



# فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية

من إعداد  
عبدالله المقبل  
محمد المزيني  
صالح اليحيان

أبريل 2017م

هيئة السوق المالية  
Capital Market Authority



## فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية

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

[نسخة خاصة للنشر](#)



ويُجمل هذه التقرير فيما يلي فوائد الانضمام لتلك المؤشرات بشكل عام، محاولاً التفصيل بحسب التصنيف المحتمل للسوق المالية ما بين ناشئة ومتقدمة. كذلك سيتطرق التقرير لما يلي:

(1) تجارب انتقال بعض الأسواق الدولية من الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة.

(2) أبرز متطلبات الإدراج في المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة والمتقدمة.

(3) تطبيق هذه المتطلبات على واقع السوق السعودية والشركات المدرجة للخروج بتصوير عام عن عناصر التغيير (التطوير) اللازمة على المستوى المحلي والاحتياجات اللازمة المترتبة عليها.

(4) وضع توصيات عملية في هذا الشأن.

تُعَدّ المؤشرات العالمية للأسهم مرجعاً أساسياً لصناعة إدارة الأصول بتوفيرها إمكانية مقارنة الأداء، وأساساً لتوزيع الأصول في بناء المحافظ الاستثمارية لتأخذ في الاعتبار التنوع الجغرافي للأسواق وحجمها وقطاعاتها الاستثمارية. إضافة إلى أن تلك المؤشرات تعد من جهة أخرى مورداً مهماً للباحثين في مجال أسواق الأسهم العالمية. وتعد مؤشرات مورغان ستانلي (MSCI)، وداو جونز (Dow Jones)، وفوتسي (FTSE)، وإس آند بي (S&P) المؤشرات الرائدة للأسهم العالمية، وإن كان مؤشر MSCI هو الأبرز باعتبار حجم أصول الصناديق التي تضع هذا المؤشر أساساً لمقارنة أدائها (benchmark). وقد أكملت السوق المالية السعودية متطلبات الانضمام إلى مؤشر MSCI للأسواق الناشئة (قائمة المراقبة)، إلى جانب أن مؤشر سوق الأسهم السعودية لا يزال تحت المراجعة للانضمام إلى مؤشر FTSE في تصنيف الأسواق الناشئة الثانوية (secondary emerging index). وتأمل الأسواق المتقدمة والناشئة في العالم على حدٍ سواء - في سعيها الحثيث للانضمام إلى تلك المؤشرات العالمية- تحقيق العديد من المنافع للاقتصاد الكلي على نحو عام ولأسواقها المالية على نحو خاص. وتتنوع تلك المنافع بحسب درجة تقدم تلك الأسواق، وجاذبية أوراقها المالية المدرجة للمستثمرين. علاوة على أن تلك المنافع قد تتفاوت وفقاً لتصنيفها إلى أسواق نامية أو ناشئة أو متقدمة.

5	1- مقدمة
6	2- فوائد الانضمام إلى المؤشرات العالمية
7	3- متطلبات الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة والمتقدمة
11	4- السيناريوهات «التقديرية» لأثر السيولة في السوق السعودية في حال الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة في مقابل الانضمام لمؤشرات الأسواق الناشئة
14	5- عناصر التغيير (التطوير) المحتملة في المملكة لترقية السوق المالية السعودية من مؤشرات الأسواق الناشئة إلى المتقدمة
15	6- تجارب الدول في الانتقال من المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة إلى المتقدمة
16	7- الاحتياطات اللازمة لانضمام مؤشر السوق السعودية إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة
17	8- النتائج
18	9- المصادر والمراجع

## 2- فوائد الانضمام إلى المؤشرات العالمية

توافر حزمة من المعلومات في السوق، مثل صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs)، إضافة إلى إتاحة تقارير ومعلومات الشركات والسوق المالية باللغة الإنجليزية، مما يمهّد للحصول على تغطية أكبر من المحللين الماليين على المستوى العالمي.

(5) تعزيز سيولة السوق نتيجة ارتفاع مستوى جاذبيته للمستثمر الأجنبي والمحلي على حد سواء، و دخول شرائح جديدة من المستثمرين، وارتفاع مستوى الأسهم الحرة ( بوصفها مطلباً)، وإتاحة الإدراج المزدوج.

(6) تعميق السوق؛ ذلك أن تصاعد مستويات السيولة يمثل حافزاً أكبر للحكومة لتخصيص الشركات المملوكة لها وطرحها في السوق المالية.

(7) التكامل مع الأسواق العالمية المتقدمة ومواكبة تطوراتها.

(8) لفت الانتباه العالمي والتسويق لاقتصاد المملكة ومنتجاتها الاستثمارية.

(9) تعزيز دور المستثمر المؤسسي في السوق المالية السعودية.

