

# سلسلة تقارير أسبار

رقم (2)

سبتمبر 2015

ردمد : 2961-4074

ISSN: 2961-4074

رقم الإيداع : 1446/3664

## مقترحات لمعالجة أوضاع سوق الأسهم

إعداد/ لجنة التقارير



ملتقى أسبار  
Asbar Council

(نادي تفكير)



مركز أسبار  
ASBAR CENTER

31  
عامًا  
Since 1994



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## تقرير يصدر عن ملتقى أسبار

- رئيس الملتقى:  
**د. فهد العرابي الحارثي**
- رئيس الهيئة الإشرافية للملتقى  
**د. خالد بن دهيش**
- الأمين العام  
**د. أماني البريكان**
- التحرير  
**د. إبراهيم إسماعيل عبده**
- التصميم والإخراج:  
**أ. صفوان يحيى مسعد**





## تمهيد

يعرض هذا التقرير قضيةً مهمةً تمَّ طرحها للحوار في ملتقى أسبار خلال شهر سبتمبر 2015م، وناقشها نخبة متميزة من مُفكرَي المملكة في مختلف المجالات، والذين أثروا الحوار بأرائهم البناءة ومقترحاتهم الهادفة؛ حيث تناولت: " مقترحات لمعالجة أوضاع سوق الأسهم .





## المحتويات

| • الموضوع                                             | • الصفحة |
|-------------------------------------------------------|----------|
| • تمهيد                                               | 1        |
| • المدخل العام                                        | 3        |
| • سوق الأسهم: نقاط الضعف الهيكلية والتنظيمية          | 6        |
| • التأثيرات النفسية على سلوك المستثمرين في سوق الأسهم | 10       |
| • الوصايا العشر لحماية المتعاملين في سوق الأسهم       | 15       |
| • المشاركون في نقاشات التقرير                         | 18       |



## المدخل العام:

نستهل طرح قضية سوق الأسهم بمقال مهم نوه إليه د.مسعود المحيا، بعنوان: هذا هو سوق الأسهم السعودي؟ لمارن السديري ونشر بصحيفة الوطن بتاريخ الأربعاء 11 من ذي القعدة 1436 هـ - 26 من أغسطس 2015 م . حيث أشار السديري إلى أن أسواق العالم دخلت في رعب الإفلاس وعودة الأزمة الاقتصادية بسبب تباطؤ النمو الصيني والخوف من أن يخبئ الأسوأ، حتى ألقى أوباما كوباً من الماء على رؤوس المستثمرين لينقذهم من كوابيس الخوف واللا منطق، ويؤكد أن الاقتصاد الأميركي أقوى مما كان عام 2008، قلص السوق الأمريكي نسبياً خسائره وبدأت أسواق آسيا تنحرف في مسار إيجابي بخلاف السوق الصيني.. للمعلومية من استثمار في السوق الصيني منذ عام لايزال رابحاً بنسبة 40% على الرغم من جميع الخسائر التي نالها السوق الصيني حتى الآن، والسبب هو تسارع نمو السوق الصيني بنسبة 150%، هذا يكفي لأن نقول إن السوق كان فقاعة، ولكن لا يكفي لأن نقول إن الاقتصاد الصيني ينهار. السوق السعودي خسر أيضاً 25% من منتصف شهر يوليو حتى إغلاق 24 أغسطس هذا العام، والسبب بدأ بتراجع أسعار البترول، وبدأ السوق تدريجياً يأخذ خصومات منطقية حتى الأسبوع الماضي دخل نوبة خسائر متسارعة غير منطقية، ومع الخسائر تكثر المخاوف والإشاعات وتتأكد نظرية القطيع ويستسلم العقل لمشاعر الخوف. السؤال: لماذا هذه القابلية السريعة للخوف في السوق السعودي؟ الجواب هو تاريخ المستثمرين الحديث مع السوق، بدأ عام 2003 مع ارتفاع أسعار البترول حتى تضخم وتجاوزت مكورات الأرباح 50 مرة عام 2006، ثم انهار على مرحلتين، وعاد لينهار عام 2008 بسبب الأزمة المالية، ثم عاد ينمو بالتدريج ولم يكن سريع التجاوب مع أسعار البترول بدليل أسعار عام 2011 و2012 القياسية للبترول، إلى أن جاء عام 2013، وبدأ السوق في الارتفاع الملحوظ بعد ارتفاع درجة وعي المتداولين وانخفاض المخاوف التي نشأوا عليها.. بعد هذه السنوات نضجت بيوت الخبرة والكثير من الوعي الاستثماري، وازدادت قوة هيئة سوق المال، لكن ظل شيء من الشفافية مفقوداً وهو وضوح السياسة المالية وكيفية تعاملها مع العجز.. طالب صندوق النقد المملكة بتحديد أهداف الميزانية لعدة سنوات والأولوية بين المشروعات، وأعطى نماذج من الدول مثل روسيا لتوضيح سياسة الإنفاق والادخار بشكل يكون واضحاً للجميع ولا يترك الناس للمبالغة في تقدير تآكل الإنفاق الحكومي.



وأشار د. فايز الشهري إلى ما سبق وطرحه إبان أزمة 2006 فيما يخص الأسئلة حول منتديات الأسهم الموثوق بها وبرامج التحليل التي يمكن اعتمادها، إلى أنه لم يعد مجدياً اعتماد برامج التحليل وغيرها في قرارات التداول والاستثمار في سوق عبثي لا تنتهي عجائبه، كما لم يعد من السهل التوصية ببرامج أو منتديات بعينها إذ يبدو واضحاً أن تلاعب كبار المضاربين بكميات وأسعار الأسهم كفيل بتضليل أفضل برامج التحليل والتوصيات، إضافة إلى استمرار أساليب إثارة الموضوعات والشائعات عبر المنتديات الالكترونية.



