



هيئة السوق المالية وانهيار سوق الأسهم السعودية عام 2006م

2017

إعداد:

- جوش ليرنر
- آنن لمون
- سيف دو

*هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسؤوليتها عن ما ورد فيه من معلومات وبيانات، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها المسؤولية عن أية خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق.

مقدمة

بحلول يناير 2017م، تكون 11 عاماً قد مضت على أول انهيار لسوق الأسهم المحلية . ففي 25 من شهر فبراير عام 2006م أغلق سوق الأسهم السعودي عند أعلى مستوى تاريخي له (20634.86 نقطة)، وفي اليوم التالي بدأ الانهيار. وبحلول نهاية عام 2006م كان المؤشر الرئيسي لسوق الأسهم (تاسي) قد فقد نحو 65% من قيمته، وانخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم إلى قرابة النصف، لتصل إلى 326.9 مليار دولار.

وعلى الرغم من أن السنوات الـ 11 الماضية لم تكن سلسلة تماماً - إذ تسببت الأزمة المالية العالمية عام 2008م في هبوط سوق الأسهم بشكل فاق ما حصل في عام 2006م - إلا أن الهيئة تسعى إلى تعلّم درسين من تجربتها مع أول حادث انهيار للسوق. الأول: ما الذي كان يمكنها عمله لمنع الانهيار في ذلك الوقت؟ والآخر: ماذا يمكنها أن تفعل الآن لمنع وقوع كوارث مماثلة في المستقبل؟

كيف وصل السوق إلى قمته؟

تأسست السوق المالية السعودية (تداول) عام 1985م تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما، البنك المركزي)، لتحل محل النظام غير الرسمي القائم على الوسطاء، الذي كان موجوداً منذ النصف الأول من القرن الماضي. وجاء قرار الحكومة بإنشاء بورصة استجابة للنمو السريع في عدد شركات المساهمة السعودية التي انتشرت خلال السبعينيات الميلادية مع نضج اقتصاد المملكة. وأُنشئ مؤشر تداول العام (تاسي) عام 1985م ليرصد أداء جميع الشركات المدرجة في البورصة، وأعطى قيمة 1000 كنقطة أساس.

في أوائل العقد الأول من القرن الحالي ، بدأ مؤشر تداول بالصعود بشكل مطرد. وبحلول نهاية عام 2003م أغلق المؤشر عند 4437.6 نقطة، مرتفعاً من مستوى إغلاقه السابق بنهاية عام 2002م البالغ 2518.1 نقطة. كذلك ارتفعت قيمة المؤشر بنسبة 84% عام 2004م، وبنسبة 103.7% عام 2005م، ليغلق عند 16712.64 نقطة نهاية ذلك العام. وأظهرت القيمة السوقية لتداول نمواً مماثلاً، فقد قفزت من 68 مليار دولار في عام 2000م إلى قرابة 646 مليار دولار بنهاية عام 2005م. (راجع الشكل (1) - رسم بياني لمؤشر تداول خلال الفترة من يوليو 2004م إلى يناير 2007م).

ولم تقتصر هذه الطفرة على المملكة العربية السعودية فحسب، بل ارتفعت القيم السوقية لجميع أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي - البحرين، وعمان، والكويت، والإمارات العربية المتحدة (أبوظبي ودبي)، وقطر، وكذلك

السعودية - بعشرة أضعاف تقريباً بين عام 2000م وعام 2005م من 117.0 إلى 1135.5، أيضاً صعّدت القيمة المتداولة بمعدل 60 مرة، مرتفعة من 23 مليون دولار إلى 1.373 مليار دولار. وكانت السعودية الدولة الرائدة في تلك الارتفاعات، إذ شكلت نحو نصف القيمة السوقية وقرابة 80% من القيمة المتداولة في عام 2005م (راجع الشكل (2) لتحركات أسواق الأسهم الإقليمية خلال تلك الفترة). وفي الفترة ما بين عام 2001م والنصف الأول من عام 2006م، أُجري 59 طرحاً أولياً للاكتتابات عامة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، جمعت ما قيمته 15.5 مليار دولار، وكان من بينها 11 طرحاً عاماً (18.6%) في السعودية، إلا أن الشركات السعودية هيمنت على ساحة الأموال المجموعة للاكتتابات، فقد بلغت قيمتها 7 مليارات دولار، أو ما نسبته 45% من الإجمالي.

بدأت عدة ديناميكيات مؤثرة في المشهد، فقد كانت السيولة عالية بشكل لافت للانتباه في جميع أنحاء المنطقة، ويعزى ذلك جزئياً إلى نشوء المخاوف بعد هجمات الحادي عشر من سبتمبر في الولايات المتحدة، الأمر الذي دفع أثرياء العرب إلى استعادة استثماراتهم من الأسواق الغربية والسعي للاستثمار محلياً. علاوةً ذلك، تضاعفت أسعار النفط بين عامي 2000م و 2005م، متأثرة بزيادة الطلب العالمي، وبالتالي زادت معها الإيرادات من صادرات النفط. ونتيجة لذلك، رفعت الحكومة السعودية من وتيرة إنفاقها على البنية التحتية، وسددت ديونها، واستثمرت في مشاريع إنتاج الطاقة.

سعت وزارة المالية السعودية الى تعزيز سيولة البنوك من خلال سداد ديون الدولة في ذلك الوقت، وهذا بالتالي دفع البنوك الى زيادة مستوى إقراضها. ووجدت البنوك مقترضين مستعدين - وهم المواطنون السعوديون الذين يرغبون في الاستثمار في سوق الأسهم. وكانت الاكتتابات الأولية في السوق السعودية تطرح الأسهم بالقيمة الاسمية، وتقتصر على المستثمرين السعوديين. وبصفة عامة، كان سعر الطرح أقل بكثير من القيمة الفعلية للأسهم، وخصّصت الأسهم بحسب عدد المستثمرين الذين اكتتبوا، فكانت أسعار اليوم الأول لتداولها تحقق قفزة كبيرة، وبنى بعض المتداولين مكاسبهم وسعى آخرون إلى زيادة مراكزهم. وبعد تلك القفزات الأولية، استقرت أسعار الأسهم. وزعم أحد المراقبين أن هذا التسعير المتدني قد أدى إلى تضاعف سعر الإصدار 3 مرات.

