



تقييم ملائمة إلغاء متطلبات تأهيل المستثمر الأجنبي في سوق الصكوك وأدوات الدين

نوفمبر 2019م

من إعداد
فريق الأبحاث

هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر معدّه ولا يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسؤوليتها عن ما ورد فيه من معلومات وبيانات، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها المسؤولية عن أية خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق



المحتويات

2	مقدمة
3	الوضع الراهن لسوق الصكوك وأدوات الدين المحلي
4	أحجام ملكية المستثمرين الأجانب في بورصات أسواق الصكوك وأدوات الدين
5	سيولة أسواق الصكوك وأدوات الدين
6	التجارب الدولية
11	الأدبيات السابقة
12	المكاسب و المخاطر المحتملة لفتح السوق للمستثمر الأجنبي بشكل كامل
14	الاثار المترتبة على الاقتصاد المحلي
16	النتائج
17	الملاحق
23	المراجع



مقدمة

■ تسعى الهيئة لرفع جاذبية السوق المالية للمستثمر الأجنبي من خلال تبنيها عدة مبادرات إستراتيجية، وتأتي هذه الدراسة استكمالاً لتلك الجهود الرامية لتعزيز الاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية، والمساهمة في دعم قرار رفع القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق السندات والصكوك المحلية والنظر في مستويات الاستثمار الأجنبي في الأسواق الدولية المماثلة.

■ وانتهجت الدراسة لتحقيق أهدافها النقاط التالية:

- مراجعة الأدبيات السابقة و التجارب الدولية.
- استعراض المكاسب والمخاطر المحتملة من إزالة متطلبات تسجيل المستثمر الأجنبي في سوق السندات و الصكوك.
- تقييم الآثار المترتبة من ازالة متطلبات تسجيل المستثمر الأجنبي على استقرار المالي من منظوري السوق والاقتصاد المحلي.

الوضع الراهن لسوق الصكوك وأدوات الدين المحلي

- قيمة السندات و الصكوك في البورصة بنهاية 2018م: 73.6 مليار دولار.
- تشكل السندات والصكوك الحكومية العدد الأكبر من السندات المدرجة بواقع 62 سند وصك، بينما سندات وصكوك الشركات 5 صكوك.
- وصلت قيمة السندات والصكوك السعودية في البورصة وخارج المنصة كما بنهاية الربع الأول لعام 2019 إلى 115 مليار دولار منها 80 مليار دولار تتداول في البورصة و 35 مليار دولار تتداول خارج المنصة.
- بنهاية الربع الأول لعام 2019م، يشكل المستثمرين المؤهلين الأجانب النسبة الأقل حيث تقترب إلى الانعدام بنسبة 0.003% بقيمة لم تتجاوز 10 ملايين ريال، كما أن نسبة حاملي السندات والصكوك السعودية من قبل مستثمري دول مجلس التعاون تمثل 0.01% بقيمة 29 مليون ريال.
- ساهم تنوع إصدارات أدوات الدين من خلال زيادة الإصدارات الحكومية في ارتفاع قيمة تداولات سوق الصكوك وأدوات الدين السعودي في نهاية شهر أبريل من عام 2019م لتصل إلى أعلى قيمة تداولات خلال السنوات الماضية بقيمة تداولات وصلت 922 مليون ريال.

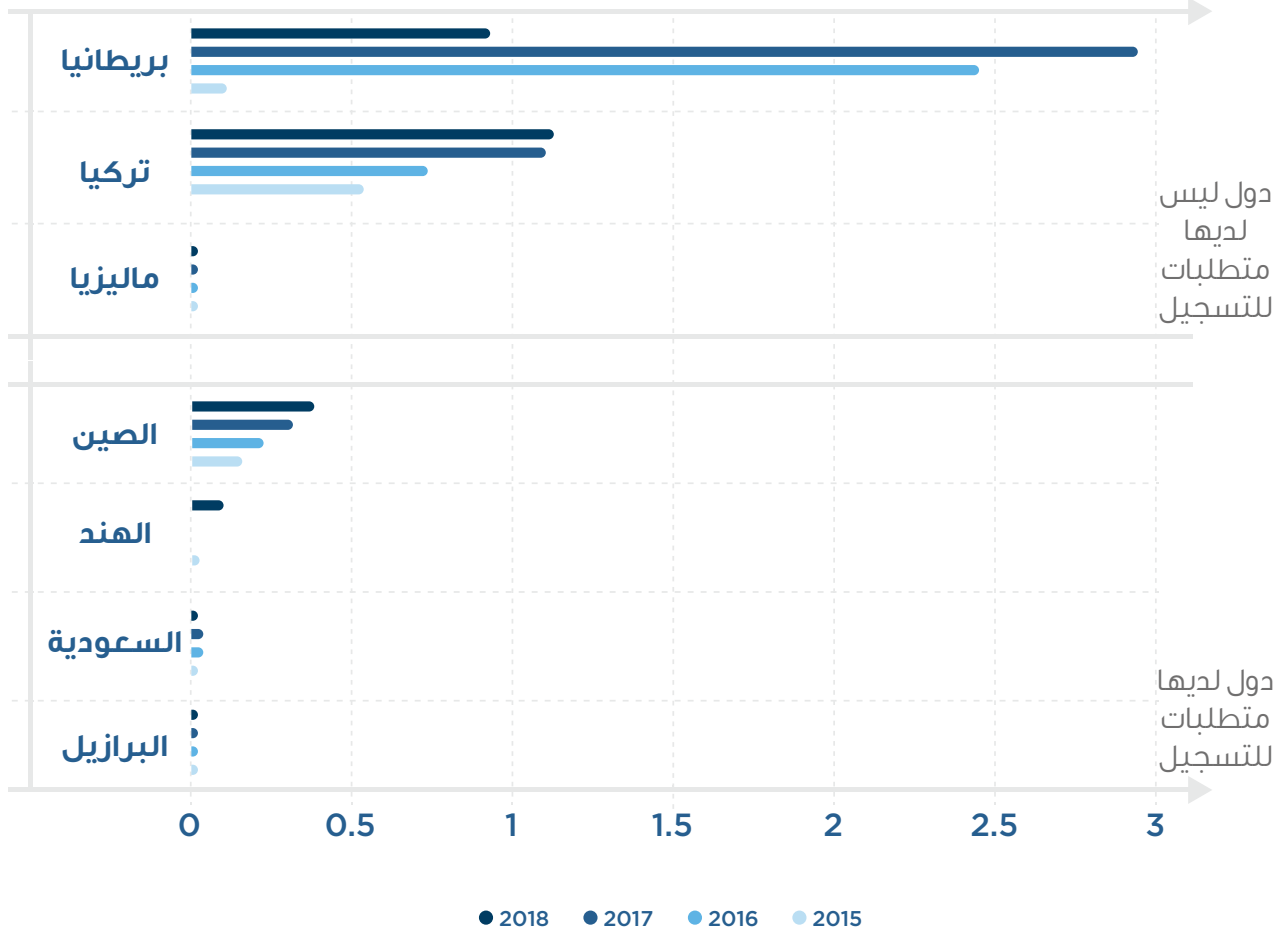
أحجام ملكية المستثمرين الأجانب في بورصات أسواق الصكوك وأدوات الدين