وفي رأي د. فايز الشهري فإن فريقاً من المتشائمين يرون أن ما (حدث) ويحدث في سوق الأسهم يتجاوز البرامج والتحليل إلى ما يشبه السرقة المحكمة لأموال (الصغار) الذين لا تمكنهم ظروفهم المالية والنفسية، ولا تسعفهم خبراتهم في مجارة (الكبار) والصمود أوقات انهيارات السوق الحقيقية أو المفتعلة.

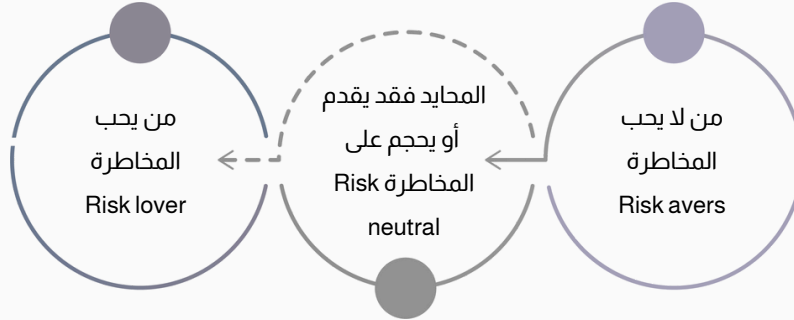
وبهذا فإن البرامج والإنترنت ليستا السبب في هذه الفوضى، خاصة إذا تأملنا فيما يتردد عن التسيريات وجشع المضاربين مع ضعف بنية السوق، والخلل في أداء بعض الشركات، علاوة على غموض البيانات المالية، وعدم وضوح اتجاهات النمو، زد عليها المنافسة المستقبلية المتوقعة في كل قطاعات السوق. ولو مضينا مع سيناريو السرقة هذا... فهل يمكن وضعه في سياق المقارنات وتنخيل وضع "متشرد فقير" وجد نفسه وهو يمد يده إلى جيب عابر سبيل ثم نشل محفظته طمعاً؟ ربما - في ثمن وجبة دافئة؟ تخيلوا سيناريو ما جرى له بعد أن صاح الرجل المسروق فيمن حوله "الحقوني.. لقد سرقوا محفظتي"... أتدرون.. لا داعي.. لأن تتخيلوا المنظر... فقد شمر السامعون عن أذرعهم (وسيقانهم) وتمكنوا من الإمساك بهذا البائس واستعادة المحفظة ومبلغ الخمسمائة ريال! التي تحتويها. أمّا ما حدث لهذا "السارق المارق" أثناء وبعد غارته المشؤومة فأنتم تعرفونه... ابتداء من تراحم الظافرين به على "ركل" و"لكم" جسده النحيل حتى نقله تحت وابل الشتائم وسط حراسة مشددة إلى سيارة الإسعاف، ولا داعي للتفصيل في ظروف التحقيق، أو أحواله في السجن، ومدة الحكم الذي (ناله) سيناله هذا التعيس، خاصة إذا علمنا أن مسألة بقاء كفه متصلة بمعصمه ربما تكون محل نظر قضائي إن كان له سجل في السرقة كما يقتضي العدل.





ويستكمل د. فايز الشهري طرحه بقوله: تأسيساً على ما تقدم ترى هل تنطبق أحكام السارق والمسروق في سوق الأسهم باعتبار ما يدعيه بعض من خسروا في السوق من وجود عمليات سرقة منظمة لمحافظهم من قبل "هوامير السوق" تحت سمع وبصر الأجهزة الرسمية وغير الرسمية؟ ولو صورنا المسألة في قصة مواطن اسمه "سعود" كان قرر قبل أكثر من عام أن يشتري محفظة أسهم الكترونية مدفوعاً بنصيحة موظفي البنك وأحاديث المحللين في وسائل الإعلام عن متانة الاقتصاد وأرباح الشركات. اليوم بعد أن انخفضت قيمة محفظة "سعود" إلى أقل من الثلث هل يمكن القول أنه تعرض إلى "سرقة"؟ ومن السارق؟ "سعود" - المثقف الواعي - لا يتهم أحداً ولكن إحساسه يقول له أنه قد سُرق ومع هذا فما زال يلوم نفسه كل يوم بعد أن دفع كل "تحويلة العمر" البالغة 300 ألف ريال إلى محفظته الإلكترونية، فكل ما يتذكره أن الجميع أكدوا له آنذاك أن الاستثمار في أسهم "العوائد" كفيل بتقصير مدة امتلاكه لمنزل الأسرة الحلم من 12 سنة وهو الزمن التقريبي للحصول على قرض صندوق التنمية، إلى سنتين وربما أقل. ترى هل تمت سرقة محفظة سعود؟

وأوضح اللواء د. سعد الشهراني أنه قد يكون من المفيد التذكير بأن القرارات الاستثمارية للوحدات الاقتصادية (المتعامل في سوق الأسهم أحد هذه الوحدات) تختلف باختلاف هذه الوحدات نحو المخاطرة فهناك :



وتجدر الإشارة إلى أن سوق الأسهم هي بمثابة سوق عالي المخاطر قياساً بالأسواق الأخرى، ولذلك فالعائدات والخسائر كبيرة أيضاً. كما أن المعلومات بدورها تلعب دوراً محورياً في هذا الإطار؛ فهناك المعلومات المتاحة إلكترونياً وهذه تخفي وراءها معلومات كثيرة. وهناك المعلومات المعلنة أو التي يجب أن تعلن مثل الميزانيات والمراكز المالية ونسب التملك للشركات وغيرها وهذه أيضاً تخفي وراءها معلومات كثيرة، ومعظم هذين النوعين من المعلومات غير متاح للمتعاملين في السوق بالطريقة المناسبة وفي الوقت المناسب.



وهناك معلومات يعرفها البعض بحكم مراكزهم الوظيفية في الشركات والبنوك والمحافظ ولا يجب أن يعلنها أو يستفيد منها أو يسربها فإن فعل فهو يقع في المحذور والمحذور وتعد مخالفة كبيرة تعاقب عليها كل قوانين الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم، وهناك من لا يملك إلا التخمينات والشائعات وهؤلاء دهماء المتعاملين.

