



فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية

من إعداد
عبدالله المقبل
محمد المزييني
صالح اليحيان

أبريل 2017م



فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤث

«هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن
عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسؤولية مؤث
بيانات، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها المسؤولية عن أي
هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات
إشعار مسبق».

نسخة خاصة للنشر



1- مقدمة

تعدّ المؤشرات العالمية للأسهام مرجعاً أساسياً لصناعة إدارة الأصول بتوفيرها إمكانية مقارنة الأداء، وأساساً لتوزيع الأصول في بناء المحافظ الاستثمارية لتأخذ في الاعتبار التنوع الجغرافي للأسواق وجمعها 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)، وفوتوسي (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	لمية
6	سوق الناشئة والمتقدمة
7	سيولة في السوق السعودية في حال الانضمام إلى نابل الانضمام لمؤشرات الأسواق الناشئة
11	في المملكة لتزقية السوق المالية السعودية من مؤشرات
14	شركات العالمية للأسواق الناشئة إلى المتقدمة
15	للسوق السعودية إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة
16	
17	
18	

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

ناشئة	متبتة أو واعدة	المعايير
التنمية الاقتصادية		
لا يوجد متد	لا يوجد متطلب	الاستدامة الاقتصادية
متطلبات الحجم والسيولة		
3	2	عدد الشركات المستوفية لمعايير المؤشر القياسي التالية
560 مليون دولار	280 مليون دولار أمريكي	حجم الشركة: (القيمة السوقية للأسهم المصدرة)
280 مليون دولار	14.5 مليون دولار أمريكي	حجم الورقة المالية: (القيمة السوقية للأسهم الحرة)
معدل 15% المتداوله الس	2.5% معدل القيمة المتداوله السنوي	سيولة الورقة المالية
معايير الوصول إلى السوق والدف		
معتبر	متاح للبعض على الأقل	الافتتاح للملكية الأجنبية
معتبر	جزئياً على الأقل	سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة
جيد وتم الخ	متواضعة	كفاءة إطار العمل التشغيلي
		الاستثمار إطار العمل

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 متطلباً)، وإتاحة الإدراج المزدوج.

(6) تعميق السوق، ذلك أن تساعد 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.

3- متطلبات الانضمام إلى مؤشرات الأسواق الناشئة والمتقدمة

سهم العالمية
 عماد والسوق
 من الدراسات

ممة إلى تلك

الأموال (مع)

ونية للسوق
 ء في تلك

، "عدم تماثل

هي لتقييم الوصول للسوق والانفتاح

ملاحظة

الانفتاح للملكية الأجنبية

لتأهيل المستثمرين الدوليين يعوق مبدأ تكافؤ الفرص بين المستثمرين

للملكية المفروضة على المستثمرين غير المحليين (الأجانب) يخالف بأن لا يوجد فرق بين المستثمرين الأجانب والمحليين

ة القصوى المسموح بها يعوق فرص المستثمرين الجدد، لذا من المهم متاحة للاستثمار.

ن حقوق التصويت والحقوق الاقتصادية متساوية، بالإضافة إلى توافر باللغة الإنجليزية.

ة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة

على التدفقات الداخلة والخارجة لرؤوس الأموال الأجنبية إلى/من سوق حلية يعد أمراً سلبياً على التقييم

ر سوق متقدمة لتداول العملات، داخلياً وخارجياً، ليتمكن المستثمرون صفقات وتحويل الأموال بسهولة.

كفاءة إطار العمل التشغيلي

دخول السوق

ليات تسجيل المستثمرين الدوليين أو الأجانب يعد أمراً إيجابياً.

، سهولة/تعقيد فتح الحسابات المحلية (الوثائق اللازمة والموافقات

تنظيمات أو تشريعات السوق

تقييم وجود أنظمة ولوائح وتشريعات تنظـد وما يتصل بها من جهات (مؤسسات المقام المعلنة.

المنافسة

تقييم جودة المنافسة السوقية على الصعي

إفراض الأسهم

تقييم وجود وجود إطار تنظيمي وآلية كفا الأسهم.

البيع على المكشوف

وجود إطار تنظيمي وعملي يسمح بالبيع علر

البنية التحتية للسوق

المقاصة والتسوية

التأكد من وجود نظام مقاصة وتسوية يعه بما في ذلك الدفع مقابل التسليم، وغيا وإمكانية استخدام السحب على المكشوف

الحفظ

التأكد من مستوى المنافسة بين بنوك الحفظ

التسجيل/الإيداع

التأكد من وجود مركز تسجيل وإيداع مركزي يع

التداول

تقييم مستوى المنافسة بين الوسطاء بم (وتداول منخفض التكلفة).