الدولة/ السنة	2015		2016		2017		2018		هل يوجد متطلبات للتسجيل	قيود أخرى
	قيمة (مليار دولار)	%	قيمة (مليار دولار)	%	قيمة (مليار دولار)	%	قيمة (مليار دولار)	%		
بريطانيا	806.95	28	919.85	28	1006.24	27	1101.07	26	لا	لا
ماليزيا	4.036	31.7	6.44	32.1	6.92	29.2	6.18	23.9	لا	لا
تركيا	30.26	17.3	34.45	17.3	45.88	19.4	37.115	14	لا	لا
البرازيل	213.41	21.4	170.28	14.3	163.017	12.1	--	--	نعم «قيود على التحويلات الرأسمالية»*	تسجيل فقط
الصين	27.022	2.42	54.008	3.1	80.84	3.6	129.81	4.04	نعم «قيود على التحويلات الرأسمالية»	نعم
الهند	38.047	3.68	37.91	3.1	60.15	4.5	55.84	3.8	نعم «قيود على الملكية»	نعم

■ أي قيود تحد من تحويلات المستثمرين الأجانب في سوق الصكوك والسندات إلى الخارج.

سيولة أسواق الصكوك وأدوات الدين

معدل دوران السندات والصكوك في البورصات



- من الملاحظ بأن معدلات دوران السندات والصكوك في البورصات في الدول التي ليس لديها متطلبات للتسجيل غالباً ما تكون أعلى بالمقارنة مع الدول التي لديها متطلبات للتسجيل.
- من المرجح أن يكون تعدد قنوات التداولات في ماليزيا السبب في تراجع معدل الدوران.

التجارب الدولية

ماليزيا

- يمكن تداول السندات والصكوك في ماليزيا عبر ثلاث قنوات:
 - "السندات والصكوك المتداولة (ETBS)" المدرجة في سوق الأسهم.
 - الإدراج الاستثنائي (listing under exempt regime)، والذي أُطلق في عام 2008م بعد تعديل قواعد الإدراج للسماح بإدراج السندات والصكوك في البورصة (السوق الرئيسي) لغرض الإبراز والشفافية، على أن تكون تداولاتها وتسعيرها خارج المنصة (OTC). وهذا يشمل سندات وصكوك المُصدرين المدرجين وغير المدرجين في البورصة.
 - التداولات خارج المنصة (OTC).
- نسبة ملكية الأجانب في السندات والصكوك الماليزية هي الأعلى في آسيا بعد إندونيسيا، متقدمة على أسواق متطورة مثل اليابان وكوريا.
- يتميز السوق الماليزي للسندات والصكوك بتنوع ملكية الأجانب ما بين مدراء أصول، وبنوك مركزية/حكومات، وصناديق تقاعد، وبنوك تجارية، وشركات تأمين. كما تتنوع الإصدارات من حيث الأجل.
- السوق محرر من أي قيود على المستثمرين الأجانب، بما في ذلك عدم وجود ضرائب على الدخل من الفوائد أو المكاسب الرأسمالية وعدم وجود حد أدنى لفترة الاحتفاظ بالسندات.
- ساهم انضمام السندات الحكومية في ماليزيا إلى المؤشرات العالمية (مثل مؤشر السندات الحكومية العالمي ومؤشر جي بي مورغان للسندات الحكومية) من رفع جاذبيتها لمدراء الأصول الأجانب.
- أظهرت بيانات تغير ملكية الأجانب في السندات والصكوك الماليزية بأن ملكية المستثمرين للأجل الطويل (long-term investors) كالبنوك والحكومات وصناديق التقاعد أقل تذبذباً عبر الزمن وذلك لأنهم أقل تأثراً بمعنويات السوق (market sentiment)، في حين يكون التذبذب أعلى لدى المستثمرين للأجل القصير كمدراء الأصول (وهم النسبة الأكبر في ملكية السندات والصكوك الماليزية).

