



Fadhel Makhloq
Chief Capital Markets Officer
SICO

The Next Step Towards More Liquid GCC Markets

Liquidity Defined

Stock market liquidity can be broadly defined as the ability to execute large volumes of trading with ease and without disrupting or causing price volatility. Liquidity also leads to price discovery and enables fair valuations of listed securities. The advantages of having a liquid market are many as it essentially gives investors the ability to enter and exit positions with minimal hassle and reduced risk. Liquid markets are generally characterized by the following key features:

Breadth refers to the bid/ask spreads which dictate the cost of reversing a position over a short period. The tighter the spread is the easier it is to enter and exit the market at the lowest possible cost

Depth is the availability of multiple bids and offers that will protect the market from wild swings resulting from the execution of large orders.

Resilience is the ability of the market to quickly recover from swings in prices resulting from large orders or other short-term shocks.

Given the importance of maintaining a liquid stock market, we believe that exchanges, regulators, and capital market participants in the GCC and MENA can take further actions to enhance liquidity and improve their efficiency of trading which will in turn help to attract more investments and stimulate economic growth across the region.

As a case in point, we can identify two main areas that GCC exchanges and regulators can focus on to further grow market liquidity:

- Promoting the development of a diverse investor base with a focus on attracting local and international institutional investors through liberalization, the relaxation of regulatory barriers and most importantly investor education and protection.
- Increasing the pool of securities and associated financial products by increasing the number of local listings, launching derivative and ETF products, and creating market linkages.

To enable the above to work effectively, it is very important to ensure that the size of the free float is sufficient enough to encourage trading from a diverse base of investors.

Liquidity is a Win-Win for All

- **For investors** liquid markets mean lower costs of trading and the ability to move in and out of an asset class within a short period of time
- **For issuers** it means attractive market entry as the cost of raising capital improves
- **For exchanges** it means greater market access, greater investor confidence, and the ability to attract new stakeholders resulting in increased revenues
- **For economies**, the ability of companies to raise funds increases local and foreign investments in those economies thus resulting in greater productivity and increased employment

The Important Role of Market Maker and Other Forms of Liquidity Provision

It is fair to say that Market Making is still in its nascent stages in the GCC and much work needs to be done before it can be truly effective as a liquidity enhancer. . It is also interesting to note that 'own book market making' has been in place in markets like Bahrain where SICO has acted as a market maker since 1996, long before the concept was regulated. The practice has evolved over the years in the absence of hedging tools, as market operators like SICO have adopted a modified version in the form of Liquidity Provision schemes that encompass all the features of a standard market making program.

Market Making

A market maker commits their own capital to provide liquidity for a stock or a group of stocks. The operator under this arrangement profits from the bid/offer spreads as a result of investor's trading activities. There is also another P&L element resulting from the inventory the market maker maintains which may rise or fall in value depending on stock prices.

Various GCC markets have recently introduced Market Making programs as part of their overall revamp of the capital markets and some of these coincided with the inclusion into the major Emerging Market indices. Widespread adoption of these programs has yet to pick up but we expect them to gain momentum once market participants have had a chance to evaluate the positive outcomes.

Liquidity Provision

This is an arrangement between an issuer and an operator acting as agent to provide liquidity with absolute discretion at an arm's- length basis. Liquidity provision follows the principle of a quote driven market whereby multiple bids and offers are sent to the market as well as maintaining minimum market presence throughout the day.

GCC regulators have set forth regulations that govern the relationship between the issuer and the liquidity provider to make sure the liquidity provider focuses on the only key requirement which is providing liquidity and to abstain from any attempts to manipulate prices. To this end, caps have been introduced on the holdings under such an arrangement which ranges between 3-5%. The shares held in the liquidity provision programs are considered part of the Treasury shares in some GCC markets hence do not qualify for corporate actions such as dividend.

Key misconceptions

Why share prices don't always rise in the presence of a liquidity provider?

The liquidity provision mandate and the related market regulations clearly define the role of the liquidity provider as actively engaging in providing continuous bids and offers to increase the depth of the market, minimize price spreads which will encourage investors to actively trade. The liquidity provider is to have full discretion on the portfolio, thus working independently and free from pressure from the issuer. The regulation is therefore, very clear on the role of the Liquidity Provider which is providing liquidity to assist with the price discovery while steering away from manipulating prices.

While deep liquidity provides strong ground for price discovery and fair valuations, other factors such as investor appetite, financial position and performance as well as the level of disclosures also have a significant impact particularly for long term investors.

