



## نظرة عامة

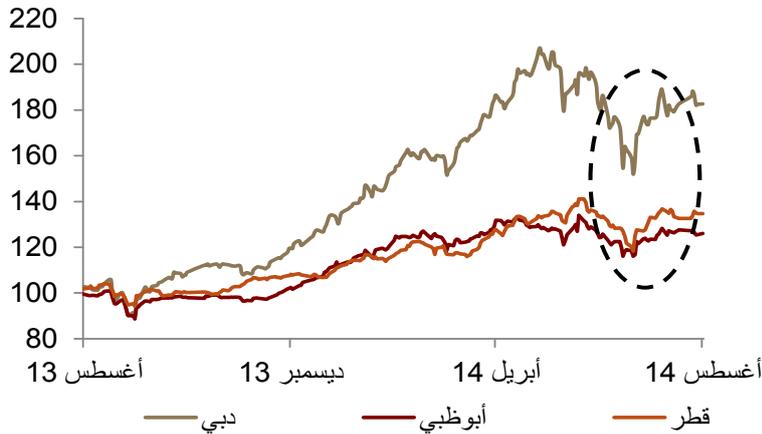
لم يكن إعلان مجلس الوزراء في أواخر يوليو 2014 بالسماح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار المباشر في سوق الأسهم السعودي "تداول" مفاجئاً، حيث يعتبر سوق الأسهم السعودي أكثر أسواق رأس المال تنوعاً في المنطقة بسبب حجمه ونضوجه، وأصبح الآن جاهزاً لاستقبال المستثمرين الأجانب. ورغم أن المستثمرين الأجانب كانوا قد تمكنوا سلفاً من المشاركة في السوق بوسائل غير مباشرة، عن طريق اتفاقيات مبادلة وصناديق التداول في البورصة، إلا أن السماح لهم بالتملك المباشر سيكون عنصراً هاماً في تطور أسواق رأس المال السعودية بل وفي تطور الاقتصاد ككل. ونرى نحن في جدوى للاستثمار أن فتح السوق أمام المستثمرين يعتبر أمراً إيجابياً بصفة عامة، ولكننا نعتقد أن الطريق الأفضل للسير قدماً هو تبني أسلوب يتم اختياره بحذر وبعد تمحيص، كالنموذج الصيني.

وفقاً لمشروع القواعد المنظمة لاستثمارات الأجانب في سوق الأسهم الذي نشرته هيئة السوق المالية، يشترط على أي مستثمر أجنبي مؤهل يرغب في الاستثمار في السوق أن تكون تحت إدارته أصول لا تقل قيمتها عن 5 مليار دولار (يمكن خفضها إلى 3 مليار دولار) وأن تكون له خبرة في نشاطات الأوراق المالية والاستثمار فيها لا تقل مدتها عن 5 سنوات. وهناك قيود أخرى تشمل الآتي:

- لا يحق للمستثمر الأجنبي المؤهل (والشركات التابعة له) أن يحوز على نسبة تزيد عن 5 بالمائة من الأسهم المصدرة لأي شركة واحدة مدرجة.
- الحد الأقصى لإجمالي ملكية المستثمرين الأجانب (بما في ذلك المقيمين وغير المقيمين واتفاقيات المبادلة والمستثمرين المؤهلين) في الأسهم المصدرة لأي شركة واحدة مدرجة هو 49 بالمائة.
- لا يحق للمستثمرين الأجانب المؤهلين مجتمعين امتلاك أكثر من 20 بالمائة من الأسهم المصدرة لأي شركة مدرجة واحدة.
- الحد الأقصى لملكية الأجانب من خلال اتفاقيات المبادلة وبرنامج المستثمرين الأجانب المؤهلين هو 10 بالمائة من القيمة الكلية لسوق الأسهم.

ونستعرض فيما يلي بعض القضايا الرئيسية التي يتوجب وضعها في الاعتبار أثناء تمهيد الطريق لفتح السوق وبعد الافتتاح.

الشكل 1: إدراج أسواق الإمارات وقطر في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة



المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في أغسطس 2013

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

رئيس الدراسات والأبحاث

falturki@jadwa.com

راجا أسد خان

اقتصادي أول

rkhan@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com



## التوقعات على المدى القصير والمتوسط

يتوقع أن يؤدي إدراج "تداول" في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة إلى زيادة مخاطر تقييم الأسهم بأعلى من سعرها العادل في المدى القصير والمتوسط. ففي ظل السيطرة الكبيرة للمستثمرين الأفراد ورغبتهم الأعلى للمخاطر، فهناك احتمال قوي أن تتجاوز أسعار الأسهم السعودية مستوياتها العادلة. وحيث يتوقع أن يتم إدراج البورصة السعودية في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة بحلول عام 2017، فربما يتكرر نمط الوقائع التي حدثت عند انضمام سوق الإمارات وقطر. لقد ارتفعت قيم أسواق الأسهم القطرية والإماراتية قبل إدراج مؤشراتها في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة في مطلع يونيو 2014، ثم هبطت مباشرة بعد ذلك. ارتفع مؤشر قطر القياسي إلى أعلى مستوى له خلال خمسة أعوام تقريباً في مطلع يونيو 2014 ثم هبط بعد ذلك، بينما هبطت الأسهم في المؤشر العام لسوق دبي المالية بنسبة 22 بالمائة في نهاية يونيو 2014 (الشكل 1).

حالياً هناك إشارات تدل على أن مؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" يتجه للارتفاع بأكثرمما ينبغي، حيث زاد بأكثرم من 10 بالمائة منذ الإعلان في 21 يوليو عن عزم الجهات المختصة فتح السوق. علاوة على ذلك، فإن مكرر الربحية الحالي يتجاوز متوسط الربحية محسوب على مدى فترة طويلة، حيث بلغ هذا المكرر في مطلع أغسطس 2014 مرة رغم أنه لا يزال دون مستوياته القياسية السابقة التي سجلها في منتصف عام 2006 عندما بلغ 27,4 مرة (الشكل 2).

من المهم جداً الإشارة إلى أن الزيادة الكبيرة في مستوى التفاؤل التي ساهمت في الارتفاع الحالي لمؤشر "تاسي" ليست ناتجة بالكلية من أعمال المضاربة أو بسبب إيجابية مؤشرات الثقة، بل هي تعود كذلك إلى ازدهار الاقتصاد السعودي المدعوم بمعطيات اقتصادية قوية.

وفي اعتقادنا أن الإنفاق الحكومي مقروناً باستقرار الأسعار العالمية للنفط سيعملان على الإبقاء على مستويات الثقة مرتفعة سواء لدى الشركات أو المستثمرين. القطاعات التي ترتبط بدرجة كبيرة بالاقتصاد المحلي، مثل التشييد والنقل وتجارة التجزئة والصناعة، ستواصل أداءها القوي، وكذلك هو الحال بالنسبة لأكبر قطاعين في السوق البنوك والبتروكيماويات. فقطاع البنوك حقق نجاحات قوية بسبب الزيادات الهائلة في القروض الشخصية، كما أن التوقعات بارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة ستعزز مستويات الربحية لهذا القطاع في المستقبل. أما قطاع البتروكيماويات فسيظل يستفيد من انخفاض أسعار اللقيم، ما يعني أن القطاع في وضع جيد للاستفادة من الازدهار المتوقع للطلب نتيجة لنمو الاقتصاد العالمي.

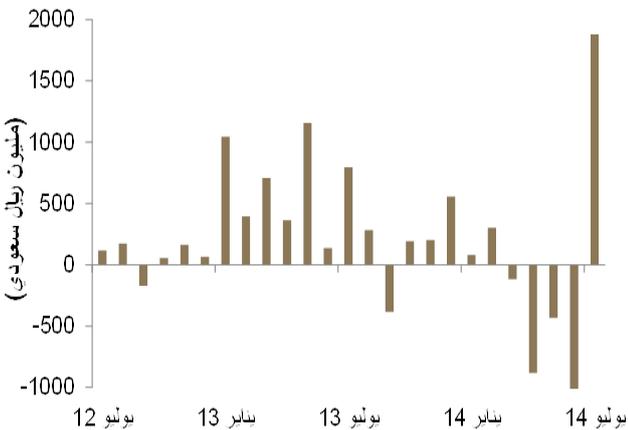
فتح سوق الأسهم السعودي وإدراجه في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة سيؤدي من مخاطر تقييم الأسهم بأعلى من أسعارها العادلة.

هناك إشارات تدل على أن مؤشر "تاسي" متجه ليرتفع أكثر مما ينبغي.

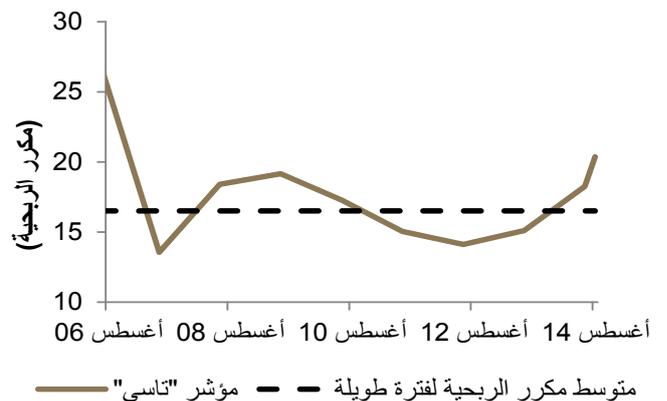
الزيادة الكبيرة في مستوى التفاؤل التي أدت إلى الارتفاع الحالي لمؤشر "تاسي" ليست ناتجة فقط عن أعمال المضاربة أو إيجابية مؤشرات الثقة، بل هي تعود كذلك إلى معطيات اقتصادية قوية.

