



نظرة عامة

أعلنت هيئة السوق المالية الأسبوع الماضي عن فتح أكبر سوق متنوع للأسهم في المنطقة وأكثرها نضجاً، السوق المالية السعودية (تداول)، أمام المستثمرين المؤسسيين الأجانب المؤهلين للاستثمار المباشر، ابتداءً من 15 يونيو القادم. بلغت القيمة السوقية لـ (تداول) في أبريل 2015 نحو 528 مليار دولار، أو ما يعادل ثلثي الناتج المحلي الإجمالي السعودي، وتجعله تلك القيمة يفوق سوق الأسهم المكسيكي. وعند مقارنته بالأسواق في المنطقة، نجده يعادل تقريباً نفس حجم أسواق الأسهم الخليجية الأخرى مجتمعة. ويرجح أن يقود فتح السوق السعودي أمام الأجانب إلى إدراجه في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة بحلول منتصف عام 2017، وسيقود ذلك إلى جذب نحو 40 إلى 50 مليار دولار من التدفقات الأجنبية.

منذ إصدارنا لتقريرنا الرئيسي في أغسطس 2014 بعنوان: ["فتح سوق الأسهم السعودي أمام المستثمرين الأجانب"](#)، حدثت العديد من التطورات أثرت على مؤشر الأسهم السعودية "تاسي". أهم هذه التطورات هو الهبوط الكبير لأسعار النفط والذي أثر بشدة على الحالة المزاجية للمستثمرين وقاد إلى عمليات بيع واسعة، واكتتاب البنك الأهلي التجاري الذي بلغت قيمته 6 مليار دولار، والذي يعتبر ثاني أعلى اكتتاب في عام 2014 على مستوى العالم. وفيما يلي سنستعرض بعض التطورات الأخيرة بتفصيل أكثر.

مشروع القواعد المقترحة من قبل هيئة السوق المالية

نشرت هيئة السوق المالية في أغسطس 2014 مشروع القواعد المنظمة للسماح للمستثمرين الأجانب المؤهلين بالاستثمار المباشر في (تداول). تضمنت تلك القواعد القيود التي ستطبق على مشاركة المستثمرين الأجانب المؤهلين، وهي كما يلي:

- 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.
- لا يحق للمستثمر الأجنبي المؤهل (والشركات التابعة له) أن يحوز على نسبة تزيد عن 5 بالمائة من الأسهم المصدرة لأي شركة واحدة مدرجة في السوق.
- الحد الأقصى لإجمالي ملكية المستثمرين الأجانب مجتمعين (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 والمستثمرين الأجانب المؤهلين هو 10 بالمائة من القيمة الكلية لسوق الأسهم.

أكدت هيئة السوق المالية أن الهدف من فتح (تداول) هو دعم زيادة مساهمة المستثمرين المؤسسيين وتقليل سيطرة المستثمرين الأفراد. وبدا واضحاً أن تلك القواعد تمت صياغتها بطريقة منهجية لتحقيق ذلك الهدف. بعد استطلاع آراء وملاحظات المعنيين والمهتمين، سيتم اعتماد الصيغة النهائية للقواعد ونشرها في 4 مايو القادم. ونعتقد أن أحد نتائج تلك الاستطلاعات سيؤدي إلى أن

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي
كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث
falkurki@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



يتضمن تعريف المستثمرين الأجانب المؤهلين وعملاء المستثمر الأجنبي المؤهل الصناديق السيادية وصناديق التقاعد الحكومية والخاصة والأوقاف والمؤسسات والشركات العائلية المترسة. وفي اعتقادنا أن دخول مثل هذه الكيانات يعتبر بصفة عامة إيجابياً، حيث أن تلك الكيانات هم مستثمرون رئيسيون في الأسواق العالمية ويتميزون باستقرار طبيعة نمط الاستثمار لديهم.