الهند

- تم اعتماد متطلبات تسجيل المستثمرين الأجانب في الهند في عام 2011م لتشمل الأفراد والجمعيات. وهي تشمل كل من يقيم في دولة عضو في مجموعة العمل المالي (FATF)، أو يقيم في إحدى الدول الموقعة على مذكرة التفاهم لمنظمة أيوسكو (IOSCO)، أو يقيم في إحدى الدول الموقعة على مذكرة تفاهم ثنائية مع مجلس البورصات والأوراق المالية الهندي (SEBI). وهي تشمل 48 دولة حالياً.
- متطلبات تسجيل المستثمر الأجنبي لا تشمل المستثمر المؤسسي، ولا مستثمر رأس المال الجريء (venture capital investors).
- تشترط التنظيمات أن لا تتجاوز الملكية الإجمالية للمستثمر الأجنبي (فرد/منشأة) 5% من رأس المال المدفوع للشركة.
- تضع التعليمات في الهند سقفاً أعلى على ملكية الأجانب في السندات الحكومية عند 30 مليار دولار أمريكي على كافة الإصدارات الحكومية.
- ساهم الاحتفاظ بالسندات الحكومية المدرجة حتى تاريخ الاستحقاق لدى فئة كبيرة من المستثمرين في اضعاف سيولة سوق السندات بشكل كبير. كذلك حُجم اشتراط فترة الاحتفاظ بالسندات (90 يوم) المخصصة لصناديق أسواق النقد من رغبتها في الاستثمار بالسندات. قادت هاتان النتيجتان إلى ارتفاع مخاطر السيولة (تكلفة التداول) في سوق السندات الهندي ليكون الأعلى مقارنةً بدول المنطقة بالنظر إلى هامش الشراء والبيع.
- تعد السوق الهندية للسندات أقل سيولة من مثيلاتها في المنطقة رغم توفر إمكانات السيولة مثل سوق سائلة لاتفاقيات إعادة الشراء (repo) وتوفر سوق فعالة للبيع على المكشوف للسندات.

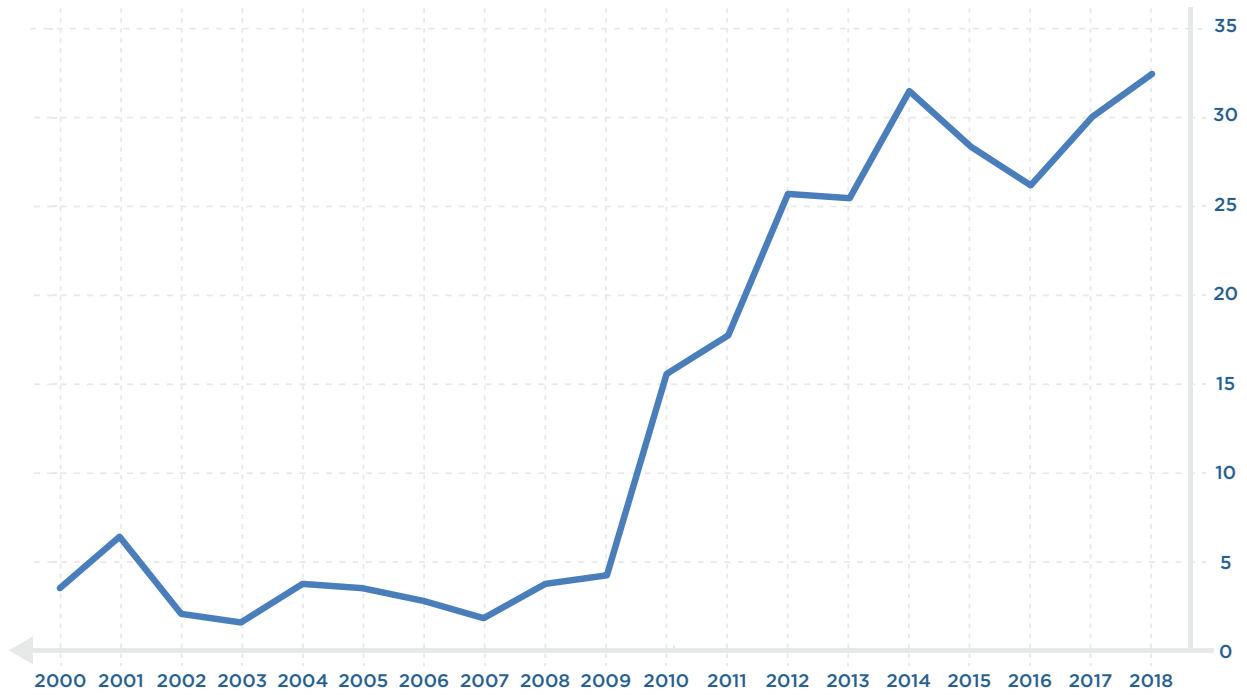
- تعد السوق الصينية للسندات ثالث أكبر سوق سندات في العالم (بعد الولايات المتحدة واليابان) بنحو 12 تريليون دولار (منها ما يقارب 2 تريليون لسندات مدرجة)، إلا أن نسبة ملكية الأجانب في هذه السوق لا تزال منخفضة بنحو 4% فقط (لكنها تمثل نحو 480 مليار دولار من حيث القيمة).
- في أبريل من عام 2019م، انضمت السندات الصينية إلى مؤشر السندات العالمي الرئيسي (مؤشر بلومبيرق باركليز العالمي المجمع "Bloomberg Barkly's global aggregate index")، مما منح السوق فرصة لدخول عدد أكبر من المستثمرين الأجانب المؤسساتيين، وهذا قد يؤدي إلى ارتفاع نسبة ملكية الأجانب في السوق الصيني لاحقاً.
- مع مطلع عام 2019م، منحت الصين المزيد من التسهيلات للمستثمرين الأجانب لدخول السوق عبر تخفيف متطلبات التسجيل، كما خفف البنك المركزي من قيود الحوالات الخارجة للمستثمرين الأجانب المؤهلين (QFIs) في يونيو 2018م إلا أن هذا يتطلب فترة لاختبار ثقة المستثمرين لا سيما خلال فترات هبوط سعر صرف اليوان الصيني. وكانت الصين قد أتاحت ربط أسواق السندات (bond connect) مع هونغ كونغ في عام 2017م، وأتاحت سوق التداول عبر البنوك (CIBM) وذلك عبر بنوك أجنبية يتم ترخيصها من البنك المركزي الصيني في عام 2016م.
- ساهمت طفرة الإصدارات الحكومية للسندات في الصين خلال الفترة من 1999 - 2010م في تعميق السوق بشكل كبير، وقد ساعد في ذلك التحسن الكبير في التصنيف الائتماني للسندات السيادية إذ قفزت من "BBB" إلى "AA-" وظل ذلك التصنيف مستقراً لفترة طويلة، وهو الأمر الذي دفع نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي نحو الارتفاع إلى نحو 50%، وبلغت نسبة إجمالي الديون الصينية إلى الناتج المحلي 270% بعد أن كانت لا تتجاوز 150% في بداية الألفية.
- تلك النسب العالية لإجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لا تشكل قلقاً كبيراً لصانعي السياسات في الصين باعتبار أن الصين لا تزال تسجل فائضاً في كافة حسابات ميزان المدفوعات مع الخارج (بما في ذلك الميزان التجاري) بصافي مركز للأصول بنحو 14.7% من الناتج المحلي الإجمالي. كما أن الاحتياطات الأجنبية للصين والتي تقارب 3 تريليون دولار تُعد مطمئنة بشكل كبير رغم تراجعها من مستوى 4 تريليون دولار في عام 2014م.
- يتميز السوق الصيني بإصدارات حكومية متنوعة في الآجال (تاريخ الاستحقاق) من سنة إلى 50 سنة، وهو ما يوفر مقارنة (مؤشر) لمنحنى العائد بشكل مفصل للمستثمرين.