وقلما يوجد في السوق السعودية آنذاك خيارات استثمارية أخرى خلاف الاستثمار في سوق الأسهم، فإنشء المشاريع أو المنشآت الصغيرة، التي قد تمتص السيولة النقدية المتاحة، كان عملاً مكلفاً يستغرق وقتاً طويلاً حتى يؤتي ثماره. وفي عام 2005م، أي قبل عامٍ من الانهيار، احتلت السعودية المرتبة 38 من بين 155 دولة في تقرير البنك الدولي في سهولة ممارسة الأعمال. غير أن ترتيبها المتميز كان على وجه الخصوص نتيجة انخفاض معدلات الضرائب ووجود سوق عمل مرنة للغاية. وكان الحد الأدنى لرأس المال اللازم لبدء نشاط تجاري يبلغ نحو 129000 دولار أو ما يعادل 1237% فوق

متوسط دخل الفرد البالغ 8500 دولار تقريباً. وفي الوقت نفسه، يستغرق استيفاء التراخيص أو التصاريح المناسبة 131 يوماً، تتضمن 18 إجراءً، وتكلف 82% من متوسط دخل الفرد.

ازدادت جاذبية سوق الأسهم في أواخر عام 2002م، حين طرحت شركة الاتصالات السعودية 30% من أسهمها للاكتتاب العام، مما أفضى إلى دخول مجموعة كبيرة من الناس للاستثمار في السوق. فمن أصل 90 مليون سهم مطروح، بيع 60 مليون سهم للمواطنين السعوديين الأفراد، وبيع الباقي لصندوقين عامين للمعاشات التقاعدية. لم يكن هنالك سوى 40 ألف محفظة استثمارية نشطة في المملكة قبل إدراج شركة الاتصالات السعودية، وبعد طرحها للاكتتاب العام، تضاعف العدد وواصل ارتفاعه منذئذ. ووفقاً لبعض الروايات، شارك نصف عدد سكان المملكة البالغ عددهم 17.4 مليون نسمة في الاكتتاب العام لشركة ينساب عام 2005م، وهي شركة بتروكيماويات سعودية. وكانت العائدات الأولية لأسهم شركة الاتصالات السعودية التي بلغت 39% متواضعة أمام أداء شركاتٍ أخرى طرحت مثل شركة الصحراء للبتروكيماويات، التي قفز سعر سهمها بنسبة 200% بعد إدراجها في يونيو 2004م، وشركة اتحاد اتصالات التي بلغت مكاسب سهمها 500% بعد طرحها في ديسمبر 2004م. كذلك عززت أسعار النفط المرتفعة أداء شركات البتروكيماويات، مما وفر مزيداً من الثقة للمستثمرين.

لكن لم تكن كل الأمور تبشر بالخير، فقد كان المتداولون الأفراد، الذين يشكلون أكثر من 95% من حجم التداول اليومي في تداول، يشترتون بالهامش على نحو متزايد. ووفقاً لبيانات مؤسسة النقد العربي السعودي، ارتفعت مستويات الديون الشخصية بشكل ملحوظ بين عامي 2002م و 2006م. كذلك ارتفعت أيضاً القروض "لأغراض أخرى" - أي التي لا تتعلق بشراء العقارات أو السلع المعمرة - بنحو خمس مرات، وذلك من 7.8 مليار دولار في عام 2002م إلى 36 مليار دولار بحلول عام 2005م. وأفادت التقارير أن أعداد أفراد الطبقة المتوسطة الذين يملكون خبرة استثمارية في حكم الضحلة أو المعدومة أصلاً، وقاموا ببيع سياراتهم ووصفية مدخراتهم للمشاركة في السوق الصاعدة.

و شكل التدفق المفاجئ للمتداولين الأفراد تحديات عديدة، فلم يكونوا على دراية باستثمارات سوق الأسهم - حتى أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، كانت الأصول الاستثمارية الرئيسية في المملكة العربية السعودية هي العقارات والذهب. . بالإضافة إلى ذلك، لم يكن في السوق سوى عدد قليل من المستثمرين المؤسسيين الكبار، ولم توجد عملياً أي أي استثمارات في السوق لمؤسسات دولية ترسم خطاً طويلة الأجل وتحد من التقلبات. إن السهولة المتزايدة في الوصول إلى فضاء الشبكة العنكبوتية، ودخول التداول عبر الإنترنت، من العوامل التي زادت تعقيد الوضع. علق أحد الأكاديميين على الوضع في المنطقة ككل قائلاً: "الشائعات و"الترويج" للأسهم على شبكة الإنترنت كانت منتشرة، ويكاد يستحيل على الجهة التنظيمية الناشئة السيطرة عليها."

من الناحية الهيكلية، كانت السوق في السعودية مهينة للازدهار والانهيار في آن واحد. لم يكن البيع على المكشوف متاحاً، ولم تُتبع أو تُنفذ المبادئ التوجيهية لإعداد تقارير عن الشركات المدرجة على نطاق واسع. وكانت الأبحاث قليلة جداً عن الأسهم، وحتى لو كان هنالك أبحاث، فلم يكن لدى المستثمرين الأفراد سوى القليل من التدريب على فهم وتفسير المعلومات المالية، في الوقت الذي وفّرت فيه شبكة الإنترنت مصدراً جاهزاً للمعلومات غير المؤكدة.

