



عمليات إعادة هيكلة رأس المال والأداء المالي للشركات في السوق المالية السعودية (تقرير إحصائي تحليلي)

إعداد فريق إدارة الأبحاث

أبريل 2021



"هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر معده ولا يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسؤليتها عن ما ورد فيه من معلومات و بيانات، 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"

الفهرس

المقدمة

الأهداف

المنهجية وعيئة الدراسة

الجزء الأول: الوضع الراهن لآليات وعمليات إعادة هيكلة رأس المال في السوق المالية السعودية

تعريف عملية هيكلة رأس المال

آليات هيكلة رأس المال الحالية في السوق المالية السعودية.

بيانات تاريخية عن الشركات المدرجة بشكل عام.

بيانات تاريخية عن الشركات ذات الخسائر المتراكمة.

الجزء الثاني: تحليل أداء الشركات قبل وبعد عمليات هيكلة رأس المال

إحصائيات عامة (عمليات تخفيض رأس المال).

نتائج الأداء المالي لـ (عمليات تخفيض رأس المال).

إحصائيات عامة (عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية).

نتائج الأداء المالي لـ (عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية).

إحصائيات عامة (عمليات زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم).

نتائج الأداء المالي لـ (عمليات زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم).

الجزء الثالث: الأدبيات السابقة وأبرز الممارسات العالمية لعمليات هيكلة رأس المال

ملخص الأدبيات السابقة.

أبرز الممارسات العالمية.

أبرز النتائج والمشاهدات

المقدمة

تفضل معظم الشركات عدم الإخلال بمبدأ وجوب بقاء رأس مال الشركة كما هو محدد في عقد التأسيس، بينما تتجه عدد من الشركات إلى إعادة هيكلة رأس المال لإجراء التصويب اللازم للهيكل الفنية والاقتصادية والمالية للشركة حيث تتأثر الشركات المساهمة كبقية قطاع الأعمال بظروف القطاع الذي تنتمي له، والظروف الاقتصادية المحيطة بها، والتشريعات التنظيمية ذات العلاقة مما يعزز من أهمية المتابعة الدورية لأداء الشركات المدرجة في السوق المالية ورصد مراكزها المالية.

بمتابعة أداء الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، لوحظ تزايد عمليات تغيير رأس المال بين الشركات المدرجة ذات الخسائر المتراكمة وذلك لإطفاء الخسائر وتحسين الهيكل المالي للشركة ومن أهم الإجراءات التشريعية والتنظيمية ذات العلاقة ما صدرت من مجلس هيئة السوق المالية و نظام الشركات الجديد من وزارة التجارة. فقد حثت هذه التشريعات الشركات وجمعياتها العمومية على إطفاء الخسائر إما بزيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه- وفقاً للأنظمة ذات العلاقة- وذلك إلى الحد الذي تنخفض معه نسبة الخسائر إلى ما دون نصف رأس المال المدفوع، أو حل الشركة قبل الأجل المحدد في نظامها الأساس.

عزز هذا الارتفاع في عمليات تغيير رأس المال من أهمية الدراسة التي تقوم بحصر جميع عمليات إعادة الهيكلة في السوق المالية السعودية سواء قبل أم بعد تصنيف الشركة ضمن الشركات الخاسرة وذلك لفحص الأثر المالي مع الأخذ بالاعتبار الدوافع خلف هذه العمليات وآليات تنفيذها.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تقييم أثر عمليات إعادة هيكلة رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، والوقوف على أبرز الممارسات العالمية المتبعة لتنظيم عمليات إعادة هيكلة رأس مال الشركات.

منهجية الدراسة

- تحليل وعرض عمليات إعادة هيكلة رأس المال في السوق المالية السعودية وتصنيفها.
- تحليل وعرض عمليات إعادة هيكلة رأس المال وربطها بالأداء المالي للشركات المدرجة عبر مؤشرات أداء مختارة.
- مراجعة موقف الأدبيات السابقة من أثر زيادة رأس المال على أداء الشركات وآليات التأثير المحتملة.
- استعراض أبرز الممارسات العالمية والآليات لإعادة هيكلة رأس المال وأبرز إيجابيات وسلبيات كل آلية.