We strongly believe that a strong investor relations program also plays a major role in supporting price discovery and yields better results. Investor relations in our part of the world is gaining momentum and has become an important ingredient that helps investors understand companies beyond the published financials and other disclosures. Potential investors need to better understand the current and future road map of listed companies and the strategies that they will utilize to meet their goals, as it creates an open forum between investors and management to address current and potential investor concerns. Regulators have been actively engaged in the promotion of IR highlighting its importance as a bridge between investors and listed companies. The Bahrain Bourse for example has recently introduced their Investor Relations Best Practice Guide to help listed companies on the bourse adopt best practice and highlight the importance of investor relations on the valuation and the overall competitiveness of the market.

Research is also a great tool to help listed companies enhance their IR campaigns and attract sophisticated investors who tend to look beyond the numbers and want to engage with management to better understand strategy and its impact on future earnings.

What is better for stock prices? liquidity provision or market making

The answer to this question lies in the liquidity of a given stock. In order to stimulate liquidity we strongly believe a Liquidity Provision (LP) program is the answer given that its characteristics and regulatory requirements have more presence in the market. A sample of the most important regulatory requirement imposed on a liquidity provider as follows:

- to maintain a certain participation rate among top orders

- to post multiple bids/offers of a certain number and value through the trading session
- to maintain presence for a minimum time during the trading session

Considering these requirements, it is very clear that MM have much less presence in the market; MM need to post one bid/offer versus multiple bids/offers under LP. Also Market Makers are more likely to pull out of the markets if conditions turn negative which can affect their P&L.

In the early cycle of the market developments, we believe Liquidity Provisions are more suited as a tool to increase market depth and more importantly maintain it for some time. Further down and with the development of these markets and the introduction of hedging tools the Market Making programs will become a viable option for participants because hedging will help these players mitigate risks



بقلم فاضل مخلوق
رئيس تنفيذي لأسواق المال
سيكو

نحو المزيد من السيولة في أسواق دول الخليج

تعريف السيولة

يمكن تعريف سيولة سوق الأسهم بشكل عام بأنها سهولة بيع أو شراء الأسهم في نطاقها السعري من دون أي تقلبات حادة وذلك لوفرة الكميات المطلوبة والمعروضة على الأسهم المتداولة في السوق. و في حال توفر السيولة تزداد سهولة وسرعة تنفيذ الصفقات مما يؤدي إلى إستكشاف وتحديد سعر التداول للأسهم وبالتالي يمكن للأسهم أن تصل إلى قيمتها العادلة. تمتاز أسواق الأسهم التي تتمتع بسيولة عالية بأنها تمنح المستثمرين القدرة على إتمام الصفقات لبناء المراكز الإستثمارية بتكلفة مناسبة والخروج منها بسهولة وبمخاطر أقل، ويمكن تلخيص أهم هذه المزايا على النحو التالي:

هامش السعر: ويقصد بذلك الفارق بين سعر الطلب وسعر العرض، والذي يحدد تكلفة عملية عكس أي صفقة في السوق خلال فترة قصيرة. وكلما تقلص الفارق كلما كان من الأسهل الدخول والخروج من السوق بأقل تكلفة ممكنة.

العمق: وهو توافر كميات وافرة من العروض والطلبات التي من شأنها حماية السوق من التقلبات الحادة في الأسعار الناتجة عن تنفيذ الصفقات الكبيرة.

الصمود: أي قدرة السوق على التعافي السريع من تقلبات الأسعار الناتجة عن الطلبات أو العروض الكبيرة وغيرها من الصدمات الأخرى قصيرة الأجل.

ونظراً لمدى أهمية الحفاظ على سيولة سوق الأسهم، فإننا نعتقد أنه يمكن للبورصات والهيئات التنظيمية والعاملين في سوق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا اتخاذ المزيد من الإجراءات لتعزيز السيولة وتحسين كفاءة التداول، مما سيساعد بدوره على جذب المزيد من الاستثمارات وتحفيز النمو الاقتصادي في المنطقة.

وكمثال على ذلك، يمكننا تحديد مجالين رئيسيين يمكن للبورصات والجهات التنظيمية في دول مجلس التعاون الخليجي التركيز عليهما لتعزيز سيولة السوق:

- تطوير قاعدة متنوعة من المستثمرين مع التركيز على جذب المستثمرين من المؤسسات المحليين والدوليين من خلال تحرير السوق وتخفيف العوائق التنظيمية، إلى جانب تثقيف المستثمرين وحمايتهم.
 - زيادة الأوراق المالية المتاحة والمنتجات المالية المرتبطة بها عن طريق زيادة عدد الإدراجات المحلية، وإطلاق أدوات التحوط كالمشتقات المالية وصناديق مؤشرات التداول ، وإنشاء روابط بين الأسواق وبعضها البعض.
- ولتحقيق ما سبق بشكل فعال، من المهم جداً التأكد من أن حجم التداول الحر كافٍ لتشجيع التداول من قبل قاعدة متنوعة من المستثمرين.