ويعزى أحد أسباب ما حصل إلى كفاءة السوق، حتى إن أحد المراقبين علق قائلاً: "نحن ضحية نجاحنا". حيث لم تعتمد هيئة السوق المالية آلية تسوية الصفقات خلال ثلاثة أيام عمل (T+3) أو يومي عمل (T+2)، كما هو متعارف عليه في العديد من الأسواق المتقدمة، بل كانت تطبق دورة التسوية الفورية (T+0)، ويرى أحد الأكاديميين أنه "من المرجح جداً أن قاعدة التسوية الفورية، بغض النظر عن تأثيرها في جودة عملية اكتشاف الأسعار، أدت إلى زيادة حجم التداول العشوائي في السوق".

وقال موظف سابق في أحد الصناديق الاستثمارية: "قبل ارتفاع السوق الكبير، كان الموظفون المبتدئون في أي صندوق استثمار سعودي في الأسهم يأتون بعد عطلة نهاية الأسبوع فيجدون اشتراكات بمبلغ 20 مليون ريال فقط جاهزة للاستثمار، وكان ذلك في نهاية اشتراكات الصندوق الأسبوعية. بعد ذلك ببضعة أشهر، خلال هذا الارتفاع، كنا نأتي ونجد اشتراكات تتراوح بين مليار ومليار ونصف ريال سعودي للاستثمار. كانت أسعار السوق مجنونة، و استثمارها هو ما كان علينا فعله!"

كان يُنظر إلى أي محاولة لإبطاء التداول أو لرفع وعي المستثمرين الأفراد بالمخاطر التي قد يتعرضون لها بعين الاستنكار والشك. كما أن منع الاستثمار في الشركات ذات المخاطر العالية، واشتراط الشهادات أو المؤهلات من أجل الاستثمار، حتى مطالبة المستثمرين المتوقعين بملء الاستبيانات التي تفحص فهمهم لمخاطر الاستثمار في السوق، كانت تعد عوائق مزعجة تحول دون كسب المال، وهو رد الفعل المتوقع من المستثمرين في أي تجارة.

وعلاوة على ذلك، كان من السهل التلاعب ببعض فئات الأسهم؛ "فالشركات على الورق"، أو الشركات التي أسست وطرحت للعموم في الثمانينيات، ومنذ ذلك الحين وهي تعاني من شح أسهمها الحرة وإداراتها اللامبالية، كانت أهدافاً جاهزة للمستثمرين عديدي الضمير للسيطرة عليها ومن ثم المبالغة في رفع أسعار أسهمها. وقد يشترى المستثمرون الأغنياء ويبيعون أسهم شركة صغيرة فيما بينهم لخلق طلب وهي عليها، تمهيداً لبيعها بمجرد أن ترتفع الأسعار. وفي الوقت نفسه، أذنت الحكومة لقطاع جديد هو (قطاع التأمين)، وقررت أن على جميع الشركات التي حصلت على رخصة أن تطرح أسهمها للجمهور قبل القيام بممارسة

أعمالها. وهكذا، ظهر عدد كبير من الشركات في السوق مع فرص محفوفة بالمخاطر وأسهم حرة قليلة، بحيث يمكن التلاعب بها أسوة بمثيلاتها. ومع استمرار سوق الأسهم في الارتفاع، غُض الطرف عن هذه المخاوف إلى حد كبير.

في نهاية عام 2005م، أُغلق سوق الأسهم السعودي فوق مستوى 16000 نقطة، ضمن اتجاه صعودي مستمر للأسهم منذ عام 2002م، فبدأ من غير المعقول للمواطنين العاقلين البقاء خارج السوق. علاوة على ذلك، كانت الجهات الحكومية تعمل في أغراض متقاطعة، ففي حين كان بعضها يدرك الفقاعة المتضخمة ويحاول كبحها. لاحظ أحد المراقبين أن "بعض المسؤولين الحكوميين والمحليين واصلوا إصدار بيانات أو تصريحات حتى نهاية عام 2005م تشجع المواطنين على الاستثمار في السوق". وألقى بعض المراقبين باللائمة على الصحافة بسبب حماسها وإثارتها خلال ارتداد السوق. وعلق مراقب آخر قائلاً: "لم يكن بإمكان هيئة السوق المالية وقف الارتداد، فقد كانت نظرة الجمهور أن أي جهود لكبح جماح التداول خلال الطفرة تعني "أنتم لا تريدوننا أن نجني الأموال" ومع ذلك، كان الإجماع العام هو أن الطفرة كانت مدفوعة بالزخم والمضاربة، التي لعبت التقنية دوراً كبيراً في تعزيزها.

التهدئة ثم الانهيار

على حد تعبير المراقبين الأكاديميين، "أدت الفجوة المتعاطمة بين الزيادة في أسعار الأسهم والأساسيات الاقتصادية، والوعي المتزايد بالمبالغة في التقييم إلى تصحيح الأسعار في الأسواق الرئيسية للمنطقة". وكانت إحدى علامات التحذير من فقاعة المضاربات الزيادة في عدد الطروحات الأولية للاكتتاب العام؛ فقد أظهرت البحوث أن الشركات تصدر الأسهم عندما ترى أنها مبالغ في سعرها، وتفضل استخدام الدين أو التمويل الداخلي فيما عدا ذلك من الأوقات. وهكذا ارتفع عدد الطروحات الأولية في السعودية من طرح عام واحد في عام 2003م إلى خمسة طروحات بعد عامين فقط، وكان هذا - إلى جانب الارتفاع المفاجئ في القيمة السوقية - علامة تحذير جادة (انظر إلى الشكل (3): الطروحات الأولية للاكتتاب العام لدول مجلس التعاون الخليجي بين عام 2001م والنصف الأول من عام 2006م).