البرازيل

- كانت أبرز المعوقات في سبيل تطوير سوق السندات في البرازيل هي الموروث الثقافي المرتبط بسنوات معدلات التضخم العالية والتي خلقت تركيزاً كبيراً للمستثمرين على الأجل القصير (short termism)، إضافة إلى ضحالة سيولة السوق الثانوية، وضيق (عدم تنوع) قاعدة المستثمرين.
- أتاحت السوق في البرازيل مشاركة أوسع لفئات المستثمرين عبر طرح العام للسندات مع تخصيص نسبة للأفراد لا تقل عن 20% من الطرح، واشتراط التحديث السنوي للتصنيف الائتماني للمصدر، إضافة إلى العمل على رفع نسبة مشاركة المستثمر الأجنبي.
- للاستثمار في السوق المالية في البرازيل (بما في ذلك سوق السندات) يلزم المستثمر الأجنبي إجراء ما يلي:
 - تعيين وكيل في البرازيل (مؤسسة مالية مرخصة).
 - التسجيل في هيئة الأوراق المالية البرازيلية.
 - الدخول عبر اتفاقية للحفاظ مع مؤسسة مالية مرخصة لتقديم خدمات حفظ الأوراق المالية.
 - وفي حالة الاستثمار الأجنبي في السندات، يلزم كذلك التسجيل في البنك المركزي وهي لا تتطلب موافقة.
- لا تتيح الأنظمة تحويل الاستثمارات الأجنبية للخارج إلا في حالات الاندماج، أو الانفصال أو إعادة تنظيم الشركات، ويتم تحويل الأرباح/الفوائد بعملة بلد المستثمر.
- لا تزال سيولة السندات المدرجة في البرازيل منخفضة، إذ لم يتجاوز معدل دورانها 0.2 مرة سنوياً بنهاية عام 2018م.

- عام 2003، تم إلغاء متطلبات تأهيل المستثمرين الاجانب لجميع الأسواق المالية وتم استبداله بنظام تسجيل على المستثمرين الأجانب.
- عام 2007، تنامت بشكل كبير الإصدارات بعد تطوير نظام تسجيل المستثمرين الأجانب ليصبح إلكتروني.
- تضع لجنة الرقابة المالية سقفاً على إجمالي المبالغ المستثمرة من قبل المستثمرين الأجانب في معظم الاوراق المالية (من ضمنها السندات الحكومية و سندات الشركات) بحيث يجب أن لا يتجاوز 30% من صافي التحويلات الداخلة.

أحجام الإصدارات (مليون دولار)



