

افتتاح السوق السعودي للمستثمرين الاجانب: مرحلة مهمة للسوق المالية السعودية

نشرت هيئة السوق المالية الإطار التنظيمي المفصل لافتتاح السوق المالية السعودية (تداول)، والمجدول في منتصف شهر يونيو 2015م. وتتوافق اللوائح التنظيمية بشكل عام و إلى حد كبير مع اللوائح الأولية الصادرة في يوليو 2014م. ويتوقع أن يكون افتتاح السوق ذا أثر محدود على المدى القصير، إلا أن هذه الخطوة تشكل من منظور طويل الأجل مرحلة بالغة الأهمية نحو اندماج السوق السعودي في الأسواق المالية العالمية.

أعلنت هيئة السوق المالية يوم الاثنين 4 مايو 2015م القواعد النهائية للافتتاح المزمع للسوق المالية السعودية أمام المستثمرين الأجانب. وتتطابق القواعد النهائية الى حد كبير مع القواعد التي نشرت في يوليو 2014م، وقد تم إدراج أهم القواعد في الجدول أدناه. ومن الجدير بالذكر أن هيئة السوق المالية ستتيح للمستثمرين الأجانب المؤهلين والمتمثلين في المؤسسات الاستثمارية الأجنبية المسجلة لدى الهيئة، الاستثمار في الشركات السعودية المدرجة وفق قيود محددة. ويتطلب تاهل أية مؤسسة استثمارية للاعتماد كمستثمر أجنبي مؤهل أن لا تقل خبراتها الاستثمارية عن خمس سنوات وأن لا تقل قيمة الأصول الخاضعة لإدارتها عن 18.75 بليون ريال سعودي (5 بليون دولار أمريكي). أما بشأن الحدود القصوى لاستثمارات المستثمرين الأجانب المؤهلين فتطبق عليها القواعد التالية: لا يجوز لأي مستثمر أجنبي مؤهل أن يملك أكثر من 5% في أي سهم واحد كما لا يسمح للمستثمرين الأجانب المؤهلين مجتمعين بتملك أكثر من 20% في شركة واحدة من الشركات المدرجة (ويشمل ذلك جميع أنواع الملكية الأجنبية مثل اتفاقيات المبادلة وأملك الأجانب المقيمين والتي يجب أن لا تتجاوز في حدها الأقصى 49%). كذلك، وعلى المستوى الكلي للسوق، فإنه لا يجوز أن تتعدى ملكية المستثمرين الأجانب المؤهلين نسبة 10% من رأس المال الإجمالي للسوق، مع استمرار تطبيق القيود المحددة بالنسبة لبعض الشركات فيما يخص الملكية الأجنبية دون الالتفات للتنظيم العام أعلاه (فمثلاً: لا يسمح بالملكية الأجنبية في شركات كشركة جبل عمر)، ومن المنظور المالي، تفرض ضريبة بواقع 5% من إجمالي الأرباح الموزعة، ولكن دون تحميل أية ضرائب على المكاسب الرأسمالية للمستثمرين الأجانب المؤهلين. في الواقع، فإن المستويات الضريبية المشترطة ملائمة جداً للمستثمرين الأجانب مقارنة بالمستويات الضريبية في دول العالم الأخرى.

تتطابق القواعد النهائية الى حد كبير مع القواعد التي نشرت في يوليو 2014م

سيتم افتتاح السوق للمستثمرين الاجانب متمثلين بالمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وذات الخبرة

وسوف تدخل هذه القواعد التنظيمية حيز التنفيذ اعتباراً من 1 يونيو 2015م مع السماح للمستثمرين الأجانب بالبدء في الاستثمار اعتباراً من 15 يونيو 2015م.