السيولة منفعة للجميع

- بالنسبة للمستثمرين، تمتاز الأسواق ذات السيولة العالية بانخفاض تكاليف التداول والقدرة على شراء وبيع الأسهم في فترة زمنية قصيرة.
- بالنسبة للمُصدرين، تعتبر السيولة عاملاً جاذباً لدخول السوق لكونها تخفض تكلفة زيادة رأس المال.
- بالنسبة للبورصات، تعزز السيولة العالية ثقة المستثمرين وقدرتهم على الاستثمار في الأسواق، كما تيسر عملية جذب استثمارات جديدة، مما يؤدي بدوره إلى زيادة إيرادات البورصات.
- بالنسبة للاقتصاد، تؤدي قدرة الشركات على القيام بعمليات إصدارات لجذب رؤوس أموال جديدة إلى زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية، مما يؤدي بدوره إلى رفع الإنتاجية وخلق فرص العمل.

الدور الهام لصانع السوق (Market Maker) وطرق توفير السيولة الأخرى

لا يخفى أن مفهوم صناعة السوق (Market Making) في دول مجلس التعاون الخليجي ما يزال في مراحله الأولى، وبالتالي فإن أمامه شوط طويل قبل أن يكون عاملاً فاعلاً في تعزيز السيولة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن ما يعرف بـ "صناعة السوق" (own book market making) كان موجوداً بالفعل في بعض الأسواق، وذلك قبل أن توضع له لوائح تنظيمية بمدة طويلة، ومن بين هذه الأسواق مملكة البحرين، والتي تزاوّل "سيكو" (SICO) فيها نشاطها كصانع سوق منذ عام 1996. وقد أخذ هذا المفهوم بالتطور على مر السنين في غياب أدوات التحوط، حيث تبني صناع السوق مثل "سيكو" نموذجاً معدلاً على شكل برامج توفير السيولة (Liquidity Provision Schemes) يشمل جميع ميزات برامج صناعة السوق التقليدية.

صناعة السوق

يقوم صانع السوق بتحديد رأس المال المخصص لتوفير السيولة لسهم أو مجموعة من الأسهم، ما يتيح لصانع السوق جني الأرباح من هامش السعر من خلال أنشطة التداول.. ثمة عامل آخر يتعلق بالأرباح والخسائر تجدر الإشارة إليه، ألا وهو قيمة المخزون الذي يحتفظ به صانع السوق من الأسهم، والذي قد يرتفع أو ينخفض حسب أسعار الأسهم في المحفظة وبالتالي يواجه صانع السوق أرباح/ خسائر غير محققة على ارتفاع/ إنخفاض أسعار الأسهم.

وقد قامت العديد من دول مجلس التعاون الخليجي مؤخراً بطرح برامج صناعة السوق في إطار سعي تلك الدول لتطوير وتحديث أسواق رأس المال لديها، متزامناً ذلك مع إدراج بعض تلك الأسواق في مؤشرات الأسواق الناشئة الرئيسية. وبالرغم من أن هذه البرامج لم تكتسب زخماً واسعاً بعد، إلا أننا نتوقع أن تتسارع وتيرته حالما يتسنى للمشاركين فرصة تقييم النتائج الإيجابية.

توفير السيولة

هو اتفاق بين المُصدِر ومُوفِر السيولة الذي يعمل باستقلالية كاملة حسب اللوائح التنظيمية ، حيث يسعر باستمرار أوامر طلبات وعروض لتحسين عمق السوق وتقليص الهامش السعري مع الحفاظ على حد أدنى من التواجد في السوق طوال فترة التداول.

وقد حددت الجهات التنظيمية في دول مجلس التعاون الخليجي اللوائح التي تحكم العلاقة بين المُصدِر ومزود السيولة لضمان تركيز مزود السيولة على المطلب الرئيسي الوحيد منه، ألا وهو توفير السيولة وأحجائه عن عمليات المضاربه بالأسعار. ولهذه الغاية، تم فرض حد أعلى لنسبة الأسهم المحتفظ بها لغرض توفير السيولة وهي تتراوح بين 3-5٪. وتعتبر الأسهم المحتفظ بها في برامج توفير السيولة جزءاً من أسهم الخزينة في بعض أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، وبالتالي فهي غير مؤهلة للمشاركة في إجراءات الشركة والتي يشارك فيها جميع الأسهم ماعدا أسهم الخزينة، مثل توزيع الأرباح.

