



ملخص

- أعلنت هيئة السوق المالية مؤخراً عدداً من التغييرات الرئيسية، سيكون لها تأثير كبير على سوق الأسهم السعودية (تداول) في المستقبل.
- رغم أن بعض تلك التعديلات يركز على تخفيف الشروط السابقة للمشاركة ونسبة الملكية للمستثمرين المؤسسيين الأجانب المؤهلين، لكنها كذلك تضع الخطوط العريضة لإدخال أنواع جديدة من خيارات التداول (اقتراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف) ونظام تسوية جديد (التحول من نظام التسوية في نفس اليوم إلى التسوية خلال يومين).
- لم تنجم تلك التعديلات عن أي مخاوف بشأن ضعف مشتريات المستثمرين الأجانب على المدى القصير، بل جاءت نتيجة لإصلاحات الاقتصاد الكلي التي تضمنتها الرؤية السعودية 2030.
- جميع تلك الإجراءات التي اتخذتها هيئة السوق المالية تعمل على تمهيد الطريق لانضمام المملكة إلى مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، لكن هناك بعض العقبات، وجميعها يمكن التغلب عليها، ربما تؤجل الانضمام.
- تبين تجربة قطر والإمارات أن هناك أسباباً خارج سيطرة الجهة الرقابية أو البورصة ربما تؤدي إلى التأجيل، خاصة تلك التي ترتبط بتنفيذ البنية التحتية المتصلة بنظام التسوية خلال يومين.

نظرة عامة

شهدت المملكة خلال الأسابيع القليلة الماضية عدد من التطورات تؤكد التزام الحكومة بإجراء إصلاحات هيكلية للاقتصاد السعودي، ففي أبريل جرى الكشف عن الإطار العام لرؤية المملكة 2030، وفي الآونة الأخيرة تم إجراء تغييرات كبيرة على المستوى الوزاري. وسط تلك التطورات صدر إعلان من هيئة السوق المالية بنفس القدر من الأهمية، وإن لم يجد حظه من الإعلام، سيكون له تأثير كبير على السوق المالية السعودية (تداول). ورغم أن بعض تلك التعديلات يركز على تخفيف الشروط السابقة للمشاركة ونسبة الملكية للمستثمرين المؤسسيين الأجانب المؤهلين، لكن هناك مجموعة أخرى من الإصلاحات شملت إدخال أنواع جديدة من خيارات التداول وعمليات التسوية تتماشى مع المعايير العالمية.

وبما أن (تداول) يعتبر أكبر سوق متنوع للأسهم في المنطقة وأكثرها نضجاً، فإن تطبيق تلك القوانين والذي يتوقع أن يبدأ في النصف الأول من عام 2017، سيجعله السوق الأول في المنطقة الذي يطبق وسائل وأساليب لا تؤدي فقط إلى زيادة مستوى السيولة في السوق، بل تزيد كذلك من ثقة المستثمرين المؤسسيين وخيارات الاستثمار. ورغم أن تلك القوانين والتعديلات الأخيرة تشكل جزءاً من الخطة بعيدة المدى لفتح (تداول) أمام المستثمرين الأجانب، لكنها اكتسبت زخماً إضافياً بفضل الإصلاحات الواسعة التي تضمنتها رؤية السعودية 2030.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث
faturki@jadwa.com

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

جدوى للاستثمار شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية
لأداء أعمال الأوراق المالية بموجب ترخيص رقم 37/6034

للإطلاع على أرشيف الأبحاث لشركة جدوى للاستثمار،
وللتسجيل للحصول على الإصدارات المستقبلية يمكنكم الدخول
إلى موقع الشركة:

<http://www.jadwa.com>

**أحدث تعديلات هيئة السوق المالية فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب المؤهلين**

تستهدف إحدى فئات التعديلات التي أقرتها هيئة السوق المالية مؤخراً تخفيف القيود التي فرضتها الهيئة سابقاً على المستثمرين الأجانب المؤهلين في (تداول)، وتشمل هذه الفئة ما يلي:

- يشترط على أي مستثمر أجنبي مؤهل يرغب في الاستثمار في السوق أن تكون تحت إدارته أصول لا تقل قيمتها عن 1 مليار دولار (كانت في السابق 5 مليار دولار) وأن تكون له خبرة في هذا النشاط لا تقل مدتها عن 5 سنوات.
- لا يحق للمستثمر الأجنبي المؤهل (والشركات التابعة له) أن يحوز على نسبة تزيد عن 10 بالمائة (كانت سابقاً 5 بالمائة) من الأسهم المصدرة لأي شركة واحدة مدرجة في السوق.
- تم إلغاء الفقرة التي تشترط عدم امتلاك المستثمرين الأجانب المؤهلين مجتمعين أكثر من 20 بالمائة من الأسهم المصدرة لأي شركة واحدة مدرجة.
- تم الإبقاء على شرط أن يكون الحد الأقصى لإجمالي ملكية المستثمرين الأجانب مجتمعين (بما في ذلك المقيمين وغير المقيمين واتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين) في الأسهم المصدرة لأي شركة واحدة مدرجة هو 49 بالمائة.