### سوق الأسهم:

#### نقاط الضعف الهيكلية والتنظيمية

- أشار د. فايز الشهري إلى أن سوق الأسهم يتأثر بالعديد من الأطراف أهمها:
- البنوك الوسيطة للتداول والتمويل.
- المستثمر (المضارب).
- ظروف أداء الشركات في سوق المال.
- الأوضاع السياسية والاقتصادية وما يتبعها
- وهناك أيضاً عوامل متعلقة بطبيعة كل دولة مثل مستوى الشفافية والفساد وقوة المتابعة (الرقابة) ومدى تأثير القوى الاقتصادية ومستوى تدخل الدولة / وطبيعة النشاط الاقتصادي والنظام المالي وحرية التعاطي الإعلامي وغيرها.
- أما أهم تحديات سوق الأسهم السعودي - من وجهة نظر د. فايز الشهري - فتتمثل في الآتي:
- أن معظم الشركات تتأثر سلباً وإيجاباً بمعدل إنفاق الدولة، وإنفاق الدولة يتأثر بسعر النفط كمصدر رئيس للدخل.
- ضعف وعدم تفعيل الآليات الرقابية في الحسم السريع.
- التحكم في ملكية معظم الشركات وكذلك حركة السوق مضاربياً من قبل فئات محدودة جداً.
- غياب الشفافية واحتكار وتغيب المعلومات المهمة من قبل قلة تستطيع توظيف هذه المعلومات لمصلحتها.
- وجود تكتلات مالية وإدارية تستطيع أن توجه حركة السوق مضاربياً وما ينجم عن ذلك من صراعات استحواذ يتأثر بها الأفراد.
- عدم وجود سوق موازي يستوعب الشركات الخاسرة أو التي على وشك الخسارة والأغرب أن تجد شركات خاسرة (في فورة المضاربات) تتجاوز قيمتها السوقية 6 إلى 10 أضعاف قيمتها الدفترية.
- السماح للأفراد بالتداول (المباشر) بأي مبلغ من دون قيود وهو ما خلق تأثيراً مضاعفاً للأحداث والتقلبات على السوق وكذلك جعلهم ضحايا لمحترفي توجيه السوق من المضاربين ما أدى إلى نشوء ظاهرة التوصيات والتسريبات.
- عدم وجود محاضن وأوعية استثمارية آمنة تستوعب مدخرات الأفراد ما دفعهم لسوق الأسهم من دون وعي كامل.



وأشارت د. ناهد طاهر إلى أن سوق المال في المملكة ضعيف وقائم على المضاربات وعدم الشفافية عوضاً عن أن معظم الشركات المدرجة تباع ديونها للمستثمر وليس أصولها ومن ثم فإننا نحتاج أدوات تمويل طويلة الأجل مثل الصكوك الإسلامية ذات الأمد الطويل.

وبين أ. مطشر المرشد أن ما يحدث اليوم في السوق المالي هو سوء إدارة من قبل الفريق الاقتصادي، وأيضاً نتيجة مباشرة للمبالغة في الهلع جراء التشخيص غير الدقيق؛ وبحسب اعتقاده فإن حال الهلع هذه لن تستمر وستستعيد الأسهم عافيتها قريباً، خصوصاً في حال استقرار أسواق النفط ... كما أشار أ. مطشر المرشد إلى أن المشكلة ليست قيام البعض في توزيع استثماراتهم وإيداعها في الخارج.. الخطر الأكبر هو قيام كبار المستثمرين بالاقتراض من السوق المحلي (بنوك / وصناديق حكومية) لتمويل مشاريع بنية تحتية وعقود حكومية أخرى من ثم القيام بتحويل الأرباح إلى الخارج. أما أ.د. عبدالرحمن العناد فأوضح أن انهيارات أو انخفاضات أسواق الأسهم حدثت في دول عدة في الأيام الماضية، لكن المزج في الأمر أن بعض الدول - ومنها المملكة - اقتصادها كله ينهار أو على وشك!!! ومن أعراض ذلك: العجز الكبير، انخفاض الدخل العام، بدء الاقتراض، والسندات. واتفق د. منصور المطيري مع وجهة نظر أ.د. العناد؛ حيث أشار إلى أن أسواق الأسهم كلها في العالم منهارة ويتواصل انهيارها، بل إن بعض الأسواق الأوروبية تعرضت لأكبر خسارة في يوم واحد منذ 2011 .. واليوم - ويقصد يوم 25/8/2015 - أيضاً تتواصل الخسائر ماعدا سوقنا يرتفع.. ومن ناحية أخرى فإنه وإذا كان احتياطي المملكة من النقد يعادل تسعة أضعاف الاحتياطي الأوروبي - كما ذكر أ. مطشر - فالوضع ليس بهذا السوء فربما تنتهي الحرب سريعاً وتعود أسعار النفط للارتفاع، وربما نصحو من غفلتنا فننوع مصادر دخلنا.

واستكمل د. منصور المطيري طرحه بقوله: فيما يتعلق بأسواق الأسهم عندي قناعة شخصية - برغم كوني لست متخصصاً على الإطلاق - أن الحوسبة والاعتماد على الكمبيوتر في تنفيذ الصفقات بضغط زر من أي مكان أحد الأسباب الرئيسة في تحويل الفرع الناتج عن خبر سيء إلى مأساة وكارثة، لأن الجميع يتصرف في اللحظة نفسها بشكل سيء ولا يكلفه الأمر أكثر من ضغطة زر.. مثل تدافع عشرات الأشخاص على المخرج الوحيد حينما يصرخ أحدهم حريق فبدل النجاة يموت الهاربون من الزحام.