يترتب على الانضمام إلى مؤشرات الأسهم العالمية العديد من المزايا على مستوى الاقتصاد والسوق المالية، وقد تناولت تلك الفوائد العديد من الدراسات والتقارير،

### ويمكن تلخيصها في ما يلي:

(1) التقييم العادل لأسعار الأسهم المنضمة إلى تلك المؤشرات.

(2) تحسن ميزان المدفوعات حال دخول الأموال (مع احتمال التأثير السلبي حال الخروج).

(3) تطوير البيئة الاستثمارية والأطر القانونية للسوق المالية (باعتبار ذلك من متطلبات البقاء في تلك المؤشرات).

(4) رفع مستوى الشفافية وتقليص حالة "عدم تماثل المعلومات" بين شرائح المستثمرين من جهة وبين المستثمرين والشركات من جهة أخرى، عبر تحفيز تطوير منتجات استثمارية تحتاج عملية مراقبة أدائها إلى

## 3- متطلبات الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة والمتقدمة

تتشابه المؤشرات العالمية في متطلباتها، وتعد مؤشرات "مورغان ستانلي" أهم المؤشرات العالمية نظراً إلى حجم الأصول الكبير جداً الذي تستهدفه مؤشراتها في مقابل المؤشرات العالمية الأخرى. ويتكون إطار تصنيف مؤشرات مورغان ستانلي العالمية للأسواق من ثلاثة معايير: التنمية

### جدول (1): متطلبات الانضمام إلى مؤشرات "مورغان ستانلي" العالمية للأسواق

المعايير	مبتدئة أو واعدة	ناشئة	متقدمة
التنمية الاقتصادية			
الاستدامة الاقتصادية	لا يوجد مطلب	لا يوجد مطلب	زيادة نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي بنسبة 25% عن حد الدخل المرتفع الخاص بالبنك الدولي لمدة ثلاث سنوات متتالية*
متطلبات الحجم والسيولة			
عدد الشركات المستوفية لمعايير المؤشر القياسي التالية	2	3	2
حجم الشركة: (القيمة السوقية للأسهم المصدرة)	280 مليون دولار أمريكي	560 مليون دولار أمريكي	1.12 مليار دولار أمريكي
حجم الورقة المالية: (القيمة السوقية للأسهم الحرة)	14.5 مليون دولار أمريكي	280 مليون دولار أمريكي	560 مليون دولار أمريكي
سيولة الورقة المالية	2.5% معدل القيمة المتداولة السنوي	15% معدل القيمة المتداولة السنوي	20% معدل القيمة المتداولة السنوي
معايير الوصول إلى السوق والانفتاح			
الانفتاح للملكية الأجنبية	متاح للبعض على الأقل	معتبر	عال جداً
سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة	جزئياً على الأقل	معتبر	عال جداً
كفاءة إطار العمل التشغيلي	متواضعة	جيد وتم اختباره	عال جداً
استقرار إطار العمل المؤسسي	متواضع	متواضع	عال جداً

\* يبلغ نصيب الفرد من الدخل القومي وفق شريحة الدخل المرتفع الصادر عن البنك الدولي (لثلاث سنوات متتالية) ما يقارب 12476 دولاراً أمريكياً (الرقم للمملكة هو 24760 دولاراً أمريكياً).

المعايير	ملاحظة
كفاءة إطار العمل التشغيلي	
تنظيم السوق	
تنظيمات أو تشريعات السوق	تقييم وجود أنظمة ولوائح وتشريعات تنظم عمل الأسواق المالية وسوق الأسهم وما يتصل بها من جهات (مؤسسات المقاصة، والإيداع) بالإضافة إلى إفصاحاتها المعلنة.
المنافسة	تقييم جودة المنافسة السوقية على الصعيدين الداخلي والخارجي.
إقراض الأسهم	تقييم وجود وجود وإطار تنظيمي وآلية كفاءة تسمح بالتوسع في استخدام إقراض الأسهم.
البيع على المكشوف	وجود إطار تنظيمي وعملي يسمح بالبيع على المكشوف.
البنية التحتية للسوق	
المقاصة والتسوية	التأكد من وجود نظام مقاصة وتسوية يعمل بصورة جيدة بناءً على معايير دولية، بما في ذلك الدفع مقابل التسليم، وغياب متطلبات/ممارسات التمويل المسبق، وإمكانية استخدام السحب على المكشوف، وتوافر بنية موحدة حقيقية.
الحفظ	التأكد من مستوى المنافسة بين بنوك الحفظ المحلية ووجود بنوك حفظ عالمية.
التسجيل/الإيداع	التأكد من وجود مركز تسجيل وإيداع مركزي يعمل بصورة جيدة.
التداول	تقييم مستوى المنافسة بين الوسطاء بما يضمن تقديم خدمات ذات جودة عالية (وتداول منخفض التكلفة).
التحويلات	إمكانية إجراء تعاملات خارج البورصة وتحويلات "عينية".
استقرار إطار العمل المؤسسي	
استقرار إطار العمل المؤسسي	تقييم مدى استقرار الإطار المؤسسي على المدى الطويل، وعدم التدخل الحكومي، اللذين يعدان مؤشراً على استقرار المنظومة الاقتصادية وإيجابياتها.

