة قدر الإمكان على أساس العرض والطلب في السوق.

ولابد من تفسير كلمتي "أفضل" و "أسوأ" من سعر الافتتاح، فالمراد بكلمة أفضل أي أكبر في حالة الشراء وأقل في حالة البيع، كما أن المراد بكلمة أسوأ هو عكس ما سبق أي الأقل في حالة الشراء والأكبر في حالة البيع.

مثال:

سعر الافتتاح هو 1000 ريال

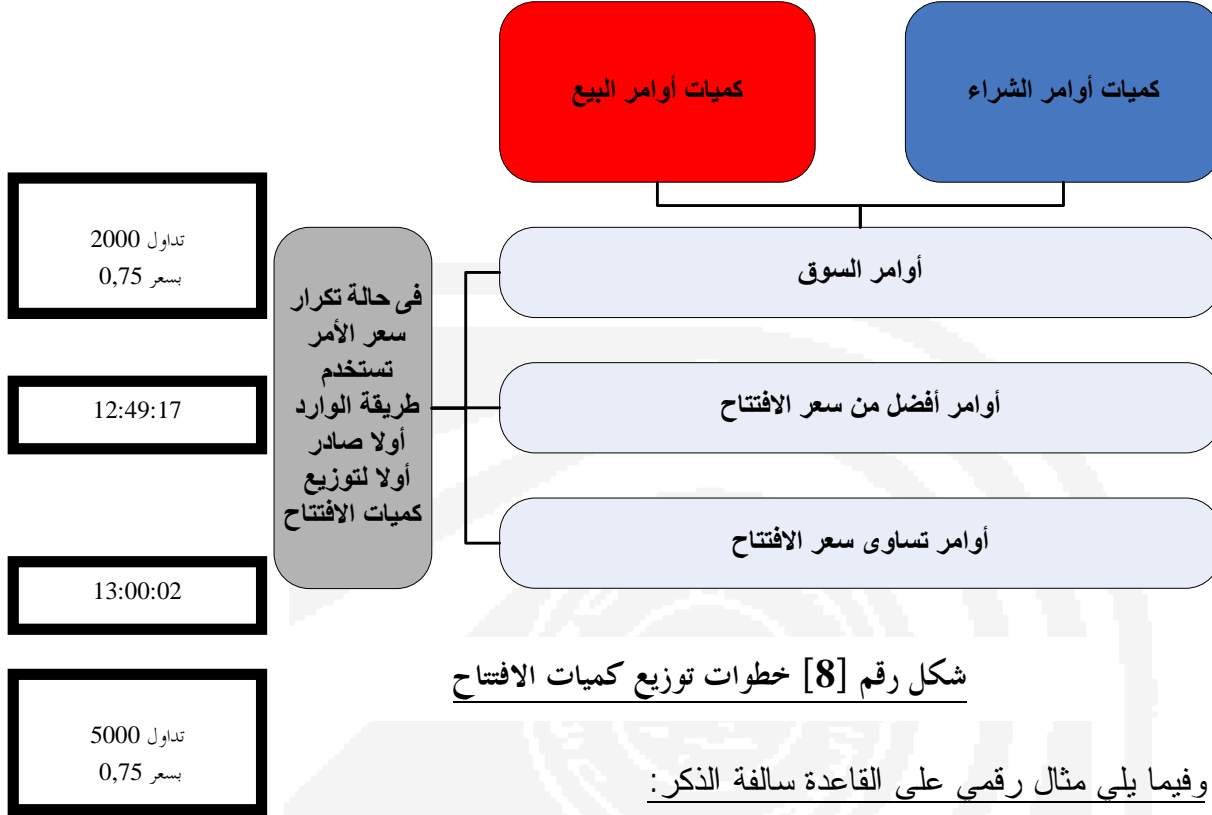
| أوامر البيع | | أوامر الشراء | |
|---------------|--------------|---------------|--------------|
| السعر المعروض | السعر الأصلي | السعر المعروض | السعر الأصلي |
| 1000 | 900 | 1000 | 1100 |
| 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 1100 | 1100 | 900 | 900 |

[2/9] حالة السوق المفتوح:

(أ) توزيع كميات الافتتاح:

- (1) حالما يتم احتساب سعر الافتتاح يجب توزيع الكميات على الأوامر. ويتم توزيع الكميات على الأوامر وذلك بحسب أولوية الأوامر في النظام.
- (2) تكون لأوامر السوق الأولوية الأولى في الحصول على كامل كميتها.
- (3) تكون للأوامر محددة السعر ذات السعر الأفضل من سعر الافتتاح الأولوية الثانية في الحصول على كامل كميتها بعد تنفيذ أوامر السوق بأكملها.
- (4) يتم توزيع الكمية المتبقية على الأوامر التي يكون لها سعر فعلي مساوٍ لسعر الافتتاح باستخدام طريقة "الوارد أولاً صادر أولاً" أي على أساس وقت الإدخال إلى السوق وهو ما يعرف بـ "الختم الزمني"، ويمكن أن يؤدي هذا إلى توزيع الأسهم على جزء من الأوامر التي يكون سعرها مساوٍ لسعر الافتتاح.
- (5) توزيع كميات الافتتاح عملية حسابية تتم داخل نظام التداول في لحظة الافتتاح وهي اللحظة الفاصلة بين فترتي "ما قبل الافتتاح" و "السوق المفتوح".

الشكل التالي يوضح عملية توزيع الكميات لحظة الافتتاح:



شكل رقم [8] خطوات توزيع كميات الافتتاح

وفيما يلي مثال رقمي على القاعدة سالفة الذكر:
بفرض أن سعر الافتتاح هو 100 ريال:

| أوامر البيع | | أوامر الشراء | | | |
|-------------|-------|--------------|--------|---------|-----|
| الكمية | السعر | السعر | الكمية | التوقيت | م |
| 30000 | 100 | سوق | 1000 | 8:30 | [1] |
| | | سوق | 1500 | 8:37 | [2] |
| | | 105 | 3000 | 9:45 | [3] |
| | | 105 | 2200 | 9:23 | [4] |
| | | 100 | 5000 | 9:25 | [5] |
| | | 100 | 6300 | 8:41 | [6] |

Figure 2: FIFO ALLOCATION التوزيع بطريقة الوارد أولاً صادر أولاً

والقاعدة هنا هدفها الإجابة على السؤال التالي: أي أوامر الشراء يأخذ كميته أولاً من أمر البيع لحظة الافتتاح؟

وبتطبيق القاعدة سالفة الذكر تكون الإجابة بالترتيب التالي: [1]، [2]، [4]، [3]، [6] ثم [5].

(ب) أولوية انتظار الأوامر غير المنفذة:

(1) أي أوامر تبقى غير منفذة بعد توزيع الكمية عند الافتتاح، وكذلك الأجزاء الباقية من الأوامر المنفذة تكون متوفرة في السوق للتداول خلال حالة السوق المفتوحة، وبأسعارها الفعلية في قائمة انتظار بحسب تسلسل الأولوية السعرية وذلك قبل إدخال أي أوامر جديدة بعد الافتتاح.

(2) الأوامر التي يتم نقلها من أيام التداول السابقة تكون بأولوية "الوارد أولاً صادر أولاً" في السوق بالمقارنة مع الأوامر التي يتم إدخالها خلال فترة ما قبل الافتتاح الحالية.

وبذلك فإن ترتيب الأوامر في قائمة الانتظار بعد توزيع كميات الافتتاح يتم على أساس السعر (في جانب الشراء: السعر الأكبر ثم الأقل، وفي جانب البيع: السعر الأقل فالأكبر)، وإذا تكرر السعر يكون الترتيب على حسب الختم الزمني للأمر.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن النظام يشتمل على قائمتي انتظار:
الأولى: للأوامر العادية.

الثانية: للأوامر ذات الشروط الخاصة.

(ج) أولوية التنفيذ:

(1) حالما يكتمل توزيع الكمية بسعر الافتتاح تصبح السوق الآن مفتوحة لنشاط التداول المستمر.

(2) يمكن رفض الأمر الصحيح المدخل في نظام التداول، أو تنفيذه فوراً بالكامل، أو تنفيذه جزئياً ووضع أي كمية متبقية منه في قائمة انتظار، أو تنفيذه جزئياً ورفض أي كمية متبقية منه، أو وضعه بأكمله في قائمة انتظار.



(3) يتم تنفيذ الأوامر بالترتيب التنازلي للأولوية وفقاً لما يلي:

☞ يكون دائماً للأمر ذي السعر الأفضل الأولوية الأعلى في التنفيذ. (يتم النظر في أولوية أوامر الشراء وأوامر البيع بشكل منفصل، وتكون لأمر شراء بسعر أعلى أولوية أعلى بالمقارنة مع أوامر شراء أخرى بسعر أقل، كما تكون لأمر بيع بسعر أقل أولوية أعلى بالمقارنة مع أوامر بيع أخرى بسعر أعلى).

☞ عندما تكون هناك أوامر متعددة بنفس مستوى السعر، تكون للأوامر العادية الأولوية في التنفيذ مقارنة بالأوامر ذات الشروط الخاصة.

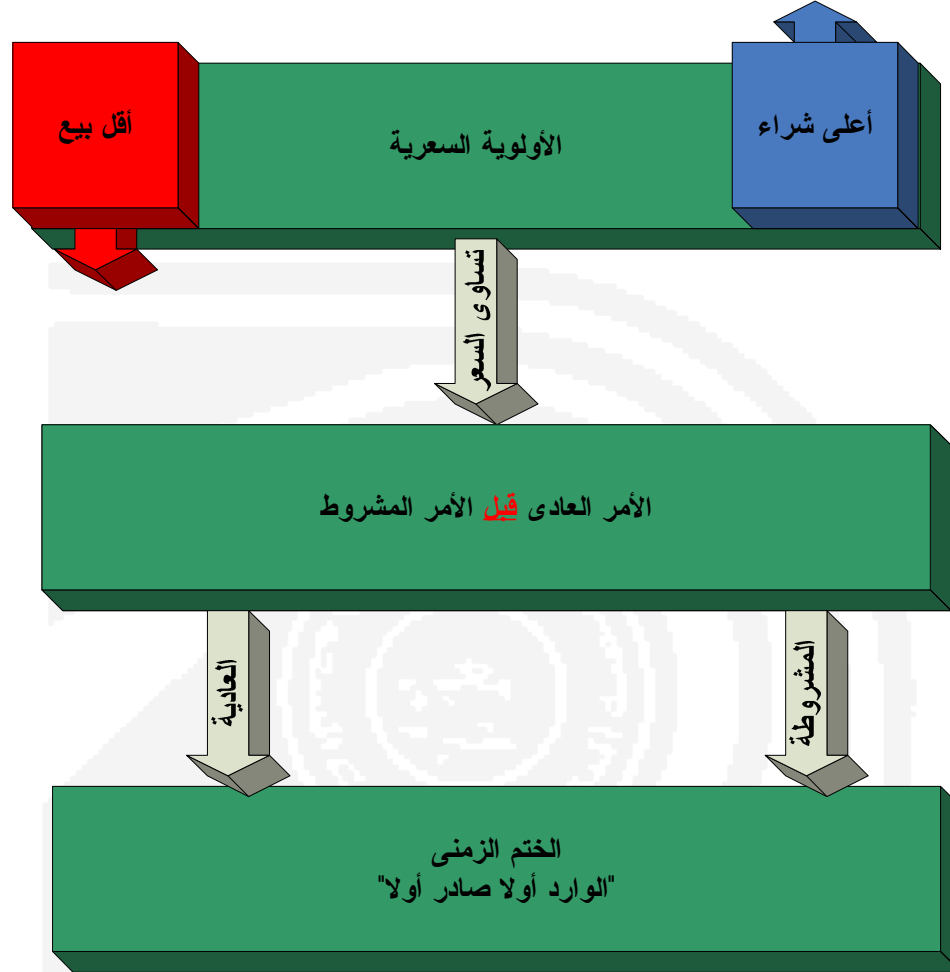
☞ زمن الإدخال هو المعيار النهائي لأولوية التنفيذ، فالأمر الذي يحمل الختم الزمني الأسبق تكون له الأولوية الأعلى في التنفيذ.

(4) يميز نظام التداول الأمر المتحرك والأمر الساكن لكل عملية تداول تتم في السوق،

1. فالأمر المتحرك: هو سبب حدوث عملية تداول.
2. أما الأمر الساكن: فهو الأمر الأفضل سعراً الموضوع على قائمة الانتظار في السوق.
3. السوق الأفضل: هو سوق مكون من أمرين عاديين ساكنين، أحدهما أمر شراء والآخر أمر بيع.
4. قاعدة السعر الأفضل:

1. يتم التنفيذ بسعر الأمر الساكن في السوق الأفضل.
2. إذا كان الأمر الساكن من سجل الشروط الخاصة، وكان سعر الأمر الساكن أفضل من السوق الأفضل على جانب الأمر المتحرك، يكون سعر التداول أعلى بعلامة واحدة من سعر السوق الأفضل في الجانب المتحرك.

ويمكن إيجاز خطوات تحديد أولوية تنفيذ الأوامر بالشكل التالي:



شكل رقم [9] أولوية تنفيذ الأوامر

وتجدر الإشارة هنا إلى أن أولوية انتظار الأوامر مشابهة تماماً لأولوية تنفيذها، ولكن الفرق انه يوجد قائمتي انتظار، واحدة للأوامر العادية والثانية للأوامر المشروطة، وعلى ذلك فأولوية التنفيذ يجب ان تشمل على نوعي الأوامر العادية والمشروطة.

ويمكن تطبيق الأولوية من خلال الأمثلة التالية:

مثال رقم [1]:

| أوامر البيع | | | أوامر الشراء | | |
|-------------|--------|-----------|--------------|--------|-----------|
| السعر | الكمية | رقم الأمر | السعر | الكمية | رقم الأمر |
| 101 | 4000 | [2] | 100 | 3000 | [1] |

المثال السابق لحالة "السوق الأفضل"، حيث يوجد أمرين "ساكنين"، أحدهما شراء والآخر بيع وكلاهما يتمتع بأفضل سعر في جانبه من السوق، إلا أنه لا يحدث أي تداول بسبب أن سعر الشراء أقل من سعر البيع. وبفرض تسجيل أمر جديد [شراء 3500 سهم بسعر 102 ريال]، فهذا الأمر يعتبر أمراً متحركاً، وذلك لأنه سيؤدي إلى عملية تداول. الأمر الجديد سينفذ مع الأمر رقم [2] بسعر الأمر الساكن وهو 101 ريال سعودي وبكمية 3500 سهم.