وأشار أ. مطشر المرشد إلى تحذيره السابق في عام 1434هـ من تداعيات سقوط الاقتصاد الأمريكي في فخ "الهاوية المالية" على الاقتصاد السعودي واقتصادات منطقة الخليج العربي، مؤكداً أن السعودية تعد أكثر دول العالم انكشافاً على السوق الأمريكية لما تملكه من استثمارات واحتياطات في السندات والعملية الأمريكية تزيد على تريليوني دولار. وأن دول الخليج هي أكثر دول العالم تضرراً من وقوع أمريكا في الهاوية المالية، حيث تتركز معظم فوائضها واستثماراتها الدولية في السوق الأمريكية، ليس فقط لامتلاكها حصة ضخمة من سندات الخزنة الأمريكية، بل لأن صادراتها وعملياتها مقومة بالدولار، كما أن ذهاب الأمريكيين إلى تلك "الهاوية" يعني ذهاب الاستثمارات السعودية والخليجية معها إلى "الهاوية".

كما أوضح أ. مطشر المرشد أن مسألة معالجة العجز الأمريكي ستحدث عاجلاً أم آجلاً، وكل المستثمرين الدوليين شرعوا في التحوط من هذا "المخاض الصعب"، حيث عملت الصين أخيراً على خفض محفظتها من السندات الأمريكية بواقع 29 في المائة، وطرحت اللوان كعملة تداول في مناطق خارج الصين. كذلك فإن السعودية في حاجة إلى البدء فوراً في توظيف جزء كبير من فوائضها المالية، في استثمارات خارج نطاق الدولار، في مجال الطاقة البديلة والمتجددة، والأمن الغذائي، والطب والتكنولوجيا إذ رغبت في التخفيف من ضربة موجعة لاستثماراتها في الخارج قد تحدث في أي وقت.. هناك فرص كبرى في العالم إذا استطعنا فقط إزالة المفهوم الخاطئ بمحدودية الفرص بعيداً عن الدولار. وذكر أ. مطشر أن السعودية بوصفها مستثمراً ضخماً في سوق السندات الأمريكية، بل إن نحو 90 من استثماراتها واحتياطاتها في الخارج هي "أمريكية"، تعد أمام خطر أن تقوم واشنطن بإعادة هيكلة ديونها الخارجية، أو أن تصبح أكثر تعقيداً في إصدار وتسييل السندات الحكومية، أيضاً فإن محدودية الفرص الاستثمارية للسيولة السعودية لا تنحصر في الأموال الحكومية، بل حتى أموال القطاع الخاص التي هي الأخرى تتركز وإن كانت بصورة أقل في السوق الأمريكية، وعليه يستوجب في هذا الإطار تحريك السوق الثانوية للصكوك والسندات في الداخل، عبر وضع جدول زمني لتنشيط هذه السوق، والإبقاء على أموال المستثمرين المحليين في الداخل حماية لها من التقلبات الحادة في الاقتصادات الدولية في الوقت الراهن. وأضاف أ. مطشر أن هناك سيولة كبيرة تخرج إلى خارج البلاد، ومن هنا يجب وبصورة عاجلة، أن تبدأ الوزارات الخدمية في البلاد باعتماد أسلوب إصدار السندات والصكوك للمشاريع الضخمة، منها المستشفيات والجامعات، والمطارات، والملاعب، والسماح لسيولة القطاع الخاص بإيجاد متنفس آخر غير سوق الأسهم والعقارات.



وإجمالاً يرى أ. مطشر المرشد أن هبوط  
أسعار سوق الأسهم متوقع .. لذلك  
يجب الابتعاد عن التحليل العاطفي، كما  
يجب اتخاذ إجراءات فعلية تقودها  
الجهات الرسمية وتترامن مع تصريحات  
توضح الوضع الاقتصادي بشفافية.

وذكر أ. خالد الحارثي أن ما تصدره هيئة سوق المال من تشريعات تراعى فيها مساحات كبيرة من حرية الإرادة وخصوصية المعلومات للمتعاملين في سوق الأسهم بحجة أننا سوق مفتوح واقتصاد مفتوح. تلك المساحات تتعدى حدود المساحات في أسواق أسهم يزيد عمرها عن 120 عاماً اكتسبت فيها المؤسسات المالية والمؤسسة النازمة للسوق خبرة متراكمة محلية تفوق الخبرة الدولية في المؤسسات المالية والبنوك في السعودية بمراحل، فضلاً عن الخبرات الدولية التي تصل لعدد من القرون بدأت ببيع أسهم شركات الاستعمار المتنوعة النشاط من الإنشاءات وحتى الاستيراد والتصدير ومختلف الأنشطة الصناعية والتجارية عبر البحار والمحيطات. ومن ثم حينما نتحدث هيئة سوق المال عن سوق واقتصاد مفتوح فإن هذه العبارة غير دقيقة، لأن تصديقها سيحدد مسار وصرامة التشريعات والضوابط النازمة لحركة السوق والدخول والخروج منه، ويمكن أن يحدث كثير من التلاعب في ظل هذه المساحات المترتبة على العبارة غير الدقيقة.

وأوضح أ. خالد الحارثي أن صدقية وشفافية المعطيات التي يتحدث عنها هي على سبيل المثال: إذا كانت مصادر الثروة هي الإنفاق الحكومي وليست ناتجة عن دورة اقتصادية متكاملة فإن السلوك المتوقع لرأس المال في هذه الحالة سيختلف عن سلوك رأس مال ناتج عن دورة أو عدد من الدورات الاقتصادية المتكاملة. ثم إن هذا السلوك أيضاً سيتأثر بتركيبة الاقتصاد والصناعة في الدولة، ويتأثر أيضاً بهيكل الملكيات خارج سوق الأسهم لقادة قطاعات الاقتصاد (عامة أو خاصة). نحن لسنا سوقاً مفتوحاً لأن الدولة تملك الثروات. ولسنا اقتصاداً مفتوحاً لأن اقتصادنا استخراج النفط. وكذلك الحال عندما يتم التعامل مع المؤشرات القياسية الدولية للاقتصاد والسكان والمجتمع والقوى العاملة مثل: قوة العمل والبطالة وملكية السكن، وتكلفة المعيشة... إلخ.