التحويلات

إمكانية إجراء تعاملات خارج البورصة وتحويلات

استقرار إطار العمل المؤسسي

استقرار إطار العمل المؤسسي

تقييم مدى استقرار الإطار المؤسسي على اللذين يعدان مؤشراً على استقرار المنظود

كذلك طورت شركة " فوتسي " (FTSE) آلية لتقييم • تجري لجنة ار

الأسواق المزرمع انضمامها إلى مؤشر فوتسي، Committee /

وتشمل :

• وضع معايير محددة تعد حجر الأساس في تحديد • تدرج الأسو

أهلية السمة، للانضمام الـ ، المؤشر، وتقسيم الأسهم، قائمة المراقب

مه بعبير اليه من العمل على حماية المسثمرين الالميه وحرير
لمراقبة حتى السوق وتطويرها، وحرير سوق صرف العملة المحلية
عة للانضمام وتطويرها، وتسهيل آليات تسجيل المستثمرين الأجانب،
جدول (3) أدناه إضافة إلى متطلبات أخرى.
ها للانضمام
ئة (متقدمة،

ت فوتسي ووض السوق السعوديه وفقاً للمعايير المطلوب تحقيقها

السوق السعودية (تحت المراقبة)	أسواق ناشئة		أسواق متقدمة	التطوير التشريعي للسوق
	ثابوية	متقدمة		
مرتفع	مرتفع	مرتفع	مرتفع	✓
استثمار	استثمار	استثمار	استثمار	✓
التطوير التشريعي للسوق				
تحقق	✓	✓	✓	✓
لم يتحقق		✓	✓	✓
تحقق جزئياً			✓	✓
تحقق جزئياً	✓	✓	✓	✓
لم يتحقق		✓	✓	✓
لم يتحقق.			✓	✓

✓	✓	التسوية- حالات ضئيلة أخفق فيها إتمام المقاصة
✓	✓	الحفظ - منافسة كافية في السوق لضمان الجودة
✓	✓	التسوية و المقاصة (T+2 /T+3)
✓	✓	التسوية- نقل الملكية المجاني متاح
✓	✓	الحفظ- توافر الحسابات المجمعدة للمستثمر الأجنبي
التعامل		
✓	✓	الوسطاء- منافسة كافية في السوق لضمان الجودة
✓	✓	السيولة- سيولة كافية لاستيعاب الطلب الخارجي
✓	✓	تكلفة التداول- التكاليف الضمنية والمباشرة معقولة وتنافسية
✓	✓	السماح بإقراض الأسهم
✓	✓	السماح بالبيع على المكشوف
✓	✓	السماح بالتداول خارج المنصة
✓	✓	توفر آلية تداول فعالة
✓	✓	الإفصاح - توافر المعلومات
المشتريات		

بيولة

(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 (سلبلي وإيجابي) بانخفاض/ارتفاع قيمة استثمارات الصناديق بنحو $\pm 10\%$ عن السيناريو الأساسي (الفعلي).

أ (أو بحسب
عنها أو بقدر

نوع الاستثمار	السوق	مليار (دولار)	نوع الاستثمار	السوق	مليار (دولار)
غير نشيط (passive)		247.7	غير نشيط (passive)		275.2
نشط (active)	ناشئة	1209.6	نشط (active)	ناشئة	1344
الإجمالي		1457.3	الإجمالي		619.2
غير نشيط (passive)		4501.1	غير نشيط (passive)		5001.2
نشط (active)	متقدمة	5312.3	نشط (active)	متقدمة	5902.5
الإجمالي		9813.3	الإجمالي		9093.7

وزن السوق السعودي	
ناشئة	3.02%
متقدمة	0.40%
التدفق النقدي من الأسواق الناشئة	44.01
التدفق النقدي من الأسواق المتقدمة	39.25

الأرقام بناءً على بيانات نهاية عام 2016م لوزن السوق السعودية ولحجم استثمارات استرشادية، إذ إنها تتغير بتغير أوزان الشركات المدرجة إما لتغير قيمته شركات من المؤشر.

المصدر للبيانات الخاصة بالاستثمار في السوق الناشئة: MSCI. والبيانات الخاصة

يُجذب اموالاً الناشئة التي (وتشمل 16% مستوى المشاة المتة الشركات الكور

ورغم مرور الالسنوية لمؤر الجنوبية بعراق سوقاً متقدمة

تحرير سوق الالاستثمار. ويال كورية في ه كفيل بأن يعأ من المستثمر بالتقنية والص إلى انخفاض

الكورية (وفر في الأسواق مؤشر FTSE تال وتمكين المس في المؤشر د عام 2009م.