لا تزال التوقعات المستقبلية بشأن "تداول" قوية جداً على المدى القصير والمتوسط.

الشكل 3: صافي المشتريات من خلال اتفاقيات المبادلة تسجل مستويات قياسية



الشكل 2: ارتفاع مكرر الربحية في مؤشر "تاسي"





## توقعات بمشاركة أجنبية قوية

كان فتح سوق الأسهم السعودي متوقعاً بشدة منذ فترة من قبل المستثمرين الأجانب، وهم محقون في ذلك. ويضم السوق عدد من الشركات الاستثنائية، على رأسها عملاق البتروكيماويات "سابك". حالياً، تبلغ حصة الأجنبي في سوق الأسهم السعودي نحو 8 مليار دولار، أو ما يعادل 1,4 بالمائة من القيمة السوقية للبورصة التي تصل قيمتها الإجمالية 580 مليار دولار. وبما أن "تداول" يعتبر واحداً من آخر أسواق الأسهم العالمية الرئيسية التي يتم فتحها أمام المستثمرين الأجانب، فننتوقع أن تكون التدفقات الأجنبية كبيرة مباشرة بعد فتحه للمستثمرين الأجانب المؤهلين في النصف الأول من عام 2015 وذلك للأسباب التالية.

### زيادة المشتريات من خلال اتفاقيات المبادلة

أحد المؤشرات الرئيسية التي تدل على اهتمام الأجنبي بفتح السوق الارتفاع الكبير في قيمة الأسهم التي اشتراها المستثمرون الأجانب، عن طريق اتفاقيات المبادلة، بعد إعلان هيئة سوق المال في يوليو 2014، حيث بلغت مشتريات اتفاقيات المبادلة مستويات قياسية في يوليو (الشكل 3). ويشير الارتفاع الكبير في المشتريات من خلال اتفاقيات المبادلة أن المستثمرين الأجانب قد اتخذوا مواقعهم قبل حدوث عمليات التملك المباشر، وذلك لإدراكهم بأن الأسعار ربما تصبح أقل جاذبية بمجرد فتح السوق.

### انخفاض تكلفة التداول

يرجع أن يحقق المستثمرون المؤسساتيون الأجانب رسوم تداول أقل بمجرد أن يصبحوا قادرين على شراء الأسهم السعودية بطريقة مباشرة. اتفاقيات المبادلة تكلف رسوم أعلى بالنسبة للمستثمرين الأجانب عند مقارنتها بالتداولات المباشرة، حيث يشتري الوسطاء المحليون الأسهم نيابة عن المستثمر الأجنبي ويتقاضون منه رسوم عن أعمال الحفظ والوساطة. تملك البنوك العالمية رخصاً بحيث تعرض رسوم مبادلة بنحو 25 نقطة أساس (0,25). عند فتح السوق، سيستفيد المستثمرون الأجانب من التكلفة المنخفضة للتعاملات من خلال التداول المباشر للأسهم، وسيؤدي ذلك إلى هبوط رسوم التداول إلى 12 نقطة أساس (0,12) بالمائة. إضافة إلى ذلك، سيستفيد الأجانب الذين يستثمرون في سوق الأسهم السعودي من عدم وجود ضرائب على الأرباح الرأسمالية وكذلك من انخفاض الضريبة على عائدات توزيعات الأرباح التي لا تتعدى 5 بالمائة، والتي تعتبر من بين الأدنى على مستوى العالم (الشكل 4).

بعد المدى القصير نتوقع أن يصل إجمالي التدفقات الأجنبية إلى 40-50 مليار دولار، ولكن ذلك سيحدث في حالة شعر المستثمرون النشطون أن هناك قيمة سيحصلون عليها من الأسهم السعودية.

## زيادة دور المستثمرين المؤسساتيين

يسيطر المستثمرون الأفراد المحليون على نشاط التداول في سوق الأسهم السعودي، حيث بلغ عددهم في نهاية 2013- وفقاً لبيانات هيئة السوق المالية- نحو 4,3 مليون مستثمر، ويملكون نحو ثلث إجمالي قيمة

حالياً تبلغ حصة الأجنبي في سوق الأسهم السعودي نحو 8 مليار دولار، أو 1,4 بالمائة من القيمة السوقية للبورصة التي تصل إلى 580 مليار دولار...