الجدول 1: نظرة عامة على القواعد والقيود الرئيسية للمستثمرين الأجانب

المعايير	المتطلبات
الحد الأدنى للخبرة الاستثمارية وحجم المؤسسة المالية للمستثمر الاجنبي المؤهل	أن لا تقل الخبرة الاستثمارية عن 5 سنوات وأن تبلغ قيمة الأصول التي يديرها 18.75 بليون ريال (للهيئة الحق في خفض الحد الأدنى إلى 11.25 بليون ريال)
الحد الاعلى لتملك المستثمر الاجنبي المؤهل من اسهم أي مصدر تكون اسهمه مدرجة	5%
الحد الاعلى لتملك المستثمرين الاجانب المؤهلين مجتمعين من اسهم أي مصدر تكون اسهمه مدرجة	20%
الحد الاعلى لتملك المستثمرين الاجانب المؤهلين مجتمعين (بجميع فئاتهم سواء المقيمين منهم ام غير المقيمين) من اسهم أي مصدر تكون اسهمه مدرجة	49%
الحد الاعلى لتملك المستثمرين الاجانب المؤهلين مجتمعين من القيمة السوقية للاسهم في السوق (يشمل ذلك اتفاقيات المبادلة)	10%
المعاملة الضريبية للمستثمرين الاجانب	5% من إجمالي الأرباح الموزعة

المصدر: هيئة السوق المالية

حتى الآن، لا تزال الإمكانية متاحة للمستثمرين الأجانب للاستثمار الفعلي في السوق السعودية عبر اتفاقيات المبادلة من خلال عقد خاص مع أحد المصارف السعودية، بيد أنه لم يكن لاتفاقيات المبادلة تلك سوى دور بسيط نسبياً في سوق الأسهم السعودية لا يتجاوز في المتوسط 1.5 - 2.0% من إجمالي حجم التداول منذ طرح تلك الاتفاقيات خلال عام 2009م. وتختلف اتفاقيات المبادلة عن الاستثمار المباشر في الأسهم من ثلاثة أوجه مهمة. أولها، أنها لا تمنح المستثمر الأجنبي أية حقوق تصويت ما يحول دون أي تأثير له على أسلوب تسيير أعمال الشركة وحوكمتها. أما وجه الاختلاف الثاني فيتمثل في تعرض تلك الاتفاقيات لمخاطر الطرف المقابل بالنسبة للمستثمر عند دخوله في اتفاق تعاقدي مع مصرف سعودي بدلاً من التعامل المباشر في الأسهم. بينما يكمن وجه الاختلاف الثالث في أن اتفاقيات المبادلة مكلفة نسبياً بالمقارنة مع معاملات الأوراق المالية الفورية. وقد تفسر هذه الأسباب السر في عدم اكتساب اتفاقيات المبادلة لأي إقبال حقيقي كبير بين المستثمرين الأجانب.

وعليه، يمكن اعتبار الافتتاح المزمع للسوق أمام المستثمرين الأجانب والسماح لهم ولأول مرة بالملكية المباشرة في الشركات السعودية المدرجة في السوق، مرحلة مهمة سيكون لها آثار بارزة في مسيرة الأسواق المالية السعودية على المدى البعيد.

من ناحية أخرى، فإن تأثير ذلك على السوق سيكون محدوداً نوعاً ما على المدى القصير. وفي الواقع وكما هو مشاهد فقد تأثرت أسعار السوق فعلياً وبصورة جزئية على ضوء هذا الخبر وما صعودها مباشرة بعد أول إعلان عنه في شهر يوليو 2014م وكذلك بعد نشر الموعد الدقيق للافتتاح (في 15 يونيو 2015 م) خلال شهر أبريل الماضي إلا دليل على ذلك، وإن لم تدم ردة فعل السوق هذه لفترة طويلة. ويظهر هذا جلياً كذلك في صافي مشتريات المبادلة من قبل المستثمرين الأجانب (انظر الرسم البياني 1)، ففي شهر يوليو 2014م وشهر أبريل 2015م يلاحظ تسجيل صافي مشتريات المبادلة لمستويات قياسية على خلفية خبر افتتاح السوق. ومع ذلك، كان هناك نزوع واضح من المستثمرين الأجانب لبيع الأسهم السعودية إبان فترة الاثني عشر شهراً الماضية ما يعكس بعض المخاوف لدى معظمهم لا سيما المخاوف المرتبطة بالهبوط الحاد لأسعار النفط، وربما المخاوف التي واكبت منذ عهد قريب مسألة التقييم. وكنا قد أشرنا إلى ذلك في تقريرنا السابق تحت عنوان "الأفاق المستقبلية للاستثمار العالمي" خلال شهر أبريل الماضي. ويصور الرسم البياني 2 مخاوف التقييم تلك من خلال استشراف مكرر الارباح المستقبلية لفترة الاثني عشر شهراً على أساس تقديرات الارباح المتوقعة المجمع عليها في السوق. ونشير هنا إلى أن السوق يتداول حالياً بأكثر من 16 ضعف مكاسبها التقديرية ما يعكس بوضوح بلوغها المستويات الذروية لنطاق التقييم خلال الثمان سنوات الماضية. ومن الأهمية بمكان التنويه بأنه في ما مضى عندما كان السوق يتداول عند مستويات التقييم المرتفعة هذه كان سعر النفط قريباً من أو فوق 100 دولار، أي أعلى بكثير من المستوى الحالي (بخصوص العلاقة بين تداول وأسعار