- كذلك طورت شركة "فوتسي" (FTSE) آلية لتقييم الأسواق المزمع انضمامها إلى مؤشر فوتسي، وتشمل :
  - وضع معايير محددة تعد حجر الأساس في تحديد أهلية السوق للانضمام إلى المؤشر، وتقييم الأسواق ومقارنتها بموضوعية بناءً عليها.
  - عمل استبانات ترسل إلى البورصات والجهات التنظيمية .
- تجري لجنة استشارية - تسمى (FTSE Russell Country Classification Advisory Committee) - التقييم وفقاً للمعايير المعتمدة.
- تدرج الأسواق التي على وشك تحقيق المعايير في قائمة المراقبة؛ لتمكين المستثمرين من التعرف على التغيرات المستقبلية، ويوضع السوق سنة واحدة على الأقل على قائمة المراقبة قبل الانضمام إلى المؤشر.

وتراقب مجموعة مؤشرات "مورغان ستانلي" بانتظام تصنيف أسواق الدول، وعندما تعتقد أن بلداً معيناً قد ينتقل إلى مجموعة أو فئة استثمارية مختلفة وفقاً للمعايير المذكورة أعلاه، فإنها تبدأ بعقد مشاورات مع المجتمع الاستثماري بشأن اقتراح إعادة التصنيف الذي غالباً ما يعتمد على المحور الثالث من المتطلبات الذي يقيس درجة الوصول إلى السوق والانفتاح. ولتقييم معايير الوصول إلى الأسواق والانفتاح، تستخدم مورغان ستانلي مجموعة مؤشرات تظهر في الجدول (2)، وهي:

#### جدول (2): إجراءات مؤشرات مورغان ستانلي لتقييم الوصول للسوق والانفتاح

المعايير	ملاحظة
الانفتاح للملكية الأجنبية	
وجود متطلب تأهيل المستثمر	وجود شروط لتأهيل المستثمرين الدوليين يعوق مبدأ تكافؤ الفرص بين المستثمرين
مستوى حد التملك الأجنبي	وجود حدود للملكية المفروضة على المستثمرين غير المحليين (الأجانب) يخالف الحالة المثالية بأن لا يوجد فرق بين المستثمرين الأجانب والمحليين
مستوى الملكية المتاحة للأجانب	تملك النسبة القصوى المسموح بها يعوق فرص المستثمرين الجدد، لذا من المهم توافر نسب متاحة للاستثمار.
حقوق متساوية للمستثمرين الأجانب	لا بد أن تكون حقوق التصويت والحقوق الاقتصادية متساوية، بالإضافة إلى توافر المعلومات باللغة الإنجليزية.
سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة	
مستوى تقييد التدفقات الرأسمالية	وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة لرؤوس الأموال الأجنبية إلى/من سوق الأسهم المحلية يعد أمراً سلبياً على التقييم
مستوى تحرر سوق تداول العملات الأجنبية	ضرورة توافر سوق متقدمة لتداول العملات، داخلياً وخارجياً، ليتمكن المستثمرون من إتمام الصفقات وتحويل الأموال بسهولة.
كفاءة إطار العمل التشغيلي	
دخول السوق	
تسجيل المستثمرين	تسهيل متطلبات تسجيل المستثمرين الدوليين أو الأجانب يعد أمراً إيجابياً.
إنشاء الحسابات	تقييم درجة سهولة/تعقيد فتح الحسابات المحلية (الوثائق اللازمة والموافقات المطلوبة).
تدفق المعلومات	مراجعة مستوى الإفصاح في الوقت المطلوب لجميع بنود معلومات سوق الأسهم (مثل تنبيهات السوق، وأخبار الشركات) باللغة الإنجليزية.

السوق السعودية (تحت المراقبة)	أسواق ناشئة		أسواق متقدمة	المعيار
	ثانوية	متقدمة		
<b>الحفظ والتسوية</b>				
N.A	√	√	√	التسوية- حالات ضئيلة أخفق فيها إتمام المقاصة
لم يتحقق	√	√	√	الحفظ - منافسة كافية في السوق لضمان الجودة
تحقق	√	√	√	التسوية و المقاصة (T+2 /T+3)
لم يتحقق			√	التسوية- نقل الملكية المجاني متاح
لم يتحقق		√	√	الحفظ- توافر الحسابات المجمعة للمستثمر الأجنبي
<b>التعامل</b>				
تحقق	√	√	√	الوسطاء- منافسة كافية في السوق لضمان الجودة
تحقق	√	√	√	السيولة- سيولة كافية لاستيعاب الطلب الخارجي
تحقق	√	√	√	تكلفة التداول- التكاليف الضمنية والمباشرة معقولة وتنافسية
تحقق			√	السماح بإقراض الأسهم
تحقق			√	السماح بالبيع على المكشوف
لم يتحقق			√	السماح بالتداول خارج المنصة
تحقق			√	توفر آلية تداول فعالة
تحقق	√	√	√	الإفصاح - توافر المعلومات
<b>المشتقات</b>				
لم يتحقق			√	سوق مشتقات متطورة