الأدبيات السابقة

- استعرضت دراسة أعدت في عام 2010م مدى تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي في أسواق الدين الناشئة نتائج داعمة للدور الإيجابي لمشاركة المستثمر الأجنبي، كمصدر طلب في أسواق الدين، من خلال خفض العائد المطلوب على السندات. بالتحديد، تظهر النتائج بأن الزيادة بمقدار 1% في ملكية المستثمر الأجنبي في سوق السندات يؤدي إلى انخفاض بمعدل 0.06% في العائد المطلوب على السندات. بالرغم من وجود مخاوف من زيادة في التذبذب في سوق السندات بسبب مشاركة المستثمر الأجنبي، إلا إن نتائج الدراسة على الأسواق العشرة الناشئة لم تستنج وجود علاقة بين مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق الدين وتذبذب السوق. **(تفاصيل الدراسة)**
- حلت دراسة أعدت في 2012م أثر مشاركة المستثمر الأجنبي على العوائد المطلوبة على السندات بالاعتماد على بيانات للسندات الحكومية في دول مجموعة العشرين. أظهرت النتائج بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التغير في العوائد المطلوبة على السندات ونسبة تملك المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسسي. بشكل أكثر تفصيلاً، فإن زيادة نسبة تملك المستثمرين الأجانب بمعدل 10% يقابله انخفاض بمعدل يتراوح بين 0.32% و 0.66% في العوائد المطلوبة على السندات. في المقابل، استعرضت الدراسة بعض النتائج التي تشير إلى العلاقة بين مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق السندات والتذبذب في السوق. بالرغم من أن العلاقة ذو دلالة إحصائية، إلا أن النتائج أظهرت بأن هذا التأثير ذو حجم صغير اقتصادياً. **(تفاصيل الدراسة)**
- وأظهرت نتائج دراسة أخرى أعدت عام 2013م على السندات الحكومية الأمريكية بأن انخفاض 100 مليار دولار في ملكية المستثمر الأجنبي في السندات الحكومية الأمريكية طويلة الأجل سيؤدي إلى ارتفاع من 0.40% إلى 0.60% في العوائد المطلوبة على السندات في الأجل القصير وارتفاع يصل إلى 0.20% في العوائد المطلوبة على السندات في الأجل البعيد. **(تفاصيل الدراسة)**
- وفي دراسة أعدت عام 2015م على عينة من 13 أسواق دين ناشئة، أظهرت النتائج بأن تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي على العوائد المطلوبة ومستوى التذبذب ذو دلالة إحصائية خصوصاً للفترة ما بعد الأزمة المالية. تظهر النتائج بأن الزيادة بمقدار 10% في ملكية المستثمر الأجنبي في سوق السندات قد يؤدي إلى انخفاض 0.60% إلى 0.80% في العوائد المطلوبة. في المقابل، أظهرت الدراسة تباين في تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي على مستوى العوائد المطلوبة، حيث أن التأثير الإيجابي ضعيف في الاقتصادات التي يكون فيها الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مرتفع. **(تفاصيل الدراسة)**
- قامت دراسة أعدت عام 2015م بتقييم دور المستثمرين المتبعين للمؤشرات الاسترشادية (benchmark-driven investment) في رفع السيولة في أسواق السندات. وأظهرت النتائج بأن الأسواق الأعلى سيولة غالباً ما تجذب المستثمرين الأجانب غير المقيدون وفي المقابل فإن الأسواق الصغيرة نسبياً غالباً ما تجذب المستثمرين المتبعين للمؤشرات الاسترشادية فقط عند انضمامها للمؤشرات العالمية. **(تفاصيل الدراسة)**

المكاسب و المخاطر المحتملة لفتح السوق للمستثمر الاجنبي بشكل كامل

المكاسب

- تسهم زيادة ملكية المستثمر الأجنبي في زيادة التداولات في سوق الصكوك والسندات مما يساهم في خفض العائد المطلوب على السندات. والعائد المطلوب على الصكوك والسندات يمثل تكلفة الدين وانخفاضه يؤدي إلى زيادة في الاستثمارات المستقبلية وتحقيق معدلات نمو أكبر.
- تحقق مشاركة المستثمر الأجنبي قدرًا من التنوع في التفضيلات والآراء مما يخلق سوق ذو فاعلية أفضل (Greater Price Discovery).
- تؤدي غالباً مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق السندات المحلي إلى استقرار أعلى في السوق من خلال:
- العمل كحافز للوصول إلى أفضل الممارسات في حوكمة الشركات وفي التحول المؤسسي الفعال على المدى البعيد.
- التقليل من الاعتماد على الديون بالعملات الأجنبية مما قد يؤدي إلى مخاطر تغير العملات (Currency Mismatch).
- إيجاد مصدر بديل للتمويل خصوصاً في فترات انخفاض سيولة التمويل لدى المستثمرين المحليين.

المخاطر

- زيادة التذبذب وعدم الاستقرار في السوق بسبب احتمالية سحب الاستثمارات بشكل مفاجئ وقت الأزمات وفترات ضعف الثقة لدى المستثمرين.
- من التأثيرات المتوقعة الناجمة من زيادة التذبذب في سوق السندات:
 - زيادة المخاطر الاستثمارية للسندات المعرضة للتذبذب ، مما يؤدي ذلك إلى زيادة في تكلفة الدين للإصدارات الجديدة.
 - قد يكون لذلك انعكاسات على إدارة البنوك المركزية لسعر الصرف المثبت نتيجة أي خروج محتمل للأموال استغلالاً لهذا التذبذب.
- إن امتلاك المستثمر الأجنبي في أسواق الدين سيؤدي إلى زيادة في الديون الخارجية في الاقتصاد مما قد يؤثر على الاستقرار المالي عبر زيادة التدفقات الخارجة في ميزان المدفوعات (الحساب الرأسمالي).
- قد يخلق النمو السريع في نسبة تملك المستثمرين الأجانب في أسواق السندات فقاعة في أسواق المال الأخرى-الأسهم كمثال- في حال قابله نمو أبطأ في المعروض من الأصول في أسواق الدين.

■ ■ ■ الأثر المترتبة على الاقتصاد المحلي

- تركّز التحليل على الأثر المتوقع لإلغاء متطلبات تأهيل المستثمرين الأجانب في السوق السعودي على ميزان المدفوعات.
- يقارن التحليل بين حجم الأموال الخارجة المتوقعة من الخروج الكلي للمستثمر الأجنبي في سوق الصكوك والسندات حال الأزمات وحجم الأموال الخارجة من بنود أخرى في ميزان المدفوعات.
- للنظر في مدى قدرة الاحتياطات الأجنبية للاستيفاء بمتطلبات الحفاظ على سعر الصرف الثابت حال الأزمات التي ينشأ عنها خروج الأموال، يقارن التحليل حجم الأموال الخارجة المتوقعة من الخروج الكلي للمستثمر الأجنبي في سوق الصكوك والسندات حال الأزمات بإجمالي الاحتياطات الأجنبية مع التركيز على السائلة منها.