لاتزال الإمكانية متاحة للمستثمرين الأجانب للاستثمار الفعلي في السوق السعودية عبر اتفاقيات المبادلة

اتفاقيات المبادلة تحمل بعض السلبيات مقارنة بالامتلاك المباشر للأسهم

افتتاح السوق يعد مرحلة مهمة للسوق المالية السعودي

تأثرت أسعار السوق فعلياً على المدى القصير وبصورة جزئية على ضوء خبر افتتاح السوق

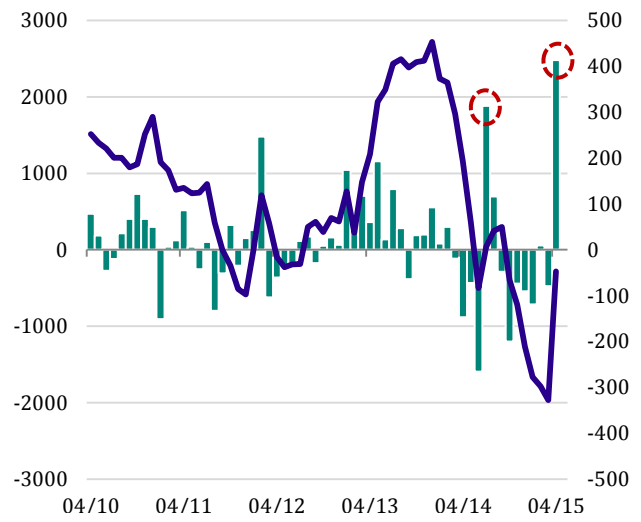
الرسم البياني 2: مكرر الارباح للسوق السعودي



■ مكرر الارباح المستقبلية، 12 شهراً
(بناء على التقديرات المجمعة للأرباح المستقبلية 12 شهراً)

المصدر: بلومبيرغ، تداول

الرسم البياني 1: صافي مشتريات الأجانب عبر اتفاقيات المبادلة



■ صافي مشتريات الأجانب الشهرية عبر اتفاقيات المبادلة (مليون ريال سعودي)، المحور الأيسر

■ متوسط 12 شهراً من صافي مشتريات الأجانب عبر اتفاقيات المبادلة (مليون ريال سعودي)، المحور الأيمن

النفط العالمية، أنظر الى تقرير "الأفاق المستقبلية للاستثمار العالمي" لشهر أبريل 2015). وبالإضافة إلى ذلك، فإن تقديرات الأرباح المتوقعة المجمع عليها لفترة الاثني عشر شهراً، والواردة ضمناً في هذا الرسم البياني، مرتفعة كثيراً من وجهة نظرنا (كما يدل عليه معدل النمو الذي يتجاوز نسبة 20%)، وبالرغم من ذلك فإننا نتوقع نمو القطاع الخاص غير النفطي بمعدل متواضع على مدى العام. وبالتالي، وحيث أن السوق قد استوفت عناصرها فعلياً وإلى حد كبير من حيث التأثير المباشر للافتتاح المزمع وحيث أنه يجري التداول فيها بقيم عالية، فإننا نرى محدودية أية احتمالات للارتفاع على المدى القصير، ونوصي بجني بعض الأرباح واتخاذ موقف أكثر حذراً في حال مواصلة السوق تقدمها نحو المستويات المرتفعة التي سجلتها خلال العام الماضي.