سَعَوَدَة هذه المؤشرات تصبح ضرورة لأن هناك فوارق اجتماعية واقتصادية لم تراعَ في تصميم المؤشر المستورد من صندوق النقد الدولي أو هيئة الأمم المتحدة ومنظماتها؛ لذا يتلقى المسؤول الحكومي التهمة بالتعالي وهو يستحقها نوعاً ما؛ لأنه يتعامل مع تصميم الحلول بهذه السطحية وكأن العلوم الإدارية والاقتصاد قوالب إلهية أو حلول واختراعات سحرية. ومن ناحية أخرى أوضح أ. مطشر المرشد أن عدم خروج جهاتنا الرسمية بمؤتمرات صحفية لتسليط الضوء على الوضع الحقيقي لاقتصادنا الوطني.. يفتح المجال على مصراعيه للتحليلات غير الدقيقة والتي أسماها تحليلات "التيك أوي". واتفق د. علي الحكمي مع ذلك بقوله: نحتاج شفافية أكثر، ليس معقولاً أن ينهار سوق الأسهم ولا تقدم أي جهة مسؤولية بتوضيح أو شرح لحقيقة ما يحدث.

### التأثيرات النفسية على سلوك المستثمرين في سوق الأسهم

من ناحية أخرى، تناول د. علي الحكمي بعض التأثيرات النفسية على سلوك المستثمرين في سوق الأسهم، وهي -كما أشار د. علي- ملخص لبعض الأبحاث في مجال الاقتصاد السلوكي Behavioral Economics وعلم نفس الأحكام واتخاذ القرار The Psychology of Judgment and Decision Making.

### حماس المضاربين وسوء التوقيت:

تعليقاً على التقلبات الحادة التي حدثت في أسواق الأسهم العالمية مؤخراً، وعزو كثير من المحللين والمستثمرين ذلك إلى التباطؤ في الاقتصاد الصيني، يؤكد عالم الاقتصاد روبرت شيلر Robert Shiller الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد ومؤلف كتاب Irrational Exuberance، أن طبيعة الإنسان والعوامل النفسية هي ما يفسر ما يحدث في سوق الأسهم وليس الصين. فهو يرى أن فقاعة المضاربة Speculative Bubble ترتفع بناءً على "حماس المضاربين" وتفاؤلهم المفرط، وعندما تساورهم الشكوك حول المستقبل، يبدؤون في التفكير في البيع، ولكنهم يفتقدون للوضوح حول التوقيت المناسب للقيام بذلك. وعندما يشاهدون انخفاضاً في السوق، يتخوفون من أن الآخرين قد تكون لديهم نفس الشكوك كذلك، فيدخلون في سباق معهم: من الذي يبيع أولاً. ولذلك فالهبوط الحاد لأسواق الأسهم قد يحدث بصورة سريعة جداً. كما يشير شيلر إلى أنه حتى المستثمرين الأذكياء كانوا يشترون أثناء الفقاعة المضاربة بأسعار عالية من دون إعطاء الاهتمام الكافي للأخطار الممكنة.



### تأثير العاطفة:

تؤثر العوامل العاطفية (حبنا أو كراهيتنا أو تخوفنا من شيء معين) على القرارات التي نتخذها في مختلف المجالات وعلى إدراكنا للمخاطر والمنافع من الخيارات المختلفة. ففي دراسة للحكمي (1991) والحكمي وسلوفيك (1994) وجد أن العوامل العاطفية تؤثر بشكل مباشر على تقديرنا للأخطار والمنافع، حيث توجد علاقة عكسية بين إدراك المخاطر وإدراك المنافع، فعندما ننظر إلى خيار معين على أنه مرتفع المنافع، فإننا ننزع للتقليل من أخطاره، والعكس صحيح. ولا يعود هذا لأسباب عقلانية تعتمد على البيانات والمعطيات، بل تلعب العاطفة دوراً كبيراً في ذلك. فعندما نحب أو نفضل أحد الخيارات، نميل إلى التقليل من أخطاره ومضاره وهكذا. بل أن تقديم معلومات إيجابية عن خيار ما (مثل ما يعمل المزاربون أثناء تحليلاتهم لأسهم معينة، أو أسلوب معين للداول) يؤثر على تفضيلات الناس وتقديرهم للمخاطر. وقد قام بعض الباحثين بتطبيق النظريات التي تربط بين العاطفة وإدراك المخاطر والمنافع إلى التعاملات في سوق الأسهم، ووجد بالفعل أن التفضيلات العاطفية تؤثر على قرارات الشراء والبيع بعيداً عن الأساسيات. ومن هنا، فإنه وعلى الرغم من اعتقاد الكثيرين أن نشاط سوق الأسهم هو عقلائي ومنطقي وقائم على التحليل، إلا أن الأبحاث الحديثة في مجال الاقتصاد السلوكي تشير إلى عدم صحة ذلك وإلى التأثير الكبير للعواطف والانفعالات على ذلك.

### الثقة المفرطة:

في العالم المثالي، ووفقاً للنماذج المعيارية في اتخاذ القرار، فإن مستوى ثقتنا في صواب أحكامنا وقراراتنا يجب أن تتطابق تماماً مع صواب تلك القرارات والأحكام في الواقع. فإذا كنا، على سبيل المثال، قد أجبنا على 40 سؤالاً بشكل صحيح من أصل 50 سؤالاً عرضت علينا، فإن معنى ذلك مستوى ثقتنا في صحة أحكامنا يجب أن يكون 80%. ولكن إذا كان مستوى ثقتنا أعلى من نسبة إجاباتنا الصحيحة، فإن ذلك يدل على أن لدينا ثقة مفرطة في صحة أحكامنا، والعكس صحيح. وقد وجدت الأبحاث أن ظاهرة الثقة المفرطة في الأحكام الاحتمالية موجودة بالفعل في مختلف الثقافات حول العالم وإن كانت تتفاوت في درجتها عبر الثقافات.