...ينتظر أن تأتي المشاركة الأجنبية في "تداول" قوية جداً مباشرة بعد فتح السوق في النصف الأول لعام 2015.

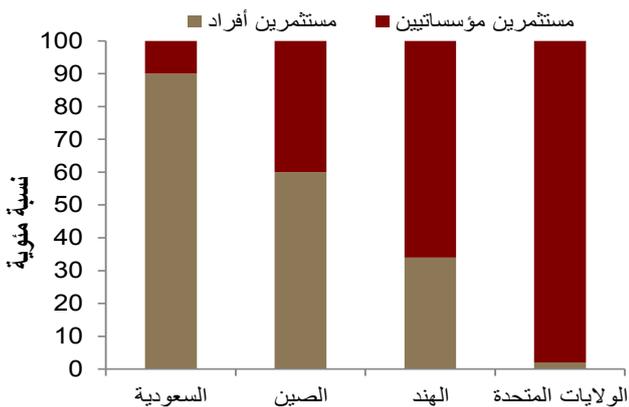
الارتفاع الكبير في المشتريات من خلال اتفاقيات مبادلة يؤكد أن المستثمرين الأجانب قد اتخذوا مواقعهم قبل حدوث التملك المباشر.

سيُدفع المستثمر المؤسساتي الأجنبي رسوم تداول أقل عند تمكنه من التداول المباشر في البورصة السعودية.

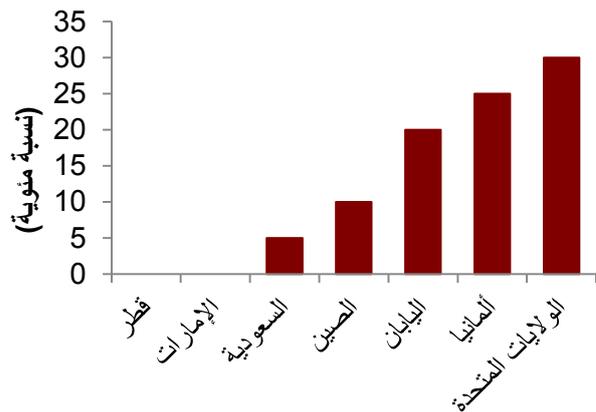
نتوقع أن تصل استثمارات الأجنبي بعد المدى القصير إلى 40-50 مليار دولار.

المستثمرون الأفراد المحليون يسيطرون على حجم التداول في السوق السعودي...

الشكل 5: مقارنة حجم تداولات المستثمرين الأفراد بتداولات المستثمرين المؤسساتيين



الشكل 4: الضريبة على عائدات توزيعات الأرباح مغرية





الأسهم المدرجة في السوق. حالياً، يسيطر المستثمرون الأفراد في السعودية على نسبة من حجم التداول مرتفعة مقارنة بالسوق الناشئة الكبيرة الأخرى. ففي الصين، يملك المستثمرون الأفراد 60 بالمائة من حجم التداول، مقارنة بنسبة 90 بالمائة في عام 2003، قبيل فتح السوق أمام الأجانب، بينما تشكل أحجام تداولات الأفراد في الهند نحو 34 بالمائة، أما في الولايات المتحدة فإن أحجام تداولهم منخفضة جداً حيث تشكل فقط 2 بالمائة من إجمالي التداولات (الشكل 5).

يميل المستثمرون الأفراد، بصفة عامة، للإقدام على المخاطر بدرجة أكبر، كما أن آفاقهم الاستثمارية أقصر مقارنة بنظرهم من المستثمرين المؤسساتيين. ونلاحظ في السوق السعودية، أن المستثمرين الأفراد يميلون إلى جني الأرباح على المدى القصير وذلك بالتركيز على القطاعات الصغيرة في السوق، التي تعتبر أسعارها أكثر قابلية للتغير، وهذه الطريقة يتسبون في زيادة مستوى التذبذب في تلك الأسهم. على سبيل المثال، تعرضت أصغر ثلاث قطاعات في مؤشر "ناسي"، قياساً بصافي الدخل، لمستوى تذبذب مرتفع مقارنة بالقطاعات الكبيرة (الشكل 6 والشكل 7).

أتاح مشروع القواعد التي أعدتها هيئة السوق المالية والخاصة بفتح السوق فرصة التداول فقط للمستثمرين المؤسساتيين وليس المستثمرين الأفراد. وفي الحقيقة، يلعب المستثمرون المؤسساتيون دوراً هاماً في تطوير أسواق المال، حيث يمتلكون قناة لضخ مدخرات الأفراد في أسواق رأس المال من خلال رؤى استثمارية طويلة الأمد. لذلك، نعتقد أن فتح سوق الأسهم السعودي هو خطوة أولى لإيجاد سوق أسهم أكثر تطوراً بصورة تدريجية، يصبح فيه المستثمرون المؤسساتيون هم المسيطرون على نظرائهم الأفراد.