ووفقاً للتقرير الصادر عن "فوتسي" في شهر مارس 2017، لا تزال السوق السعودية على قائمة المراقبة، والشركة على اطلاع على التغييرات المتعلقة بتخفيف الشروط المرتبطة بالاستثمار الأجنبي، وكذلك التغييرات المزمع تطبيقها خلال العام الجاري المتعلقة بتغيير آلية التداول. وستبقى السوق على قائمة المراقبة حتى شهر سبتمبر 2017 وحينها ستخضع للمراجعة للانضمام إلى الأسواق الناشئة (الثانوية). ويبين الجدول (3) أدناه المعايير التي يجب على السوق تحقيقها للانضمام إلى الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة (متقدمة، وثانوية). ويوضح الجدول (3) الوضع الحالي للسوق السعودية وفقاً للمعايير المذكورة، وهو يظهر الحاجة إلى استكمال عدد من المتطلبات للانضمام إلى الأسواق المتقدمة "فوتسي"، ومن ذلك المزيد من العمل على حماية المستثمرين الأقلية وتحرير السوق وتطويرها، وتحرير سوق صرف العملة المحلية وتطويرها، وتسهيل آليات تسجيل المستثمرين الأجانب، إضافة إلى متطلبات أخرى.

**جدول (3): معايير الانضمام إلى مؤشرات فوتسي ووضع السوق السعودية وفقاً للمعايير المطلوب تحقيقها وفقاً لتقييم "فوتسي"**

السوق السعودية (تحت المراقبة)	أسواق ناشئة		أسواق متقدمة	المعيار
	ثانوية	متقدمة		
مرتفع	مرتفع	مرتفع	مرتفع	الناتج القومي الإجمالي (البنك الدولي)
استثمار	استثمار	استثمار	استثمار	التصنيف الائتماني
<b>التطوير التشريعي للسوق</b>				
تحقق	√	√	√	وجود هيئة رسمية للإشراف على السوق
لم يتحقق		√	√	توافر حماية الملكية للمستثمرين الأقلية
تحقق جزئياً		√	√	توافر حماية الملكية للمستثمرين الأقلية
تحقق جزئياً	√	√	√	لا يوجد قيود جوهريّة على استثمار رأس المال ولا يوجد قيود على تحويل الأموال للخارج
لم يتحقق		√	√	سوق أسهم حرة و متطورة
لم يتحقق		√	√	سوق صرف حرة و متطورة
لم يتحقق		√	√	آلية بسيطة لتسجيل المستثمرين الأجانب أو عدم إلزاميتها

جدول (4): السيناريوهات المحتملة لأثر الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة والمتقدمة\*

السيناريو المتفائل			السيناريو الأساسي			السيناريو المتحفظ		
القيمة (مليار دولار)	نوع الاستثمار	السوق	القيمة (مليار دولار)	نوع الاستثمار	السوق	القيمة (مليار دولار)	نوع الاستثمار	السوق
302.7	غير نشيط (passive)	ناشئة	275.2	غير نشيط (passive)	ناشئة	247.7	غير نشيط (passive)	ناشئة
1478.4	نشيط (active)		1344	نشيط (active)		1209.6	نشيط (active)	
1781.1	<b>الإجمالي</b>		1619.2	<b>الإجمالي</b>		1457.3	<b>الإجمالي</b>	
5501.3	غير نشيط (passive)	متقدمة	5001.2	غير نشيط (passive)	متقدمة	4501.1	غير نشيط (passive)	متقدمة
6492.8	نشيط (active)		5902.5	نشيط (active)		5312.3	نشيط (active)	
11994	<b>الإجمالي</b>		10903.7	<b>الإجمالي</b>		9813.3	<b>الإجمالي</b>	
<b>وزن السوق السعودي</b>			<b>وزن السوق السعودي</b>			<b>وزن السوق السعودي</b>		
<b>المجموع (مليار دولار)</b>	3.02%	ناشئة	<b>المجموع (مليار دولار)</b>	3.02%	ناشئة	<b>المجموع (مليار دولار)</b>	3.02%	ناشئة
	0.40%	متقدمة		0.40%	متقدمة		0.40%	متقدمة
53.79	التدفق النقدي من الأسواق الناشئة	التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة	48.9	التدفق النقدي من الأسواق الناشئة	التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة	44.01	التدفق النقدي من الأسواق الناشئة	التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة
47.98	التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة		43.61	التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة		39.25	التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة	

الأرقام بناءً على بيانات نهاية عام 2016م لوزن السوق السعودية ولحجم استثمارات الصناديق العالمية، وعليه فإن هذه التقديرات استرشادية؛ إذ إنها تتغير بتغير أوزان الشركات المدرجة إما لتغير قيمتها السوقية أو إضافة وإما لاستبعاد أسواق أو شركات من المؤشر.