- تعد أسواق السندات والصكوك أكثر استقراراً (أقل تذبذباً) مقارنة بأسواق الأسهم إذا يرتبط التغيير في الأسعار عادة بتغيرات أسعار الفائدة والوقت المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق، هو ما يلغي أو يقلص فكرة الأموال الساخنة (Hot Money). وعليه فإن التحليل سيقصر على فرضية الأزمات .
- وفقاً لبيانات ملكية الأجانب في الأسواق الناشئة للسندات والصكوك والتي لم تتجاوز 33 بالمئة من إجمالي قيمة السندات والصكوك القائمة، فإنه مع افتراض بلوغ نسبة ملكية الأجانب في السوق السعودي هذا القدر (وهو ما يمثل 27.6 مليار دولار أمريكي ما يعادل 103.5 مليار ريال سعودي) تكون التقديرات للتأثير المتوقع من التدفقات الخارجة على النحو التالي:

فرضية الأزمات

% التدفقات الخارجة من أسواق السندات والصكوك
للملكية الأجنبية

انخفاض ملكية الأجانب 40%	انخفاض ملكية الأجانب 20%		
4.9%	6.6%	1257	إجمالي التدفقات الخارجة (مليار ريال)
47.6%	63.4%	130.5	التحويلات (مليار ريال)
3.3%	4.4%	1873.3	الاحتياطيات الأجنبية (مليار ريال)
9.6%	12.8%	645.1	*الاحتياطيات الأجنبية السائلة (مليار ريال)

عناصر من ميزان
المدفوعات

* بعد استبعاد احتياطي الذهب والاستثمارات في أوراق مالية أجنبية

الافتراضات:

- لن تكون الملكية الأجنبية قادرة على الخروج من الاقتصاد بكامل قيمتها في حالات الأزمات نتيجة للبيع المحموم الذي يدفع مؤشر السوق نحو الانخفاض بالقدر الذي يخفض كذلك من قيمة ملكية الأجانب عند خروجها .
- يفترض التحليل عدم وجود أي قيود (Capital Control) على خروج التحويلات الرأسمالية للمستثمرين الأجانب، وعليه فإن استخدام أي من أدوات التحكم حال الأزمات من شأنه تقليص تلك الأرقام المقدره للتدفقات الخارجة.

- أظهرت البيانات والدراسات السابقة علاقة طردية بين معدل دوران السندات وملكية الأجانب مما يشير إلى دور الاستثمار الأجنبي في خلق السيولة في تلك الأسواق.
- كما أظهرت الدراسات السابقة أن دخول المستثمر الأجنبي سيؤدي إلى انخفاض العائد المطلوب على السندات من خلال رفع الطلب على السندات القائمة وهذا سيخفض تكلفة الدين مما سيحفز نحو استثمارات مستقبلية وإصدارات أكثر ونمو أسرع.
- تشير إحصاءات الملكية الأجنبية في سوق السندات والصكوك إلى ارتفاعها النسبي في الأسواق التي لا تفرض قيوداً أو متطلبات لتسجيل المستثمر الأجنبي (كما في ماليزيا وتركيا) مقارنة بتلك التي تضع قيوداً أو متطلبات لتسجيل للمستثمر الأجنبي (كما في الصين والهند والسعودية).
- يمكن أن نستخلص من بعض التجارب الدولية أن إلغاء القيود الأخرى على المستثمرين بشكل عام والمستثمر الأجنبي بشكل خاص (كاشتراط فترة الاحتفاظ لصناديق النقد) لا يقل أهمية عن إلغاء متطلبات الدخول والتسجيل. كما أظهرت بعض التجارب الدولية الأخرى وجود قيود على ملكية المستثمرين الأجانب دون تقييد دخولهم للأسواق (كاشتراط حد أعلى في ملكية السندات الحكومية).
- ساهم انضمام بعض الأسواق الدولية لمؤشرات السندات العالمية في دعم توسيع قاعدة المستثمرين وجذب الصناديق غير النشطة (Passive funds)، كما في حالة ماليزيا والصين.
- وفقاً لافتراضات هذه الدراسة، لا يظهر وجود أثر محتمل كبير لإلغاء متطلبات التسجيل للمستثمرين الأجانب في سوق السندات والصكوك السعودي على ميزان المدفوعات اخذاً بالاعتبار نسبة التدفقات الخارجة المحتملة إلى إجمالي التدفقات الخارجة في الميزان وكذلك نسبتها إلى الاحتياطيات الأجنبية الإجمالية والسائلة.
- تميزت التجارب الدولية الناجحة إضافة إلى إلغائها لقيود الاستثمار الأجنبي بتوفيرها لأدوات السيولة في السوق مثل البيع على المكشوف واتفاقيات إعادة الشراء بين المؤسسات المالية، وكذلك تنوع الإصدارات من حيث النوع والآجال، وكذلك تنوع قاعدة المستثمرين بتفضيلات مختلفة مما يجعل السوق أكثر فاعلية.