مثال رقم [2]:

ونتداول في المثال التالي مسألة الأوامر المشروطة، وهي أوامر لها طبيعة خاصة سوف نتناولها بالدراسة لاحقاً، ولكن ما يعيننا هنا أن نتناول حالة السوق التالية:

| أوامر البيع | | | أوامر الشراء | | |
|-------------|-------------|-----------|--------------|--------|-----------|
| السعر | الكمية | رقم الأمر | السعر | الكمية | رقم الأمر |
| 99 | 2000 AON | [2] | 100 | 1000 | [1] |
| 101 | 1000 | [3] | | | |

في هذا المثال أسعار الأمرين [1]، [2] مناسبة للتنفيذ ولكن الشرط في الأمر رقم [2] يمنع التنفيذ لأن معناه أن يتم تنفيذ كامل الكمية [2000] سهم دفعة واحدة. وتسجيل أمر شراء 4000 سهم بسعر 105 ريال سعودي، نجد أن سعر الأمر الجديد ملائم للتنفيذ مع سعر الأمر رقم [2] لأنه أكبر منه، كما أن كمية هذا الأمر الجديد توفى شرط الأمر رقم [2]، والمشكلة الآن هي كيفية تحديد سعر التنفيذ.

وبتطبيق قاعدة السعر الأفضل، فإن سعر الأمر الساكن رقم [2] أفضل من السوق الأفضل [3]، ولكنه أمراً مشروطاً، وعليه يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق الأفضل في الجانب المتحرك (أي الأمر رقم [1]) 100 ريال + 0.25 ريال أي 100.25 ريال سعودي لكمية 2000 سهم.
والتداول التالي يكون مع الأمر رقم [3] وبسعره (101 ريال).
ويتبقى من الأمر المتحرك 1000 سهم تنتظر بسعرها وهو 105 ريال سعودي.

(د) أولوية الصفقات الداخلية:

- (1) تتم الصفقات الداخلية عند إدخال أوامر الشراء والبيع بشكل منفصل والتي تصدر من عند نفس العضو.
 - (2) تحمل أوامر البيع والشراء الصادرة من عند نفس العضو أولوية تنفيذ متساوية عند مقارنتها مع الأوامر الأخرى للعضو.
 - (3) تحدث صفقات التداول الداخلي الضمني عندما تتم مطابقة أمر موجود حالياً في السوق للتداول مع وارد من نفس العضو - وتتكون عملية التداول هذه من أمرين اثنين منفصلين.
 - (4) إذا كان الأمر الساكن من سجل الشروط الخاصة، وكان سعر الأمر الساكن أفضل من السوق الأفضل على جانب الأمر المتحرك، يكون سعر التداول أعلى بعلامة واحدة من سعر السوق الأفضل في الجانب المتحرك.
- وبتطبيق القاعدة على المثال السابق مع افتراض أن العضو مسجل الأمر رقم [2] هو نفسه مسجل الأمر الداخل المتحرك (أمر الشراء 4000 سهم بسعر 105 ريال سعودي)، نجد أن سعر التنفيذ في هذه الحالة يكون 100 ريال سعودي (سعر الأمر رقم [1])، أي سعر السوق الأفضل في الجانب المتحرك.

[3/9] حالة ما قبل الإغلاق:

- (1) تتم حالة ما قبل الإغلاق بعد انتهاء الفترة المحددة للتداول. وفي هذا الوقت، يسمح بإدخال الأوامر حتى الإغلاق.



- (2) تتم معاملة الأوامر التي يتم إدخالها ما قبل الإغلاق كما لو كانت مسجلة في فترة ما قبل الافتتاح للسوق لليوم التالي.
- (3) لا تتم مطابقة الأوامر خلال حالة السوق هذه.
- (4) تكون الأوامر الصالحة حتى أسبوع سارية المفعول حتى نهاية أسبوع التداول الحالي.



[4/9] حالة السوق المغلق:

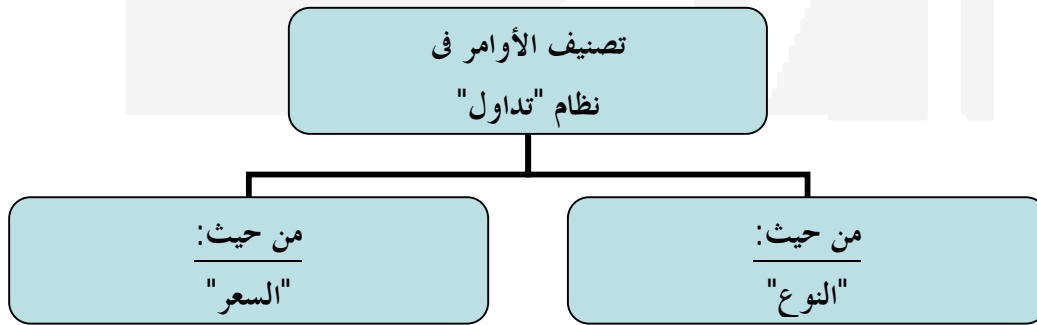
- (1) عند الإغلاق، لا تسمح السوق بإدخال أوامر أو معالجتها أو مطابقتها. ويتم حذف الأوامر التي انتهت مدة صلاحيتها من النظام تلقائياً. وأي أوامر تكون صالحة حتى تاريخ/وقت لاحق تنقل تلقائياً إلى فترة التداول التالية.
- (2) يكون سعر الإغلاق هو سعر التداول الأخير للرمز في السوق الرئيسي. بالنسبة للرموز التي لا يتم تداولها في يوم معين، يتم استخدام سعر تداولها الأخير كسعر إغلاق لها.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن بعض الأسواق تقوم بحساب سعر الإغلاق على أساس متوسط أسعار التداول خلال اليوم، والبعض الآخر يستخدم المتوسط المرجح.

[10] تصنيف الأوامر في نظام "تداول":

نتناول الآن دراسة الأوامر وتصنيفها وخصائصها في نظام "تداول"، ونتعرف من خلال هذا الجزء على أنواع الأوامر وشكلها وطريقة عملها وأسلوب تسجيلها والآليات المتعلقة بطريقة التنفيذ.

ويمكن تناول تصنيف الأوامر من زاويتين مختلفتين:



شكل رقم [10] التصنيف الرئيسي للأوامر في نظام "تداول"

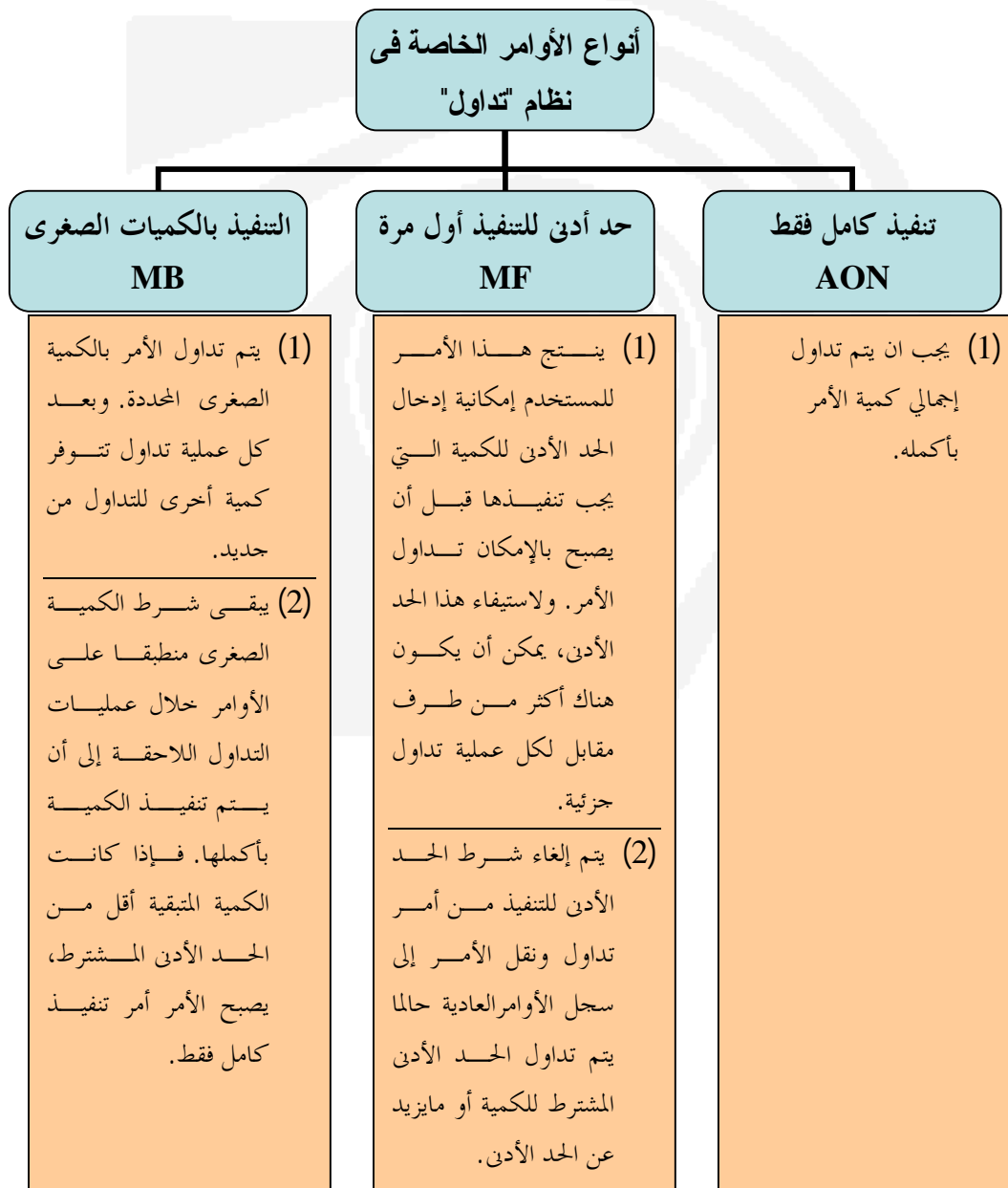
ويقصد بالتصنيف من حيث النوع، أن يكون الأمر عادياً أو أن يكون أمراً مشروطاً أو خاصاً.

والأمر العادي هو أمر تقليدي لا يشترط صاحبه أسلوباً معيناً في تنفيذ كمية الأمر، بينما الأمر المشروط أو الخاص هو أمر يشترط فيه صاحبه أن يتم تنفيذ كميته بآلية محددة.

ونتداول فيما يلي أنواع الأوامر ذات الشروط الخاصة بالتفصيل.

٢ الأوامر ذات الشروط الخاصة:

يتم حفظ هذا النوع من الأوامر في سجل الشروط الخاصة، بشكل منفصل عن سجل الأوامر العادية.



ونظرا لان هذه الأوامر ذات طبيعة خاصة، فهي لا تدخل ضمن حساب سعر الافتتاح.

ومن العرض السابق نستخلص أن هناك كمية الأمر الإجمالية ، كما أن هناك كمية شرط يتم تسجيلها على شاشة تسجيل الأمر بالكيفية الموضحة في الشكل أدناه، غير أن الشرط تنفيذ كامل الكمية لا يحتاج إلى تحديد كمية شرط لان كمية الشرط هي نفسها كمية الأمر الإجمالية.

شكل رقم [11] كيفية تسجيل أمر خاص أو مشروط

وهذه الشروط الخاصة يمكن استخدامها مع أوامر البيع وأوامر الشراء ولا يوجد فرق في آلية عملها في حال استخدامها مع أي منهما.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن بقية المتعاملين في السوق يميزون الشرط الخاص في الأمر المسجل في السوق بحروف لاتينية هي:

| نوع الشرط | التمييز للمتعاملين في السوق |
|-----------------|-----------------------------|
| تنفيذ كامل | a |
| حد أدنى أول مرة | f |
| كميات صغيرة | b |

**مثال [1]: أمر تنفيذ كامل فقط:**

| التداول | | أوامر البيع | | | أوامر الشراء | | |
|---------|--------|-------------|-------|--------|--------------|--------|-----|
| السعر | الكمية | الشرط | السعر | الكمية | السعر | الكمية | رقم |
| 100 | 3000 | AON | 100 | 4000 | 100 | 3000 | [1] |
| 100 | 1000 | | | | 100 | 5000 | [2] |

قبل دخول الأمر رقم [2] إلى السوق، كان المتوفر في جانب الشراء 3000 سهم فقط، بينما يشترط البائع توافر 4000 سهم بالتمام، وعلى ذلك لم يكن هناك إمكانية للتنفيذ. وبعد دخول الأمر رقم [2]، أصبح المتوافر في جانب الشراء 8000 سهم (5000+3000)، وهي كمية تفي بشرط أمر البيع (4000 سهم) وبسعر مناسب.

مثال [2]: أمر حد أدنى للتنفيذ كل مرة:

| التداول | | أوامر البيع | | | أوامر الشراء | | |
|---------|--------|-------------|-------|--------|--------------|--------|-----|
| السعر | الكمية | الشرط | السعر | الكمية | السعر | الكمية | رقم |
| 100 | 500 | MF 1000 | 100 | 2000 | 100 | 500 | [1] |
| 100 | 600 | | | | 100 | 600 | [2] |

قبل دخول الأمر رقم [2] إلى السوق، كان المتوفر في جانب الشراء 500 سهم فقط، بينما يشترط البائع توافر 1000 سهم على الأقل، وعلى ذلك لم يكن هناك إمكانية للتنفيذ.

وبعد دخول الأمر رقم [2]، أصبح المتوافر في جانب الشراء 1100 سهم (600+500)، وهي كمية تفي بشرط أمر البيع (1000 سهم) وبسعر مناسب. ولما كان المتاح في جانب الشراء أكثر من 1000 سهم وبسعر مناسب، استمر التنفيذ حتى انتهاء كمية أوامر الشراء، لأن أمر البيع يمكن أن ينفذ من 1000 سهم (أقل كمية وهي كمية الشرط) إلى 2000 سهم (أقصى كمية وهي كمية الأمر الإجمالية).



وبذلك يصبح إجمالي المنفذ من كمية أمر البيع المشروط 1100 سهم وتبقى كمية 900 سهم تتحول من أمر مشروط أو خاص إلى أمر عادي.