المصدر للبيانات الخاصة بالاستثمار في السوق الناشئة: MSCI. والبيانات الخاصة بالاستثمار في السوق المتقدمة تقديرية بناءً على بيانات تاريخية.

ويعد الوزن النسبي صغيراً جداً للسوق السعودية حالياً في مؤشر "مورغان ستانلي" للأسواق المتقدمة (0.40%) مما قد يجعله متجاهلاً (negligible weight) باعتبار أن صناديق المؤشرات عموماً تضع هامشاً للخطأ (margin error) مقارنةً بأداء المؤشرات التي تتبعها.

(3) حساب الوزن النسبي لمجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات القابلة للإدراج في مؤشر "مورغان ستانلي" إلى إجمالي القيمة السوقية للأسهم الحرة لمؤشر "مورغان ستانلي" للفترة نفسها. (4) تقدير المكاسب المباشرة لسيولة سوق الأسهم السعودي باعتبار حجم استثمارات الصناديق العالمية في مؤشر الأسواق الناشئة، وكذلك مؤشر الأسواق المتقدمة.

يُظهر المسح وجود 61 شركة قابلة للإدراج في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة بقيمة أسهم حرة تتجاوز 512.8 مليار ريال، و46 شركة قابلة للإدراج في مؤشر الأسواق المتقدمة (بافتراض استكمال السوق المالية السعودية والاقتصاد الوطني المتطلبات الأخرى للأسواق المتقدمة) بقيمة أسهم حرة تقارب 473.7 مليار ريال. وعليه، يكون الوزن النسبي المقدر للسوق المالية السعودية في مؤشر الأسواق الناشئة نحو 3.02% (دون اعتبار إدراج أسواق أخرى)، ويكون الوزن النسبي المقدر في مؤشر الأسواق المتقدمة نحو 0.40% (دون اعتبار إدراج أسواق أخرى).

ويبرز الجدول (4) عدداً من السيناريوهات التقديرية لأثر الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة والمتقدمة عطفاً على البيانات المتوافرة لحجم استثمار الصناديق العالمية في تلك المؤشرات بنهاية عام 2016م، وبناءً على الوزن النسبي للسوق السعودية المحتسب، أخذاً بالاعتبار افتراضين (سلبين وإيجابين) بانخفاض/ارتفاع قيمة استثمارات الصناديق بنحو  $\pm 10\%$  عن السيناريو الأساسي (الفعلي).

## 4- السيناريوهات "التقديرية" لأثر السيولة في السوق السعودي حال الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة في مقابل مؤشرات الأسواق الناشئة

أجرى التقرير مسحاً لجميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية (بحسب بيانات نهاية عام 2016م) بهدف تحديد الشركات القابلة للإدراج في مؤشر "مورغان ستانلي" للأسواق الناشئة وكذلك المتقدمة، ومن ثم تحديد الوزن المتوقع للسوق السعودية في تلك المؤشرات الذي أرفده التقرير بتقدير لقيمة السيولة الداخلة (inflow) باعتبار الواقع الفعلي لحجم استثمارات الصناديق النشيطة وغير النشيطة والتي تستند إلى مؤشر "مورغان ستانلي" في المقارنة (benchmark).

وقد حدد التقرير لهذا الغرض المراحل التالية:

- (1) الفرز بحسب متطلب القيمة السوقية، ثم قيمة الأسهم الحرة، ثم المعدل السنوي للتداولات والمتطلبات الأخرى للإدراج في مؤشر الأسواق الناشئة، وكذلك مؤشر الأسواق المتقدمة.
- (2) استبعاد الشركات التي يُحظر نظاماً (أو بحسب نظامها الأساسي) الاستثمار الأجنبي فيها أو يقيد بها الاستثمار الأجنبي بما هو دون النسبة المتطلب للانضمام.

## 5- عناصر التغيير (التطوير) المحتملة في المملكة لترقية السوق المالية السعودية من مؤشرات الأسواق الناشئة إلى المتقدمة

من المتوقع أن تسبق ترقية السوق المالية السعودية من المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة إلى المتقدمة عدد من الخطوات: أولها تحديد فجوة المتطلبات اللازمة تحسينها وتطويرها في مختلف المجالات لتتم الترقية. وبالنظر إلى متطلبات ترقية الأسواق من مؤشرات الأسواق الناشئة إلى المتقدمة في مورغان ستانلي وانطلاقاً من الوضع الحالي لهذه المتطلبات، يتضح أن متطلب التنمية الاقتصادية الذي يحدد بنصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي للبلد (زيادة دخل الفرد بنسبة 25% عن حد الدخل المرتفع الخاص بالبنك الدولي لمدة ثلاث سنوات متتالية) متحقق في المملكة العربية السعودية. إضافة إلى أن متطلبات الحجم والسيولة متحققة في عدد جيد من الشركات السعودية. وبذلك تكون مواطن التطوير المتبقية منحصرة في معايير الوصول إلى السوق والانفتاح