علاوة على ذلك، نعتقد بضرورة توضيح بعض الشروط في القواعد حتى يزول أي غموض غير مقصود أو تفسير خاطئ محتمل. وعلى وجه التحديد، نعتقد أن علاقة دور الأشخاص المصرح لهم بالمستثمرين الأجانب المؤهلين لم توضح بصورة كافية. وعلى وجه التحديد، سيكون من الأفضل تقديم المزيد من التوضيح عما إذا كان بمقدور الأشخاص المرخص لهم إدارة أموال المستثمر الأجنبي المؤهل. كذلك، تم تضمين البنوك وشركات الوساطة والأوراق المالية كمؤسسات يمكن السماح لها بالمشاركة كمستثمر أجنبي مؤهل في (تداول)، لكن، في نفس الوقت، تم وضع الحد الأدنى من قيمة الأصول التي يجب أن تكون تحت إدارة المستثمر الأجنبي المؤهل عند 5 مليار دولار (18,75 مليار ريال). وبما أن الكثير من البنوك وشركات الوساطة والأوراق المالية لا تشارك في إدارة الأصول، فهذا الشرط سيحد من مشاركتها. وأخيراً، فإننا نرى أن تقديم المزيد من التوضيح حول طبيعة وتوقيت اقتراح خفض التدرجي لمبلغ الأصول التي يجب أن تكون تحت إدارة المستثمر الأجنبي المؤهل من 18,75 مليار ريال إلى 11,25 مليار ريال سيكون مفيداً لكلا الطرفين: الأشخاص المصرح لهم المحليين والمستثمرين الأجانب المؤهلين.

أداء مؤشر "تاسي" في الآونة الأخيرة

لقد أثر التراجع الحاد في أسعار النفط، بحوالي 50 بالمائة منذ منتصف عام 2014، بصورة سلبية على الدول المصدرة للنفط، حيث تراجعت جميع أسواق الأسهم الخليجية خلال الشهور الستة الأخيرة المنتهية في أبريل 2015 (شكل 1). في حالة مؤشر "تاسي"، لم تعكس تلك الخسائر المعطيات الأساسية للسوق، بل هي نتجت عن عمليات بيع واسعة سببها حالة من الذعر انتابت المتداولين. فعندما اضطربت أسعار النفط، أصاب الخوف الكثير من المستثمرين الأفراد من لجوء الحكومة السعودية إلى خفض، أو حتى ربما تقليص، الإنفاق الذي ربما يقود بدوره إلى تراجع أرباح الشركات. ومما أدى إلى تفاقم التراجع في "تاسي" بيع المستثمرين أسهمهم لتوفير النقود لتسديد جزء من المبالغ التي اقترضوها لشراء تلك الأسهم. لكن مخاوف المستثمرين من انخفاض الإنفاق الحكومي وتأثيره على أداء الشركات هدأت بعد مصادقة الحكومة على ميزانية أخرى توسعية في نهاية عام 2014. ومنذ ذلك الحين، بدأ مؤشر "تاسي" ينتعش بفضل انتقال السلطة إلى الملك الجديد بطريقة سلسة، ومكافأة راتب الشهرين التي منحت إلى موظفي القطاع العام، وكذلك الاستقرار النسبي في أسعار النفط العالمية.

بالنظر إلى المستقبل، فعلى الرغم من الظروف التي ترجح بقاء أسعار النفط منخفضة، (نتوقع أن يكون متوسط خام برنت للعام 2015 ككل عند 61 دولار للبرميل)، فإن الاحتياطات الأجنبية

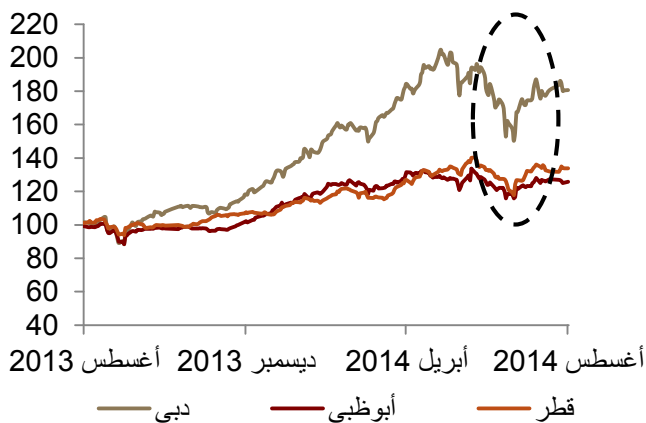
أكدت هيئة السوق المالية أن الهدف من فتح (تداول) هو دعم المستثمرين المؤسسيين وتقليل دور المستثمرين الأفراد.

ونعتقد أنه من الضروري توضيح بعض الشروط في القواعد لإزالة أي غموض غير مقصود أو تفسير خاطئ محتمل.