مثال [3]: أمر التنفيذ بالكميات الصغرى:

| التداول | | أوامر البيع | | | أوامر الشراء | | |
|---------|--------|-------------|-------|--------|--------------|--------|-----|
| السعر | الكمية | الشرط | السعر | الكمية | السعر | الكمية | رقم |
| 100 | 5000 | MF | 100 | 20000 | 100 | 5000 | [1] |
| 100 | 6000 | 1000 | | | 100 | 6000 | [2] |

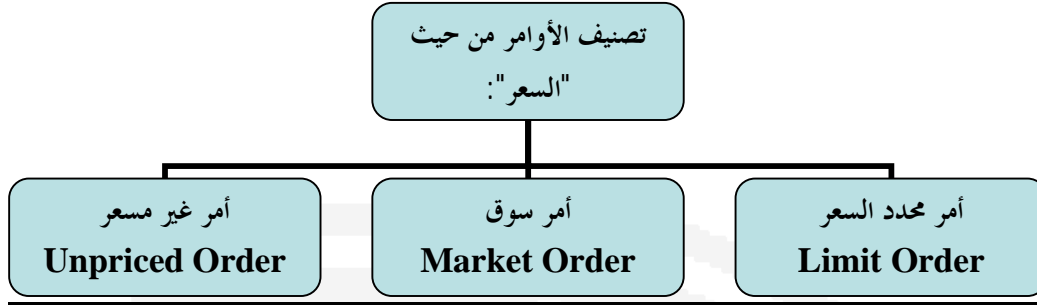
نلاحظ في هذا المثال أن المنفذ من أمر البيع المشروط 11000 سهم (5000+6000)، ويتبقى 9000 سهم (11000-20000) تظل بنفس الشرط (MB) وذلك لأن الباقي من كمية الأمر 11000 سهم أكبر من كمية الشرط 1000 سهم وبالتالي يمكن تكرار الشرط.

مثال [4]: أمر التنفيذ بالكميات الصغرى:

| التداول | | أوامر البيع | | | أوامر الشراء | | |
|---------|--------|-------------|-------|--------|--------------|--------|-----|
| السعر | الكمية | الشرط | السعر | الكمية | السعر | الكمية | رقم |
| 100 | 500 | MF | 100 | 2000 | 100 | 500 | [1] |
| 100 | 600 | 1000 | | | 100 | 600 | [2] |

أما في المثال السابق فالمنفذ من أمر البيع المشروط 1100 سهم (500+600)، ويتبقى 900 سهم (1100-2000) تتحول إلى الشرط (AON) وذلك لأن الباقي من كمية الأمر 900 سهم أقل من كمية الشرط 1000 سهم وبالتالي لا يمكن تكرار الشرط.

تصنيف الأوامر من حيث السعر:



شكل رقم [12] تصنيف الأوامر من حيث السعر في نظام "تداول"

[11] الأمر محدد السعر:

- (1) هو أمر شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو بسعر أفضل من السعر المحدد.
- (2) يجب أن يتم تسعير الأمر محدد السعر وفقاً بمقدار حركة سعر معينة.

ويقوم الوسيط بتسجيل سعر محدد وإدخاله على شاشة تسجيل الأمر كما فى الشكل الموضح أدناه:

| Market | Type | Volume | Symbol | Price | Account | OAM | Clearing | |
|--------|-------|--------|---------------|------------|---------|-----------|-------------|-------|
| | | | | | | | | |
| Fill | Discl | Vol | Time In Force | Order # | Source | Trader | Limit Pr | FI |
| | | | | | | | | |
| Volume | Buy | Sell | Volume | Last Trade | Change | Vol Today | Price Range | Flags |
| | | | | | | | | |

شكل رقم [13] الأمر محدد السعر

[12] أمر السوق:**[1/12] التعريف:**

(1) هو أمر بدون سعر لتداول ورقة مالية فوراً بالسعر الأفضل الحالي المتوفر في السوق.

(2) يصبح أمر السوق أمراً محدد حالما يتم حساب السعر. ويقوم نظام التداول تلقائياً بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعة لحماية الأسعار المحددة.

(3) يمكن تداول أمر السوق من خلال مدى من الأسعار التي تكون أفضل من أو تساوي السعر المحدد، إلى أن يصل إلى حدود حماية السعر.

ويتم تسجيل أمر السوق على النظام بإدخال كلمة "MKT" في خانة السعر على شاشة تسجيل الأمر، وهي اختصار لكلمة "Market"، ومعناها "سوق".



| Market | Type | Volume | Symbol | Price | Account | OAM | Clearing | |
|--------|-----------|---------------|---------|------------|---------|-----------|-------------|-------|
| | | | | MKT | | | | |
| Fill | Discl Vol | Time In Force | Order # | Source | Trader | Limit Pr | FI | |
| | | | | | | | | |
| Volume | Buy | Sell | Volume | Last Trade | Change | Vol Today | Price Range | Flags |
| | | | | | | | | |

شكل رقم [14] كيفية تسجيل أمر السوق

[2/12] التسعير:

| <u>- خلال التداول المستمر:</u> | <u>- خلال فترة ما قبل الافتتاح:</u> |
|---|---|
| (1) خلال التداول المستمر، يتم قبول أمر السوق إذا لم تكن هناك سوق مقابلة على أساس آخر سعر تداول زائد/ناقص حماية السعر. | (1) خلال حالة ما قبل الافتتاح، إذا لم تكن هناك أوامر في السوق، يكون السعر المحدد المعروف هو سعر الإغلاق السابق للرمز. |
| (2) خلال التداول المستمر، إذا كانت هناك سوق مقابلة أحادية الجانب، يكون السعر المحدد لأمر السوق مساوٍ لسعر السوق الأفضل زائد/ناقص الأسعار المحددة. | (2) إذا لم يكن هناك سعر إغلاق سابق، يتم استخدام السعر الابتدائي للرمز. والسعر الابتدائي يمكن أن يكون سعر الطرح الأول أو سعراً آخر، وفقاً لما يقرره صاحب الصلاحية. |
| (3) خلال التداول المستمر، إذا كانت هناك سوق ذات جانبيين، يتم وضع أمر السوق في قائمة انتظار بسعر السوق الأفضل المقابل زائد/ناقص حماية الأسعار المحددة. | (3) إذا لم يكن بالإمكان تحديد الإغلاق السابق أو السعر الابتدائي، يتم رفض أمر السوق. |

[3/12] التنفيذ:

يمكن استخدام أوامر السوق بأحد أسلوبين: بدون حماية السعر، أو باستخدام معادلة حماية السعر.

أما أوامر السوق بدون حماية سعر، فهي تتحرك مع أسعار الجانب المقابل في السوق دون قيود، ولذلك فهي تعد خطيرة نوعاً ما على مصلحة كل من العميل والوسيط.

أما بالنسبة لأمر السوق باستخدام معادلة الحماية السعرية:

(1) تستخدم حماية الأسعار لوضع حد على حركة أسعار أوامر السوق. ويخفف هذا الحد السعري من المخاطرة التي يتحملها الوسيط عندما يقوم بإدخال أوامر السوق.

(2) مقدار حركة الأسعار هي الحد الأدنى للزيادة أو الانخفاض المسموح بها لأسعار أوامر التداول.

(3) يتم تحديد مقدار حركة السعر بواسطة سعر السوق الأفضل المتاح عند تسجيل أمر السوق.

(4) تتم إضافة حماية السعر إلى سعر السوق الأفضل لأوامر الشراء، كما يتم طرح حماية السعر من سعر السوق الأفضل لأوامر البيع.

(5) حماية السعر = عدد حركات السعر x مقدار حركة السعر

$$0.25 \times 5 =$$

$$= 1.25 \text{ ريال سعودي.}$$

(6) لا تسري حماية الأسعار إلا خلال التداول المستمر.

[13] أمر غير المسعر:

(1) الأمر غير المسعر هو أمر مشابه لأمر السوق:

يتم إدخاله بدون سعر محدد ويصبح أمراً محدد السعر حالما يتم حساب سعر.

(2) والفرق بينهما هو:

[1] خلال فترة ما قبل الافتتاح: إذا لم تكن هناك أوامر في السوق، فإنه يتم رفض الأمر غير المسعر.

[2] خلال التداول المستمر:

❌ أنه لا يتم استخدام حماية أسعار للأمر غير المسعر.

❌ يتم رفض الأمر غير المسعر إذا لم تكن هناك سوق.

تترك خانة السعر فارغة بدون سعر أو كلمات عند تسجيل الأمر غير المسعر.



| Market | Type | Volume | Symbol | Price | Account | OAM | Clearing | |
|--------|-----------|---------------|---------|------------|---------|-----------|-------------|-------|
| | | | | | | | | |
| Fill | Discl Vol | Time In Force | Order # | Source | Trader | Limit Pr | FI | |
| | | | | | | | | |
| Volume | Buy | Sell | Volume | Last Trade | Change | Vol Today | Price Range | Flags |
| | | | | | | | | |

شكل رقم [16] كيفية تسجيل الأمر غير المسعر

[14] الأمر ذو الكمية غير المعلنة:

- (1) هناك نوعان من كمية الأمر: معلنة وغير معلنة. ويكون الأمر بكمية غير معلنة إذا تم بيان جزء فقط من إجمالي الكمية للوسطاء والجمهور.
- (2) الكميات غير المعلنة تظهر فقط للوسيط و/أو لبيت الوساطة الذي أدخل الأمر.
- (3) يتم تمييز الكميات غير المعلنة برمز خاص يوضع بجانب الكمية المعلنة. على سبيل المثال: 1000u.
- (4) إذا تم تنفيذ الكمية المعلنة جزئياً، وتبقت كمية معلنة، لا يتم تلقائياً نقل مزيد من الكمية غير المعلنة إذا كانت هناك أوامر موجودة بنفس مستوى السعر في سجل



- الأوامر العادية. ويتم ذلك لحماية أولوية قائمة الانتظار. فإذا تم نقل مزيد من الكمية، يجب أن تتم إعادة ترتيب أولوية الأمر ذي الكمية غير المعلنة.
- (5) إذا تم تنفيذ الكمية المعلنة جزئياً، يتم تلقائياً تنفيذ كمية أخرى إذا لم تكن هناك أوامر في سجل الأوامر العادية بنفس مستوى السعر. ويمكن أن يتم نقل مزيد من الكمية حيث أن أولوية الانتظار لا تكون موجودة بمستوى ذلك السعر (تكون قائمة الانتظار موجودة لأمر واحد فقط).
- (6) عندما تكون هناك أوامر متأخرة في قائمة الانتظار، يجب أن يتم تداول كامل الكمية المعلنة قبل أن يتم نقل كمية جديدة إلى القائمة. وحالما يتم تداول كامل الكمية المعلنة ونقل الكمية المعلنة الجديدة، تتم إعادة ترتيب تسلسل الأمر في قائمة الانتظار ووضع ختم زمني جديد عليه.
- (7) يجب أن يكون الحد الأدنى لإجمالي الكمية غير المعلنة كما يلي:

| |
|------------|
| عدد الأسهم |
| 50000 |

- (8) يتم رفض الأمر إذا تجاوزت الكمية المعلنة ما يلي:

| |
|------------------------------------|
| النسبة المئوية من الكمية الإجمالية |
| %50 |

- (9) تعطي الزيادة في الكمية المعلنة ختماً زمنياً جديداً للأمر وأولوية جديدة في قائمة الانتظار.
- (10) لا يؤدي خفض الكمية المعلنة إلى وضع ختم زمني جديد أولوية جديدة.

ويتم تسجيل هذا النوع من الأوامر بنفس طريقة تسجيل الأوامر المشروطة ولكن دون اختيار شرط، لأنه إذا تم اختيار شرط يصبح الأمر مشروطاً وليس عادياً، ويقوم نظام التداول بالتعامل معه على هذا الأساس.

وعلى ذلك فإن كمية الأمر بالكامل (المعلن وغير المعلن) يتم تضمينها في حساب سعر الافتتاح أثناء فترة ما قبل الافتتاح.

| Market | Type | Volume | Symbol | Price | Account | OAM | Clearing |
|--------|-------|--------|---------|-----------|-------------|----------|----------|
| | | | | | | | |
| Fill | Discl | Vol | Time In | Source | Trader | Limit Pr | FI |
| | | | | | | | |
| Volume | Buy | Sell | Change | Vol Today | Price Range | Flags | |
| | | | | | | | |

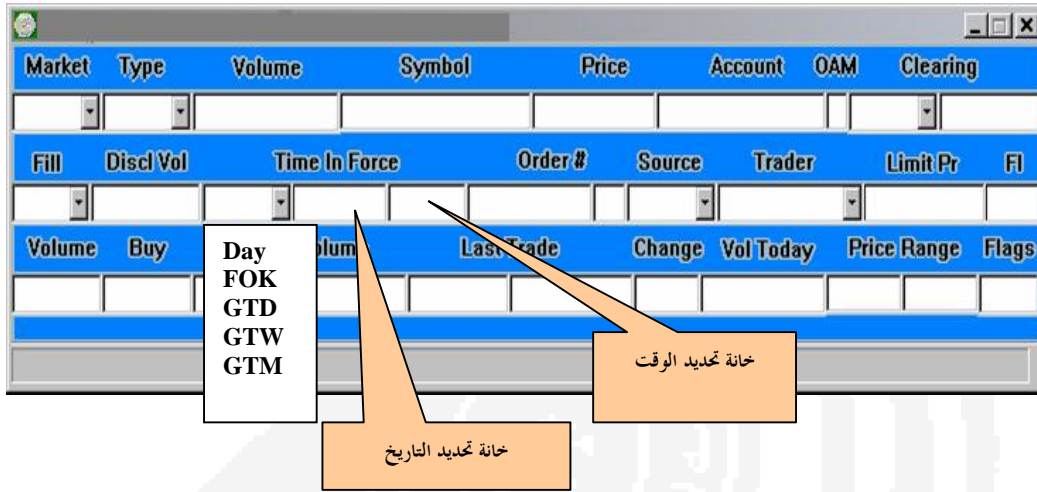
شكل رقم [17] كيفية تسجيل الأمر ذو الكمية غير المعلنة

[15] مدة الصلاحية:

- (1) يمكن لوسطاء التداول تحديد مدة صلاحية أمر التداول. ويوفر نظام التداول آلياً لضمان عدم تجاوز القيود الزمنية.
- (2) ساري حتى نهاية اليوم (Day): هو الأمر الذي ينتهي مفعوله في نهاية يوم التداول الحالي.
- (3) تنفيذ فوري أو إلغاء (FOK): يجب أن يتم تنفيذ هذا الأمر، كلياً أو جزئياً، مباشرة عند دخوله إلى السوق. وإلا فإنه ينتهي مفعوله.
- (4) ساري حتى تاريخ محدد (GTD): يكون أمر التداول صالحاً وساري المفعول حتى إغلاق السوق بتاريخ تداول محدد لا يزيد عن 30 يوماً من تاريخ إدخال الأمر. وعند إدخال وقت الانتهاء، فإن النظام يستخدم وقت جرينيغ (وقت المملكة ناقص 3 ساعات. فالساعة 16:00 تنتهي فعلاً في الساعة 19:00)
- (5) ساري حتى نهاية الأسبوع (GTW): ينتهي مفعول أمر التداول مع نهاية أسبوع التداول الحالي. فمثلاً، إذا تم إدخال الأمر يوم الاثنين، فإنه سوف ينتهي مفعوله يوم الخميس (وإن انقسم الأسبوع إلى ما بعد نهاية الشهر، فإنه سينتهي يوم الخميس الأول).
- (6) ساري حتى نهاية الشهر (GTM): ينتهي مفعول هذا الأمر مع نهاية الشهر الجاري. فمثلاً، الأوامر التي تنتهي في آخر يوم تداول من شهر التداول الحالي (الأمر المدخل في 27 يناير ينتهي في 31 يناير).