## المتطلبات التي يُعتقد أنها تحتاج إلى تطوير لتيسير انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة بما في ذلك مؤشر "مورغان ستانلي" للأسواق المتقدمة:

- العمل على تقليص شروط تأهيل المستثمرين الدوليين لتعزيز مبدأ تكافؤ الفرص بين المستثمرين العمل على تقليص قيود الملكية المطبقة على المستثمرين غير المحليين (الأجانب).
- إجراء التدابير اللازمة لتسهيل تسجيل المستثمرين الدوليين أو الأجانب، وسهولة فتح حسابات محلية لهم.
- استيفاء وعمل الخطوات اللازمة لضمان وجود سوق عملات متقدمة داخلياً وخارجياً.
- تطوير النظام التشغيلي للسوق المالية السعودية.
- تعزيز مبدأ حماية المستثمرين بتسهيل أو تشجيع إنشاء جمعية لحماية صغار المستثمرين.

كذلك يمكن تعزيز المكاسب المالية للانضمام إلى المؤشرات العالمية عبر إتاحة المزيد من الأسهم الحرة وذلك من خلال:

- (1) استقطاب (تداول) لعدد من الشركات الكبرى (من حيث رأس المال أو القيمة السوقية المتوقعة) ل طرح أسهمها في السوق المالية السعودية.
- (2) بيع الحكومة لجزء من أسهمها القائمة في عدد من الشركات المدرجة عبر طرحها طرْحاً عاماً.
- (3) معالجة وضع بعض الشركات المدرجة التي تقل نسبة أسهمها الحرة عن النسب المقررة نظاماً تطبيقاً للفقرة (ج) من المادة 13 من قواعد التسجيل والإدراج التي تنص على أنه: "إذا علم المُصدر بانخفاض النسبة المئوية من أسهمه المدرجة التي يملكها بعد إدراج الأسهم موضوع الطلب، فيجب على المُصدر اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لضمان استيفاء تلك المتطلبات". وبالنظر إلى واقع الشركات المدرجة بنهاية عام 2016، نجد أن هناك عدداً من الشركات تقل نسبة أسهمها الحرة عن 30% (ولا يشمل ذلك الشركات التي استثنتها هيئة السوق المالية).

## 6- تجارب الدول في الانتقال من المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة إلى المتقدمة

معاً (متقدمة وناشئة). ورغم المنافع الظاهرة لانضمام السوق الكوري إلى مؤشر MSCI للأسواق المتقدمة، إلا أن الكوريين لا يُظهرون سعياً حثيثاً إلى ذلك، وهو ما تعزوه بعض المقالات إلى أن السوق الكورية قد تجتذب أموالاً أكبر في حال بقائها في مؤشر الأسواق الناشئة التي تمثل ثاني أكبر وزن فيه بعد الصين بنحو 16% (وتمثل أسهم سامسونغ لوحدها أكبر مكون على مستوى الشركات بنحو 4.5%)، وانتقالها إلى مؤشر الأسواق المتقدمة الأعلى في حجم التداولات لن يجدي الشركات الكورية نفعاً في ظل تمثيلها بوزن أقل.

ورغم مرور العديد من المراجعات السنوية ونصف السنوية لمؤشر MSCI منذ عام 2008م إلا أن كوريا الجنوبية بعراققتها الصناعية لم تُصنّف سوقها المالية سوقاً متقدمة لاعتبارين هما: عدم تنفيذ ما يكفي لأجل تحرير سوق العملة المحلية أو لأجل تسهيل تنظيمات الاستثمار. ويجادل بعض المحللين بأن رفع السوق الكورية في مؤشر "مورغان ستانلي" لسوق متقدمة كفيلاً بأن يعرّض الشركات الكورية الكبرى لشرائح أكبر من المستثمرين واستثمارات أكبر من شأنها أن تدفع بالتقنية والصادرات قدماً بحسب رأيهم، ويعززون ذلك إلى انخفاض مؤشر السعر للعائد لشركات التقنية الكورية (وفي مقدمتها سامسونغ) مقارنةً بنظيراتها في الأسواق المتقدمة. في حين لم ير القائمون على مؤشر FTSE تلك العوامل المتعلقة بصرف العملة الكورية وتمكين المستثمرين عائقاً لرفع درجة السوق الكورية في المؤشر من "ناشئة متقدمة" إلى "متقدمة" منذ عام 2009م.

### 2- تجربة اليونان والبرتغال

تهدف الحالات الدراسية لكل من اليونان والبرتغال لفحص الآثار المباشرة في السوق المالية قصيرة وطويلة الأجل الناجمة عن ترقية تصنيف مؤشراتهما وتضمينها في المؤشرات العالمية للأسواق المتقدمة، وتوضيح الأثر في مدة وحجم وتذبذب تدفقات رؤوس الأموال الاستثمارية من تلك الدول وإليها، علماً أن التفاوت في

تستعرض الورقة تجارب انتقال لعدد من الأسواق الدولية في مؤشرات الأسواق الناشئة إلى المتقدمة، وتستهدف من ذلك الاطلاع على أبرز ملامح التحول ونتائجه في المديين القصير والطويل ما أمكن ذلك و استنتاج الدروس المستفادة منها.