أقرت هيئة السوق المالية مجموعة من القوانين والتعديلات الجديدة تتصل بالسوق المالية السعودية (تداول).

وبموجب هذه التعديلات التي أقرتها هيئة السوق المالية، أصبح الآن تعريف المستثمرين الأجانب المؤهلين وعملاء المستثمرين الأجانب المؤهلين يشمل صناديق الثروة السيادية وأوقاف الجامعات، كما يتيح المجال لمزيد من المرونة في قبول مؤسسات مالية أخرى كمستثمرين أجانب مؤهلين، بناءً على موافقة هيئة السوق المالية (جدول 1). ونعتقد أن إدخال مثل تلك المؤسسات بشكل بصفة عامة عنصراً إيجابياً، باعتبارها مؤسسات استثمارية قوية ذات قدرة مالية كبيرة، وستعمل كقوة استقرار لأنها تتخذ قراراتها الاستثمارية بناءً على نظرة بعيدة المدى.

جدول 1: تعديلات هيئة السوق المالية فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب المؤهلين		
التعديلات	الشروط السابقة	
الحد الأدنى لحجم الأصول تحت الإدارة	5 مليار دولار	1 مليار دولار
أقصى نسبة مسموحة للمستثمر الأجنبي المؤهل الواحد من الأسهم المصدرة في الشركة الواحدة.	5 بالمائة	10 بالمائة
أقصى نسبة مسموحة لملكية المستثمرين الأجانب المؤهلين مجتمعين في الأسهم المصدرة لشركة واحدة.	20 بالمائة	49 بالمائة*
تعريف هيئة السوق المالية للمستثمر الأجنبي المؤهل	البنوك، شركات الوساطة والأوراق المالية، مدراء الصناديق، وشركات التأمين	جميع المؤسسات السابقة، إضافة إلى صناديق الثروة السيادية وأوقاف الجامعات

* ملحوظة: يشمل المستثمرون الأجانب المقيمين وغير المقيمين واتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين

المستثمرين الأجانب المؤهلين ورؤية السعودية 2030

كما ذكرنا في تقرير أصدرناه مؤخراً بعنوان: "السوق المالية السعودية (تداول) في عام 2016" (في أبريل 2016)، هناك عدد من التطورات، كإنخفاض أسعار النفط وتدقيق المحافظ الاستثمارية العامة خارج الأسواق الناشئة وتفاقم التوترات الجيوسياسية في المنطقة، أدت إلى ضعف في مشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين منذ فتح "تداول" أمامهم في يوليو 2015. إضافة إلى ذلك،



نعتقد أن ضعف مشتريات المستثمرين الأجانب، حتى وقت قريب، تفاقم نتيجة للغلاء النسبي لأسعار الأسهم في مؤشر سوق الأسهم السعودية "تاسي" مقارنة بالعديد من المؤشرات العالمية والإقليمية حتى وقت قريب. وتشير أحدث البيانات إلى أن صافي مشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين بلغت خلال الشهور التسعة المنتهية في مارس 2016 نحو 793 مليون ريال، أو ما يعادل 0,1 بالمائة من قيمة السوق البالغة 1,5 تريليون ريال في مارس 2016 (شكل 1).