- (7) يتم حذف الأمر من نظام التداول عند انتهاء صلاحيته.
- (8) في حالة عدم إدخال قيود زمنية، يصبح الأمر أمر تداول ليوم واحد.

ويتم اختيار صلاحية الأمر كما هو موضح في الشكل التالي:



شكل رقم [18] كيفية تسجيل بمدة صلاحية

[16] التعامل مع الأوامر:

فيما يلي نتناول صلاحيات الوسيط فى التعامل مع الأمر الذي قام بتسجيله على نظام التداول، وأثر ذلك على قوائم الانتظار وبالتالي أولويتها وأثر ذلك فى السوق.

[1/16] تغيير أمر سابق:

- (1) يستخدم تغيير أمر سابق لتعديل خاصية أو خصائص أمر فى النظام.
- (2) لا يمكن استخدام تغيير أمر سابق إذا كان الوسيط يرغب فى تغيير الرمز أو السوق أو نوع الأمر، ففي تلك الحالة يجب إلغاء الأمر وإعادة إدخاله.
- (3) يتم وضع ختم زمني جديد وألوية انتظار للأمر الأصلي إذا تم استخدام أمر التغيير لتغيير السعر، زيادة الكمية المعلنة، تغيير رقم الحساب، أو إضافة/حذف/تغيير شرط خاص.
- (4) لا يتم وضع ختم زمني جديد وإعطاء أولوية انتظار جديدة للأمر الأصلي فى حالة استخدام أمر التغيير لإنقاص الكمية المعلنة، أو تعديل الكمية غير المعلنة، أو تغيير مدة صلاحية الأمر.
- (5) أثناء مرحلة تعديل أمر، لا يتم شطب الأمر من سجل الأوامر، وبالتالي يسمح بتداول الأمر أثناء عملية التعديل.

[2/16] أمر إلغاء:

- (1) يؤدي أمر الإلغاء إلى نقل أمر نشط أو معلق إلى حالة الإلغاء. وحالما يتم إصدار أمر إلغاء، لا يعود بالإمكان استرجاع الأمر الأصلي.
- (2) لا يمكن لأمر الإلغاء سوى إلغاء أمر قائم. والأمر القائم يكون إما أمراً نشطاً أو أمراً معلقاً.
- (3) يتم رفض أمر الإلغاء إذا صدر بعد تداول الأمر الأصلي المراد إلغاؤه.
- (4) يتم رفض الإلغاء إذا كان رقم الأمر غير صحيح.
- (5) فى حالة إلغاء أمر قبل تلقي تأكيد بأنه قد تم تنفيذ الأمر جزئياً، يكون من الضروري إجراء تأكيد ثانى لإلغاء الكمية المتبقية من الأمر.

[3/16] أمر تعليق/استئناف

- (1) يستخدم أمر التعليق لنقل أمر نشط إلى حالة التعليق. ويمكن أن يتم إصدار هذا الأمر من إدارة مراقبة السوق أو من مالك الأمر الأصلي. ويؤدي أمر الاستئناف إلى إعادة الأمر الأصلي إلى الحالة النشطة.
- (2) لا يمكن استخدام أمر التعليق إلا لتعليق أمر قائم.
- (3) يمكن للوسيط تغيير أمر معلق.
- (4) لا يمكن تداول الأوامر المعلقة.
- (5) يمكن إعادة إدخال أمر معلق في السجل باستخدام أمر استئناف أو أمر استئناف جماعي.
- (6) في حالة استئناف أمر، تتم معاملته كأمر جديد يدخل إلى النظام، من حيث أنه يتم إعطائه ختم زمني جديد وأولوية جديدة.

وفيما يلي شكل توضيحي لكيفية قيام الوسيط بتلك التعاملات مع الأمر المسجل على نظام "تداول"، حيث يقوم الوسيط باختيار الأمر المراد التعامل معه فتظهر له قائمة تحتوى على اختيارات التعديل والإلغاء والتعليق والاستئناف.

The screenshot displays the 'Tadawul Terminal' interface. It features a main window with a grid of order data, including columns for 'Market', 'Symbol', 'Status', 'Flags', 'Volume', 'Buy', 'Sell', 'Volume', 'Last Price', 'Order Price', 'Average', 'High', 'Low', and 'Change'. Below the main grid, there are several smaller panels and a detailed view of a specific order, showing 'Market', 'Symbol', 'Volume', 'Buy', 'Sell', 'Volume', 'Last Price', 'Order Price', 'Average', 'High', 'Low', and 'Change'.

شكل رقم [19] كيفية التعامل مع الاوامر المسجلة

ثالثاً: إدارة مراقبة السوق:

تقوم إدارة مراقبة السوق بإدارة وتنظيم النشاط اليومي في السوق. وتكون إدارة مراقبة السوق مسؤولة عن المحافظة على عدالة وتنظيم السوق.

يجب على مسئولى إدارة مراقبة السوق اتخاذ قرارات تتماشى مع أنظمة سوق الأوراق المالية.

[1] إيقاف/ تعليق رمز:

- (1) يمكن لإدارة مراقبة السوق إيقاف أو تعليق التداول في ورقة مالية بشكل مؤقت. ويتم الإيقاف عادة بناء على طلب المصدر. وبعد قيام إدارة مراقبة السوق بإلغاء الإيقاف، يمكن، تعود الورقة المالية إلى التداول في السوق. والتعليق هو إجراء أكثر جدية تتخذه إدارة مراقبة السوق.
- (2) يمكن إيقاف أي رمز في أي وقت خلال يوم التداول.
- (3) يتم الإيقاف على مستوى الرمز.
- (4) يتوقف التداول في الرمز أثناء إيقافه.
- (5) يتم تعليق الأوامر القائمة للرمز الموقوف بشكل جماعي. ولإدارة تداول الحق في إلغاء تلك الأوامر.
- (6) يتم إرسال الرسائل المتعلقة بإلغاء أوامر قائمة إلى الوسطاء المعنيين.
- (7) عندما يتم رفع إيقاف الرمز، يجب أن تمر حالة ما قبل الافتتاح على الرمز المتوقف قبل أن يستأنف التداول فيه كالمعتاد.
- (8) يمكن أن يتم إعادة تأكيد وإدخال الأمر خلال فترة ما قبل الافتتاح على الرمز المتوقف.
- (9) الأوامر التي تتم إعادة إدخالها أو تأكيدها في فترة ما قبل الافتتاح تكون لها أولوية انتظار عند الافتتاح يتم تحديدها بموجب إجراءات الافتتاح العادية.

[2] طلب إلغاء صفقة:

- (1) حالما تتم المطابقة لا يمكن إلغاؤها. ويكون هذا بسبب نقل ملكية السهم فور تنفيذ عملية التداول.
- (2) فإذا وقع خطأ، يكون العضو الذي ارتكب الخطأ مسؤولاً عن تصحيح المشكلة.

[3] إدخال عملية تداول:

- (1) يمكن لإدارة مراقبة السوق إدخال عمليات تداول نيابة عن أعضاء في السوق عندما تتم عملية تداول خارج السوق، أو إذا كان الوسيط لسبب ما غير قادر على إدخال العملية بنفسه (على سبيل المثال صفقة تداول كبيرة). ويجب على إدارة مراقبة السوق اعتماد عملية التداول قبل إدخالها في السوق وفي هذه الحالة يجب على العضو إرسال نماذج. الأوامر إلى إدارة مراقبة السوق.
- (2) عندما تقوم إدارة مراقبة السوق بإدخال عملية تداول، يجب عليها إبلاغ الأطراف المعنيين.
- (3) يمكن لإدارة مراقبة السوق إدخال عملية تداول عندما تكون السوق مفتوحة أو مغلقة.

[4] إدارة مراقبة السوق وحالة السوق:

- (1) يمكن لإدارة السوق في ظروف استثنائية التحكم بحالة سوق معينة أو رمز معين أثناء يوم التداول. كذلك يمكن لإدارة مراقبة السوق ضبط حالة السوق إذا دعت الحاجة. ولا تتخذ هذه الإجراءات عادة إلا في ظروف قاهرة، كتعطيل الأجهزة على سبيل المثال.
- (2) يجب على إدارة مراقبة السوق أن تقوم بإبلاغ كافة أعضاء سوق الأوراق المالية بالتغيير في الحالة.
- (3) يجوز لإدارة مراقبة السوق إلغاء أو تأكيد أوامر خلال تغيير حالة السوق حسبما تراه مناسباً.



- (4) يجوز لإدارة مراقبة السوق تمديد فترة ما قبل افتتاح سوق أو رمز في حالة الحاجة إلى من الوقت لتحديد سعر التداول الافتتاحي.
- (5) يجب أن تتبع التغييرات التسلسل الذي يحدده نظام التداول. على سبيل المثال، يجب أن تكون للسوق المعلقة حالة ما قبل الافتتاح من أجل تحديد سعر التداول الافتتاحي قبل العودة إلى الحالة المفتوحة.

[5] إيقاف الوسطاء:

- (1) يمكن لإدارة مراقبة السوق إيقاف أو شطب وسيط أو مجموعة وسطاء أو أعضاء السوق. ويتم اتخاذ هذه الإجراءات عادة في ظروف معينة.
- (2) يجب أن تقوم مراقبة السوق بإبلاغ الأطراف المعنيين بالإيقاف.
- (3) تقوم إدارة مراقبة السوق بإبلاغ الجمهور أو أعضاء السوق الآخرين حسبما تراه مناسباً.
- (4) يمكن أن يتم الإيقاف أو الشطب في أي وقت سواء كانت السوق مفتوحة أو مغلقة.
- (5) يجوز لإدارة مراقبة السوق شطب أي وسيط تداول أو عضو من أسواق معينة أو من سوق الأوراق المالية ككل.

]] - ختام الوحدة الثالثة



الوحدة الرابعة

" أدوات الوسيط "



1. سوق رأس المال:

- هدف السوق
- كفاءة السوق
- مؤشرات السوق
- أدوات سوق رأس المال

2. أساسيات التحليل المالي:

- تحليل الصناعة
- تحليل الشركة
- التحليل الفني

3. محددات القرار الاستثماري:

- العائد
- المخاطرة

4. سياسات توزيع الأرباح:

- أنواع سياسات توزيع الأرباح
- محددات سياسة توزيع الأرباح
- أشكال التوزيعات

1. سوق رأس المال:

هدف السوق:

كما ذكر سابقاً، يتكون سوق رأس المال من قسمين رئيسيين: سوق الإصدار أو السوق الأولية وسوق البورصة أو السوق الثانوية. وتتألف السوق الأولية من مصارف الاستثمار بالإضافة إلى مؤسسات مالية أخرى مثل المصارف التجارية والشركات الترويجية التي تشارك في بيع الأوراق المالية مثل الأسهم وأدوات الدين. وضمن هذه الوظيفة فإنها تلعب دور الوسيط ما بين المنشآت التي ترغب بإصدار الأوراق المالية وما بين الجمهور (المستثمرين). ودور الوسيط هذا يتيح الفرص للمستثمرين من أجل استثمار مدخراتهم وكذلك للمنشآت للحصول على مصادر تمويلية تحتاجها لتمويل استثماراتها.

وإذا كانت السوق الأولية تقدم تلك الخدمة الهامة لكل من المستثمرين والمنشآت، فإن السوق الثانوية (سوق البورصة) تقدم فرصة مثيلة وهامة للمستثمرين. إذ تقدم سوق البورصة السيولة للأوراق المالية من خلال إتاحة الفرصة للمستثمر أن يتخلص من الأوراق المالية متى شاء، والحصول على المزيد إذا رغب بذلك. أي أن سوق البورصة تعمل على تحويل الأسهم من استثمار طويل الأجل إلى استثمار متوسط أو قصير الأجل حيث أنه بإمكان المستثمر التخلص من تلك الأسهم متى شاء. وهذه الميزة تحفز المستثمر للمشاركة في سوق الإصدار، أي شراء الأوراق المالية الصادرة من المنشأة بسعر الإصدار ومن ثم العمل على تحقيق أرباح فعلية محققة نتيجة بيع الأوراق المالية حين ترتفع أسعارها.

ومن ناحية ثانية، فإن الدور الرئيسي للسوق هو توفير الأرضية التي تربط المستثمرين بالفرص الاستثمارية، وتحدث الفرصة الاستثمارية عندما تتوافق رغبة مستثمر في الدخول في استثمار معين (المشتري) مع رغبة مستثمر آخر بالتخلص من جزء أو كل من ذلك الاستثمار (البائع) بحيث يضمن السوق التوزيع الكفاء للموارد المالية من خلال التسعير المناسب للأوراق المالية التجارية. وفي هذا المجال، فإن سوق البورصة يلعب دورين مختلفين: أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. أما الدور

المباشر فهو يرتبط بحقيقة أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء الأوراق المالية، فهم يقومون فعلياً بشراء العائدات المستقبلية المتوقعة. وبالتالي فإنه من المتوقع أن يزيد الطلب على أسهم المنشآت ذات الأداء الجيد والتي يتوقع لها أن تحقق نسب نمو مرتفعة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها. وهذه الزيادة في القيمة السوقية لأسهم المنشأة - إضافة إلى الأثر الإيجابي على القيمة السوقية للمنشأة نفسها - تعني عائدات أكبر لأي إصدارات جديدة للأسهم. وعلى أثر ذلك فإن تكلفة رأس المال تقل مما يساعد على فتح فرص استثمارية أكبر حيث أنه يصبح بالإمكان تولي مشاريع من الصعب تنفيذها إذا كانت تكلفة رأس المال لها كبيرة.