### 1- التجربة الكورية الجنوبية

كوريا الجنوبية هي الاقتصاد الخامس عشر على مستوى العالم من حيث حجم الناتج المحلي الإجمالي، وسابع أكبر مصدر في العالم وعاشر أكبر مستورد، إضافة إلى أن سوق الأسهم الكورية تحتل الترتيب الثالث عشر عالمياً من حيث القيمة السوقية، وفيها تُتداول أسهم عدد من كبريات شركات التقنية العالمية (سامسونغ)، وهي رابع أكبر مُصنّع سيارات في العالم (هيونداي). وتحظى كوريا الجنوبية أيضاً بعضوية منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، وقد صنّفها البنك الدولي دولة متقدمة ذات دخل عالٍ.

تمثل التجربة الكورية حالة تستحق الدراسة من حيث كون سوقها المالية مدرجة كسوق ناشئة في مؤشر MSCI في حين تظهر كسوق متقدمة في مؤشر FTSE و Dow Jones. أما في مؤشر S&P فتظهر في التصنيفين



تدفق رؤوس الأموال يعتمد بدرجة كبيرة على الأوضاع الاقتصادية العامة في تلك الدول والسياسات والبرامج المتبناة من الحكومات والأسواق المالية.

انضمت اليونان إلى الاتحاد النقدي الأوروبي في يناير 2001م، وبعد خمسة أشهر انتقلت سوقها المالية من مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة إلى مؤشر الأسواق المتقدمة. وذكر البنك المركزي اليوناني في عام 2002م " أن ترقية سوق الأوراق المالية اليونانية من مؤشرات الأسواق الناشئة إلى الأسواق المتقدمة كان لها أثر سلبي على سوق الأسهم، ولا سيما بين نهاية مايو 2001م ومنتصف يوليو 2001م. وعلى وجه التحديد، أدت هذه الترقية إلى قيام المستثمرين من المؤسسات الأجنبية الذين يستثمرون في المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة، ومن ضمنها البورصة اليونانية، بإعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية، والحد من حيازتها للأسهم اليونانية، فكان الخروج سريعاً نسبياً. ومن ناحية أخرى، كانت تدفقات أموال المؤسسات الأجنبية التي تستثمر في مؤشرات الأسواق المتقدمة محدودة جداً، على الأقل في البداية".

وطوال فترة التسعينات، نفذت البرتغال إصلاحات جوهرية في أسواق رأس المال وبرامج الخصخصة، وتحديدًا في قطاع الخدمات المالية. وصاحب ذلك ارتفاع في التدفقات المالية للاستثمار في سوق الاسهم. وفي عام 1996م، أي قبل عام من ترقية السوق المالية البرتغالية إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة، وصلت التدفقات المالية إلى ذروتها عند 2% من الناتج المحلي الإجمالي. ولكن في السنوات التالية انخفض هذا المستوى ليصل إلى نسبة 0.5% بحلول عام 2000م.

وتنح ذلك عن ترقية السوق المالية البرتغالية إلى سوق متقدمة وانخفاض وزنها النسبي في المؤشرات العالمية مما كان له آثار سلبية في تدفقات رأس المال في المدى القصير تماماً كما حصل في حالة اليونان. باختصار، يلاحظ أن المستثمرين في مؤشرات الأسواق

الناشئة (Passive emerging market investors) سارعوا إلى بيع مراكزهم الاستثمارية عند إعادة التصنيف، في حين أن الوزن النسبي الصغير لتلك الدول في مؤشرات الأسواق المتقدمة لم يمكّن المحافظ الاستثمارية من زيادة مراكزها في تلك الأسواق. وعلى الأجل الطويل، يبدأ معدل الاستثمار في الأسهم بالارتفاع لكن الأثر يكون عادةً مرتبطاً بالتطورات المحلية والاقليمية. وللوصول إلى النتائج المرجوة، يجب على الجهات المنظمة للأسواق المالية وصانعي السياسات العمل بشكل مستمر لتحسين أنظمة وأدوات السوق المالية والبيئة التشريعية والتنظيمية لمواكبة التطورات العالمية والحفاظ عليها.

## 7- الاحتياطات اللازمة لانضمام مؤشر السوق السعودية إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة

في حال التوجه لانضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق الناشئة والمتقدمة، يجب العمل على متطلبات تحرير السوق المالية وسوق العملة المحلية وتبني ممارسات أكثر مرونة لتسجيل المستثمرين الأجانب، وتجدر الإشارة إلى عدد من الاحتياطات لإدارة أي مخاطر محتملة من جهة وتعزيز المنافع المالية والاقتصادية من جهة أخرى، وهي:

(1) إجراء تقييم للعلاقة بين نظام سعر الصرف ومستوى الاحتياطات الأجنبية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، واقتراح أطر السياسات المناسبة لتخفيف أي ضغوطات محتملة على ميزان المدفوعات جرّاء الخروج الكبير (أو السريع) للأموال "hot money".