أثر التراجع الحاد في أسعار النفط سلباً على جميع أسواق الأسهم في منطقة الخليج.

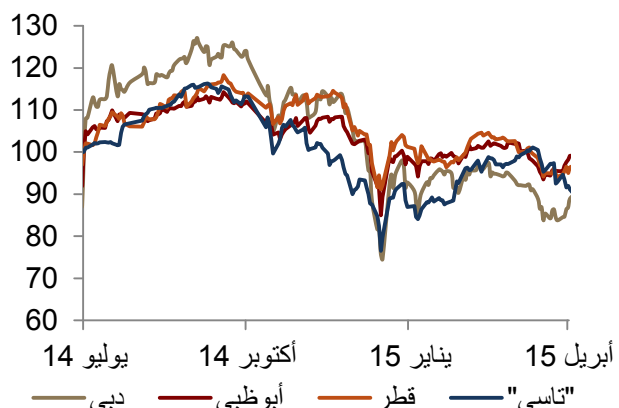
لا تعكس خسائر مؤشر "تاسي" المعطيات الأساسية للسوق في السعودية.

شكل 2: أسواق الأسهم القطرية والإماراتية بعد إدراجهما في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة*



* ملحوظة: المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في أغسطس 2013

شكل 1: تراجع أسواق الأسهم الخليجية*



* ملحوظة: المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في يوليو 2014



الضخمة للمملكة (بلغت 710 مليار دولار في نهاية فبراير 2015)، وانخفاض مستوى الدين العام مقارنة بالناتج الإجمالي المحلي (1,6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي - ما يتيح فرصة وساعة لإصدار دين سيادي)، سيجعلان المملكة قادرة على مواصلة التزامها بتنفيذ المشاريع الصناعية العملاقة وكذلك استراتيجية تنوع القاعدة الاقتصادية. وفي اعتقادنا أن استراتيجية التنوع الاقتصادي هذه لن تعمل فقط على تحريك النشاط في القطاع الخاص، الذي سيدعم أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم، بل كذلك ستدعم نشاط الاكتتابات الأولية، حيث سيوكل إلى القطاع الخاص دوراً أكبر ليصبح المحرك الرئيسي للنمو في الفترة القادمة. شهدنا خلال عام 2014 اكتتاب البنك التجاري الأهلي بقيمة 6 مليار دولار، كما أن الاكتتابات المرتقبة عام 2015 ستكون على الأرجح جاذبة، وستشمل تشكيلة من الشركات من مختلف القطاعات، بما فيها النقل والصناعة والرعاية الصحية والتجزئة. أخيراً، إذا وضعنا ذلك في الاعتبار، فإن بعض القطاعات ستستفيد من الدعم، من خلال انخفاض أسعار الطاقة أو أسعار اللقيم، كما أن المستثمرين الأجانب في (تداول) سيستفيدون من ميزة عدم وجود ضرائب على المكاسب الرأسمالية، إضافة إلى أن الضريبة المحتسبة لا تتعدى نسبتها 5 بالمائة من توزيعات الأرباح وهي تعتبر من بين النسب الأدنى على مستوى العالم، يتضح جلياً أن (تداول) يشكل سوقاً جاذبة للمستثمرين الأجانب.

يتوقع أن تكون الاكتتابات المرتقبة عام 2015 جاذبة، وستضمن تشكيلة من الشركات من مختلف القطاعات.

الأسهم مقيمة بصورة عادلة

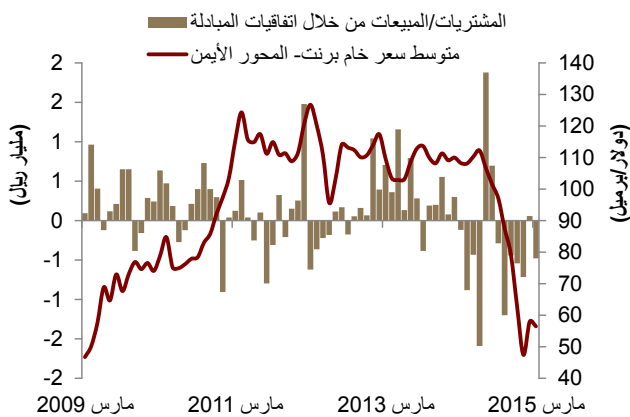
رغم أن التراجع الأخير في مؤشر "ناسي"، أدى إلى تقليل مخاطر تقييم الأسهم في (تداول) بأعلى من أسعارها العادلة، قبيل السماح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار المباشر في السوق السعودية، إلا أن المخاطر لا تزال قائمة. عندما يتم فتح سوق الأسهم السعودي أمام المستثمرين الأجانب جزئياً في منتصف يونيو 2015، فربما يتكرر نمط الوقائع التي شهدناها في سوق الإمارات وقطر. وكانت قيم أسواق الأسهم القطرية والإماراتية قد ارتفعت 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 (شكل 2).