وجدير بالذكر أيضاً، أن الثقة المفرطة وجدت حتى لدى الخبراء في مجالات شتى (اقتصادية وهندسية، وطبية، وعلمية وإدارية وسياسية وغيرها)، ففي بعض الدراسات وجد أن المهندسين يقعون ضحية للثقة المفرطة في تقديراتهم لمتطلبات مشروع إنشائي أو المدة الزمنية التي يمكن أن ينجز فيها.

وفي أسواق الأسهم، تؤثر الثقة المفرطة على تقديرات المستثمرين والمحليين (أفراداً ومؤسسات) وعلى قراراتهم أو توصياتهم للبيع والشراء نتيجة لذلك. فهم يبالغون في اعتقادهم أن لديهم القدرة على قراءة المعطيات والبيانات الاقتصادية وغيرها وتوظيفها بشكل فعال في أحكامهم، بينما في الواقع ونظراً لأنهم يتعاملون مع درجات عالية من حالة عدم اليقين (Uncertainty) فإن ذلك يحد من دقة تنبؤاتهم المستقبلية. وعلى الرغم من أن حالة عدم التأكد تؤثر في أحكامنا الاحتمالية (ومنها تنبؤاتنا بأسعار الأسهم) بدرجة أو أخرى، إلا أن مستوى ثقتنا في تلك الأحكام لا يأخذ ذلك في الحسبان.

#### الذاكرة والعمليات العقلية:

تشير الأبحاث في مجال علم النفس المعرفي إلى تأثير العمليات العقلية لدى الإنسان (كالإدراك، والانتباه والذاكرة، والاستدلال والاستنتاج وغيرها من عمليات التفكير بمستوياتها المختلفة) بنطاق واسع من الأخطاء والتحيزات، Errors and Biases، لخصها نيزيت وروس Nisbett and Ross 1980 في كتابهما الكلاسيكي عن أوجه القصور والتحيزات في الاستدلال والتفكير. ومن أهم العمليات التي تؤدي لأخطاء في التفكير الانتباه الاختياري Selective attention والذي يحدث عندما نواجه كمّاً متعدياً من المعلومات وننتبه لجزء منها ونتجاهل أجزاء أخرى قد تكون أكثر أهمية. وهذا يعود، بشكل رئيس، إلى محدودية قدرة الإنسان على التعامل مع تلك المعلومات، والاستفادة منها للوصول لاستنتاجات صحيحة. وهذا ما يحصل في أسواق المال، فالمعلومات ذات مصادر متعددة، وأصبحت مع وسائل الاتصال الحديثة تصل بسرعة لا يمكن التعامل معها بشكل كامل، فيتم الانتباه لبعضها، وقد يكون أقل أهمية، وتجاهل المعلومات الأخرى، مما يؤدي لأحكام خاطئة ومتحيزة.





ويعتبر تحيز الإثبات Confirmation bias من أهم التحيزات التي تقود أحكامنا وقراراتنا للخطأ، حيث ينزع الإنسان للبحث عن المعلومات التي تؤكد وتثبت أفكاره المسبقة، وفي الوقت نفسه يتجاهل المعلومات التي تناقضها. ويلاحظ هذا التحيز في سلوك المتعاملين في الأسواق المالية بما فيهم المحللون والخبراء، فهم ينزعون في الغالب للبحث عن المعلومات التي تؤكد أفكارهم المسبقة وتؤيد توجهاتهم سواء في منتديات الأسهم، أو شبكات التواصل الاجتماعي وغيرها، بينما يتجنبون المصادر التي قد تتعارض معها. وينطبق هذا أيضاً على متابعة قنوات تلفزيونية أو محللين معينين. ومن العوامل النفسية ذات العلاقة بالعمليات العقلية المؤثرة على القرارات وإدراك الأخطار (ومنها بالطبع تلك المتعلقة بسوق الأسهم)، ما أطلق عليه كانيمان وتفرسكي اسم استراتيجية الإتاحة، The Availability Heuristic، وهي تعني أن الأحداث البارزة في حياتنا يسهل استدعاؤها من الذاكرة وخاصة في السياقات ذات العلاقة، وبالتالي فهي تؤثر على أحكامنا وقراراتنا حتى لو كانت احتمالات حدوثها ضعيفة جداً. فأتثناء متابعتنا لانخفاضات أسواق الأسهم، يتبادر إلى الذهن مباشرة الانهيارات التي حصلت عامي 2003 و2008، وذلك لأنها كانت انهيارات دراماتيكية وقاسية، وبالتالي فإن تذكرنا لتلك الأحداث بسهولة يعزز من توقعاتنا أن انهيارات مشابهة ستحدث لا محالة، بالرغم من اختلاف العوامل الاقتصادية والأساسيات الآن عنها في الفترتين المشار إليهما. وبالتالي يحدث الهروب الجماعي من السوق بناءً على توقعات مستقبلية غير دقيقة اعتمدت على أحداث سابقة (الانهيارين) وتجاهلت المعلومات الحالية.

وعلق د. حميد المزروع على ما طرحه د. على الحكمي بقوله: 95% من المتعاملين بسوق الأسهم لا يدركون معنى الاستثمار، ولا معايير تقييم الأوراق المالية، وبالتالي استسلموا لما يعرف بالتحليل الفني وتوصيات المنتديات، وهي غالباً ما تقاد بتوجهاته الخدمة "الهوامير"؛ لذلك تجدهم يتأثرون بطريقة جنونية لأداء السهم اليومي ويتركون قيمته الحقيقية التي تحددها ما يعرف بمكرر السهم وأفاق نموه المستقبلي، ولهذا السبب يلعب الجهل والعامل النفسي في اتجاه السوق وتتجلى سمة السلوك الجماعي في اتخاذ القرارات المشتركة، التي كما نلاحظ تؤدي إلى التذبذب العالي بالأسعار، سواء بالارتفاعات أو الانخفاضات غير المبررة، لا شك أن تفعيل الحوكمة الداخلية للشركات، وتطور أداء شركة تداول، سيعزز مع الوقت توازن السوق، ويُقصد هنا القرارات العقلانية بالبيع والشراء، عموماً ما زلنا نصف ضمن الأسواق الناشئة.