في نهاية عام 2005م، اختتم صندوق النقد الدولي تقييمه لسوق المملكة العربية السعودية بهذه العبارة "إن السلطات بحاجة إلى توخي الحذر في ضوء استمرار الزيادة القوية في أسعار الأسهم". لكن بالضبط كيف نفعل ذلك؟ كان هذا هو السؤال. وأشار وصف آخر إلى أنه "من السهل جداً التوصية بسياسة نشطة لفقء الفقاعة قبل أن تستحيل السيطرة عليها، بيد أنه من الأصعب بكثير صياغة سياسات اقتصادية معقولة لتهدئة الاقتصاد دون إعاقة النمو الاقتصادي الحقيقي.

وصفت الجهود المبذولة للسيطرة على الارتداد بأنها "قليلة جداً ومتأخرة جداً". والجدير بالملاحظة أن هيئة السوق المالية، وهي الجهة التنظيمية لـ (تداول)، لم تنشأ إلا في يوليو 2004م، ولم يكن لأحد في المملكة خبرة بمثل هذا الارتفاع والانهيار الذي تلاه. وفي الوقت الذي تجلت فيه الفقاعة، كانت هيئة السوق المالية لا تزال تتفاوض بشأن علاقتها مع

مؤسسة النقد العربي السعودي، الجهة التنظيمية السابقة لسوق الأسهم. وذكر بعض مراقبي السوق "أن الوضع الذي وجدت فيه الهيئة كان جنونياً؛ فهذه المنظمة الجديدة ألقى بها في وسط غابة".

في أوائل يناير 2006م، حاولت هيئة السوق المالية وغيرها من الجهات الحكومية كبح جماح الارتفاع الجنوني في سوق الأسهم. وكما حدث خلال عام 2005م، عمدت هيئة السوق المالية إلى معاقبة ثلاثة متداولين ثبتت إدانتهم بالتلاعب بأسعار الأسهم في ثمان من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، وتغريمهم ومنعهم من العمل في الشركات المساهمة مدة ثلاث سنوات. وفي وقت لاحق من ذلك الشهر، عدلت هيئة السوق المالية قاعدتين لفرض مزيد من الشفافية والإفصاح عن الصفقات التي أبرمها مستثمرون كبار في الشركات، ومطلعون على المعلومات من داخل الشركات (أعضاء مجلس الإدارة أو كبار التنفيذيين). وفي اليوم التالي، منعت الهيئة الشركات المدرجة من التعامل في أسهم شركات مساهمة أخرى ما لم يسمح لها نظامها الأساسي بذلك. أما الشركات التي لم يكن حالها كذلك، فقد استغرقت ثلاثة أشهر لتصحيح وضعها، على الرغم من أن هيئة السوق المالية كانت تفتقر إلى صلاحية معاقبة الشركات التي لم تلتزم بذلك.

مهدت هذه التوجيهات الطريق لزيادة ضغط البيع في السوق، وحُظر على المتداولين والشركات المعاقبين شراء الأسهم - ولكن كان بإمكانهم بيعها.

واصلت هيئة السوق المالية طوال شهر فبراير محاولة كبح جماح أسعار الأسهم، وزادت حجم تحرك السعر من 0.25 ريال إلى 1.0 ريال، وذلك نتيجة لارتفاع أسعار الأسهم. وقامت بالتحقيق مع متداولين وحظرت التداول على متداولين آخرين كانوا يضخمون أسعار الأسهم. وفي 23 فبراير، خفضت هيئة السوق المالية الحد اليومي لتذبذب سعر السهم (27) من 10% إلى 5%، وهو التغيير الذي كان من المقرر أن يدخل حيز التنفيذ في 25 فبراير، أي اليوم الذي وصل فيه المؤشر إلى ذروته (20634.86 نقطة) ثم بعد ذلك انهار السوق (انظر الشكل (4) الذي يوضح سلوك مؤشر تاسي خلال الأسبوع الذي يبدأ من 22 فبراير 2006م).

لم يكن الحد الأعلى للتذبذب السعري الذي وضعته الهيئة (أو ما يسمى بقاطع التداول) هو وحده المتسبب في بدء الانهيار؛ وقد ألقى البعض باللوم على إلغاء برنامج تلفزيوني رائع يُبث بعد ساعات التداول، والبعض الآخر أشار إلى عدم وجود مستثمرين مؤسسيين، وغياب الباعة على المشكوف، وهذه لو وجدت لكان ممكناً أن تحد من الانهيار (28). ولكن بمجرد أن تبدأ الأسعار في الانخفاض، يعمل قاطع التداول كأرضية، لإيقاف التداول بأسعار أقل من الحد الأدنى لفترة معينة بعد نزول السوق بالمقدار المنصوص عليه. وفي هذه الأثناء، سيصطف المتداولون المدعورون لإدخال أوامر

البيع الخاصة بهم على أمل الحصول على فرصة للبيع بمجرد إعادة فتح السوق وقبل الوصول إلى الحد الأدنى وتعليق التداول مرة أخرى. وهكذا فبدون وجود الباعة على المكشوف أو مستثمرين مؤسسين متطورين، لم يكن هناك إلا القليل الفرص لتحقيق التوازن في السوق. وبحلول شهر مارس، كان المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية (تاسي) قد هبط إلى 15 ألف نقطة، وواصل عقب ذلك نزوله إلى أدنى مستوى له في نهاية ديسمبر وهو 7500 نقطة (29).

وقد كان لمؤسسة النقد العربي السعودي دور حاسم في هذه المرحلة؛ ففي تلك الفترة حوصرت صناديق الاستثمار بطلبات الاسترداد من مستثمريها، مما اضطرها إلى بيع وحداتها في سوق متهاوية. ولتخفيف الضغط على السوق والصناديق، استثمرت مؤسسة النقد العربي السعودي في الصناديق حتى تتمكن من تلبية طلبات الاسترداد دون إحداث مزيد من الضغط النزولي على الأسواق.