عيّنة الدراسة ومصادر المعلومات

تم جمع بيانات جميع عمليات هيكل رأس المال التي نفذتها الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية للفترة 2005-2019م عبر مصادر مختلفة*؛ حيث بلغ عدد العمليات في عينة الدراسة 307 عملية تنوعت بين عمليات تخفيض رأس مال، زيادة رأس مال من خلال طرح أسهم حقوق أولوية، وزيادة رأس مال من خلال منحة أسهم. كما تم فصل عمليات قطاع التأمين وتحليلها في ملحق مستقل وذلك لعدة أسباب: حداثة تأسيس شركات التأمين وبالتالي النطاق الزمني أضيق من بقية الدراسة، اختلاف طبيعة القوائم المالية واختلاف منهجية قياس هامش الربح الإجمالي، وأخيراً تأثيرها بتشريعات البنك السعودي المركزي يجعل الأثر المالي لها لا يعكس بقية القطاعات.

قيود الدراسة

من أبرز القيود التي شكلت الدراسة قصر النطاق الزمني، وتتابع تنفيذ العمليات من نفس الشركات مما يتسبب في تداخل الأثر المالي، ووجود ارتباط بين عدد من مؤشرات الأداء وقيمة رأس المال، وأخيراً تعدد التشريعات التنظيمية ذات العلاقة وتتاليها خلال الفترة الزمنية 2014-2019م.

* مصادر البيانات الخارجية: موقع السوق المالية السعودية (تداول) و موقع أرقام.

* مصادر البيانات الداخلية: وحدة التقارير و الزيارات و وحدة تعديل رأس المال.

أبرز التنظيمات والتعليمات المؤثرة على قرارات إعادة هيكلة رأس مال الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية

مجلس هيئة السوق المالية

"الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية والتي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس مالها"

"الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة 20% فأكثر من رأس مالها"

أصدر في تاريخ 15 / 1 / 1435هـ الموافق 18 / 11 / 2013م، بموجب القرار رقم 4 - 48 - 2013 "الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية والتي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس مالها" وفورا في العام 2014م، اتجهت السوق المالية السعودية (تداول) إلى إعلان نطاقات الشركات وتصنيفها رسمياً ضمن فئة الشركات ذات الخسائر المتراكمة. وعليه أصبحت الشركات ذات الخسائر المتراكمة الأعلى من نسبة 50% مطالبة بتخفيض رأس المال أو زيادته لمواجهة الخسارة التراكمية التي من شأنها أن تؤثر على المركز المالي للشركة أو على المساهمين وعلى استمرار تداولها في السوق المالية السعودية. في العام 2017م، تم تحديث هذه الإجراءات وتغيير نسب الخسائر وعليه أصبحت قائمة الشركات ذات الخسائر المتراكمة تشمل مجموعة إضافية وهي الشركات التي تبلغ خسائرها المتراكمة ما نسبته 20% من رأس المال.

أبرز التنظيمات والتعليمات المؤثرة على قرارات إعادة هيكلة رأس مال الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية

وزارة التجارة

"نظام الشركات"

بعد فترة طويلة من إقرار نظام الشركات السابق الذي يقضي بأنه عند وصول الخسائر إلى ثلاثة أرباع رأس المال وتعذر على الجمعية إصدار قرار فإنه يمنح لكل ذي مصلحة الحق في أن يطلب من الجهة القضائية المختصة حل الشركة، تم إقرار نظام الشركات الحالي في عام 2015م، إلا أنه نفذ وعمل به من تاريخ 1437/7/25هـ الموافق 2016/5/2م. ومن أبرز ملامح هذا النظام ذات العلاقة هي أنه تم حكم إنقضاء الشركة بقوة النظام عند بلوغ خسائرها نصف رأسمالها المدفوع وتعذر على الجمعية إصدار قرار. كما أنه في العام 2020م، تم صدور الأمر الملكي الكريم القاضي بتعليق سريان حكم انقضاء الشركات لمدة سنتين وتم نشر مسودة نظام الشركات الجديد.

البنك المركزي السعودي

"نظام مراقبة شركات التأمين التعاوني"

صدر في تاريخ 1424/06/02هـ الموافق: 2003/07/31هـ كما تم نشر المذكرة التوضيحية لتعديل بعض مواد اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التأمين التعاوني الصادرة بموجب قرار وزير المالية رقم (596/1) وتاريخ 1425-03-01هـ ومن أبرز ملامح الإجراءات ذات العلاقة هي تحديد الحد الأدنى من رأس المال لشركات التأمين التعاوني، وتحديد الحد الأدنى لنسبة الاحتفاظ في المادة رقم 40.