الملاحق

الدراسة الأولى:

"Foreign participation in emerging markets' local currency bond market "

- من خلال استخدام بيانات عن مشاركة المستثمر الأجنبي في 10 أسواق دين ناشئة*، هذه الدراسة تهدف إلى قياس مدى تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي على أسواق الدين.
- بالتحديد، تطرح الدراسة السؤالين التاليين:
 - 1) هل مشاركة المستثمر الأجنبي يؤدي إلى خفض العائد المطلوب على السندات والصكوك من خلال زيادة الطلب عليها والسيولة المتداولة؟
 - 2) هل مشاركة المستثمر الأجنبي يؤدي إلى زيادة في تذبذب أسواق الدين؟
- أحد النتائج الأولية للدراسة يكشف عن زيادة متدرجة لمشاركة المستثمر الأجنبي في أسواق الدين مما يشير إلى زيادة في جاذبية تلك الأسواق مع مرور الزمن.
- تستعرض الدراسة نتائج داعمة للدور الإيجابي لمشاركة المستثمر الأجنبي، كمصدر طلب في أسواق الدين، من خلال خفض العائد المطلوب على السندات.
- بالتحديد، تظهر النتائج بأن الزيادة بمقدار 1% في ملكية المستثمر الأجنبي في سوق السندات يؤدي إلى انخفاض بمعدل 0.06% في العائد المطلوب على السندات.
- من الشواهد على التأثير الإيجابي لمشاركة المستثمر الأجنبي على سيولة سوق السندات، تشير الدراسة إلى أن معدل دوران السندات في سوق السندات الأسترالي كان مرتفعاً جداً (22 مرة) والذي يعتبر من الأسواق الأكثر انفتاحاً على المستثمر الأجنبي.
- من الأمثلة الأخرى التي تتميز بمعدل دوران عالي نسبياً هي سوق السندات في سنغافورة. يعتبر سوق السندات السنغافوري من الأسواق الأقل تحفظاً في السماح للاستثمارات الأجنبية.
- بالرغم من وجود مخاوف من زيادة في التذبذب في سوق السندات بسبب مشاركة المستثمر الأجنبي، إلا أن نتائج الدراسة على الأسواق العشرة الناشئة لم تستنج وجود علاقة بين مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق الدين وتذبذب السوق.

العودة إلى الدراسة 

* تتكون العينة من الدول التالية: البرازيل، جمهورية التشيك، المجر، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، المكسيك، بولندا، تايلند، وتركيا.

الدراسة الثانية:

"Government bonds and their investors: What are the facts and do they matter"

- قامت الدراسة بالاعتماد على عينة من البيانات للسندات الحكومية في الدول العشرين من الفترة 2000 حتى 2010.
- تظهر البيانات بأن ملكية السندات الحكومية متوزعة بشكل كبير على المستثمر الأجنبي، البنوك، والمستثمرين المؤسساتيين، والمحافظ الحكومية.
- في ماعدا اليابان، أظهرت التحليل الأولي للبيانات أن ملكية المستثمر الأجنبي في ازدياد حتى قبل الأزمة المالية.
- في المقابل، خلال الأزمة المالية كانت نسبة تملك المستثمرين الأجانب أما في ثبات أو في نقصان. أظهرت البيانات بأن المعروض الفائض من أصول السندات تم استيعابه من قبل المستثمرين المؤسساتيين المحليين.
- في تحليل أعمق، أظهرت النتائج بأن هناك علاقة عكسية ذو دلالة إحصائية بين التغير في العوائد المطلوبة على السندات ونسبة تملك المستثمر الأجنبي والمستثمر المؤسساتي.
- بشكل أكثر تفصيلاً، فإن زيادة نسبة تملك المستثمرين الأجانب بمعدل 10% يقابله انخفاض بمعدل يتراوح بين 0.32% و 0.66% في العوائد المطلوبة على السندات.
- بالرغم من تأثير المستثمر المؤسساتي المحلي على العوائد المطلوبة على السندات، إلا إن التأثير يعتبر أقل بكثير من تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي.
- أوجدت الدراسة نتائج قد تفيد بأن العلاقة قد تكون بالشكل العكسي في بعض دول العينة. من المحتمل أن التغير في العوائد المطلوبة هي من يجلب المستثمر الأجنبي وليس العكس.
- في المقابل، استعرضت الدراسة بعض النتائج التي تشير إلى العلاقة بين مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق السندات والتذبذب في السوق. بالرغم من أن العلاقة ذو دلالة إحصائية، إلا أن النتائج أظهرت بأن هذا التأثير ذو حجم صغير اقتصادياً.

العودة إلى الدراسة 

الدراسة الثالثة:

"Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields"

- تهدف الدراسة إلى قياس أثر التدفقات الاستثمارية الأجنبية الحكومية والخاصة على العائد المطلوب على السندات الحكومية الأمريكية طويلة الأجل. اعتمدت العينة على بيانات للفترة 1994 حتى 2007.
- لنتائج أكثر دقة، اعتمدت الدراسة على نموذج إحصائي يسمح بأن تكون العلاقة بين مشاركة المستثمر الأجنبي والعوائد المطلوبة على السندات ثنائية الاتجاه. بمعنى أنه من المحتمل أن مشاركة المستثمر الأجنبي قد تعتمد على مستويات العائد المطلوب الحالي بالإضافة إلى التأثير المتوقع من مشاركة المستثمر الأجنبي على العوائد المطلوبة على السندات.
- استعرضت التحليلات الأولية للدراسة النمو السريع لملكية المستثمر الأجنبي في السندات الحكومية الأمريكية والتي وصلت إلى 3 تريليون كما في العام 2010 بالمقارنة مع ملكيتهم التي تعادل 400 مليار دولار في بداية العام 1994.
- تظهر النتائج بأن انخفاض 100 مليار دولار في ملكية المستثمر الأجنبي في السندات الحكومية الأمريكية طويلة الأجل سيؤدي إلى ارتفاع من 0.40% إلى 0.60% في العوائد المطلوبة على السندات في الأجل القصير وارتفاع يصل إلى 0.20% في العوائد المطلوبة على السندات في الأجل البعيد.
- ولعكس النتائج على الواقع لإدراك حجم الأثر، فإن من المحتمل أن الزيادة التراكمية في ملكية الصين للسندات الحكومية بين 1995 و 2010، والتي وصلت إلى 1.1 تريليون دولار، قد تسببت في انخفاض العوائد المطلوبة على السندات الأمريكية بمقدار 2%.