أدى التراجع الأخير في مؤشر "ناسي" إلى تهدئة الارتفاع في قيم الأسهم...

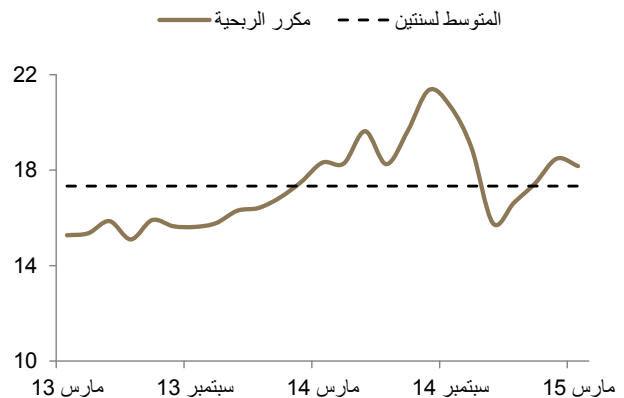
...لكن مخاطر ارتفاع قيم الأسهم إلى مستويات أعلى من قيمتها العادلة لا تزال قائمة.

مباشرة بعد إعلان مجلس الوزراء عزمه فتح سوق الأسهم أمام المستثمرين الأجانب في يوليو، بدأ مؤشر "ناسي" يتجه للارتفاع بأكثر مما ينبغي، حيث زاد بنسبة 14 بالمائة خلال أقل من شهرين ليصل في سبتمبر إلى 11,149 نقطة، مسجلاً أعلى مستوى له خلال 7 أعوام، كما أن مكرر الربحية تجاوز حينها متوسط الربحية محسوب على مدى فترة طويلة. تراجع مؤشر "ناسي" منذ بداية أكتوبر بنحو 17 بالمائة، ورغم أن التراجعات جاءت حادة وساهمت في النهاية في تهدئة ارتفاع قيم الأسهم، لكننا الآن نلاحظ ميل مكرر الربحية إلى الارتفاع وقد اكتسب بعض الزخم مرة أخرى (شكل 3).

شكل 4: العلاقة بين أسعار النفط واتفاقيات المبادلة



شكل 3: مكرر الربحية في مؤشر "ناسي"





أسواق النفط والأوضاع الجيوسياسية في المنطقة والمستثمرين الأجانب

خلال السنوات الخمس الأخيرة، أصبحت التطورات الجيوسياسية الإقليمية، وتأثيرها على أسواق النفط، تؤثر على الحالة المزاجية للمستثمرين الأجانب بصورة أكثر حدة. فإذا نظرنا إلى الأنماط التاريخية لحركة سوق الأسهم، نجد أنه في الأوقات التي تشهد اضطرابات إقليمية، كما حدث عام 2011، أو حالات التراجع الحاد في أسعار النفط، كما في أبريل 2010 ومارس 2012 والنصف الثاني من عام 2014 ومطلع عام 2015، يكون ناتج تداول المستثمرين الأجانب من خلال اتفاقيات المبادلة عمليات بيع صافية. أم في حالة استقرار أسعار النفط والأوضاع الجيوسياسية كليهما، كما في الفترة من نوفمبر 2009 إلى نوفمبر 2010 ومن نوفمبر 2012 إلى يناير 2014، نجد أن صافي مشتريات الأسهم من خلال اتفاقيات المبادلة في ازدياد (شكل رقم 4). هذا يدل على أنه رغم ردود الفعل النفسية تجاه أسعار النفط والتوترات الجيوسياسية، سيواصل المستثمرون الأجانب الاستثمار في المملكة على المدى الطويل. ويعود هذا الأمر إلى موقع المملكة المميز في أسواق الطاقة العالمية وكذلك الاقتصاد العالمي. وفي الحقيقة، تتوفر أدلة كافية أمام المستثمرين الأجانب، من خلال الاستقرار الواضح والنمو القوي للاقتصاد السعودي، تتيح لهم التمييز بين الإمكانيات المستقبلية القوية للاقتصاد السعودي والاقتصادات الأخرى المضطربة في المنطقة. كذلك، أصبح جلياً استعداد المملكة وقدرتها على الوفاء بتعهداتها في الإنفاق، من خلال موجوداتها الأجنبية الضخمة وإصدار دين سيادي، في سبيل تحقيق النمو الاقتصادية لمواطنيها.