وفي اعتقادنا أن التعديلات الأخيرة لهيئة السوق المالية ليست ناجمة عن أي مخاوف بشأن ضعف مشتريات المستثمرين الأجانب على المدى القصير، بل جاءت نتيجة للإصلاحات في الاقتصاد الكلي التي تضمنتها الرؤية السعودية 2030، حيث يركز محور "الاقتصاد المزدهر"، وهو أحد المحاور الثلاث الرئيسية للرؤية، بصفة خاصة على تنوع الاقتصاد وتحسين بيئة الاستثمار وزيادة فرص العمل من خلال تشجيع الاستثمار (شكل 2). وتهدف خطة هذا المحور إلى جعل المملكة قادرة على إيجاد قطاعات اقتصادية جديدة تماماً، بفضل مجموعة من البرامج تشمل الاستثمار والخصخصة والشراكات بين القطاعين العام والخاص (ولمعرفة المزيد عن الرؤية السعودية 2030، يمكن الاطلاع على تقريرنا الصادر في أبريل 2016). تعتبر مشاركة المستثمرين الأجانب المؤهلين واحدة من الوسائل التي يتحقق بها محور "الاقتصاد المزدهر"، والآن، مع الإعلان الأخير لهيئة السوق المالية، نتوقع تقلص الإطار الزمني لجذب المستثمرين الأجانب المؤهلين.

ونعتقد أن تشجيع المستثمرين الأجانب المؤهلين للدخول في السوق المالية السعودية (تداول) سيكون له انعكاسات إيجابية على الاقتصاد السعودي. أولاً، السماح للمستثمرين الأجانب بالدخول في (تداول) سيزيد من مشاركة المستثمرين المؤسساتيين، ومعلوم أن مشاركة هذه الفئة تعتبر إيجابية لأنهم يشكلون قناة لجذب مدخرات الأفراد إلى أسواق المال، كما أن نظرتهم الاستثمارية بعيدة المدى، ومن ثم تكون النتيجة زيادة الثروة العامة ورفاهية المواطنين. ثانياً، بما أن المملكة تدفع حالياً باتجاه خصخصة الأصول المملوكة للدولة، فبإمكان المستثمرين الأجانب لعب دور في تحسين القدرات الاستثمارية لتلك الشركات وأرباحها. حالياً، لا تزال العديد من الشركات المدرجة في سوق الأسهم تعتمد نسبياً على الإنفاق الحكومي، كما هو الحال في بقية دول الخليج. وفي الواقع، تتحقق الهوامش الربحية لتلك الشركات نتيجة لانعدام المنافسة في بعض القطاعات، كما أن بعضها يستفيد من الدعم الحكومي، سواء كان مباشراً أو غير مباشر. وعلى المدى الطويل، وعندما يمتلك المستثمرون الأجانب حصصاً في تلك الشركات المخصصة، تصبح إدارات تلك الشركات تحت المزيد من المساءلة والمراقبة فيما يتعلق بالقرارات الاستراتيجية، ما يؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة كفاءة الأداء، بما في ذلك التحسن في استغلال الأصول لزيادة المبيعات وتعظيم الأرباح. وأخيراً، نعتقد أن المستثمرين الأجانب المؤهلين سيلعبون دوراً في المساعدة على تحديث الاقتصاد السعودي على غرار الموجهات التي رسمتها رؤية السعودية 2030.

لم تأتي التعديلات الأخيرة لهيئة السوق المالية نتيجة أي مخاوف بشأن ضعف مشتريات المستثمرين الأجانب...

...بل جاءت نتيجة لإصلاحات الاقتصاد الكلي التي تضمنتها الرؤية السعودية 2030.

ونعتقد أن تشجيع المستثمرين الأجانب المؤهلين للدخول في السوق المالية السعودية (تداول) سيكون له انعكاسات إيجابية على الاقتصاد السعودي.

يستطيع المستثمرون المؤسساتيون المساعدة في زيادة الثروة العامة ورفاهية المواطنين...

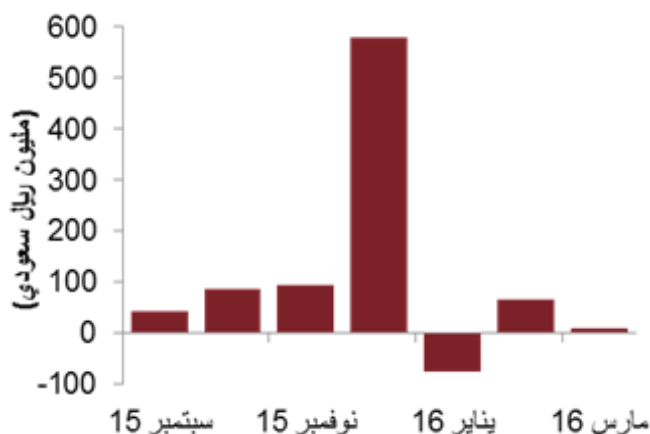
...وكذلك تحسين استغلال الأصول في زيادة المبيعات في الشركات الحكومية المخصصة حديثاً.

سيلعب المستثمرون الأجانب المؤهلون دوراً في المساعدة على تحديث الاقتصاد السعودي وفقاً للموجهات التي وضعتها رؤية السعودية 2030.