ومن ناحية أخرى، فإن الدور غير المباشر للسوق ينتج من إعتبار سعر السوق بمثابة مرجعاً للمؤسسات المالية التي تمنح قروض من بنوك وغيرها. فكلما كان سعر سهم الشركة في السوق تشجيعياً، حفز ذلك المؤسسات المانحة للقروض على تقديم قروض إضافية للمنشأة على فترات متساهلة. وبمعنى آخر فإن أداء سهم أي شركة في السوق ينعكس على تصنيفها الائتماني وبالتالي على كلفة الاقتراض، وهذا بالطبع يعتمد على كفاءة السوق إلى حد تعكس فيه أسعار الأسهم التوقعات المستقبلية لأداء المنشآت.

التجارة التنظيم، الضبط

تكمن مسؤولية مراقبة التداول في تنظيم السوق أو الوحدة التي تتلقى أوامر البيع والشراء، والتي تبدو جلية في شركات السمسرة (البنوك التجارية حالياً) في السوق السعودية. وفي هذا المجال فإن البنوك التجارية محكومة باللوائح والقوانين الصادرة من قبل الجهة المسؤولة على تنظيم ومراقبة النشاطات التجارية وهي هيئة السوق المالية. وتمتد المراقبة والإشراف لتشمل المنشآت والمؤسسات التي تتعامل مع الأوراق المالية مثل الصناديق المشتركة، شركات السمسرة وشركات إدارة المحافظ المالية.

وتحاول هيئة السوق المالية أن تجعل السوق جذاباً للمشاركين بشكل أكبر من خلال إصدار اللوائح والإشراف وضبط التداول وهدف الوكالة في هذه الحالة هو العمل على التحفيز والمحافظة على كفاءة السوق عن طريق جعل أسعار الأسهم تعكس المعلومات عن حالة وأداء المنشآت في المستقبل.

وتعتبر سوق الأسهم السعودية أكبر سوق أسهم عربية، فهي تشكل تقريباً 50 % من قيمة الأسواق العربية، وتفوق القيمة السوقية لكبرى الشركات السعودية القيمة السوقية لعدد من الأسواق العربية مجتمعة، إلا أن هناك حاجة كبيرة وفرصة لتوسيع قاعدة السوق من خلال طرح حصص الدولة في الشركات المساهمة، وتخصيص شركات ومؤسسات حكومية أخرى، وتحفيز الشركات الكبيرة الناجحة التي يمتلكها القطاع الخاص لطرح أسهمها للاكتتاب العام مما سيعمل على تحقيق سيولة أكبر للسوق ويوفر فرصاً استثمارية أكثر تنوعاً.

كفاءة السوق Market efficiency

تقاس كفاءة الأسواق المالية وفعاليتها بالتالي:

- حركة التداول.
- الفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء.
- عدد الأوامر.

ومن الخصائص والمؤشرات الهامة للأسواق المالية:

1. سيولة السوق.
2. عمق السوق.
3. سرعة استجابة السوق.

سيولة السوق Market Liquidity

من المعروف أن المستثمرين لا يمانعون من شراء الأوراق المالية بسعر مرتفع إذا كان سوق تلك الأوراق على درجة عالية من السيولة. ويقومون بشراء الأوراق المالية ذات السيولة المنخفضة بسعر أقل نسبياً، وذلك من أجل أن تقوم عائدات الأوراق المالية بتعويضهم عن صعوبة التخلص منها في الأوقات المناسبة.

وتعتبر السيولة على درجة مماثلة من الأهمية بالنسبة للمنشأة المصدرة للأوراق المالية. والأوراق المالية المباعة بسعر مرتفع - بسبب توفر السيولة لهذه الأسهم -

لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمنشأة المصدرة. وبما أن سيولة الأوراق المالية لها تأثيرها على سعر السوق، فإنه من الأهمية معرفة خصائص الأسواق التي تساهم في سيولة الأوراق المالية المتداولة. وفي هذا المجال هناك ثلاثة معايير لسيولة السوق هي: عمق السوق، اتساع السوق، وسرعة استجابة السوق.

عمق السوق Market depth

يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر بيع وشراء متدفقة ومستمرة للأوراق المالية، بعضها بأسعار مرتفعة عن السعر الحالي للسوق وبعضها بأسعار منخفضة عن السعر الحالي للسوق. وكنتيجة لهذا النشاط في التبادل (البيع والشراء) فإن إي اختلال في التوازن ما بين العرض والطلب لا يؤثر إلا بشكل ضئيل على الأسعار مما يقلل من الخسارة الرأسمالية. وبعبارة أخرى فإن السوق العميق deep market يتسم عادة بمجال محدود لتقلبات الأسعار نتيجة لإستمرار أوامر البيع والشراء التي سرعان ما تعيد حالة التوازن للسوق.

اتساع السوق Market Width

على العكس من السوق الضيق Thin market فإن اتساع السوق يتسم بعدد كبير من أوامر البيع والشراء، حيث يصبح من السهل استعادة باستقرار الأسعار. ففي هذه الأسواق، لا يوجد حافظ لدى المشتريين والبائعين لتأجيل قراراتهم ثم إن صناع السوق (البائع والمشتري والمنشأة المصدرة) يقبلون هامشاً ربحياً صغيراً لأنهم يأملون بأن يعوضهم العائد من الأوراق المالية عن الهامش الصغير. إلا أن الفرق ما بين السوق العميق والسوق المتسع (الواسع) هو أن أوامر البيع والشراء في السوق العميق تكون مستمرة وبأسعار أعلى وأدنى من السعر الحالي للسوق بينما تكون الأوامر في السوق الواسع مستمرة ولكن بإعداد أكبر منها في السوق العميق.

سرعة استجابة السوق Market Resiliency

تعني سرعة استجابة السوق قدرة السوق على سرعة استعادة الفارق المتوقع ما بين العرض والطلب للأوراق المالية بتغيير طفيف في الأسعار، الأمر الذي يعني أن

الخسارة الرأسمالية التي يمكن أن يتحملها حامل الأوراق المالية سوف تكون طفيفة. وبالتالي فسيكون حامل الورقة أقل تردداً في بيعها و سوف لا يكون المستثمر الراغب في شرائها متفائلاً بإمكانية شرائها بسعر أقل في وقت لاحق.

مؤشرات السوق Market Indexes

يعمل المؤشر على قياس أسعار الأوراق المالية والأسهم في السوق التي يمثلها المؤشر. وأحياناً يمكن استخدامه كمؤشر على أداء الاقتصاد الوطني خاصة في سوق كفاء. وهناك نوعان من المؤشرات:

(أ) مؤشرات عامة للسوق Market-wide Indexes مثل متوسط داوجونز (DJIA) Industrial Average Dow Jones ومؤشرات ستاندرد آند بور S&P500.

(ب) مؤشرات خاصة بالصناعة، مثل مؤشر داوجونز للنقل ومؤشر ستاندرد آند بور للخدمات العامة في الولايات المتحدة.

وبشكل عام هناك صنفين من المؤشرات:

1. مؤشرات الوزن على أساس السعر (الوزن السعري) price-weighted indexes والتي يتم تحديد وزن كل سهم فيها على أساس سعره. ومؤشر داوجونز في بورصة نيويورك يعتبر مثالاً لذلك.

2. مؤشر الوزن على أساس القيمة السوقية Value-weighted indexes حيث تستعمل القيمة الإجمالية للأسهم في السوق كعامل لتحديد وزن السهم في هذا المؤشر ويعتبر مؤشر ستاندرد آند بور 500 مثالاً على هذا النوع من المؤشرات إضافة إلى مؤشر السوق السعودي.

ويمثل الجدول التالي المؤشرات المالية الرئيسية حول العالم:



| المؤشر | البورصة | وزن السهم | الوصف |
|----------------------|---|----------------|---|
| فاينانشيال تايمز 100 | لندن للأسهم | القيمة السوقية | صحيفة الفاينانشيال تايمز، مؤشر أسهم عادية (طويلة الأجل) |
| داكس 40 DAX | فرانكفورت | القيمة السوقية | 40 منشأة، مؤشر بريمير الألماني |
| نيكاي 225 NIKKEI | طوكيو | حسب السعر | أسهم 225 منشأة |
| أميكس AMEX NYSE | الأمريكية | القيمة السوقية | أسهم 900 منشأة |
| نيويورك | نيويورك | القيمة السوقية | أسهم 2,559 منشأة |
| نازدك NASDAQ | خارج البورصة | القيمة السوقية | أسهم 4,879 منشأة |
| كاك CAC | باريس | القيمة السوقية | أسهم 40 منشأة |
| راسيل 2000 RUSSEL | بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية و خارج البورصة | القيمة السوقية | أصغر 2000 سهم في بورصة نيويورك و البورصة الأمريكية و خارج البورصة |

أدوات سوق رأس المال Capital Market Instruments

(1) أدوات الدين (السندات - Bonds)

تنقسم السندات من حيث جهة إصدارها إلى:-

- i. سندات حكومية تصدرها الحكومات المركزية والجهات التابعة لها والتي تمتاز ببعض الإعفاءات الضريبية وبتخفيض أو غياب مخاطر عدم السداد.
- ii. سندات تجارية، تصدرها المنشآت.

ويمثل السند عقداً أو اتفاقاً مكتوباً بين جهة الإصدار (المقترض) ومشتري السند (المقرض)، حيث يقوم مشتري السند بشراء السند مقابل وعد من المصدر (البائع) بدفع عائد معين وفي أوقات معينة، بالإضافة إلى إعادة دفع المبلغ الأصلي لصاحبه عند نهاية أجل السند.

وتصدر السندات عن وقت الاكتتاب فيها تحت ثلاث حالات:

- (أ) سند اسمي (At Par) عندما يباع السند بقيمته الاسمية. وهذا يحدث عندما يكون معدل الفائدة على كوبون السند مساوياً لمعدل الفائدة السائد في السوق عند الإصدار.
- (ب) سند مخصوم (Discounted Bond) عندما يباع السند بأقل من قيمته الاسمية. وهذا يحدث عندما يكون معدل الفائدة على كوبون السند أقل من سعر الفائدة السائد في السوق وقت الإصدار.
- (ج) سند علاوة (Premium Bond) عندما يباع السند بأكثر من قيمته الاسمية. وهذا يحدث عندما يكون معدل الفائدة على كوبون السند أكبر من سعر الفائدة السائد في السوق عند الإصدار.

ويمكن كذلك تقسيم السندات من حيث ثبات معدل كوبونها إلى:

- (i) سندات الدخل الثابت Fixed Income Bonds ويكون معدل فائدتها الذي تدفعه ثابتاً طوال فترة سريان عقد السند.
- (ii) سندات الدخل المتغير Floating note Bonds حيث يكون معدل الكوبون مرتبطاً بمؤشر أو متغير آخر مثل سعر الفائدة على أدوات الخزانة أو مؤشر التضخم.
- (iii) السندات الصفرية Zero Coupon Bonds وهي السندات التي لا تقوم بدفع فوائد على السند خلال عمر السند وإنما يتم احتساب الفائدة في نهاية

استحقاق السند بحيث تدفع الفائدة مرة واحدة مع أصل السند. وبالتالي يتمثل عائد السندات الصفرية في أن المستثمر يقوم بشرائها بسعر أقل من قيمتها الاسمية (بخصم) ولكنه يحصل على القيمة الاسمية عند الاستحقاق. وهذا الفرق بين المدفوع والمستلم عند الاستحقاق يمثل عائد المستثمر.

وتصنف السندات حسب آجال استحقاقها إلى سندات:

- (أ) قصيرة الأجل (سنة واحدة أو أقل).
- (ب) متوسطة الأجل (سنة - 5 سنوات).
- (ج) طويلة الأجل (قد تمتد إلى 30 سنة).

مخاطر السندات Bond Risks

يمكن تعداد أنواع مختلفة من مخاطر السندات مثل مخاطر التضخم Inflation Risk، ومخاطر السداد Default Risk، ومخاطر السيولة Liquidity Risk ومخاطر الاستدعاء Recall Risk ومخاطر الفائدة Interest Risk ومخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Risk.

الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مزيجاً من مزايا السهم العادي والسندات. إذا يشبه السهم العادي في أن له:

- قيمة إسمية: وتمثل قيمة الإصدار.
 - قيمة دفترية: وتمثل قيمة الأسهم في الدفاتر مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.
 - قيمة سوقية: وتمثل السعر الجاري في السوق.
- ويختلف عن السهم العادي، بل ويشبه السند، في أن له أرباحاً ثابتة على القيمة الاسمية للسهم.

لحامل السهم الممتاز أولوية على السهم العادي في:

- استلام الأرباح السنوية الثابتة.
- حالة التصفية.
- حالة الأرباح التراكمية وفيها تصنيفان:-

- الأسهم الممتازة التراكمية وفي هذه الحالة لا يستلم حاملو الأسهم العادية أي توزيعات أرباح قبل أن يستلم أصحاب الأسهم الممتازة أرباحهم.
- الأسهم الممتازة غير التراكمية- وفي هذه الحالة يقتصر الحق والأولوية في الأرباح لأصحاب الأسهم الممتازة على السنة التي تحققت فيها الأرباح.

مزايا الأسهم الممتازة:

- عدم إلزامية توزيع الأرباح (دفع الفائدة للسندات ملزم).
- محدودية مقدار الأرباح الواجبة للتوزيع (نسبة ثابتة).
- عدم الحق في التصويت في الجمعية العامة (إلا في حالات استثنائية).
- يؤدي إصدارها لتقليل نسبة المديونية، وبالتالي زيادة القدرة الإقراضية للمنشأة.
- يمكن استدعاؤها (إعادة شرائها) واستبدالها بأخرى ذات معدل ربح منخفض، إذا ما كانت ظروف السوق تسمح بذلك.

عيوب الأسهم الممتازة:

- ارتفاع تكلفتها مقارنة بالسندات والتي لها ميزة ضريبية للمنشأة حيث تخصم فوائد السندات عند تحديد الضريبة بينما لا يكون للأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة ميزة ضريبية.
- تعتبر مخاطر الأسهم الممتازة ذات درجة أكبر منها للسندات بالنسبة للمستثمرين من ولذلك تعويض هذه المخاطر على شكل عائد أعلى.
- عند التصفية أولوية الأسهم الممتازة تأتي بعد السندات.

(3) الأسهم العادية

يمثل السهم العادي صك ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوفاً عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة السهم كما في دفاتر المنشأة وتحسب هذه القيمة بقسمة حقوق الملكية والتي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة وفائض راس المال على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية فتتمثل في السعر الذي يباع عنده السهم في سوق المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية. ويدرك المتعاملون في سوق المال أن القيمة الاسمية لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم كما لا تمثلها القيمة الدفترية أيضاً. وذلك لأن القيمة الحقيقية للسهم تعتمد على العائد

الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاك السهم، أي أن القيمة الحقيقية للسهم تتوقف على العوائد الرأسمالية للسهم إضافة إلى التوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر نتيجة لامتلاكه السهم. ولا يسمح لحامل السهم العادي بإعادته إلى المنشأة المصدرة للمطالبة باسترداد قيمته، فإذا ما أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق المال. وفي حالة الإفلاس لا يوجد هناك ما يضمن أن يسترد حامل السهم العادي القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق. كما أنه ليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما أن الإدارة لم تقرر توزيعها.