ظلت أسعار النفط والتطورات الجيوسياسية الإقليمية تؤثران على مزاج المستثمرين الأجانب.

لدى المستثمرين الأجانب دليل كافٍ يجعلهم يميزون بين الإمكانيات المستقبلية القوية للاقتصاد السعودي والاقتصادات الأخرى المضطربة في المنطقة.

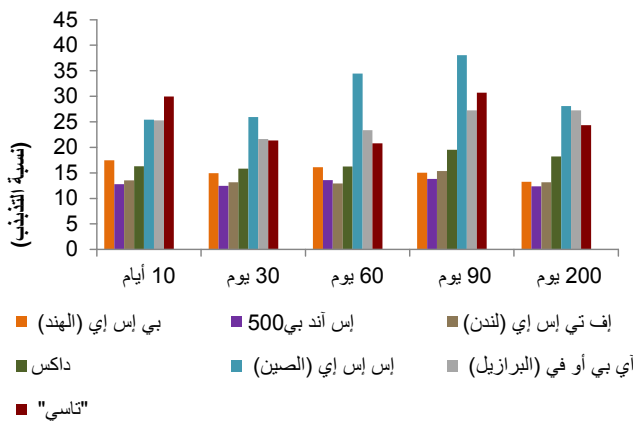
التذبذب

يسيطر المستثمرون الأفراد المحليون على عمليات البيع والشراء (تداول)، حيث بلغ عددهم في نهاية 2014- وفقاً لبيانات هيئة السوق المالية- نحو 2,4 مليون مستثمر، ويمثلون نحو ثلث إجمالي قيمة الأسهم المدرجة في السوق. حالياً، تسيطر تلك الفئة من المستثمرين في السعودية على نسبة من حجم التداول، تصل إلى 90 بالمائة، وتعتبر مرتفعة مقارنة بمؤشرات الأسواق الأخرى الكبيرة. في الهند، تشكل أحجام تداولات الأفراد نحو 34 بالمائة، أما في الولايات المتحدة فإن نسبة تداولاتهم منخفضة جداً حيث تشكل أقل من 2 بالمائة من إجمالي التداولات.

يسيطر المستثمرون الأفراد المحليون على عمليات البيع في (تداول).

بصفة عامة يميل المستثمرون الأفراد إلى الإقدام على المخاطر بدرجة أكبر، كما أن آفاقهم الاستثمارية أقصر، مقارنة بنظرائهم من المستثمرين المؤسساتيين. نتيجة لذلك، نلاحظ في "تاسي"

شكل 5: مقارنة التذبذب في "تاسي" مع الأسواق الأخرى



يقاس التذبذب بالانحراف المعياري الذي يبين مدى التفاوت بين عائدات استثمار ما ومتوسط العائد لذلك الاستثمار محسوب على مدى فترة زمنية محددة (أي: بين 10 إلى 200 يوم)



مستويات تذبذب أعلى خلال الفترات الزمنية القصيرة، فعلى سبيل المثال نسبة التذبذب في "تاسي" خلال 10 أيام تداول تعادل 2,3 مرة مستوى التذبذب في مؤشر أس أند بي 500 الأمريكي، وتعادل 1,7 مرة مستوى التذبذب في بورصة بومباي. أما خلال الفترات الزمنية الأطول، فنجد أن مستوى التذبذب في "تاسي" يأتي متسقاً مع مؤشرات الأسواق الناشئة الرئيسية (الشكل رقم 5). أتاح مشروع القواعد التي أعدتها هيئة السوق المالية والخاصة بفتح السوق، فرصة التداول فقط للمستثمرين المؤسسيين وليس المستثمرين الأفراد. عموماً، يلعب المستثمرون المؤسسيون دوراً هاماً في تطوير أسواق المال، حيث يمثلون قناة لضخ مدخرات الأفراد في أسواق رأس المال من خلال رؤية استثمارية طويلة الأمد. لذلك، نعتقد أن فتح (تداول) أمام المستثمرين الأجانب يشكل خطوة أساسية لتحقيق الهدف الرئيسي المتمثل في إيجاد سوق أسهم أكثر تطوراً بصورة تدريجية، يصبح فيه المستثمرون المؤسسيون هم المسيطرون على نظرائهم الأفراد.