### أسعار النفط وسوق الأسهم

رغم أن العلاقة بين أسعار النفط ومؤشر "ناسي" في الآونة الأخيرة تبدو ضعيفة، لكن التغيرات الكبيرة في أسعار النفط ستؤثر على مؤشر الثقة لدى المستثمرين المحليين، ويؤدي ذلك إلى تغييرات مماثلة في حركة "ناسي". وإذا نظرنا إلى الماضي، سنجد بعض الأحداث العالمية الرئيسية التي أثرت بصورة مباشرة على أسعار النفط، وأدت بالتالي إلى تغييرات في مؤشر "ناسي". أولاً، حدث هبوط كبير في أسعار النفط بسبب الأزمة المالية العالمية أعقبه تراجع في "ناسي"، وهو لم يكن وحده حيث عمت ارتدادات تلك الهزة جميع أسواق الأسهم العالمية. ثانياً، أدت أزمة منطقة اليورو، خاصة أزمة ديون اليونان، إلى هبوط أسعار النفط، ومرة ثانية تراجع "ناسي" إلى ما دون مستوى 6,000 نقطة في نفس الوقت، ولكن مرة أخرى كان التراجع من نصيب بقية أسواق الأسهم العالمية. وأخيراً، شهدنا في العامين الأخيرين فترة طويلة ارتفعت فيها أسعار النفط حتى تخطت مستوى 100 دولار للبرميل، نتيجة للأحداث الجيوسياسية في الشرق الأوسط وأوكرانيا. هذه الفترة التي ارتفعت فيها أسعار النفط أدت إلى ارتفاع مؤشر الثقة، ما ساعد على ارتفاع مؤشر "ناسي" بنسبة 38 بالمائة منذ أغسطس 2013 (الشكل 8).

ونتيجة لهذه العلاقة القوية بين أسعار النفط وأداء سوق الأسهم، فستكون هناك انعكاسات واضحة ربما تؤدي إلى تقلبات أسرع وأكثر حدة في مؤشر "ناسي"، في حال فتح السوق أمام المستثمرين الأجانب. وبصفة

...ينسب أكبر مما هو حادث في الأسواق الناشئة الكبيرة الأخرى، بل وبمعدلات تفوق كثيراً مستويات تملكهم في الأسواق الأمريكية.

المستثمرون الأفراد، بصفة عامة، لهم شهية أكبر للإقدام على المخاطر، كما أن آفاقهم الاستثمارية أقصر.

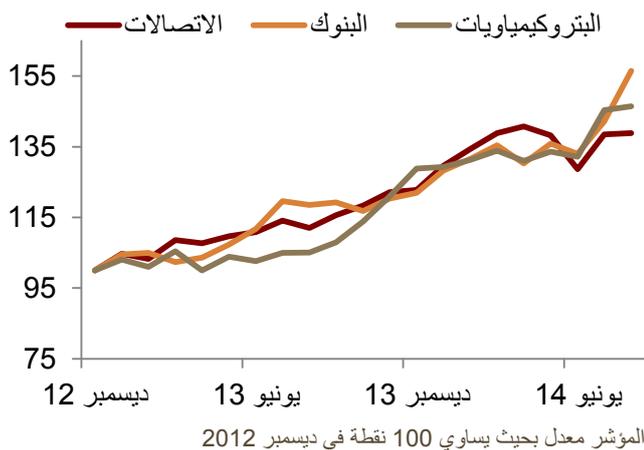
القواعد المقترحة لهيئة سوق المال تتيح الفرصة للمستثمرين المؤسساتيين المؤهلين وليس الأفراد...

...ما يدل، في اعتقادنا، على أن فتح سوق الأسهم السعودي هو مجرد خطوة أولية تهدف لإيجاد أسواق أسهم أكثر تطوراً يسود فيها المستثمرون المؤسساتيون.