ومن جهة أخرى فإن حامل السهم العادي يتمتع ببعض الحقوق غير المتاحة لمستثمرين آخرين. فهو يملك الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو الشراء أو بالتنازل وله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها سواء كانت نقدية أو في صورة أسهم. وفي حالة التوزيعات بصورة أسهم يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة. وبما أن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال دون أن تتأثر القوة الإيرادية للمنشأة في المدى القصير، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية (القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية) تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات؛ الأمر الذي يترتب عليه إنخفاض القيمة الإسمية للسهم الواحد. وعادة ما تلجأ المنشأة إلى هذا الإجراء بهدف الحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم. ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت في اجتماعات حملة الأسهم. وترتبط قدرة المستثمر على التأثير في قرارات المنشأة بعدد الأسهم التي يمتلكها وذلك من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات. وعادة ما يقوم حامل السهم بالتوقيع على إذن يفوض فيه أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت عنه. ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دفة المنشأة.

مزايا الأسهم العادية:

- مصدر دائم ومستقر لتمويل الشركات، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من الشركة.
- عدم إلزامية توزيع أرباح على مالكي الأسهم العادية حتى في السنوات المربحة للشركة.
- إصدار مزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة المديونية مما يؤدي إلى زيادة الطاقة الاقتراضية للشركة.

آليات التعامل مع حركة الأسهم السعرية

الشراء الهامشي ——— Margin Purchase

يعني مصطلح الشراء الهامشي اقتراض المستثمر لجزء من سعر الشراء من السمسار، والذي يقوم بدوره باقتراض المبلغ من المصرف بسعر فائدة مع التزامه بالدفع للمصرف حينما يطلب منه ذلك. وعادة ما تكون الفائدة أعلى بنسبة 1% من معدل الخصم على أوراق الخزانة الأمريكية، أو ما يعادلها في بلدان أخرى. ويجب أن يحتفظ السمسار بكل الأوراق التي تم شراؤها هامشياً باسم بيت السمسرة الذي تمت فيه المعاملة، إذ أنه يحتفظ بها كضمان إضافي على القرض من المصرف.

وتتغير شروط الشراء الهامشي من بورصة إلى أخرى مع تغير الفترة الزمنية. فالشروط المعمول به حالياً في بورصة نيويورك هو أن لا يشكل حجم الاقتراض عن 50% من سعر العملية بمعنى أن 50% من سعر الشراء يجب أن يدفع نقداً.

البيع على المكشوف Short Selling

تعني عملية البيع على المكشوف أن يقترض المستثمر سهماً (أو مجموعة أسهم) من السمسار ويبيعها. وبعد ذلك يقوم المستثمر (البائع على المكشوف) بشراء الأسهم من السوق لتحل محل الأسهم التي كان قد اقتترضها.

يضطر المستثمر للبيع استباقاً منه لعملية هبوط متوقعة في الأسعار. وتكون حالة السوق المتوقعة في البيع على المكشوف معاكسة لحالته في عملية الشراء على الهامش buying on margin حيث يتوقع المستثمرون ارتفاعاً في السعر. وعادة ما يطلب من البائع على المكشوف short-sellers أن يعيد الأسهم ويدفع قيمة التوزيعات dividends خلال فترة البيع على المكشوف.

وعادة ما يقوم المستثمر في عمليات البيع على المكشوف بشراء الأسهم من السمسار الذي يملك مخزوناً كبيراً من الأوراق المالية خصوصاً من المشتريين على الهامش margin buyers، وتقضي أنظمة معظم البورصات في العالم بأن يتم البيع على المكشوف بعد حدوث تغيرات إيجابية في سعر الأسهم وذلك من أجل تجنب أية مضاربات قد تطرأ على الأسهم. كما أن معظم الأنظمة تقضي بأن يتم حفظ الربح من البيع على المكشوف في حساب بإسم

المستثمر. ويمكن للسمسار أن يطلب من المستثمر (البائع على المكشوف) بأن يحتفظ بهامش نقدي أو ضمان إضافي مناسب suitable collateral لحماية من أية خسائر محتملة إذا ارتفع سعر الأسهم. وكمثال نفترض أن سعر السهم خمسين ريالاً سعودياً وأن المستثمر طلب من السمسار بأن يبيع مائة سهم ببيعاً على المكشوف لحسابه، وقام السمسار بما طلب منه المستثمر وطلب بدوره هامشاً مبدئياً بنسبة 50%، وإذا حصل أن انخفض سعر الأسهم إلى 30 ريالاً سعودياً للسهم فإن المستثمر يستطيع أن يقلل حسابه بواسطة استبدال المائة سهم التي اقترضها ويحصل على ربح قيمته 2000 ريال. ولكن إذا ارتفعت الأسعار إلى 50 ريال للسهم فإن السمسار يمكن أن يطلب من المستثمر أن يودع مبلغاً نقدياً أو أن يشتري أسهماً لتحل محل الأسهم التي بيعت على المكشوف.

المنتجات الإسلامية

يقصد بالمنتجات الاستثمارية الإسلامية، تلك الصيغ التي تستطيع بها المؤسسات المالية الإسلامية توليد أصول مالية قادرة على جذب المدخرات وعلى توفير فرص التمويل المربحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة.

تقوم المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية بتوجهات نحو تطبيقات استثمارية لقدر من الخصوصيات في أساليب المعاملات التي يفضلها الأفراد في البيئات العربية والإسلامية والعالمية لإجراء وتنفيذ معاملاتهم المالية والنقدية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، إن وجود الأسواق المالية والنقدية الإسلامية قد أضفى تغيرات نوعية ملحوظة تفتح أبواباً وأبعاداً لتزيد من فاعلية الأسواق المالية العالمية في احتواء المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات.

قدمت المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية منتجات وأدوات ذات جودة عالية لتحقيق أهداف الاستثمار والتمويل المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. مثل المرابحة في الإطار المصرفي والاستصناع المصرفي وبيع التقسيط والمشاركة المصرفية، والمشاركة المتناقصة، والمضاربة المصرفية، والسلم والإجارة المنتهية بالتملك والوكالة وبيع الهامش، وبيع مؤشرات أسواق السلع، بالإضافة إلى الأدوات والمنتجات المالية القائمة على الدين والأدوات والمنتجات المالية القائمة على أصول حقيقية والصناديق الاستثمارية المختلفة والمحافظ الاستثمارية.

2. أساسيات التحليل المالي:

من المعروف أن القسط الأكبر من التغيرات في أسعار الأسهم يمكن إرجاعه إلى التحركات في السوق بمجمله. كما أنه من المعروف أيضاً بأن البيئة التي تعمل فيها المنشأة - الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة - تمثل جزءاً كبيراً من تحركات أسعار الأسهم..

تحليل أوضاع الصناعة Industry Analysis

يمكن تقسيم مجمل الاقتصاد في أي دولة إلى قطاعات sectors ومن ثم إلى صناعات industries. والقطاع هو تصنيف أوسع من الصناعة. فمثلاً قطاع الخدمات (المنافع) يضم عدة صناعات مثل الكهرباء والغاز والهاتف والمياه. ويكمن الهدف من تحليل ظروف الصناعة في تحديد الجاذبية النسبية للصناعات المختلفة. وبالتحديد، يود المحلل أن يحدد عناصر مهمة مثل مخاطر العائد التي تؤثر على الأداء المستقبلي للصناعة. وبعد تشخيص هذه العوامل فإن المحلل سيحاول التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لكل صناعة.

إن تحليل أوضاع الصناعة هو عامل هام من عوامل الاستثمار الناجح، فعلى الرغم من حقيقة أن السوق ككل قد يكون في ارتفاع إلا أن صناعة معينة قد تكون في اندحار.

دورة حياة الصناعة The Industry Life Cycle

يقصد بدورة حياة الصناعة ذلك النمط الواضح لصناعة معينة والذي في الغالب يأخذ المسار التالي:

- مرحلة نشأة الصناعة.
- مرحلة التوسع.
- مرحلة النمو السريع.
- مرحلة النضج.

وتختلف الصناعات في كيفية تقدم كل واحدة منها عبر هذه المراحل. فبعض الصناعات مثل صناعة البيوتكنولوجيا (التكنولوجيا البيولوجية) تنمو بسرعة بينما الصناعات الأخرى مثل صناعة الغاز الطبيعي لا تنمو بسرعة. ومن المهم للمحللين فهم المرحلة التي فيها الصناعة لأن التوقعات المستقبلية تعتمد على الجزء المتبقي من دورة حياة الصناعة. ومن المهم أن نذكر أن العوامل الخارجية مثل التغيرات السياسية والتنظيمية والقوى الاجتماعية والسكانية لها تأثير كبير على تقدم صناعة معينة في أثناء دورة حياتها.

تحليل العرض والطلب على منتجات الصناعة

من المهم في إجراء تحليل ظروف الصناعة أن نقسم التحليل إلى:

- i. تحليل الطلب على منتجات الصناعة وخدماتها
- ii. تحليل العرض للمواد الخام والمنتجات الأخرى ومدخلات التشغيل.

فمن ناحية العوامل المؤثرة على الطلب، يحاول المحللون تشخيص المستهلكين وكيف يمكن أن يتغير سلوكهم في المستقبل نحو هيئة المنتجات. ومن زاوية العوامل الخاصة بالعرض، فيحاول المحللون تشخيص درجة التركيز داخل الصناعة وكيفية قياس تأثير ذلك على هيمنة المنشآت الكبرى داخل نفس الصناعة. أي كيف تتنافس تلك المنشآت في تلك الصناعة؟ وهل المنافسة تلك تقوم على أساس السعر والجودة أو الضمانات؟

ربحية الصناعة

يهدف تحليل أوضاع الصناعة إلى تقدير الربحية المستقبلية للصناعة. كما يهدف تحليل العرض والطلب إلى فهم كيفية تفاعل العوامل المختلفة مع بعضها البعض. فمثلاً، هل اشتعال حرب الأسعار يمكن أن يخفض الربحية بشكل خطير؟ أية إبداعات تقنية يمكن أن تعيد تشكيل الصناعة بأكملها من جديد؟ وهل سيكون للقوانين المستقبلية المتوقعة تأثير على عمليات وأشغال الصناعة؟

وعندما يتم تقدير الأرباح المنظورة (الكامنة) فإنه يصبح بالإمكان ترجمتها إلى قيمة إجمالية للصناعة.

تحليل الشركة

تختلف الشركات داخل الصناعة المعينة من حيث درجة ربحيتها وحصتها السوقية وطبيعة دورها داخل الصناعة فيما إذا كانت قائدة لغيرها أم تابعة للآخرين. ومن هنا جاء أهمية تحليل البيئة الداخلية للشركة من حيث نقاط القوة والضعف فيها بالإضافة إلى تحليل البيئة الخارجية لها وهو ما يعرف تكاملياً بـ SWOT Analysis ، ولذلك نحتاج لتحليل الوضع المالي الداخلي للشركة.

التحليل المالي

كما لاحظنا في الوحدات السابقة، فإن عملية تقييم الأوراق المالية لمنشأة ما يتطلب مدخلات متعددة. وعلى الرغم من أننا كمحللين نهتم في الأداء المستقبلي المالي للمنشأة، إلا أن دراسة وضع المنشأة في الماضي يعطينا مؤشرات مهمة عن الآلية التي قامت الشركة عن طريقها بالتعامل مع المتغيرات المختلفة.

هيكل التقارير المالية The Structure of Financial Reports

إن من أهم مصادر المعلومات عن المنشآت هي تقاريرها المالية، والتي تمثل مصدراً مهماً للمعلومات عن الشركة وهي:

- الميزانية العمومية Balance sheet
- قائمة الدخل Income statement
- قائمة التدفق النقدي Statement of Cash flow

The Balance Sheet الميزانية العمومية

تعكس الميزانية العمومية للمنشأة كل موارد المنشأة الخاصة برأس المال الخارجي (المسماة المطلوبات أو الخصوم liabilities وحقوق ملكية المساهمين owner's equity) واستخدامات رأس المال (أي الأصول) في تاريخ تقديمها. والمعادلة الأساسية التي تحدد الميزانية العمومية هي:

$$\text{مجموع الأصول} = \text{مجموع الخصوم} + \text{مجموع حقوق المساهمين}$$

تنقسم الميزانية العمومية إلى الأصول و الخصوم وحقوق الملاك:

• الأصول

وبدورها تنقسم إلى:

ü أصول متداولة.

ü أصول ثابتة.

• الخصوم وحقوق الملاك

أما الخصوم فتتقسم إلى:

ü خصوم متداولة.

ü خصوم طويلة الأجل.

وتنقسم حقوق الملاك بصفة رئيسية إلى:

ü رأس المال.

ü الأرباح المحتجزة.

ü الاحتياطات.

قائمة الدخل

وتعرف قائمة الدخل ببيان الربح والخسارة، إذ أنها ترصد الموارد الناتجة من عمليات الشركة خلال فترة معينة وغالباً ما تكون سنة. ومعادلة قائمة الدخل هي:

الإيرادات - المصروفات = الدخل أو الخسارة

قائمة التدفق النقدي

تعرض قائمة التدفق النقدي بيانا بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة أو ما يسمى بمصادر واستخدامات النقدية خلال فترة إعدادها مبينة صافي الزيادة أو النقص في النقد خلال الفترة والناجم عن:

- الأثر النقدي لعمليات الشركة الناتجة عن أدائها التشغيلي خلال الفترة.
- الأثر النقدي للنشاط الاستثماري للشركة.
- الأثر النقدي للعمليات التمويلية للشركة.

استخدام القوائم المالية: تحليل الوضع المالي للشركة

تمثل التقارير المالية نقطة البداية التي تنطلق منها التساؤلات الخاصة والتي منها:

• كفاءة استغلال المنشأة لأصولها.

• حجم مديونية الشركة.

• توفر السيولة.

• تقييم الشركة في السوق.