شكل 2: رؤية المملكة 2030



شكل 1: صافي مشتريات/مبيعات المستثمرين الأجانب المؤهلين





منذ عام 2014، طبق الاتحاد الأوروبي نظام تسوية الصفقات خلال يومين على جميع الدول الأعضاء، وكان أحد الأسباب وراء تطبيق ذلك النظام هو تكامل وتناغم البنية التحتية لعملية التسوية وتقليل التكاليف الكلية للتسوية عبر الحدود. حالياً، تطبق الإمارات وقطر وسلطنة عمان نظام التسوية خلال يومين، وعند انتقال السوق السعودية إلى نظام التسوية في يومين لتصبح متناغمة مع معظم أسواق الخليج الأخرى، نتوقع أن ترتفع الصفقات العابرة للحدود بين أسواق الخليج (شكل 4). كذلك، ربما يساعد تناغم أنظمة تسوية الصفقات في دول المنطقة على تسهيل عملية تداول الأسهم في سوق يغطي جميع دول الخليج في المدى البعيد، بطريقة تشبه بورصة اليورونكست في أوروبا.

اقتراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف:

كذلك أجازت هيئة السوق المالية إدخال نظام اقتراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف بضمان في السوق المالية السعودية (تداول). وفي الحقيقة يرتبط هذان النظامان ببعضهما البعض، لأن البيع على المكشوف يتم إجراؤه عادة من خلال اقتراض الأوراق المالية ثم بيعها بهدف شرائها لاحقاً بسعر أقل وإرجاعها إلى الجهة المقرضة. لذا، فإن البيع على المكشوف يتيح للمستثمرين تحقيق أرباح في سوق متراجعة و/أو إعطائهم الخيار للتحوط لأنفسهم.

أشارت العديد من الدراسات الموثوقة إلى فوائد نظام البيع على المكشوف في توفير قدر أكبر من الشفافية وزيادة فعالية اكتشاف الأسعار. هناك تردد في السماح بنظام البيع على المكشوف في أسواق الأسهم في المملكة ودول الخليج ككل. نتيجة التصور بأن هذا النوع من الممارسات ربما يؤدي إلى تكرار الانخفاضات في الأسواق. وقد ترسخ هذا الاعتقاد خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية، عندما فرضت بعض الدول حظراً مؤقتاً على البيع على المكشوف (الولايات المتحدة)، بينما شددت دول أخرى القيود على هذا النشاط (الاتحاد الأوروبي). لكن ليس هناك أدلة عملية تدعم هذا الاعتقاد، وقد توصلت دراسة أجراها مجلس الاحتياطي الفيدرالي بنيويورك عام 2011 إلى حقيقة مفادها: "لم ينتج ضرر من نظام البيع على المكشوف أثناء انهيار الأسواق المالية، وكذلك لم تكن هناك فائدة من حظر ذلك النظام". وتعضدت تلك الدراسة بدراسة أحدث أجراها سوق الأسهم التركي (بورصة أستانبول) في عام 2014 وخلص منها إلى أن "نظام البيع على المكشوف يساهم بالفعل في رفع كفاءة الأسواق من خلال تفادي أي مبالغة في تقييم أسعار الأسهم. ويبدو أن الفكرة السائدة والتي تقول أن الذين يمارسون البيع على المكشوف يتسببون في اضطراب سوق الأسهم ليس لها أساس من الصحة". لذا، فإننا نرى أن السماح بنظام البيع على المكشوف يشكل عنصراً إيجابياً للسوق المالية السعودية (تداول)، طالما أنه سيجعلها متوافقة مع أسواق الأسهم الرئيسية في الاقتصادات المتقدمة والناشئة، ويعتبر خطوة أخرى للمضي قدماً باتجاه جذب المزيد من المستثمرين المؤسساتيين.

الانضمام إلى مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة

مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة يتابع أداء أسواق الأسهم في 23 دولة نامية، وهناك العديد من الصناديق الاستثمارية النشطة والسلبية تستخدمه كمؤشر قياسي. الصناديق السلبية تستثمر وفقاً للوزن النسبي لحجم سوق الأسهم لكل دولة مقارنة بمؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة ككل. ولذلك، فبمجرد انضمام سوق الأسهم لبلد ما إلى المؤشر، فإن الصناديق السلبية تكيف محافظتها تلقائياً لشراء أسهم في ذلك السوق، مما يؤدي إلى تدفق الاستثمارات من الصناديق الأجنبية.