الجزء الأول

الوضع الراهن لآليات وعمليات إعادة هيكلة رأس المال في السوق المالية السعودية

- تعريف عملية هيكلة رأس المال.
- آليات هيكلة رأس المال الحالية في السوق المالية السعودية.
- بيانات تاريخية عن الشركات المدرجة بشكل عام.
- بيانات تاريخية عن الشركات ذات الخسائر المتراكمة.

تعريف عملية هيكل رأس المال

رأس مال الشركة هو مجموع الحصص النقدية والعينية التي قدمها الشركاء عند إنشاء الشركة، وبعبارة أخرى القيمة الاسمية للأسهم وحصص الشركاء ويعد غالبا الضمان لدائني الشركة ولذا لا يمكن المساس به طيلة حياة الشركة. ويتم تغييره بشكل عام بناء على إحدى الأسباب التالية: أسباب تشريعية، قانونية، أو أسباب اقتصادية وذلك من خلال عمليات هيكل رأس المال وهي أي عمليات تغيير في رأس المال تستهدف إجراء التصويب اللازم للهيكل الفنية والاقتصادية والمالية للشركة.

آليات هيكل رأس المال في السوق المالية السعودية

زيادة رأس المال

يكون زيادة رأس مال الشركة بأحد الطرق الآتية:

- زيادة رأس المال من خلال منح أسهم مجانية
- زيادة رأس المال من خلال طرح أسهم حقوق أولوية
- زيادة رأس المال من خلال تحويل ديون
- زيادة رأس المال من خلال الاستحواذ

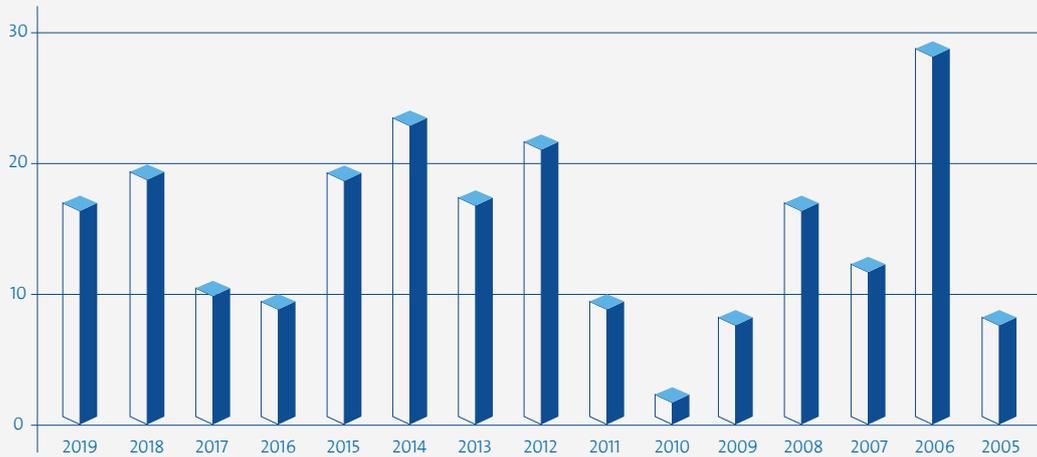
تخفيض رأس المال

يكون تخفيض رأس مال الشركة بأحد الطرق الآتية:

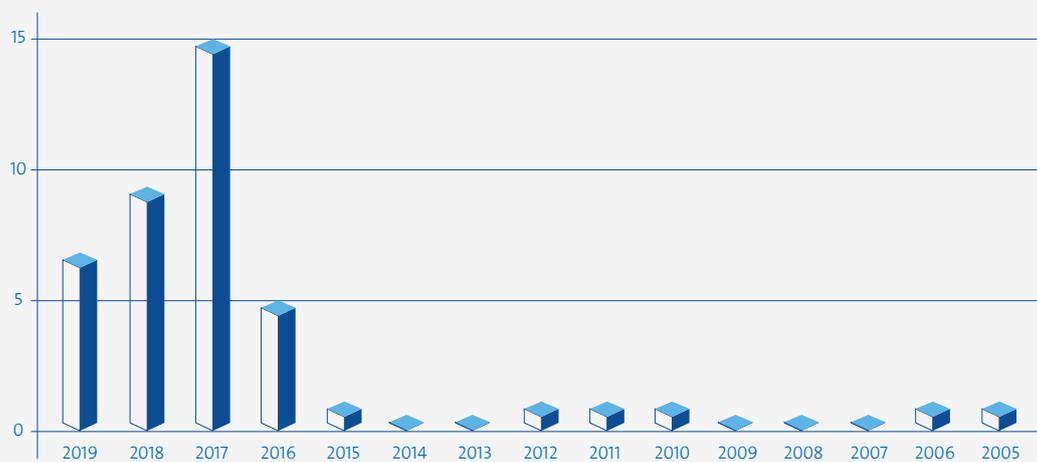
- إلغاء عدد من الأسهم
- شراء عدد من الأسهم ومن ثم إلغائها