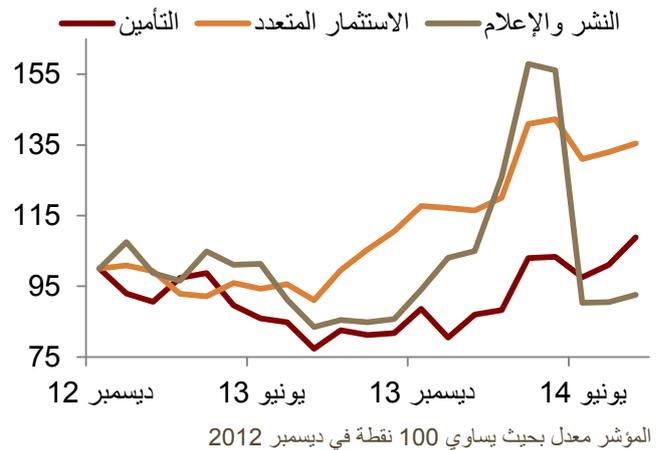
رغم ضعف العلاقة بين أسعار النفط ومؤشر "ناسي" في الآونة الأخيرة، إلا أن التغيرات الكبيرة في أسعار النفط تؤثر على مؤشر الثقة لدى المستثمرين المحليين، وينعكس ذلك على حركة الأسعار في المؤشر.

كيف سيكون تفاعل مؤشر الثقة لدى المستثمر الأجنبي مع تغيرات سوق النفط التي تحدث بسبب التطورات الجيوسياسية في المنطقة؟...

الشكل 7: مقارنة بالقطاعات الأكبر



الشكل 6: مستويات تذبذب أعلى في القطاعات الأصغر...





خاصة، يبرز تساؤل رئيسي حول كيفية التفاعل المحتمل من قبل المستثمرين المؤسسيين إزاء التغيرات في أسعار النفط التي تفرضها التطورات الجيوسياسية في المنطقة. نعتقد أن رد الفعل سيكون إيجابياً جداً، حيث يتوقع أن يواصل المستثمرون الكبار الاستثمار في المملكة غير مكترئين للاضطرابات في المنطقة، وذلك بسبب الدور المحوري للسعودية في أسواق الطاقة العالمية والاقتصاد العالمي. في الحقيقة، بشكل الاستقرار الواضح والنمو القوي للاقتصاد في المملكة دليلاً كافياً للمستثمرين العالميين، يتيح لهم التمييز بين الملامح المستقبلية الجيدة للاقتصاد السعودي والاقتصادات الأخرى المضطربة في المنطقة. وفي الواقع، بدا جلياً استعداد المملكة وقدرتها على الالتزام بتعهداتها في الإنفاق وسعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية لمواطنيها، من خلال مواردها الذاتية. وفي أي حال، وحتى لو أثرت الاضطرابات السياسية في المنطقة سلباً على ثقة المستثمرين وبالتالي على سوق الأسهم، فإننا نتوقع أن يكون مثل هذا التأثير النفسي لفترة محدودة فقط، بل وسيؤدي أيضاً إلى ارتفاع أسعار النفط (أنظر "تأثير الثورات العربية" في الشكل رقم 8) وزيادة إنتاج الخام السعودي، ويؤدي ذلك بالتالي إلى دعم موقع المملكة من حيث موجوداتها السيادية ووضعها الخارجي، وهو ما يقود في النهاية إلى إحداث تأثير إيجابي على سوق الأسهم.

### خطوة تجاه زيادة الكفاءة والشفافية

نتوقع أن يساهم فتح سوق الأسهم للأجانب في حدوث تحسن في الكفاءة الكلية التي تدار بها الشركات، خاصة من خلال زيادة فعالية استخدام الأصول. ظل العائد على رأس المال للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، منذ الأزمة المالية العالمية، يتجه إلى الأسفل (الشكل 9). كذلك تراجعت الهوامش الربحية رغم أنها بقيت أعلى من مستوياتها في الولايات المتحدة وأوروبا، بينما كان العائد على رأس المال متوسط نسبياً (الشكل 10). استفادت الهوامش الربحية في المملكة من انعدام المنافسة في قطاعات بعينها، والتي استفاد بعضها أيضاً من الدعم الحكومي المباشر وغير المباشر. وفي هذا السياق، فإن انخفاض العائد على رأس المال وارتفاع الهوامش الربحية يشير إلى عدم استخدام الأصول بصورة فعالة لزيادة المبيعات إلى الحد الأقصى. وعلى المدى البعيد، عندما يحصل المستثمرون الأجانب على حصص في الشركات السعودية ويستطيعون مساءلة الإدارة عن القرارات الاستراتيجية، فإن ذلك يؤدي بالتالي إلى تحسين مستويات الكفاءة، التي تشمل تحسين استخدام الأصول في زيادة المبيعات وفي النهاية زيادة العائد على رأس المال. لذا، عندما تقوم الحكومة السعودية بخفض مستوى الدعم لبعض القطاعات بدرجة كبيرة، فإن هذه الشركات ستعمل جاهدة على تحقيق وضع مناسب يتيح لها المحافظة على الأرباح لأن تحقيق مستوى مرتفع من العائد على رأس المال سيمكئها من جذب المزيد من المستثمرين.