يجاب على هذه التساؤلات عن طريق كل من طرق التحليل المقارن وتحليل النسب:

التحليل المقارن:

ينقسم التحليل المقارن إلى ما يسمى بالتحليل الأفقي والتحليل العمودي، التحليل الأفقي يبين التغيرات خلال الزمن - على شكل نسب وكميات - لكل بند من بنود الميزانية العمومية

وقائمة الأرباح والخسائر وكذلك على الأرصدة الإجمالية كأن نقول بأن موجودات الشركة قد نمت بما نسبته 6.6% ، بينما يقوم التحليل الأفقي ببيان نسبة كل رصيد من أرصدة الميزانية العمومية إلى مجموع الأصول ونسبة كل بند من بنود قائمة الأرباح والخسائر إلى إجمالي المبيعات كأن نقول بأن تكلفة البضاعة المباعة قد شكلت ما نسبته 68% من إجمالي المبيعات.

تحليل النسب:

يعتمد تحليل النسب على حساب وتفسير مجموعة من النسب المالية والمأخوذة من البيانات الأساسية الموجودة في الميزانية العمومية وقائمة الدخل. ويمكن تصنيف النسب المالية Financial Ratios إلى أربعة فئات هي:

- 1- نسب السيولة.
- 2- نسب المديونية.
- 3- نسب النشاط.
- 4- نسب الربحية.

نسب السيولة / معدلات السيولة Liquidity Ratios

يتشكل رأس المال العامل لأي شركة كمحصلة لأصولها المتداولة مخصوما منها الخصوم المتداولة، وهو رقم يبين فائض الأموال المتوفرة والتي يمكن للشركة استخدامها لمواجهة احتياجاتها التشغيلية اليومية، وينصب الاهتمام الرئيسي للمستثمرين وللمؤسسات كالمصارف التي تقدم القروض قصيرة الأجل إلى المنشآت على قدرة المنشأة على توفير سيولة كافية لمواجهة دفعات الفوائد ودفعات أصول القرض في المدى القريب.

إن على المحلل المالي أن يتأكد من إدارة السيولة لدى الشركة وبيان مدى قدرتها على الاحتفاظ بالقدر الكافي من السيولة لديها، وكما أن نقص السيولة لدى الشركة يعتبر مؤشرا على ضعف إدارة السيولة فكذا زيادة حجم السيولة عن احتياجات الشركة التشغيلية يعتبر مؤشرا عن ضعف الأداء التشغيلي في الشركة وعدم الاستغلال الأمثل للسيولة المتوفرة في فرص تدر دخلا أفضل.

نسب المديونية Leverage Ratios

يخلق التمويل بالدين التزاما على الشركة المقترضة في شكل أقساط وفوائد ثابتة يتوجب دفعها بغض النظر عن طبيعة أداء الشركة التشغيلي. ويفترض أن المنشأة تستخدم الرفع المالي لدعم الأصول المطلوبة أو لغايات توفير موارد مالية لتدعيم الوضع التشغيلي لها. ولكن الرفع الزائد قد يعرض المنشأة إلى وضع مالي صعب إذا كانت أرباح التشغيل غير كافية لمواجهة التزامها بدفع الفائدة وسداد أصل الدين. وهناك عدة مقاييس يمكن الاعتماد عليها للحكم على واقع مديونية الشركة موضع الدراسة.

نسب النشاط

تقيس هذه النسب العلاقة بين الإيرادات والأصول. وتكون الإيرادات في المقام في كل هذه النسب كمثل لمخرجات عملية الإنتاج، أما البسط في نسب النشاط فدائماً يكون أحد قطاعات الأصول، ويمكن اعتباره ممثلاً لمدخلات الإنتاج. ولذلك تعرف هذه النسب أيضاً بنسب الكفاءة، إذ أن الكفاءة تقيس المخرجات إلى المدخلات. ولهذه النسب علاقة قوية مع نسب الربحية.

نسب الربحية Profitability Ratios

تقيس نسب الربحية مقدرة المنشأة على توليد الأرباح من مبيعاتها ومن مصادر الدخل الأخرى. ويعتبر الربح هو الناتج الأهم بالنسبة للمالك والمساهمين إذ على ضوءه تتحدد الأرباح الموزعة وسعر السهم في السوق وهما من أهم المتغيرات بالنسبة للمساهمين.

أهمية القيمة السوقية للسهم

تعتمد جميع النسب التي تم التعريف بها حتى الآن وإلى حد كبير على معلومات عن القيم التاريخية لقرارات مالية تم اتخاذها في الماضي وهو ما بات يعرف بالتحليل الأساسي Fundamental Analysis. إلا أن القيمة السوقية للسهم تقوم على النظرة التي يتطلع بها المستثمرون إلى مستقبل الشركة وتوقعات النمو في أدائها مما يعكس قيمة للسهم ترتبط بهذه التوقعات المستقبلية.

وللاعتداع على تحليل النسب لغايات الوصول إلى استنتاج يفيد المحلل والدارس لا بد من مقارنة هذه النسب مع نوعين من المؤشرات:

- 1- المؤشر الأول هو الأداء السابق للشركة نفسها في الأعوام الماضية، أي بمقارنة نفس النسب في الفترات الماضية لنفس الشركة وهو ما يعرف بتحليل الانحدار.
- 2- المؤشر الثاني هو متوسط نسب الصناعة التي تعمل فيها الشركة.

وكلا المؤشرين يعطى مؤشراً عن أداء الشركة من وجهة معينة، فتحليل الانحدار يبرز التقدم أو التراجع في أداء الشركة من عام لآخر. أما المقارنة مع متوسط الصناعة فيبين أداء الشركة مقارنة بالشركات المشابهة لها والتي تعمل في نفس الصناعة وتحت ظروف مماثلة.

التحليل الفني Technical Analysis

يشتمل التحليل الأساسي على دراسة كل المعلومات ذات الصلة التي يمكن أن تعطي إحاءات عن الأداء المستقبلي للمنشأة. وهذه المعلومات تشمل تحليل النسب كما رأينا في الجزء السابق وتقييم البيئة الكلية التي تعمل فيها المنشأة مع تقييم نوعية الإدارة ومعلومات أخرى شبيهة. أما التحليل الفني فهو يدرس تاريخ التغيرات على سعر السهم من أجل أن يحدد إذا ما كان يمكن التنبؤ بأنماط لتلك الأسعار من أجل الاستفادة منها. ويعتمد المحللون الفنيون على الرسومات البيانية لحركة الأسعار الماضية في محاولة منهم للوصول إلى أنماط لتلك الحركة. ولهذا فإن المحللين الفنيين يسمونهم أحياناً "بأصحاب الرسوم البيانية chartists" كما أن المحللين الفنيين يستخدمون طرقاً أخرى مثل المتوسطات المتحركة في تحليلهم. إلا أنه يبدو بأن أية محاولة لاستخدام المعلومات الماضية عن الأسعار للتنبؤ بها في المستقبل ستفشل لا محالة. فإذا كانت الأسواق تعمل بكفاءة نسبية، فإن أسعار الأسهم التي نلاحظها اليوم لا بد وأن تشمل على كل المعلومات المتاحة، والتي بالضرورة تشمل أية معلومات ذات صلة بالماضي.

أدوات التحليل الفني

التحليل الفني هو محاولة للاستفادة من الأنماط المتكررة ومن قابلية التنبؤ بأسعار الأسهم للحصول على أرباح غير عادية. إلا أنه لا يجوز النظر إلى التحليل الفني على أنه بديل للتحليل الأساسي. إذ بدلاً من ذلك يعتقد المحللون بأن التغيرات في أساسيات السوق يمكن تتبعها قبل أن ينعكس أثرها بشكل تام على الأسعار. وعلاوة على ذلك، فإن المحللين يعتقدون

بأنهم يستطيعون استغلال التعديلات البطيئة للتذبذبات العشوائية المصاحبة لحركة الأسعار. وهكذا فإن المحللين الفنيين يعتقدون بأن هناك أنماطاً لأسعار الأسهم يمكن تفسيرها وأنه عندما يحاول المستثمرون تشخيصها والاستفادة منها لتحقيق الربح فإن النشاط التداولي لهم يؤثر على الأسعار؛ الأمر الذي يؤدي إلى تغير في نمط الأسعار. وهذا يعني أن الأنماط الخاصة بأسعار السوق ستكون في حالة دوران مستمرة وأن المحلل المتميز الذي يستطيع أن يشخص هذه الأنماط قبل غيره هو الذي سيجني الفوائد.

3. محددات القرار الاستثماري:

معدلات العائد Rates of Return

يمثل معدل العائد على الاستثمار المبالغ التي اكتسب خلال فترة استثمارية معينة وهي تشمل على ارتفاع السعر (أرباح رأس المال) والمدخل خلال الفترة (من توزيعات وفوائد... الخ).

$$\text{ع (العائد)} = \frac{\text{سعر الإقفال} - \text{سعر الافتتاح} + \text{الدخل النقدي}}{\text{سعر الافتتاح}}$$

وفي حالة سهم معين فإن العائد على فترة الاستثمار هو:

$$\text{ع (العائد)} = \frac{\text{سعر الإقفال} - \text{سعر الافتتاح} + \text{التوزيعات النقدية}}{\text{سعر الافتتاح}}$$

والتي يمكن كتابتها كالآتي:

$$\text{ع (العائد)} = \frac{\text{سعر الإقفال} - \text{سعر الافتتاح}}{\text{سعر الافتتاح}} + \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{سعر الافتتاح}}$$

= أرباح رأس المال + غلة عائد التوزيعات

والجزء الأول يمثل أرباح رأس المال (زيادة السعر) بينما يمثل الجزء الثاني غلة التوزيعات أو العائد من التوزيعات.

مثال

إذا كان سعر إقفال سهم منشأة ما 200 ر.س، وكان قد تم شراؤه بـ 185 مع توزيعات مدفوعة بلغت 10 ر.س، خلال الفترة الاستثمارية؛ فإن العائد خلال هذه الفترة يكون:

$$\text{ع (العائد)} = \frac{10 + 185 - 200}{185} = \frac{25}{185} = 0.135 \text{ أو } 13.5\%$$

$$0.135 = 0.054 + 0.081 = \frac{10}{185} + \frac{15}{185}$$

أي أن الأرباح الرأسمالية في تلك الفترة كانت 8.1% بينما أرباح التوزيعات (الدخل) كانت 5.4%.

Multiple – Periods Rate of Return معدل العائد لفترات متعددة

عادة ما يكون لدى المستثمرين الاهتمام بقياس العائدات على استثماراتهم لعدد من فترات الاستثمار وبعبارة أخرى يكون المستثمر معنياً بمعرفة متوسط أداء استثماراته خلال فترات استثمارية متعددة.

Sources of Risk مصادر المخاطر

إن المصادر الرئيسية للمخاطر التي تواجه المستثمر هي:

- ü مخاطر الأعمال
- ü مخاطر التضخم
- ü مخاطر السيولة
- ü مخاطر سعر الصرف
- ü المخاطر القطرية

يمكن تعريف مخاطر الأعمال بأنها التباين والتذبذب في أرباح المنشأة المتوقعة قبل الضرائب والفوائد. وهذا النوع من المخاطر يتأثر بهيكل تكلفة المنشأة وخصائص متطلبات المنتج والوضع التنافسي للمنشأة مع المنشآت الأخرى داخل الصناعة الواحدة. فكلما زادت درجة عدم التأكد لتدفقات الربح والخسارة (الدخل) للمنشأة كلما زادت درجة عدم التأكد لتدفقات الربح والخسارة للمستثمر. ولهذا فإن المستثمر عادة يشترط تعويضاً عن هذا المصدر من المخاطر عائداً في شكل أعلى على استثماراته. فمثلاً، في حالة منشأة صغيرة في مجال الصناعة بالمفرق retail تكون عادة إيراداتها ومبيعاتها أقل تغيراً وبالتالي لها مخاطر أعمال أقل. ولذا فإن المستثمرين في مثل هذه الحالة يطلبون علاوة مخاطر أعمال أقل من تلك التي يطلبونها من منشأة في صناعة السيارات حيث تكون المبيعات والإيرادات أكثر تذبذباً وبالتالي فالمخاطر أكثر أيضاً. أما المخاطر المالية فتتجم عن درجة عدم التأكد المرتبطة بالطريقة التي تتبعها المنشأة في تمويل استثماراتها. وتمثل المخاطر المالية التغيرات الإضافية في الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية من تلك المنشأة والمخاطر الإضافية الناجمة عن عدم القدرة على الوفاء بتسديد الالتزامات الناجمة عن استخدام الأوراق المالية التي تحمل معدلاً ثابتاً للعائد حسب الهيكل المالي للمنشأة. وإذا استخدمت المنشأة أسهماً عادية فقط لتمويل استثماراتها فإنها ستتحمل أعباء مخاطر النشاط فقط. و لكن إذا أختارت منشأة ما أن تمول استثماراتها باللجوء إلى الدين أو إلى الأسهم الممتازة فإن درجة عدم التأكد المرتبطة بالعائد لحملة الأسهم العادية سترتفع ذلك لأن عليها أن تدفع تكاليف التمويل الثابتة (القروض و الأسهم الممتازة) أولاً وهكذا فإن المستثمر يشترط علاوة مخاطر مالية.

أما مخاطر التضخم فهي احتمال التغير في مستويات الأسعار الذي يؤثر عكسياً على العائد لإستثمار معين. وبالتحديد، فإن هذا النوع من المخاطر يشير إلى التغير الذي يحدث نتيجة إرتفاع الأسعار والذي يقلل من القوة الشرائية.

أما مخاطر السيولة فتشير إلى درجة عدم التأكد المتصلة بقابلية الأوراق المالية للتسويق. إذ يتوقع المستثمر أن يكون قادراً على تحويل الورقة المالية إلى نقد و أن يستعمل الربح من ذلك للإستهلاك ولأغراض إعادة الإستثمار. فكلما زادت درجة صعوبة تحويل الأوراق المالية إلى نقد كلما إرتفعت درجة مخاطر السيولة، وبالتالي إرتفعت نسبة العلاوة التي يطلبها المستثمر كتعويض عن المخاطر هذه. والأوراق الحكومية بشكل عام لها مخاطر سيولة ضئيلة أو مقدمة لأنه يمكن بيعها أو شراؤها بسرعة و دونما تقديم تنازل في الأسعار. وفي المقابل، فإن

بعض الإستثمارات مثل العقار وبعض المشاريع ذات الخصوصية تكون سيولتها أقل من حيث أن عملية بيعها تتطلب فترة زمنية طويلة وقد يتطلب إتمام عملية البيع تقديم تنازلات على السعر.