كذلك فقد أشار د. مساعد المحيا إلى أن العامل النفسي هو ما يدعو للتدافع للبيع في أكثر الأحوال .. لكن من المهم التأكيد على أن صناع الأسواق كثيراً ما يستثمرون تلك الحالات النفسية من خلال تلاعبهم بكل المؤثرات التي تقود لسلوك المستثمرين والمضاربين وتقودهم نحو اتجاه معين ... وفي أكثر الأحوال يستثمر في هذا ضخ عدد من الأخبار والمعلومات السلبية عبر مختلف وسائل الإعلام مع دعم للعديد من آراء المحللين الذين يقودون هذا الاتجاه أو يشاركون فيه .. وعلقت د. عائشة حجازي بقولها: انهيارات سوق الأسهم تليها انهيارات نفسية حادة مازال بعض ضحايا الأزمة السابقة مودعين في المصحات وخسروا ما تبقى لديهم في العلاج.

واتفق د. علي الحكمي مع د. حميد المزروع في أن التحليل الفني وتوصيات المنتديات تخدم توجهات معينة في السوق وبالتالي المتضرر هم صغار المستثمرين، وهنا يأتي دور تداول في تقديم معلومات صحيحة وتتجاوب مباشرة مع أوضاع السوق وتقلباته. كما أكد أيضاً على ما ذهب إليه د. مساعد من أن هناك من يستفيد من بث حالة الرعب لدى المستثمرين باستخدام معلومات ليس لها تأثير حقيقي على قيمة السهم العادلة.





### الوصايا العشر لحماية المتعاملين في سوق الأسهم

- اقترح د. فهد الحارثي تحاور أعضاء منتدى أسبار حول ما أسماه "الوصايا العشر" لتحجيم أمراض السوق وبالتالي حماية المستثمرين، مع الوضع في الاعتبار أن هنالك ما هو خارج عن إرادة السوق مثل التأثير بالأسواق العالمية على سبيل المثال وليس الحصر. وفي هذا الإطار فقد حدد د.م. نصر الصحاف الوصايا العشر لحماية المتعاملين في سوق الأسهم فيما يلي:
- غياب التصريح العلني للمسؤولين إما عن جهل وعدم اختصاص (مع أنهم في مراكز تحتم الاختصاص في المواضيع المالية/الاقتصاد/السوق) أو اللامبالاة (باعتبار المسألة برمتها غيمة وتزول) سبب أساس في موجة الذعر والهلع التي أصابت المساهمين ولكن أن تستمر الحالة كذلك ولفترة تعتبر طويلة بمقياس السوق فهذا مما يعزز فكرة تواطؤ المسؤولين بانتهازية الظرف لغرض ما.
- الشفافية المعدومة في السوق لا تفيد سوى فئة محددة على حساب الجميع.
- نظام الكيل بمكيالين لا يفيد السوق أو الاقتصاد الوطني إنما يساهم في تقليص الطبقة الوسطى بوتيرة أسرع.
- هروب رؤوس الأموال إلى أسواق أخرى ربما ذات عوائد أقل إلا أنها أرحم وتمكن المستثمر بأخذ القرار عن معادلات رياضية أثبتت قوتها عبر سنين من النجاعات وليست وليدة الصدفة أو تابعة لنزوات غير مدروسة.
- استقلال الأجهزة الرقابية.
- تيه البنوك المحلية في التعاطي مع فئة معينة وتمكينهم من تسهيلات هم أصلاً لا يفقهونها وإنما عميت بصائرهم بسبب الجشع فقط وإذا نزل السوق سارعوا في تصفية محافظ عملاءهم غير المحظوظين فقط!!!
- تناقض الأدوار في المؤسسات المعنية لدرجة الوصول إلى acting conflict of interest
- غموض وعممة دور المحافظ السيادية في هذه الأزمات والتي قد تكون (ليس الآن) في بعض الأحيان مفتعلة !!
- إحجام أصحاب الرأي السديد والنأي عن إبداء الرأي لسبب ما !!

• الجهل المطلق بقواعد اللعبة من قبل شريحة كبيرة من المساهمين الصغار مما يشكل فريسة سهلة لما يسمى بالهوامير في غياب الرقابة المهنية المسؤولة في متابعة الحركات التي قد لا تكون مشبوهة في حد ذاتها ولكنها بالمجمل وعلى المدى ليس بالطويل تؤدي أكلها في رفع سهم معين من دون أي مؤهل فيسارع (عامّة المساهمين) بالشراء كتثبيت لظاهرة القطيع المنطبقة حتى الآن في السوق على الرغم من الانتكاسات المتتالية في أقل من عقد زمني واحد مما يعني شيء واحد وهو تأكيد جهل المستثمر الصغير / المتضرر الأكبر. هنا تكون المسؤولية أكبر على المسؤولين!!!