إحصائيات عمليات هيكل رأس المال للشركات المدرجة بحسب الآلية

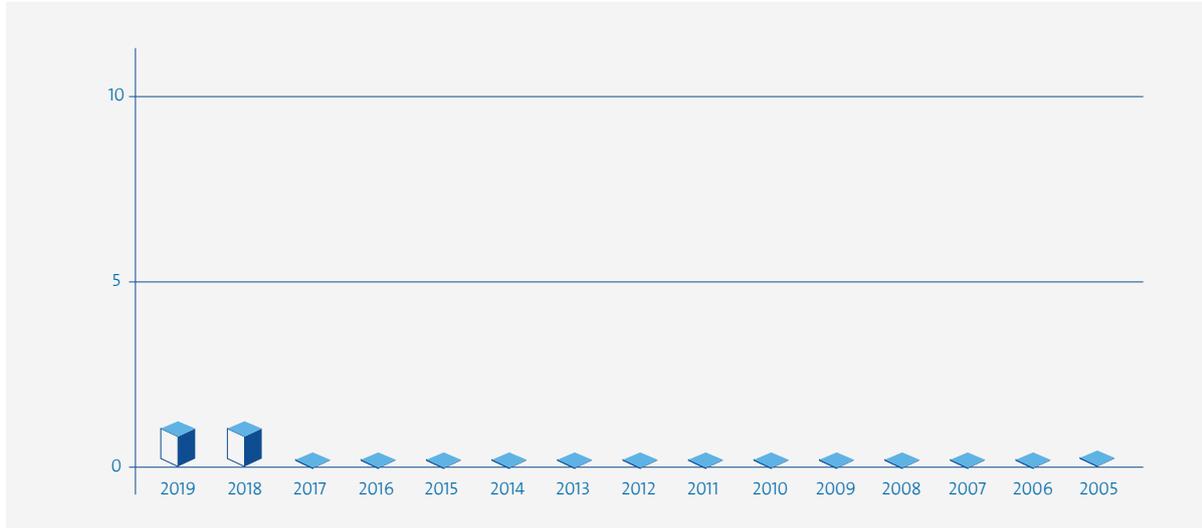
عمليات زيادة رأس مال من خلال " طرح أسهم مجانية "



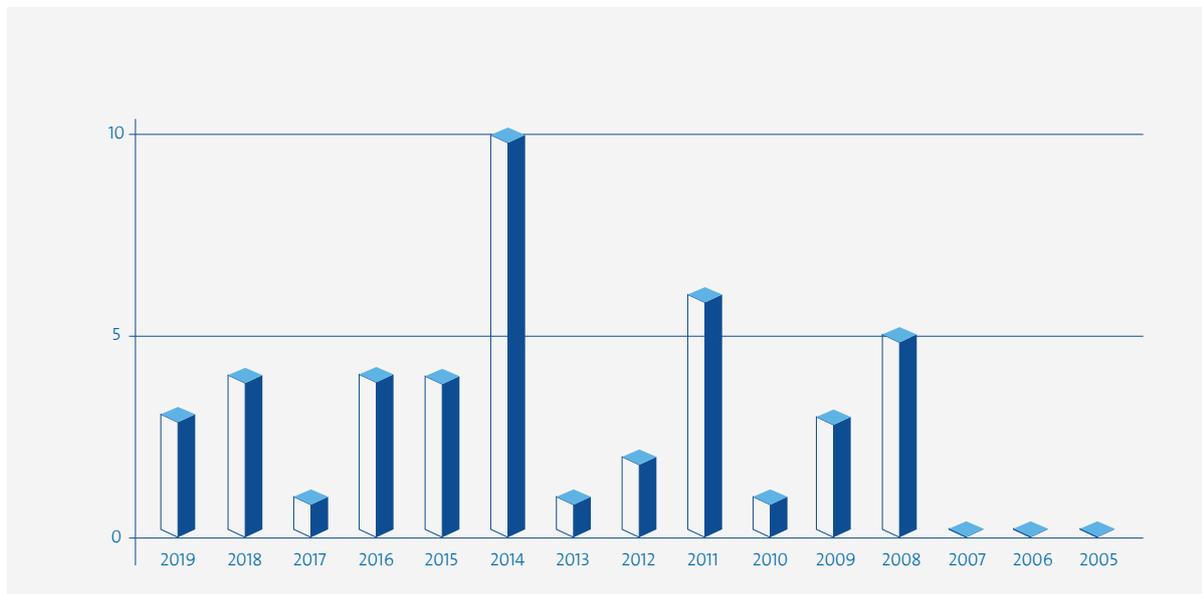
عمليات تخفيض رأس المال



عمليات زيادة رأس مال من خلال "تحويل ديون"