الاستجابة للانهييار: دور الهيئة وأسباب أخرى

في 12 مايو 2006م، عُيّن الدكتور عبد الرحمن التويجري رئيساً لهيئة السوق المالية، ليحل محل جماز السحيمي، الذي شغل المنصب منذ إنشاء الهيئة. إضافة إلى ذلك، أعطيت هيئة السوق المالية صلاحيات واسعة لإصلاح السوق (30). في ظل رئاسة الأستاذ السحيمي، حاولت الهيئة كبح جماح الطفرة أولاً ومن ثم محاولة السيطرة على الانهييار. غير أن العديد من المراقبين يعتقدون أن هيئة السوق المالية بالغت في الحذر؛ فقد ذكر أحدهم على الأقل أن "هيئة السوق المالية تخشى حدوث عواقب سلبية محتملة من أي إجراء صارم قد يتم اتخاذه" (31). وبعد مرور أكثر من عشر سنوات من الزمن، فإن من السهل تحديد أخطاء هيئة السوق المالية، إلا أنه من غير الدقيق أن ينسب انهيار عام 2006م إلى إجراءات الهيئة التنظيمية فحسب، كما أكدت التقارير اللاحقة.

بعد صدور تقرير صندوق النقد الدولي في نهاية ديسمبر 2005م، اتخذت الهيئة عدة جهود للحد من الارتفاع السريع، وشملت تلك الجهود ما يلي:

- حظر شراء الأسهم على المتلاعبين في السوق. وقد منعت هذه الخطوة القليل من الأفراد من تضخيم أسعار الأسهم بشكل مصطنع، لكنها لم تمنعهم من البيع.
- منع الشركات المدرجة من تداول أسهم شركات مساهمة أخرى ما لم تسمح لوائحها بذلك. ومن شأن هذه القاعدة أن تمنع التجاوزات المستمرة، غير أن اشتراط التخلص من الأسهم المملوكة بطريقة غير مشروعة خلال ثلاثة أشهر ربما كان له عواقب غير مقصودة؛ فلو كانت الشركات قد باعت هذه الأسهم بشكل منظم

بدءاً من يناير 2006م، لحد ذلك من ارتفاع السوق المبالغ فيه، ولكن الشركات باعت كل ذلك في وقت واحد في نهاية الفترة، الأمر الذي ربما كان سبباً في الانهيار أو عاملاً زاد من حدته.

- زيادة حجم التحرك السعري، الذي كان له تأثير ضئيل نظراً إلى القمم التي وصل إليها السوق.
- تخفيض حد التذبذب (قاطع التداول) إلى 5%، على الرغم أن هذا قد يبدو المسبب للانهيار، إلا أنه عامل ظرفي أكثر منه جوهرياً.

بحثت هيئة السوق المالية أيضاً منهجيات أخرى لإبطاء الارتفاع، لكن ذلك لم يؤت ثماره. ففي بداية عام 2005م، حاولت الهيئة إنشاء برنامج للمساعدة على امتصاص السيولة في السوق، فسعت إلى إنشاء برنامج يمكن للمواطنين بجزء من دخلهم من المشاركة في صندوق يشتري الأسهم من صندوق الاستثمارات العامة (صندوق الثروة السيادية السعودي) حيث تُعرض هذه الأسهم بسعر مخفض، وتحتجز مدة ثلاث سنوات. ولسوء الحظ، عرقل الخطة الخلافات بين مؤسسة النقد العربي السعودي، وهيئة السوق المالية، وصندوق الاستثمارات العامة فيما يتعلق بمقدار الخصم وتوزيعه بين السعوديين من مختلف مستويات الثروة.

وفي الوقت الذي كان فيه السوق ينزف، قامت هيئة السوق المالية بعكس قراراتها السابقة، فأعدت حجم التحرك السعري إلى 0.25 ريال، ورفعت قاطع التداول إلى 10%. وسعت فروع أخرى من الحكومة إلى غرس الثقة بين أوساط عامة الناس في سوق الأسهم. وأعرب المجلس الاقتصادي الأعلى عن ثقته بقوة اقتصاد المملكة، وشجع وزير المالية القطاع الخاص على "تسريع استثماراته لصالح الاقتصاد" (32).

وفي وقت لاحق من شهر مارس، أعلنت هيئة السوق المالية أنه سيُسمح للمقيمين غير السعوديين بالاستثمار في سوق الأسهم مباشرة وليس من خلال صناديق الاستثمار. ومع ذلك، واصل المؤشر العام لسوق الأسهم تراجعاً. وقال أحد المراقبين: "شكك العديد من المستثمرين في مستوى شفافية السوق" (33). وعقب ذلك بمدة قصيرة، أعلنت هيئة سوق المالية أن القيمة الاسمية للسهم ستخفض من 50 ريالاً إلى 10 ريالات، وبالتالي تجزئ أسهم الشركات المدرجة بمعدل خمسة أسهم لكل سهم واحد. كذلك فرضت الهيئة عقوبات على متداولين آخرين بسبب أنشطة التلاعب بالسوق.

وقال أحد المعلقين "على العموم، تتقاسم الحكومة ووسائل الإعلام والمتداولون أنفسهم المسؤولية عن الانهيار. فبعض القرارات جاءت متأخرة، وبعضها لم يصدر على الإطلاق. وفي الوقت نفسه، كان جمهور المستثمرين غير مدرك إلى حد بعيد لأصول الاستثمار واستراتيجيته ... [و] ... فكان يتخذ قراراته بناءً على توصيات غير رسمية وتقارير وسائل الإعلام.

فقد شجعت وسائل الإعلام بشكل غير مباشر المضاربة المستمرة ... " (34). وعلى الرغم من أن انهيار في السوق السعودية كان الأكثر حدة، إلا أنها لم تكن وحدها، فقد شهدت معظم المنطقة انخفاضات قوية في قيم أسواق الأسهم في هذا الوقت (انظر الشكل 5).