مع مستويات التقييم الحالية فإن
احتمال الارتفاع على المدى القصير
محدودة

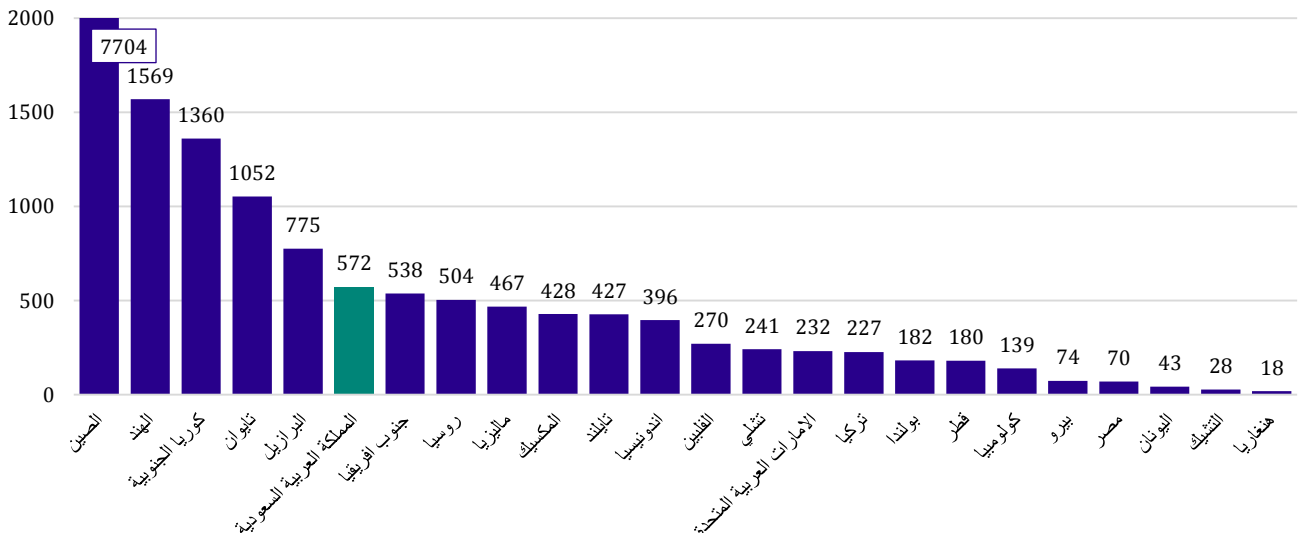
أياً يكن الأمر، فإننا نرى بأن الأثر الأعمق لافتتاح السوق سيوضح على المدى الطويل، ومن منظور أشمل، يتوقع أن يكون لهذا الافتتاح العديد من الآثار الإيجابية على تداول. وأولها، زيادة شريحة المستثمرين الاحترافيين ذوي التركيز الطويل المدى والتوجه المستند على الأسس التحليلية والذي من شأنه المساعدة على الحد من التقلبات القصيرة المدى للسوق والتي يسيطر عليها حتى الآن مستثمرون محليون أفراد يتصرفون في الغالب وفق نظرتهم القصيرة المدى (الضيقة) للسوق. أما في المقام الثاني، فسوف يضطلع الشركاء الدوليون والذين تجتمع لديهم المهارة والمعرفة، بدورهم كمستثمرين بفعالية أكبر وسيساهمون من خلال توجيهاتهم في الارتقاء بمستوى الشفافية والحوكمة لدى الشركات المحلية. ويأتي في المقام الثالث ظهور نخبة من مديري الاصول الدوليين القياديين الذين يقومون بعمل بحث متعمقة وعلى درجة عالية من التخصص والاحترافية على الشركات والسوق، الأمر الذي سيفضي بدوره إلى رفع المستوى الاحترافي العام للاستثمار والوصول بعملية صنع القرار في سوق الأسهم السعودية إلى أرفع المستويات.