2- تجربة اليونان، تهدف الحالات الاتار المباشرة الأجل الناجمة

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

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 تُداول أسهم عدد من كبريات شركات التقنية العالمية (سامسونغ)، وهي رابع أكبر مُصنِّع سيارات في العالم (هيونداي). وتحظى كوريا الجنوبية أيضاً بعضوية منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، وقد صنفتها البنك الدولي دولة متقدمة ذات دخل عالٍ.

تمثل التجربة الكورية حالة تستحق الدراسة من حيث كون

- 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) لطرح أسهمها في السوق المالية السعودية.
- (2) بيع الحكومة لجزء من أسهمها القائمة في عدد من الشركات المدرجة عبر طرحها طرماً عاماً.
- (3) معالجة وضع بعض الشركات المدرجة التي تقل نسبة أسهمها الحرة عن النسب المقررة نظماً 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

في وقت من وقت

ية السعودية إلى المتقدمة تطلبات اللازمة، لتتم الترقية. من مؤشرات رغان ستانلي ات، يتضح أن بيب الفرد من الفرد بنسبة الدولية لمدة ملكة العربية جم والسيولة عودية. وبذلك ة في معايير

العالمي وبعيد
السوق المالي
جراء الخروج الكبير (و السريع) لا money .
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 نتيجة للسيولة الخارجة المحتملة الكبيرة (hot
money) التي تتبع عادة التداولات في شركات كبرى مثل
"أرامكو"، مع مراعاة أن يكون النصيب الأكبر من الإدراج
في السوق المالية السعودية لتعظيم المكاسب المالية

8- النتائج

	المُشاهدات
إمكانية أكبر لا مؤشر فوتس مورغان ستان	تشابه متطلبات الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة إلى حد كبير، مع وجود تباين يسير فيما بينها.
مكاسب الاند الحصص- التقييم الشفافية وم	لا تقتصر منافع الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة على المكاسب المالية فقط (تدفقات السيولة الداخلة)، بل تشمل كذلك عدداً من المنافع الاقتصادية الأخرى.
يستدعي الع التنسيق بين	تظهر الحاجة إلى استكمال عدد من المتطلبات للانضمام إلى مؤشر الأسواق المتقدمة، ومن ذلك المزيد من الحماية لصغار المستثمرين وتحريم السوق وتطويرها، وتحرير سوق صرف العملة المحلية وتطويرها، وتسهيل آليات تسجيل المستثمرين الأجانب، إضافة إلى متطلبات أخرى.
هذا يعود بش الشركات الس الناشئة (2%) القابلة للإدراج	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).

يبي في ييار
ها المالية من
ة إلى مؤشر
اليوناني في
بالية اليونانية
واق المتقدمة
ولا سيما بين
م. وعلى وجه
ستثمرين من
في المؤشرات
نها البورصة
ثمارة، والحد
سريعاً نسبياً.
، المؤسسات
واق المتقدمة
ال إصلاحات
ج الخصصة،
عب ذلك ارتفاع
وق الأسهم،
لسوق المالية
دمة، وصلت
الناتج المحلي
انخفض هذا
، عام 200م.
لبرتغالية إلى
في المؤشرات

رياده مراكزها في بنك الاسواق. وعلى الاجل الطويل،
يبدأ معدل الاستثمار في الأسهم بالارتفاع لكن الأثر
يكون عادة 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- الاحتياجات اللازمة لاندضمام 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



- Bekaert, G. at all, 2003. "Liquidity and expected returns: Lessons University working papers.
- Denis, D., McConnell, J., Ovtchinnikov, A., Yu, Y., 2003. "S&P 500 returns and expected returns: A cross-sectional investigation". Journal of Finance.
- Goetzman, W. N., Massa, M., 2003. "Index funds and stock market returns: A cross-sectional investigation". Journal of Finance.
- Hacibedel and Bomnel, 2007. "Do emerging markets benefit from index funds?". Journal of Finance (MMF) Research Group Conference.
- Christopher Woods, 2013. "Classifying South Korea as a developed market". FTSE publications.
- Melinda Waiters, 2012. "An investigation of the financial effect of index funds on the performance of a company into or from an SRI index". University Van Tilburg Master's thesis.
- Marlene Hassine, 2015. "Active funds Vs. Benchmark performance: A comparison of active and passive funds". research.
- NBIM staff members, 2014. "Global equity indices – a comparative analysis". NBIM discussion note.
- Christopher Phillips and Francis Kinniry, 2012. "Evaluating global equity indices: A comparison of active and passive funds". research.