أشار مؤشر مورجان ستانلي، في تقرير حول تصنيف السوق صدر في يونيو 2015، إلى أنه سيسعى للحصول على تغذية راجعة من المشاركين في المؤشر عن أربعة جوانب رئيسية تتعلق بالسوق المالية السعودية (تداول). تشمل هذه الجوانب، تحديد نسبة 20 بالمائة كنسبة قصوى للملكية للمستثمرين

عند انتقال (تداول) إلى نظام التسوية في يومين، فسيؤدي ذلك إلى ارتفاع في الصفقات عبر الحدود.

البيع على المكشوف يتيح للمستثمرين تحقيق أرباح في حال كانت السوق متراجعة و/أو إعطائهم الخيار للتحوط لأنفسهم.

هناك تردد في السماح بنظام البيع على المكشوف في أسواق الأسهم في دول الخليج ككل...

..لكن الأدلة العملية تشير إلى عدم جدوى حظر البيع على المكشوف.

ونعتقد أن السماح بنظام البيع على المكشوف يمثل عنصراً إيجابياً للسوق المالية السعودية.

مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة يتابع أداء أسواق الأسهم في 23 دولة نامية.



الأجانب المؤهلين في شركة واحدة ومتطلبات توفر المال قبل عملية التداول المتعلقة بنظام التسوية في نفس اليوم. وقد تمت معالجة كلا هاتين القضيتين في التعديلات الأخيرة التي أجرتها هيئة السوق المالية والتي ستمهد الطريق لانضمام المملكة إلى مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة مستقبلاً. مع ذلك، هناك بعض العقبات، وجميعها يمكن التغلب عليها، ربما تؤجل الانضمام إلى مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة. ونعتقد أن المشكلة الرئيسية التي ربما تتسبب في التأجيل تتعلق بتنفيذ البنية التحتية لإجراءات ما بعد التداول والمتصلة بنظام التسوية خلال يومين، وبصفة يتصل التأجيل بتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع، الذي يعتبر ضرورياً حسب معايير الدخول في مؤشر مورجان ستانلي. ويقتضي نظام التسليم مقابل الدفع تسديد المبالغ النقدية قبيل أو في نفس وقت استلام الأوراق المالية، ويعتبر هذا النظام ضروري لتقليل مخاطر خسارة القيمة الكاملة للصفقة نتيجة تعثر الطرف المقابل في السداد أو إعساره. وقد أوضحت هيئة السوق المالية في إعلانها الأخير أنها ستطرح نظاماً للتسليم مقابل الدفع يكون مضبوطاً ودقيقاً. وفي معظم الحالات، عند إدخال نظام التسليم مقابل الدفع، والذي يتوقع تطبيقه في النصف الأول من عام 2017 بالنسبة للمملكة، يتم إعطاء المستثمرين الأجانب المؤهلين فترة فحص يستطيعون خلالها تقديم تقييمهم لنظام التسليم مقابل الدفع ومعالجة أي مخاوف لديهم. بالنظر إلى تجربة قطر والإمارات، نجد أن نظام التسليم مقابل الدفع تم تطبيقه من بين أشياء أخرى قبيل دخولهما في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، ولكن تأجل انضمام كلا الدولتين بسبب بطء تبني المتعهدين والوسطاء لنظام التسليم مقابل الدفع. ورغم ثقتنا بأنه سيتم اتخاذ جميع الخطوات الضرورية لضمان التطبيق الدقيق لنظام التسليم مقابل الدفع وما يتصل به من البنيات التحتية التشغيلية، إلا أن تجربة قطر والإمارات كشفت أن أسباباً خارج سيطرة الجهة الرقابية أو البورصة ربما تؤدي إلى التأجيل.

الخطوات المذكورة أعلاه تلعب جميعها دوراً حاسماً في تمهيد الطريق لانضمام المملكة إلى مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة مستقبلاً...

...ولكن هناك بعض العقبات ربما تؤجل الانضمام
تتصل بتنفيذ البنية التحتية لإجراءات ما بعد
التداول...

...خاصة تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع.

أدت قضايا تتصل بتطبيق نظام التسليم مقابل
الدفع إلى تأجيل انضمام كل من قطر والإمارات إلى
مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة.

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 للاستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويترز، وشركة بلومبيرغ، وشركة تداول، ومجلس الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، وبورصة أستانبول، ومن مصادر إحصائية محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة بخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو ادعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مسؤولية قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية 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.