أما مخاطر سعر الصرف الأجنبي فتتمثل درجة عدم التأكد للعائدات للمستثمر الذي يمتلك أوراقاً مالية بالعملة الأجنبية. وتحدث المخاطر الخاصة بمعدل سعر الصرف الأجنبي عندما تكون التدفقات النقدية المستقبلية عرضة للتغير بسبب حركات معدل الصرف الأجنبي. فكلما زادت درجة تغير معدلات الصرف كلما زادت درجة المخاطر التي يواجهها المشاركون في السوق. وكلما ارتفعت درجة مخاطر معدل الصرف كلما زادت علاوة مخاطر الصرف الأجنبي التي يطلبها المستثمرون.

أما المخاطر القطرية فهي تلك المعروفة بالمخاطر السياسية وهي درجة عدم التأكد الخاصة بالعائد التي تسببها إمكانية حصول تغيرات رئيسية في المناخ الإقتصادي أو السياسي للبلد. وعادة ما يطلب المستثمرون الذين يستثمرون في بلدان ذات مناخ إقتصادي وسياسي غير مستقر علاوة مخاطر للتعويض عن تلك المخاطر.

4. سياسات توزيع الأرباح:

تقوم الشركات المساهمة بتوزيع أرباح دورية على مساهميها في حال إقرار هذه التوزيعات من قبل الجمعيات العمومية لها كمكافئة للمساهم على استثماره في أسهم الشركة وكعامل جذب لسهم الشركة مما يزيد من الرغبة في اقتنائه وأملا بزيادة سعره، وتختلف سياسات توزيع أرباح الشركات وأشكالها بحيث يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع:

- 1- سياسة الأرباح النقدية المستقرة.
- 2- سياسة النسبة الثابتة من الأرباح.
- 3- السياسة المزدوجة.

1- سياسة الأرباح النقدية المستقرة

باتباع هذه السياسة للتوزيع تقوم الشركة بتوزيع أرباح نقدية على المساهمين بحيث تكون هذه الأرباح ذات قيمة نقدية ثابتة محددة مسبقاً، كأن تعلن الشركة بأن سياسة توزيع الأرباح لديها تقوم على توزيع 0.13 دولاراً لحامل السهم سنوياً، وبالتالي فإن حامل سهم الشركة سيحصل على 0.13 دولاراً سنوياً مقابل كل سهم يحتفظ به مهما تغير أداء الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى تغير نسبة توزيع الأرباح كمعدل من صافي الربح من سنة لأخرى بناء على التغير في صافي الربح. وتحت هذه السياسة لا تلجأ الشركات إلى تغيير الأرباح الموزعة بناء على تغير أدائها التشغيلي أو الاستثماري، فلا تتم زيادة الأرباح الموزعة إذا ازدادت أرباح الشركة، ولا تتم عملية تخفيض للأرباح الموزعة فيما إذا انخفضت أرباح الشركة. وكما يظهر جلياً فإن هذه السياسات تعني أن هناك التزاماً من الشركة بعدم تغيير الأرباح الموزعة إلا إذا حدث تغيير جوهري كبير ودائم في هيكل أعمال وأرباح الشركة. ونادراً ما تلجأ الشركات إلى هذا النوع من التوزيعات كون الصناعات التي تعمل فيها معظم الشركات تقع في بيئات متغيرة يصعب معها تقديم تعهد للمساهمين بأرباح ثابتة على المدى المتوسط والبعيد خصوصاً وأن نسبة الأرباح الموزعة في هذه الحالة غير مرتبطة بأداء الشركة.

2- سياسة النسبة الثابتة من الأرباح

وتعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة ثابتة من أرباح الشركة السنوية المتحققة (مثلاً 50%) منها)، مما يؤدي إلى اختلاف المبلغ بالعملة المحلية تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة.

وفي هذا النوع من السياسات تكون نسبة التوزيعات من الأرباح مرتبطة بأداء الشركة. وعادة ما تزيد قيمة الأرباح الموزعة بزيادة الأرباح المحققة، أما في حالة تحقيق الشركة لخسارة في سنة معينة فعادة لا تقوم الشركات بتوزيع أرباح على المساهمين في سنوات الخسارة، إلا في حالات استثنائية قد تلجأ فيها الشركات لترك انطباع جيد لدى المستثمرين بحيث تقوم باللجوء إلى رصيد الأرباح المدورة وتوزيع جزء منه على المساهمين على صورة أرباح موزعة.

3- السياسة المزدوجة

وفقاً لهذه السياسة تقوم الشركة بتوزيع حد أدنى من الأرباح بشكل منتظم وثابت خلال العام (الأرباح الموزعة الربعية)، وتقوم بتوزيع أرباح إضافية في نهاية السنة إذا كانت نتائج أعمال الشركة جيدة. وهذه السياسة تجمع بين مزايا السياستين المذكورتين سابقاً. فمن ناحية تعطي السياسة المزدوجة المساهم الاستقرار الذي تقدمه سياسة الأرباح النقدية المستقرة، كما تعطي احتمال الزيادة الذي توفره سياسة النسبة الثابتة من الأرباح.

محددات سياسة توزيع الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بعدد من العوامل أهمها:-

- معدلات نمو مبيعات وأرباح الشركة.
- استقرار أرباح الشركة.
- توفر السيولة النقدية.
- تقييد اتفاقيات القروض مع البنوك والجهات الأخرى.
- توفر مصادر تمويل بديلة.

أنواع التوزيعات Types of Dividends

يمكن للمستثمر أن يستلم توزيعات الأرباح في شكل:

- نقدي (توزيعات نقدية)
- توزيعات سهمية.

التوزيعات النقدية Cash Dividends

تكمن الخطوة الأولى في عملية توزيع الأرباح في إعلان حملة الأسهم عن اجتماعهم في مبلغ معين للتوزيعات للمستثمرين الذي تظهر أسماؤهم في سجلات المنشأة في تاريخ معين يشار إليه بتاريخ السجل. فمثلاً حينما تقرر منشأة ما إصدار توزيعات قدرها 5 ريال سعودي للسهم للمستثمرين المسجلين في 6/20 وأن التوزيع سيكون في 7/7 ، فهذا يعني أن حملة الأسهم المسجلين فقط في نهاية 6/20 هم الذين يتسلمون التوزيعات. وإذا قام مستثمر ببيع أسهم بعد ذلك لتاريخ فإنه/ فإنها لن تكون مستحقة لتلك التوزيعات.

وهناك عادة فارق زمني ما بين الإعلان عن التوزيعات وعملية دفع تلك التوزيعات. وبالتالي فإن التوزيعات المعلنة تكون مديونية (خصومات) على المنشأة وبما أن المستثمرين غالباً ما يرغبون في دفعها لهم بأسرع وقت فإنها تصنف على أنها خصوم جارية (متداولة). ومن هنا فإن الأرباح المحتجزة تتخفض بنسبة مبلغ التوزيعات المعلنة بينما يتم تخصيص مبلغ للخصوم الجارية هذه. وتعتمد القيمة السوقية للسهم على تاريخ التسجيل. فالسهم الذي تم بيعه في 6/19 عادة ما يكون متوقعاً أن تكون قيمته أعلى من السهم الذي يباع في 6/20. والفرق بين السعيرين هو ما يعادل الأرباح على التوزيعات وبالتالي لا يتوقع له أن يدفع سعراً عالياً للسهم مثل السعر الذي يمكن أن يدفعه لو أشتري السهم في اليوم التاسع عشر. ف شراء السهم في 6/19 يؤهل المستثمر للحصول على التوزيعات المعلنة.

توزيعات سهمية Stock Dividends

يكمّن الهدف من هذه التوزيعات في إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلاً من إعطائه نقداً، حيث يتم تحديد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم في المنشأة. ولهذه السياسة تأثيراً أساسياً يتمثل في الانخفاض المباشر في القيمة السوقية للسهم. ولهذا فإن المنشآت المصدرة تتبع هذه السياسة عندما يكون هناك ارتفاعاً حاداً في القيمة السوقية للسهم لدرجة يمكن معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.

والسؤال هو كيف يحدث ذلك؟؟ من المتفق عليه أن إجراء التوزيعات السهمية لا يؤثر على القوة الإيرادية للمنشأة بينما تزيد عدد الأسهم القائمة مما يؤدي إلى إيرادات أقل للسهم الواحد وبالتالي قيمة سوقية أقل.

ولتوضيح هذا النوع من التوزيعات، لنفترض أن رأس مال إحدى الشركات هو 500,000 من الأسهم العادية. وقررت المنشأة إصدار 50.000 سهم جديد كتوزيعات في صورة أسهم. وبما أن النسبة ما بين الأسهم القديمة والجديدة هي $10/1$ فهذا يعطي الحق لكل مستثمر يملك 10 أسهم قديمة أن يحصل على سهم جديد في المقابل.

ومن الواضح أن عدد الأسهم العادية قد ازداد ولكن إجمالي حجم ملكية الملاك لم يتغير علماً بأنه تم إعادة توزيعها. فمما كانت قيمة الأسهم التي استلمها الملاك هي 1,500,000 ($30 \times 50,000$) والتي يتم اقتطاعها من رصيد الأرباح المحتجزة وتحويلها لحساب رأس المال. (30 هو سعر السهم السوقية).

ولا تغير التوزيعات السهمية في القيمة الكلية لحقوق الملكية ولا في ملكية كل مستثمر من الأسهم. ولكن ما يتغير هو ربحية السهم وقيمه السوقية. ويتوقع أن تتخفّض ربحية السهم لأن صافي الأرباح يكون مقسوماً على 550,000 سهم بدلاً من 500,000 سهماً قبل إصدار الأسهم. ونتيجة لذلك فإن القيمة السوقية للسهم يتوقع أن تتخفّض بحيث تخلق وضعاً أفضل للسيولة للسهم.

تجزئة الأسهم Stock Split

تعتمد تجزئة الأسهم على تخفيض القيمة الإسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، وتهدف هذه السياسة إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح

زيادة الطلب على أسهم المنشأة، و يكون له أثره الإيجابي على توفر السيولة للسهم؛ الأمر الذي يجذب صغار المستثمرين. فمضاعفة عدد الأسهم لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح المنشأة بل قد يؤدي إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح و التوزيعات نسبة لزيادة عدد الأسهم، الأمر الذي قد يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

وتؤدي سياسة تجزئة السهم إلى تغيير عدد الأسهم و التي يزيد عددها بنسبة التجزئة و القيمة الإسمية للأسهم و التي تنخفض كذلك بنسبة التجزئة. أما بالنسبة للقيمة السوقية الكلية للأسهم و التي يمتلكها كل مستثمر فالأصل فيها أن تظل على ما هي عليه حيث لم يترتب على اتخاذ القرار بالتجزئة تأثير على القوة الإيرادية للشركة. ومع ذلك فقد تسفر هذه السياسة التي أدت إلى مضاعفة عدد الأسهم إلى تأثيرات منطقية على كل من الربحية للسهم و القيمة السوقية للأسهم أي أنهما ينخفضان.

إذا لماذا تأخذ الشركات قرار التجزئة؟

- تحسين سيولة السهم وتداوله.
- الأثر الإيجابي على سعر السهم السوقي إذا اعتبر قرار التجزئة كإشارة على مستقبل الشركة الواعد. (أي استباقاً لارتفاع كبير متوقع في سعر السهم).

إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase

تعتبر إعادة شراء الأسهم بديلاً عن التوزيعات النقدية. وعادة ما تقوم المنشأة بتوزيعات نقدية إذا كانت تريد توزيع الأرباح نقداً، والبديل لذلك هو إعادة شراء أسهمها. وإعادة شراء الأسهم وتوزيعات ربحية الأسهم هما وجهان لنفس العملة لو كانا في عالم خالٍ من الضرائب وتكاليف المعاملات. وفي الواقع العملي هناك فرق في التعامل الضريبي لهذين الخيارين. ففي حالة إعادة شراء الأسهم لا يدفع حامل السهم ضرائب إلا إذا اختار أن يبيع الأسهم و وقد حقق ربحاً على رأس المال من هذا البيع؛ ولكن في خيار التوزيعات يتم فرض الضريبة عليه كما لو كان دخلاً عادياً.

وتعطي المنشآت مبررات عدة لإعادة شراء أسهمها علاوة على تلك الخاصة بضريبة الأسهم الممتازة. ومن ضمن هذه الأسباب من ناحية الإدارة هو الهبوط في قيمة السهم.

هذا إلى جانب أن بعض المنشآت ترغب في مضاعفة إيراداتها للسهم الواحد لأن إعادة الشراء تقلل من عدد الأسهم و دونما تأثير على إجمالي إيراداتها.

حقوق خيار الشراء (حقوق الشفعة) Pre-emptive Rights

تؤدي عملية إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المال وإدخال حملة أسهم جدد إلى المنشأة، مما يعني إنصاف وضع الملكية للمساهمين القدامى. ومن أجل تجنب هذا الوضع، فإن عقد المنشأة يعطي حملة الأسهم الحاليين حق خيار الشراء (حق الشفعة) لأسهم جديدة في حالة إصدارها. ويعتمد عدد الأسهم التي تعطي المستثمر الحق لشراء سهم واحد من الأسهم الجديدة على ثلاثة عوامل:

- المبلغ المطلوب أو القيمة الإجمالية للأسهم المصدرة.
- سعر البيع للسهم.
- عدد الأسهم القائمة Outstanding Shares.
- قسمة المبلغ الكلي المطلوب على سعر السهم الجديد.

عدد الأسهم الجديدة = المبلغ الكلي المطلوب / سعر البيع للسهم
عدد الأسهم القديمة المطلوبة لشراء سهم جديد = عدد الأسهم القائمة / عدد الأسهم الجديدة.

ولتوضيح ذلك، لنفترض أن المنشأة يتم تمويلها بأسهم عادية وأن عليها أن تحصل على تمويل إضافي بمبلغ مليون ريال. لذا قررت المنشأة إصدار أسهم جديدة مع إعطاء المستثمرين القدامى حق خيار الشراء، كما قررت أيضاً أن سعر السهم المصدر الجديد هو 80 ريال سعودي بدلاً من سعره قبل الشراء و هو 100 ريال سعودي و العدد الكلي للأسهم القديمة هو 50.000 وباستخدام الصيغ السابقة لتحديد عدد الأسهم التي يحتاجها المستثمر الأصلي ليتمكن من شراء سهم جديد:-



عدد الأسهم الجديدة = $1,000,000 / 80 = 12,500$ سهم

$$\text{عدد الأسهم القديمة المطلوبة لشراء سهم} = \frac{50,000}{12,500} = 4 \text{ أسهم جديد}$$

هذا يعني أن المستثمر الأصلي أو حملة الأسهم القدامى عليهم أن يمتلكوا أربعة أسهم قديمة كي يتمكنوا من شراء سهم جديد بالإضافة إلى سعر السهم و هو 80 ريال سعودي.

]]]] ختام الوحدة الرابعة