مفاهيم رئيسية خاطئة

لماذا لا ترتفع أسعار الأسهم دائماً في وجود مزود السيولة؟

يحدد تفويض توفير السيولة ولوائح السوق ذات الصلة بوضوح دور مزود السيولة باعتباره مشاركاً نشطاً في تقديم العروض والطلبات المستمرة لزيادة عمق السوق وتقليل فوارق الأسعار بما يشجع المستثمرين على التداول بكثافة. ويجب أن يتمتع مزود السيولة باستقلالية كاملة ، وبالتالي فهو يعمل بشكل مستقل تماماً عن المُصدِر وبدون أي تدخل منه. ولذلك، فإن اللوائح بشأن دور مزود السيولة واضحة جداً، ويتمثل هذا الدور في توفير السيولة للمساعدة في استكشاف الأسعار مع تجنب عمليات المضاربة بالأسعار.

وفي حين أن السيولة العميقة توفر أساساً قوياً لاستكشاف الأسعار والتقييمات العادلة، فإن هنالك عوامل أخرى تؤثر بشكل كبير على الأسعار ، من بينها مدى إقبال المستثمر، والأداء المالي للشركة، بالإضافة إلى مستوى الإفصاحات التي لها تأثير كبير بالأخص على المستثمرين الراغبين في الاستثمار على المدى الطويل.

وإننا نؤمن بأن وجود برنامج علاقات المستثمرين فعال يلعب دوراً مهماً في دعم عملية استكشاف الأسعار وتحقيق نتائج أفضل، وقد باتت أهميته في منطقتنا تتنامى وتكتسب زخماً متزايداً بالفعل باعتباره عنصراً مهماً في بناء الوعي لدى المستثمرين حول الشركات وفهمها بشكل أفضل وأعمق من مجرد النظر في بياناتها المالية المعلنة وإفصاحاتها الأخرى. فالمستثمرون المحتملون يحتاجون إلى الإلمام بخريطة الطريق الحالية والمستقبلية لدى الشركات المدرجة والاستراتيجيات التي تنوي استخدامها لتحقيق أهدافها، وينشئ منبراً حوارياً مفتوحاً بين المستثمرين وإدارة الشركة لمعالجة مخاوفهم الحالية والمحتملة. وقد ركزت الجهات التنظيمية بقوة على الترويج لخدمات علاقات المستثمرين وإبراز مميزاتها كرابط ذو أهمية بين المستثمرين والشركات المدرجة، حيث بادرت بورصة البحرين على سبيل المثال مؤخراً بإصدار دليل حول أفضل ممارسات خدمات علاقات المستثمرين لمساعدة الشركات المدرجة فيها على تبني تلك الممارسات وتبسيط الضوء على أهمية هذا الجانب من حيث تقييم السوق و تعزيز قدرته التنافسية بشكل عام.

كما تعتبر الأبحاث أداة فعالة لمساعدة الشركات المدرجة على تطوير حملات علاقات المستثمرين لديها وجذب المستثمرين المحكّين الذين غالباً ما يفضلون تقييم الشركة بطرق أخرى غير البيانات المالية البحتة والتعامل مع الإدارة لفهم الاستراتيجية وتأثيرها على الأرباح المستقبلية بشكل أفضل.

ما هو الأفضل لأسعار الأسهم؟ توفير السيولة أم صناعة السوق؟

تكمن الإجابة على هذا السؤال في مدى سيولة السهم. بناءً على خبراتنا المتركمة ، إننا نعتقد بقوة أن برنامج توفير السيولة هي الطريقة المثلى لتحفيز السيولة في الأسواق الناشئة، وذلك لأن خصائصه ومتطلباته التنظيمية لها أثر أكبر في السوق. أن المتطلبات التنظيمية الهامة لموفر السيولة تشمل ما يلي:

- حد أدنى من الأوامر مما يمثل معدل تمثيل قوي نسبة لأفضل الأوامر في السوق.
- حد أدنى لحجم الأوامر في السوق من حيث العدد والقيمة طوال جلسة التداول
- حد أدنى من الوقت لتواجد الأوامر في السوق خلال جلسة التداول

بالنظر إلى هذه المتطلبات، يتضح أن تواجد صانع السوق في السوق تكون أقل بكثير مقارنة بموفر السيولة، إذ لا يحتاج صانع السوق أن يكون تواجده في السوق بشكل كبير ومتواصل. كما أن صانع السوق غالباً ينسحب من السوق إذا أصبحت الظروف غير مواتية لتجنب أي تأثير سلبي على أرباحه وخسائره.

وبالتالي، إننا نعتقد أن توفير السيولة أكثر أداة مناسبة لزيادة عمق السوق عندما يكون السوق ما يزال في مراحل تطوره الأولى والحفاظ عليه ريثما ينضج. بعد ذلك، ومع تطوره وإدخال أدوات التحوط عليه، ستصبح برامج صناعة السوق خياراً قابلاً للتطبيق لمزودي هذه الخدمة لأن أدوات التحوط المتاحة ستساعد على التحكم في المخاطر.