الأثر الأعمق لافتتاح السوق سيوضح
على المدى الطويل

أخيراً وليس آخراً، فإن افتتاح السوق سيمهد الطريق في نهاية المطاف لإعادة تصنيف السوق السعودي مستقبلاً ضمن قائمة الأسواق الناشئة من قبل MSCI الرائدة، ومن ثم دخولها في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة. وبطبيعة الحال، فإننا إذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن رسملة السوق المالية السعودية تداول تؤهلها للتصنيف ضمن أسواق الدول الأعضاء الأكبر حجماً في هذا المؤشر (أنظر الرسم البياني 3). وبناء على البيانات الحالية، فإن السوق السعودي سيدرج ضمن مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بثقل اولي يقرب من 2% وسوف يشكل هذا الإدراج في المؤشر خطوة بالغة الأهمية وما ذلك إلا لربط قدر كبير من الأصول المدرجة ضمن الأموال المدارة - والمقدرة قيمتها حسب أحدث التقديرات بنحو 1300 بليون دولار أمريكي - بمؤشر MSCI للأسواق الناشئة، وبالتالي فسوف يؤدي إدراج تداول في المؤشر إلى تدفقات داخلية كبيرة لرؤوس الأموال تقدر بناء على الأرقام اعلاه بنحو 25 الى 30 بليون دولار أمريكي. وكما يظهر من التجارب الماضية للإدراجات في المؤشر فإن الأسواق الجديدة التي يتم إدراجها في المؤشر لا بد أن تقطع مشواراً طويلاً قبل التاريخ الفعلي

سوف يؤدي إدراج تداول في المؤشر
إلى تدفقات داخلية كبيرة لرؤوس
الأموال تقدر بنحو 25 الى 30
بليون دولار أمريكي

الرسم البياني 3: القيمة السوقية للسوق السعودي مقارنة بالبلدان الاعضاء في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة
(مليار دولار أمريكي، بتاريخ 4 مايو 2015)



المصدر: بلومبيرغ

للإدراج إذ سيحاول المشاركون في السوق بما أوتوا من قوة التقدم عليها بعد التدفق الداخل لرؤوس الأموال، ويظهر ذلك جلياً في حالة كل من قطر والإمارات العربية المتحدة - اللتين تم إدراجهما في MSCI للأسواق الناشئة في منتصف العام الماضي - حيث لوحظ في كلتا الحالتين صعود قوي في السوق سبق إدراجهما في المؤشر بوقت طويل.

وأياً كان الأمر، فإن خارطة الطريق لعملية الإدراج في المؤشر ستكون من الممارسات متوسطة المدى نوعاً ما ولن تتبلور قبل منتصف عام 2017 م. وتطبق MSCI في تصنيفها السنوي للدول العديد من المعايير قبل أن تتخذ قرارها في إدراج أي سوق في مؤشرها. وبالنسبة للأسواق الناشئة فإن العوامل الحاسمة تضم الحجم والسيولة من جهة ثم معايير سهولة الوصول إلى السوق من جهة أخرى. وإذا ما نظرنا إلى حجم السوق السعودية ومستوى السيولة فيه فسوف يتبين لنا بجلاء تام أهليتها للتصنيف كسوق ناشئة وإن كانت معايير سهولة الوصول إليها مدعاة لإبداء تحفظات أكثر بحكم طبيعتها فضلاً عن استناد تلك المعايير على التعليقات وردود الفعل التي ترجع بها المؤسسات الاستثمارية إلى MSCI، ومن بين معايير سهولة الوصول هذه فإن اشتراط قوة الكفاءة التشغيلية لا يزال يشكل مسألة تنطوي على إشكاليات محتملة ينبغي علاجها (كقاعدة التسوية T+0 مثلاً). ويذكر أن أول مراجعة من جانب MSCI لإدراج السوق السعودي في مؤشرها لن تتم قبل شهر يونيو 2016م، وإذا كانت نتيجة المراجعة إيجابية فسوف يتم إدراج تداول في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في منتصف العام التالي، وهذا يعني أن منتصف عام 2017م هو أقرب موعد محتمل للإدراج الفعلي لتداول في المؤشر.

بالتالي، ولكي يتحقق الأثر الإيجابي المرجو لافتتاح السوق السعودي ويؤتي ثماره النهائية، فإنه لا بد من التحلي ببعض الصبر، وذلك من أهم الصفات التي يجب أن يتحلى بها المستثمر الحصيف في جميع الأحوال.

منتصف عام 2017م هو أقرب
موعد محتمل للإدراج الفعلي لتداول
في المؤشر

بيان إخلاء المسؤولية:

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، عدالة، أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة لها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية - كما في تاريخ هذا التقرير فقط - وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متنسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي.

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على نتائج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل.

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.