التجربة الصينية

تجربة المملكة العربية السعودية مع انهيارات السوق لم تكن فريدة من نوعها. فعلى مر التاريخ، عانت بلدان أخرى في أنحاء العالم من انهيار الأسعار في أصول متنوعة من الزنابق (في هولندا)، إلى العقارات والسكك الحديدية. إلى الأسهم (انظر الشكل رقم 6 عن انهيارات أسواق الأسهم خلال السنوات الستين الماضية).

ابتداءً من عام 2015، شهدت الصين سلسلة انهيارات في سوق الأسهم على غرار ما حدث في السعودية في عام 2006. فبعد أداء قياسي في النصف الأول من عام 2015م، خسر مؤشر السوق الرئيسي للصين (مؤشر شانغهاي المركب) نحو 30% من قيمته في أقل من شهر، وذلك خلال الفترة ما بين منتصف يونيو ومنتصف يوليو من تلك السنة. وحاول المنظمون ضبط انهيار من خلال منع كبار المساهمين من البيع، وحظر البيع على المكشوف، ومعاينة الأشخاص المتهمين بالتلاعب بالسوق. ولكن لم تجد أي من هذه الأساليب، بل فقدت السوق مزيداً من قيمتها في أغسطس من عام 2015م، وأكثر من ذلك في شهري يناير ويونيو من عام 2016م.

وفي محاولة للحد من التذبذب، أدخلت الجهة التنظيمية الصينية آلية قاطع التداول في أوائل عام 2016م. وقد كانت طريقة عملها على النحو التالي: إذا ارتفع السوق أو انخفض بأكثر من 5%، يتوقف التداول مدة 15 دقيقة، وإذا انخفض بإجمالي نسبته 7% (بما في ذلك الانخفاض الأولي بنسبة 5%) بعد إعادة فتح السوق، يتوقف التداول بقية اليوم. وقد تسببت هذه القاعدة في زعر المتداولين والتهافت على البيع، فتعين إلغاؤها.

بعد الدراسة، حُددت حدود قاطع التداول لتكون ضيقة جداً. وكما هو الحال في انهيار سوق الأسهم في المملكة عام 2006م، أدخل المتداولون أوامر البيع فور انخفاض الأسعار، على أمل الخروج من السوق إما قبل توقف التداول أو بمجرد إعادة فتحه. وعلى سبيل المقارنة، كان لمؤشر "إس آند بي 500" في الولايات المتحدة، قواطع تداول عند نسب 7% و 13% و 20% كحدود عليا. فيؤدي الحدان الأولان إلى التوقف مدة 15 دقيقة، في حين يؤدي الحد الأخير إلى توقف التداول بقية اليوم. ولعل المرجح أن أسواق الأسهم الناشئة، التي تتسم بدرجة عالية من التذبذب نظراً إلى قلة عدد

الشركات المدرجة، وحجم الطروحات الصغيرة، وقلة خبرة المستثمرين الأقل تطوراً، تحتاج إلى حدود أعلى لتفادي هلع البيع.

منذ الانهيار

خلف انهيار عام 2006م آثاراً واسعة من الدمار. فحسب بعض التقارير الصحفية، أقدم متداولون أفراد مفلسون على الانتحار، ومنهم من سقط مريضاً بسبب الإجهاد، ومنهم من فقد كل ما يملك، وفي بعض الحالات، لجأ بعضهم إلى السؤال. وأما الذين كانوا محظوظين و/أو علموا بما يكفي للخروج قبل حدوث الانهيار، فقد حققوا مكاسب كبيرة. وفي أعقاب الانهيار. كان من الضروري معالجة عدد من القضايا، وتشمل متطلبات الشفافية ورفع التقارير، وضرورة أن يكون لهيئة السوق المالية سلطة إنفاذ وقوة تنظيمية، والحاجة إلى قاعدة أكبر من المستثمرين المؤسسيين في السوق، وضرورة زيادة عدد الشركات وطروحاتها في السوق.

وحتى قبل وقوع الانهيار، أكدت دراسة أكاديمية أن السوق المالية السعودية لم تكن كفؤة: أي أن جميع المعلومات التي قد تؤثر في قيمة الشركة لم تنعكس في السعر. وفي الواقع، كان الحصول على المعلومات عن الشركات المدرجة أمراً صعباً، إذ كانت الأبحاث محدودة. وكانت العقوبات على عدم الالتزام بقواعد الإفصاح خفيفة فيسّر هذا للمتداولين التأثير في أسعار الأسهم بسهولة بسبب قلة كمية الأسهم الحرة للشركات المدرجة. وعلاوة على ذلك، كان عدد الشركات المدرجة غير كافٍ أيضاً (77 شركة في عام 2005م، و86 شركة في عام 2006م). وقد اتفقت الدراسات اللاحقة مع هذه النتيجة، وشددت على أهمية الشفافية وتوفير المعلومات الكافية، ودعت إلى زيادة الملكية المؤسسية، وتقليص ملكية الحكومة في الشركات المدرجة، وتشجيع البيع على المكشوف، وزيادة أعداد المحللين وشركات الوساطة التي تنشر دراساتها، وتبني المعايير الدولية (39). وفي عام 2012م، أعلنت هيئة السوق المالية اعتماد المعايير الدولية للتقارير المالية، وهي مجموعة من القواعد المحاسبية والإفصاحية، وضعها مجلس معايير المحاسبة الدولية، وصُممت لتستخدم معياراً عالمياً للشركات المتداولة في البورصات. ومن المقرر أن تكون الشركات المدرجة قد أنهت التحول إلى تلك المعايير بحلول الأول من شهر يناير 2017م، وجميع الشركات الأخرى بحلول بداية عام 2018م.