أما الوصايا العشر لتحجيم مخاطر سوق الأسهم وحماية المستثمرين في رأي أ. خالد الحارثي فتتضمن ما يلي:

- إنشاء هيئة الرقابة المالية والتي تكون مهمتها التفتيش والتحري والتدقيق في النشاطات المرمية في سوق المال أو خارج النظام البنكي.
- توسيع الدور الرقابي والعقوبات على حركة التداول النشطة في الأسهم التي لا تملك مؤهلات النشاط غير العادي.
- متابعة مصادر السيولة في المحافظ المتوسطة والكبيرة والتأكد من صحة بيانات الإفصاح.
- متابعة عمليات غسيل الأموال التي تحدث خارج النظام البنكي. وإيقاع أقصى العقوبات على جميع الأطراف.
- تقسيم سوق الأسهم إلى عدة أقسام من حيث عدد الأسهم والكفاءة التشغيلية والملاءة المالية.
- سرعة إنشاء سوق الصكوك والسندات وأنظمة الرقابة الخاصة به التي تدقق وتراقب مصادر السيولة.
- سن حزمة أنظمة للحد من المضاربات عالية المخاطر والتلاعب.
- تحويل مؤسسات الوساطة ومديري الصناديق إلى شركات مساهمة عامة يصعب تملك حصص مسيطرة فيها وخاضعة لأعلى معايير الحوكمة الإدارية والمالية والرقابة.
- مراجعة أنظمة القروض الشخصية والقروض المقدمة للأفراد لتأكيد مستوى الملاءة المالية دون مخاطر عالية.
- تأسيس شركات تعاونية عملاقة مالية وصناعية وتجارية تعادل الضغط في السوق السعودي وتهذب حدة التنافس الشرس وشراسة الاحتكارات.
- وأضاف د. حميد المزروع لما أشار به أ. خالد الحارثي الوصية الحادية عشرة وتتمثل في:
- إيقاف التسهيلات البنكية للأفراد، وقصرها على مديري المحافظ المرخصة على ألا تزيد قيمة التسهيلات عن 25% من قيمة المحفظة.

وطرح اللواء د. سعد الشهراني الوصايا العشر لحماية المتعاملين في سوق الأسهم وتضمنت ما يلي:

- ابتعاد من لا يحب المخاطرة عن الدخول بسوق الأسهم.
- أن يدرك من يدخل سوق الأسهم أنه سوق عالي المخاطر وأنه يشهد تقلبات سريعة ومفاجئة وأن العدوى من سوق إلى سوق عبر العالم وعبر القطاعات حقيقة من حقائق هذا السوق؛ ولذلك فإن على المتعامل فيه أن يعرف أنه في لحظة من لحظات القلب قد يتعرض لخسائر كبيرة وأنه قد لا يستطيع الخروج في الوقت الذي يريد.
- قيام المتعاملين بجني الأرباح يومياً وإخراج هذه الأرباح أو جزء منها من السوق لأن هذا يخفف من الإحساس بالألم من أي خسائر لاحقة.
- العامل النفسي مهم في سوق الأسهم فسراب الربح السريع والخوف من الخسائر تدفع المتعامل لاتخاذ أو عدم اتخاذ قرارات مهمة قد يندم عليها مستقبلاً.
- عدم الخروج من السوق إذا كانت الخسائر كبيرة ؛ لأن السوق سيعاود الصعود مرة أخرى ولو بعد فترة طويلة... وبمعنى آخر أن يعمل المتعاملون في سوق الأسهم وفقاً لمقولة: أخرج لاحقاً وحذار ألا تخرج في الوقت المناسب عند الصعود طمعاً في ربح أكثر أو خسائر أقل.
- المتعامل بسوق الأسهم هو المسؤول مسؤولية خاصة عن قراراته والحديث عن المسؤولية العامة لهيئة سوق المال أو غيرها لن يفيد على المستوى الشخصي كونه هو من يتخذ القرار بالدخول للسوق والبيع والشراء والخروج.
- يجب ألا ينخدع المتعامل بسوق الأسهم وينساق وراء الشائعات.
- من الضروري أن يحتفظ المتعامل بسوق الأسهم بنسبة جيدة في الأسهم القيادية وتلك التي توزع أرباحاً.
- مراعاة ألا يأخذ المتعامل بسوق الأسهم أية قروض أو تسهيلات للاستثمار في سوق الأسهم ما لم يكن محباً للمخاطرة ويعلم أنه سيتحمل نتائجها نفسياً، مع عدم العمل من خلال المحافظ المرهونة للبنوك والتي يمكن أن تقوم بتسييلها مع تحميل المتعامل نفسه الخسائر.
- يجب عدم الاحتفاظ بكامل الأموال - قليلة أو كثيرة - في سلة سوق الأسهم، ومن المهم الاحتفاظ بالجزء الأكبر في استثمارات وأصول أخرى.



## المشاركون

- السفير أ. أسامة نقلي
- د. الجازي الشبيكي
- م. حسام بحيري
- د. حسين الحكمي
- د. حمد الماجد
- د. حميد المزروع
- د. خالد الرديعان
- أ. خالد الوابل
- د. خالد بن دهيش
- أ. خالد الحارثي
- د. زياد الدريس
- م. سالم المري
- د. سامية العمودي
- اللواء د. سعد الشهراني
- أ. سعيد الزهراني
- أ. سمير الزهراني
- د. طلحة فدعق
- د. عائشة حجازي
- أ.د. عبدالرحمن العناد
- د. عبدالرحمن الهدلق
- د. عبدالسلام الوابل
- أ. عبدالله آل حامد
- د. عبداللطيف العوين
- د. عبدالله الحمود
- أ. عبدالله الضويحي
- أ. عبدالله بن كدسه
- د. علي الحكمي
- أ. علي عبدالله بن علي
- أ. فاطمة الشريف
- د. فايز الشهري
- أ. فايزة الحربي
- د. فاطمة القرني
- د. فهد الحارثي
- أ. كوثر الأريش
- أ. ليلى الشهراني
- د. محمد السلمي
- د. مساعد المحيا
- د. مسفر السلولي
- أ. مسفر الموسى
- أ. مطشر المرشد
- د. منصور المطيري
- د. منى أبو سليمان
- د. ناهد طاهر
- د.م. نصر الصحاف
- أ. هادي العلياني
- أ. يحيى الأمير
- أ. يوسف الكويليت



# ملتقى أسبار

## Asbar Council

(نادي تفكير)

تأسس الملتقى في 28 يونيو 2015م



@MultaqAsbar



@Multaq\_Asbar



<https://cutt.us/U0nnC>



00966114624229



[www.asbar.com](http://www.asbar.com)