(2) مراعاة أن يكون الإدراج المحتمل لشركة "أرامكو" إدراجاً مزدوجاً في السوق المالية السعودية وسوق مالية أخرى تجنباً لأي ضغوطات على ميزان المدفوعات وسعر صرف الريال نتيجةً للسيولة الخارجة المحتملة الكبيرة (hot money) التي تتبع عادةً التداولات في شركات كبرى مثل "أرامكو"، مع مراعاة أن يكون النصيب الأكبر من الإدراج في السوق المالية السعودية لتعظيم المكاسب المالية

## 8- النتائج

المتوقعة من تداولات "أرامكو" عند الانضمام إلى مؤشرات الأسواق وخاصة المتقدمة.

(3) ضرورة رصد سلوك المستثمرين في المؤشرات العالمية وتقييم أثره في النهج الاستثماري المتوقع في السوق المالية المحلية.

(4) رفع كفاءة إدارة المخاطر المالية على المستوى الوطني (وعبر لجنة الاستقرار المالي) للتعامل مع الأزمات المالية العالمية في ظل زيادة درجة الارتباط والتكامل مع مؤشرات الأسواق العالمية عند الانضمام إليها.

التعليق	المُشاهدات
إمكانية أكبر لانضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشر فوتسي للأسواق المتقدمة مقارنة بمؤشر مورغان ستانلي للأسواق المتقدمة.	تتشابه متطلبات الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة إلى حد كبير، مع وجود تباين يسير فيما بينها.
مكاسب الانضمام تشمل - على سبيل المثال لا الحصر- التقييم العادل لأسعار الأسهم، رفع مستوى الشفافية ومواكبة تطورات الأسواق العالمية.	لا تقتصر منافع الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة على المكاسب المالية فقط (تدفقات السيولة الداخلة)، بل تشمل كذلك عدداً من المنافع الاقتصادية الأخرى.
يستدعي العمل على استكمال تلك المتطلبات التنسيق بين الجهات المعنية "	تظهر الحاجة إلى استكمال عدد من المتطلبات للانضمام إلى مؤشر الأسواق المتقدمة، ومن ذلك المزيد من الحماية لصغار المستثمرين وتحرير السوق وتطويرها، وتحرير سوق صرف العملة المحلية وتطويرها، وتسهيل آليات تسجيل المستثمرين الأجانب، إضافة إلى متطلبات أخرى.
هذا يعود بشكل أساسي إلى الوزن النسبي لمجموع الشركات السعودية القابلة للإدراج في مؤشر الأسواق الناشئة (3.02%) مقارنة بوزن الشركات السعودي القابلة للإدراج في الأسواق المتقدمة (0.4%).	يوضح التحليل المالي للتدفقات النقدية التقديرية وجود مكاسب أكبر للسوق المالية السعودية في ظل الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة مقارنة بمؤشرات الأسواق المتقدمة (وقد يختلف الحكم نسبياً بعد إدراج أرامكو).
يتطلب ذلك تنسيق العمل عبر لجنة الاستقرار المالي بين الجهات الحكومية ذات العلاقة.	تتطلب رحلة الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة الأخذ بالعديد من الاحتياطات ولا سيما فيما يتعلق بكفاءة نظام سعر الصرف وتطوير أدوات لإدارة المخاطر المالية على المستوى الوطني.

## 9- المصادر والمراجع:

- بيانات شركة السوق المالية السعودية (تداول).
- تقارير ووثائق عامة لشركة MSCI.
- تقارير ووثائق عامة لشركة FTSE Russel
- Bekaert, G. at all, 2003. "Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets". Duck University working papers.
- Denis, D., McConnell, J., Ovtchinnikov, A., Yu, Y., 2003. "S&P 500 index additions and earnings expectations". Journal of Finance.
- Goetzman, W. N., Massa, M., 2003. "Index funds and stock market growth". Journal of business.
- Hacibedel and Bomnel, 2007. "Do emerging markets benefit from index inclusion?". Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference.
- Christopher Woods, 2013. "Classifying South Korea as a developed market". Whitepaper report FTSE publications.
- Melinda Waiters, 2012. "An investigation of the financial effect of the inclusion or exclusion of a company into or from an SRI index". University Van Tilburg Master Thesis.
- Marlene Hassine, 2015. "Active funds Vs. Benchmark performance comparison". LYXOR ETF research.
- NBIM staff members, 2014. "Global equity indices – a comparative study between FTSE and MSCI". NBIM discussion note.
- Christopher Phillips and Francis Kinniry, 2012. "Evaluating global benchmark". Vanguard research.