لقد أثر الانهيار أيضاً في الشركات غير المدرجة، إذ رأى عدد كبير منها أن المستهلكين من القطاع العام قللوا من الإنفاق في ضوء حالة عدم اليقين المفاجئة. وقد اضطرت الشركات التي كانت تخطط للطرح العام إلى تأجيل تلك الخطط عدة أشهر. وأخيراً، في بيئة عدم اليقين الواسعة النطاق التي ظهرت في أعقاب الانهيار، توقف النمو الاقتصادي وتبخرت كل الاستثمارات الجديدة.

ما العمل إذا؟

يعلم فريق هيئة السوق المالية أنه أحرز تقدماً وإن كان ما يزال لديه الكثير لينجزه؛ فقد حسّنت الهيئة قواعد الإفصاح، وبدأت في عام 2007م بإصدار غرامات على الشركات التي لم تقدم تقاريرها في الوقت المحدد. ولكن هناك تساؤل في ما إذا كانت الغرامة كبيرة بما فيه الكفاية للحصول على انتباه قادة الشركات؟ كذلك أطلقت هيئة السوق المالية برنامجاً مكثفاً لتنقيف المستثمرين على موقعها الإلكتروني، على أمل رفع وعي المستثمرين الأفراد. وقد أتيج لمجموعات الاستثمار الأجنبي الآن أن تتداول في السوق، وهو تغيير تأمل هيئة السوق المالية من ورائه توفير المزيد من الاستقرار.

لا تزال هنالك عدة مسائل أخرى لم تحل بالكامل بحلول عام 2017م. إن الأسهم التي أسقطت السوق في عام 2006م هي الإصدارات الصغيرة التي يمكن لعدد قليل من المتداولين شراء كميات كبيرة منها ومن ثم التلاعب بأسعارها. وبالرغم من الإصلاحات العديدة التي قامت بها الهيئة، ظلت هذه المشكلة الهيكلية قائمة. ومع أن هيئة السوق المالية اتخذت خطوات مهمة لزيادة الإفصاح والشفافية وإنفاذ اللوائح، فإن هناك وسائل فعالة أخرى لتحقيق الاستقرار في الأسواق العامة منها دعم أصحاب المشاريع، وتقليص الحواجز التي تحول دون إنشاء الأعمال الجديدة والتي حددها البنك الدولي في استبانات سهولة ممارسة الأعمال. ومن شأن تشجيع الشركات الكبيرة الخاصة على الإدراج أن يرفع أيضاً عدد الشركات في الأسواق العامة، ويحسن الاستقرار. وقد يوفر دخول عنصر جديد للسوق السعودية - كشركات الملكية الخاصة العالمية- سبيلاً لإدراج بعض الشركات العائلية الكبيرة في سوق الأسهم.

قرار الهيئة الأخير بفتح سوقٍ ثانوية جديدة، هي "السوق الموازية"، التي صممت تحديداً لتخفيف العبء التنظيمي المرتبط بالطرح العام على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، شكّل خطوة مهمة في الاتجاه الصحيح (41). وتتطلب اللوائح المخففة سنة واحدة فقط من البيانات المالية المدققة. وعلى المستثمرين المحترفين البحث في الشركات المدرجة في السوق الموازية، وتحديد ما إذا كانت المخاطر والعوائد متناسبة. بالإضافة إلى ذلك، إذا أصبح قطاع معين في السوق الموازية هدفاً للمضاربة، يمكن تقييد التداول دون التأثير في النشاط في السوق الرئيسية.

من خلال منهجية تسعير الطرح الأولي للاكتتاب العام باستخدام بناء سجل الأوامر التي اعتمدت مؤخراً، يمكن معالجة المسائل المتعلقة بطرح الأسهم بقيمة أقل من قيمتها العادلة، ويمكن للشركات جمع رأس المال على نحو أقرب لقيمتها واحتياجاتها، مما يحد من "التداول المحموم يوم الإصدار" الذي كان يحدث سابقاً.

ومن التحديات الأخرى الحاجة إلى زيادة الأصول المدارة لدى المستثمرين الرئيسيين؛ لنقل السوق بعيداً عن اعتمادها على المستثمرين الأفراد. كذلك كان رفع مستوى الشفافية والإفصاح مشروعاً قائماً أيضاً.

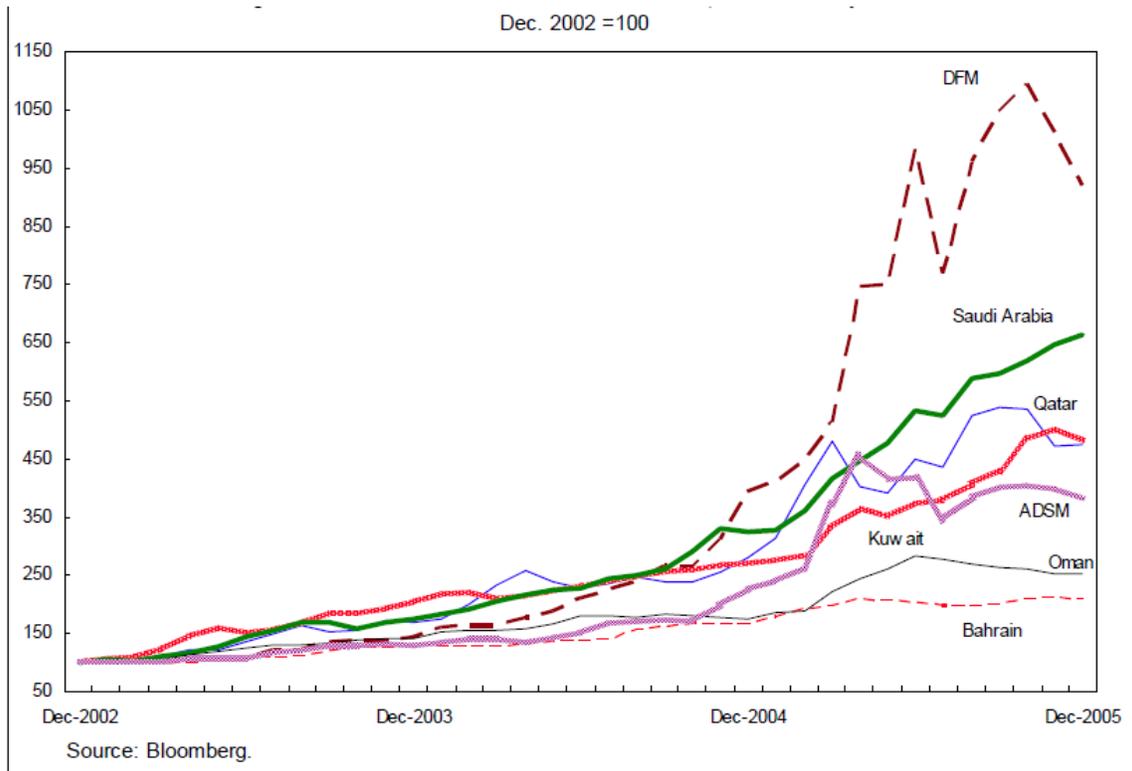
وفرت السوق الموازية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية القدرة على حل العديد من المشكلات التي ساهمت في انهيار عام 2006م. وإذا عملت السوق الموازية الجديدة على النحو المأمول منها، فإن من شأنها أن تمهد الطريق للشركات الفتية نحو الإدراج، وتساعد على تعزيز ريادة الأعمال في المملكة، التي هي جزء من رؤية 2030. على أي حال، للأسواق الموازية تحدياتها الخاصة، ومن ذلك تحقيق التوازن بين توعية المستثمرين بالمخاطر وإخافتهم منها.