الشفافية

سيكون فتح (تداول) أيضاً مصحوباً بزيادة في الشفافية من قبل الجهات الرقابية، من خلال توفير المعلومات الموثوقة على المستوى الكلي بطريقة منتظمة. فالدول التي توجد بها بعض أكثر أسواق الأسهم تطوراً في العالم اليوم، هي أيضاً التي يوجد فيها نظام لإصدارات إحصائية تنشر في مواقيت معروفة سلفاً تحددها جهات رسمية. وعلى وجه الخصوص، فإن توفر بيانات على المستوى الكلي تكون 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 تعمل بكفاءة عالية. وفي هذا الصدد، يمكن القول أن عدم وجود بيانات اقتصادية تنشر بصفة منتظمة على المستوى الكلي قاد جزئياً إلى الانفصال بين أداء (تداول) والمعطيات الاقتصادية الكلية للمملكة. لذلك، بالنظر إلى عام 2015، ورغم أننا نرى "تاسي" يتحسن، إلا أن زيادة أسعار وقيم الأسهم لن تعكس بالضرورة المعطيات الكلية القوية للمملكة، بل ربما تعكس التغيرات الحادة القصيرة التي تملها أسعار النفط والتطورات الجيوسياسية في المنطقة وأداء الاقتصاد العالمي. ونتوقع أن نرى المزيد من توثيق العلاقة بين (تداول) والاقتصاد المحلي على المدى البعيد. جاءت مسودة القواعد التي أعدتها هيئة السوق المالية لفتح السوق أمام المستثمرين الأجانب شبيهة

نتيجة لذلك، نلاحظ في مؤشر "تاسي" مستويات تذبذب أعلى خلال الفترات الزمنية القصيرة.

ستكون عملية فتح (تداول) أمام المستثمرين الأجانب مصحوبة بزيادة في مستويات الشفافية.

أسلوب الصين في فتح سوقها للأجانب اتسم بالبطء، لكنه أدى إلى سوق مستقرة

بالقواعد التي طبقها دول أخرى عند فتح أسواقها أمام المستثمرين الأجانب، لكن أسلوب الصين، على وجه الخصوص، يعتبر نموذجاً جيداً. يشكل المستثمرون الأفراد في بورصة شنغهاي 80 بالمائة من حجم السوق، وهو مستوى شبيه بالمستويات في "تاسي"، لكنهم يمتلكون فقط نحو ربع إجمالي القيمة السوقية للبورصة. ورغم أن اللجنة الصينية للإشراف على الأوراق المالية كانت تسعى لاتخاذ خطوات لجعل بورصة شنغهاي متناغمة مع أسواق الأسهم العالمية، إلا أنها في سبيل تحقيق ذلك انتهجت أسلوباً حذراً. ظلت بورصة شنغهاي مفتوحة أمام المستثمرين الأجانب المؤهلين منذ عام 2003، لكن حتى نهاية عام 2013 لم تتعدى القيمة الإجمالية للأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب نسبة 1,6 بالمائة من إجمالي القيمة السوقية للبورصة. ورغم أن اللجنة الصينية للإشراف على الأوراق المالية تخطط لزيادة هذه النسبة إلى 4 بالمائة عام 2016، لكن لا يزال أسلوبها في فتح البورصة يعتبر متدرجاً وحذراً.

جاءت مسودة القواعد التي أعدتها هيئة السوق المالية لفتح السوق أمام المستثمرين الأجانب متسقة مع القواعد التي طبقها دول أخرى ...

...لكن أسلوب الصين، على وجه الخصوص، يمثل نموذجاً جيداً.



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 ومن مصادر 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 صريحة كانت أم ضمنية، 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.