سيكون فتح سوق الأسهم أيضاً مصحوباً بزيادة في الشفافية من قبل الجهات الإدارية، من خلال توفير المعلومات الاقتصادية الموثوقة على المستوى الكلي. فعلى سبيل المثال، الدول التي توجد بها بعض أكثر أسواق الأسهم تطوراً في العالم اليوم، هي أيضاً التي توجد فيها هيئات مسؤولة عن نشر البيانات الإحصائية في فترات زمنية محددة مسبقاً تحدها جهات رسمية. على وجه الخصوص، فإن توفر بيانات على المستوى الكلي تكون

...سيكون التفاعل إيجابياً جداً! طالما أن الاستقرار المتواصل في السعودية والنمو الاقتصادي المضطرب سيجعلان المستثمر يفرق بين السعودية وغيرها من الاقتصادات الأخرى المضطربة في المنطقة.

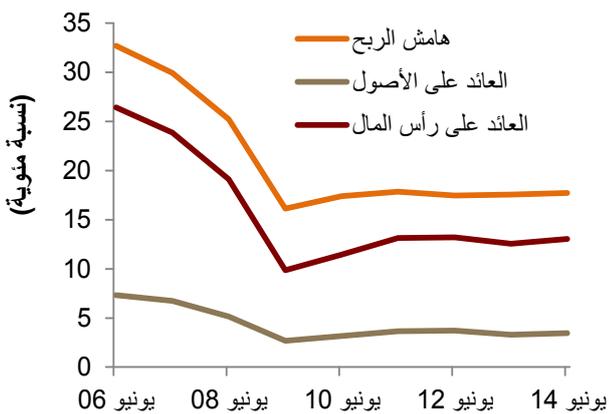
وحتى في حالة حدوث تأثير سلبي على ثقة المستثمر نتيجة للأحداث الإقليمية، فسيكون لفترة زمنية محدودة.

ينتظر أن يؤدي فتح سوق الأسهم أمام الأجانب إلى تحسين الكفاءة الكلية للطريقة التي تدار بها الشركات السعودية...

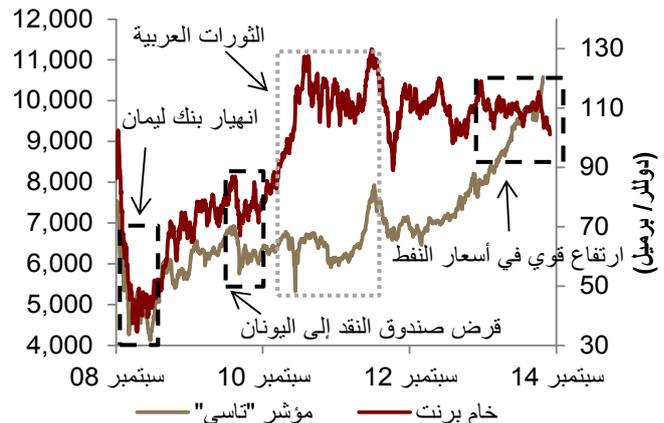
...حيث سيصبح المستثمرون الأجانب مساهمين أكثر نشاطاً ويستطيعون مساءلة الإدارة عن القرارات الاستراتيجية.

فتح السوق سيرفع أيضاً مستوى الشفافية من قبل الهيئات الإدارية، من خلال توفير المعلومات الاقتصادية على المستوى الكلي.

الشكل 9: معايير التقييم الرئيسية لسوق الأسهم السعودي



الشكل 8: العلاقة بين أسعار النفط وسوق الأسهم السعودي





متاحة في الوقت المناسب وبطريقة منتظمة مثل الإحصاءات الاقتصادية والسكانية، سيساهم في جمع المعلومات الخاصة ونشرها، وكل ذلك سيصب في النهاية لمصلحة إيجاد أسواق أسهم ذات سمعة جيدة تعمل بكفاءة عالية.