ختاماً، كيف يمكن للهيئة زيادة عدد الشركات المدرجة والتأكد من أنها جميعاً ذات جودة عالية؟ كيف يمكن أن تسهم الهيئة في استقرار الأسواق ومساعدة الاقتصاد على النمو؟

الشكل (1): المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تاسي) من يوليو 2004 حتى يناير 2007م



الشكل (2): أداء مؤشرات أسعار الأسهم الخليجية (2003م – فبراير 2005م)



الشكل (3): عدد الطروحات الأولية للاكتتاب العام في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي (2001م – النصف الأول من 2006م)

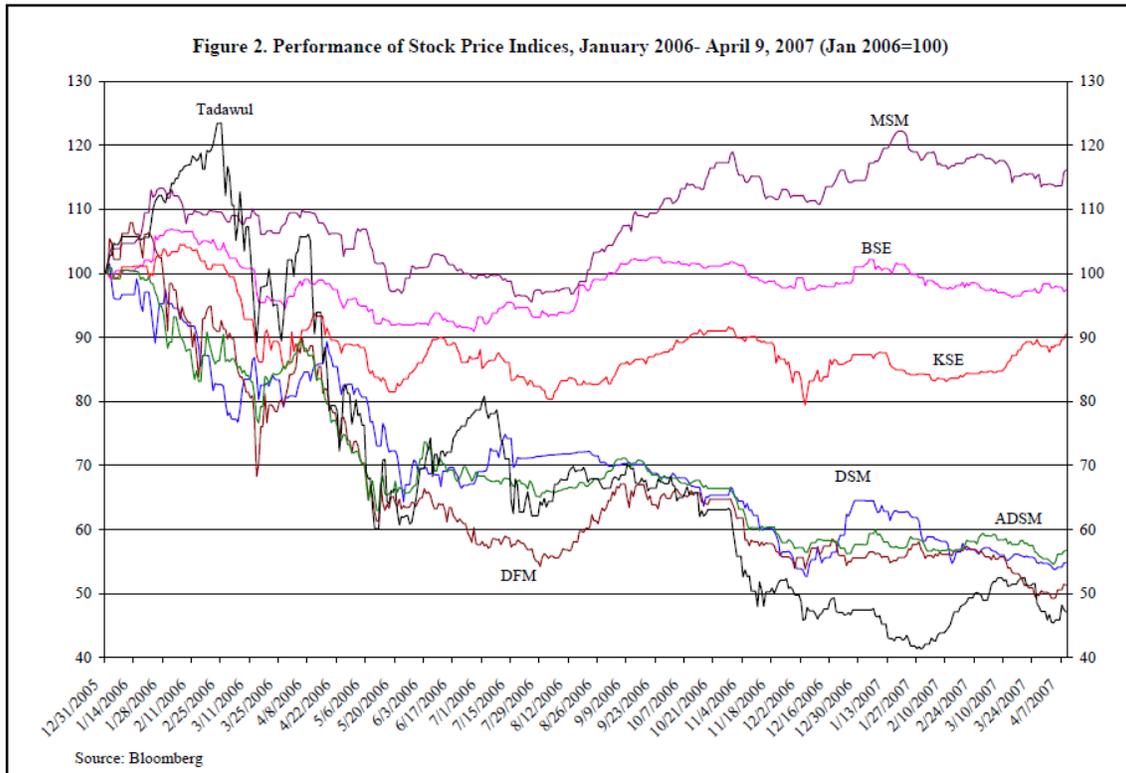
النصف الأول 2006	2005	2004	2003	2002	2001	
2	3					البحرين
1	2	4	2			الكويت
1	3		3	2		قطر
	4	2		2	4	عمان
3	5	2	1			السعودية
1	7	4		1		الإمارات
8	24	12	6	5	4	الإجمالي

الشكل (4): تحرك السوق خلال الأسبوع من 23 فبراير 2006م



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | SAUDI STOCK EXCHANGE

الشكل (5): أسواق الأسهم الخليجية خلال الفترة من يناير 2006م إلى 15 أبريل 2007م (يناير 2006م = 100)



الشكل (6): انهيارات مختارة على مدى الستين عاماً الماضية