العودة إلى الدراسة 

الدراسة الرابعة:

Emerging market local currency bond yields and foreign holdings - A fortune or misfortune?"

- بالاعتماد على عينة من 13 اسواق ناشئة للفترة من 2004 حتى 2013، هدفت الدراسة إلى قياس أثر مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق السندات على العوائد المطلوبة ومستوى التذبذب في السوق.
- اظهرت النتائج بأن تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي على العوائد المطلوبة ومستوى التذبذب ذو دلالة احصائية خصوصاً للفترة ما بعد الأزمة المالية.
- تظهر النتائج بأن الزيادة بمقدار 10% في ملكية المستثمر الأجنبي في سوق السندات قد يؤدي الى انخفاض 0.60% الى 0.80% في العوائد المطلوبة.
- في تحليل متقدم عن تأثير التباين في الاقتصاد الكلي في دول العينة على العلاقة بين مشاركة المستثمر الأجنبي ومستوى العوائد المطلوبة، استخلصت الدراسة النتائج التالية:
- من المتوقع ان يكون تأثير مشاركة المستثمر الأجنبي على مستوى العوائد المطلوبة ضعيف في الاقتصادات التي يكون فيها الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مرتفع.
- من المتوقع أن يكون التأثير الإيجابي من مشاركة المستثمر الأجنبي في سوق السندات على العوائد المطلوبة ضعيف في حال كانت مستويات الديون قصيرة الأجل كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مرتفعة.

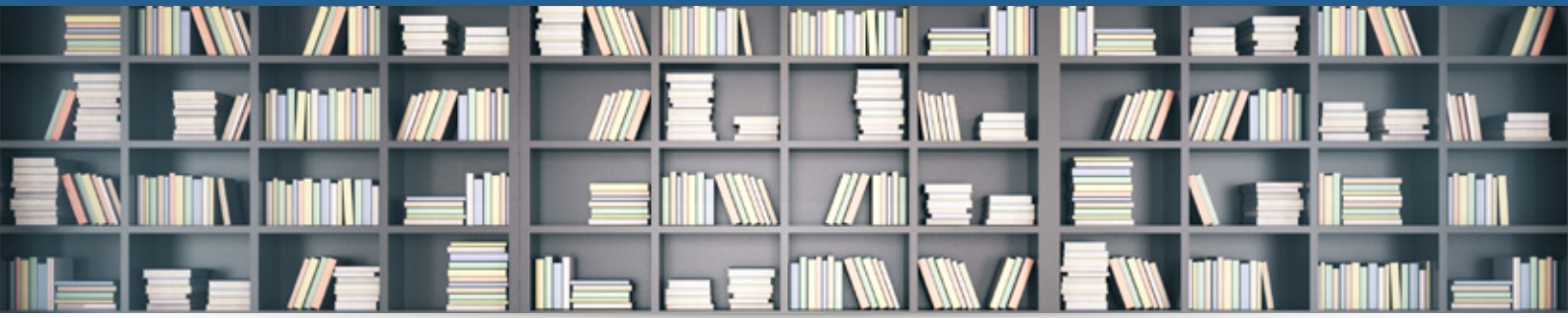
العودة إلى الدراسة 

الدراسة الخامسة:

"Emerging Market Portfolio Flows: The Role of Benchmark-Driven Investors "

- فرقت الدراسة بين نوعين من الاستثمار الأجنبي من حيث التأثير، وهما الاستثمار غير المقيد والاستثمار التابع للمؤشرات الاستثمارية (benchmark-driven investment)، وأظهرت بأن النوع الثاني هو الأكثر شيوعاً (أعلى ملكية) في الأسواق الناشئة للسندات.
- كما أظهرت الدراسة تفاوتاً عبر الأسواق (الدول) في حجم تلك الاستثمارات تبعاً لتمثيلها النسبي في تلك المؤشرات.
- تجذب الأسواق الأعلى سيولة النوع الأول من المستثمرين الأجانب (غير المقيد أو النشطين)، وفي المقابل تجذب الأسواق الصغيرة نسبياً المستثمرين المتبعين للمؤشرات الاستثمارية فقط عند انضمامها للمؤشرات العالمية.

العودة إلى الدراسة 



مراجع

- Peiris, S. J. (2010). Foreign participation in emerging markets' local currency bond markets (No. 10-88). International Monetary Fund.
- Andritzky, M. J. R. (2012). Government bonds and their investors: What are the facts and do they matter? (No. 12-158). International Monetary Fund.
- Beltran, D. O., Kretchmer, M., Marquez, J., & Thomas, C. P. (2013). Foreign holdings of US Treasuries and US Treasury yields. *Journal of International Money and Finance*, 32, 1120-1143.
- Ebeke, C., & Lu, Y. (2015). Emerging market local currency bond yields and foreign holdings-A fortune or misfortune?. *Journal of International Money and Finance*, 59, 203-219.
- Arslanalp, S., & Tsuda, T. (2015). Emerging market portfolio flows: The role of benchmark-driven investors. International Monetary Fund.