### أسلوب الصين في فتح أسواقها اتسم بالبطء لكن النتيجة سوق مستقرة

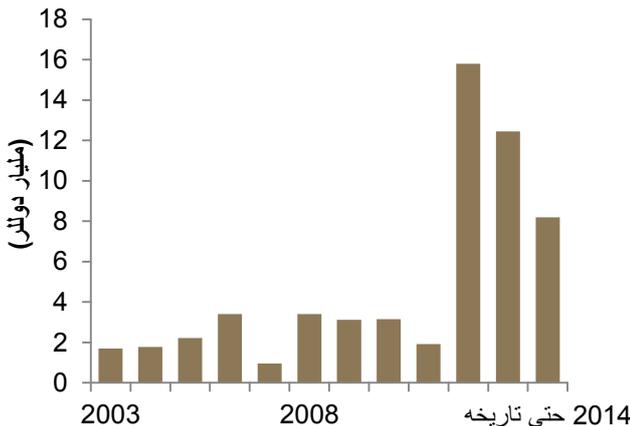
جاءت مسودة القواعد التي أعدتها هيئة سوق المال لفتح السوق أمام المستثمرين الأجانب شبيهة بالقواعد التي طبقتها دول أخرى عند فتح أسواقها أمام المستثمرين الأجانب (جدول 1). بصفة خاصة، عند النظر إلى أمثلة لدول فتحت أسواقها مؤخراً، نرى أن الأسلوب الذي انتهجته الصين يشكل مثلاً جيداً حيث تميز بالتطبيق التدريجي القائم على توخي الحذر. تماماً كما في حالة هيئة السوق المالية في السعودية، كانت اللجنة الصينية للإشراف على الأوراق المالية شديدة الانتقائية في خيارها بالسماح فقط للمستثمرين المؤسساتيين الكبار ذوي الخبرة. ومنذ فتح بورصة شنغهاي في عام 2003 أمام المستثمرين الأجانب من خلال برنامج المستثمر المؤسساتي الأجنبي المؤهل، كان التقدم بطيئاً لكنه بصورة وطيدة، حيث سمح لنحو 229 مستثمر بالدخول في السوق منذ الافتتاح. في يوليو 2013، أعلنت اللجنة الصينية للإشراف على الأوراق المالية أن برنامج المستثمر المؤسساتي سيرتفع إلى 150 مليار دولار، تمثل فقط 5 بالمائة من القيمة السوقية لبورصة شنغهاي. وحتى منتصف عام 2014 تم تخصيص ثلث إجمالي ذلك المبلغ تقريباً لشركات استثمارية معينة منذ عام 2003 (الشكل 11). علاوة على ذلك، تفرض اللجنة الصينية للإشراف على الأوراق المالية قيوداً على المستثمرين الذين ترى أنهم يسهمون في تذبذب السوق، بما في ذلك صناديق التحوط.

نعتقد أن أسلوب فتح سوق الأسهم في الصين يشكّل نموذجاً جيداً، اتبعت فيه الجهات المختصة أسلوباً حذراً وطبقت قيود صارمة.

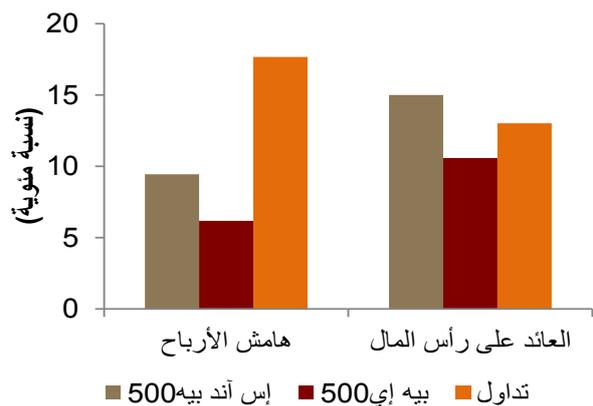
#### جدول 1: مقارنة معايير برنامج المستثمر المؤسساتي الأجنبي المؤهل في أسواق الأسهم

الحد الأدنى لقبول المستثمر الأجنبي المؤهل	الحد الأقصى للملكية للمستثمرين الأجانب مجتمعين في شركة واحدة	القيمة القصوى لإجمالي استثمارات الأجانب	الحد الأقصى لكل مستثمر في أسهم شركة واحدة	القيمة السوقية	
أصول تحت الإدارة بقيمة 5 مليار دولار و5 سنوات خبرة	20 بالمائة	10 بالمائة من قيمة سوق الأسهم	5 بالمائة	0,58 تريليون دولار	السعودية
أصول تحت الإدارة بقيمة 500 مليون دولار و3 سنوات خبرة	30 بالمائة	150 مليار دولار	10 بالمائة	2,7 تريليون دولار	الصين
أصول تحت الإدارة بقيمة 2 مليار دولار ومتوسط صافي أرباح 50 مليون للسنوات الثلاث الأخيرة	حد أقصى للقطاع، مثلاً التقنية 100% التأمين 25%	10 بالمائة من قيمة سوق الأسهم	5 بالمائة	1,32 تريليون دولار	الهند

الشكل 11: قبول المستثمرين في الصين جاء بطيئاً لكن نتائجه جيدة



الشكل 10: مقارنة معايير التقييم في تداول مع أسواق أخرى





## إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للإستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويتز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للإستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إدعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسئولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خياراً أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.