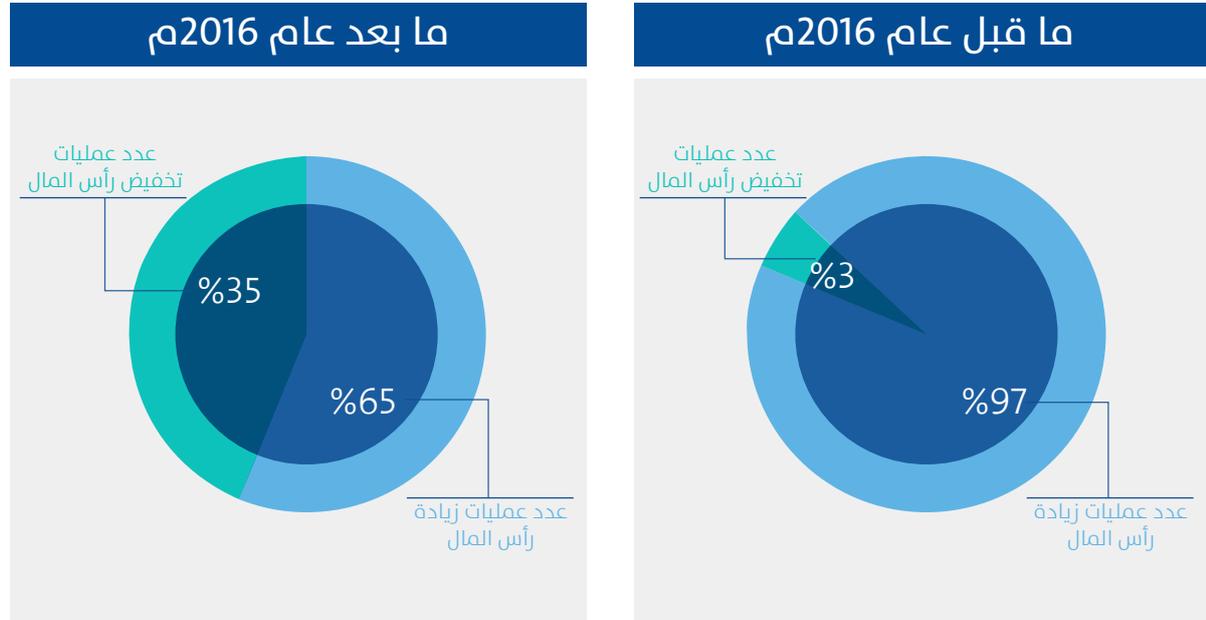
عمليات زيادة رأس المال من خلال "طرح أسهم حقوق أولوية"



بيانات تاريخية عن الشركات المدرجة بشكل عام

حتى عام 2019، بلغ عدد الشركات التي تم ضمها في هذه الدراسة 199 شركة تتنوع بين 19 قطاعات مختلفة. كما بلغ عدد عمليات تغيير رأس المال سواءً بالانخفاض أو الزيادة التي نفذت من قبل هذه الشركات ما يعادل 307 عملية منها 39 عملية تخفيض و51 عملية زيادة من خلال حقوق أولوية و217 عملية زيادة من خلال منحة أسهم.

يلاحظ زيادة عمليات تخفيض رأس المال بعد إقرار نظام الشركات الحالي في نهاية عام 2015م. حيث في الفترة الزمنية ما قبل 2016م، بلغ عدد عمليات التخفيض خمسة عمليات فقط وهو ما نسبته 3% من مجمل العمليات بينما تضاعف في الفترة ما بعد 2016م إلى أن وصل إلى 35%.



نسبة الشركات ذات الخسائر المتراكمة إلى مجمل الشركات تراوحت بين 6% و 11% خلال فترة الدراسة. حيث بلغ عدد الشركات ذات الخسائر المتراكمة في عام 2014 وهي السنة الأولى لبدء التصنيف عدد 13 شركة وهو ما نسبته 8% من مجمل الشركات ولكن بطول عام 2015م، انخفضت النسبة إلى أقل قيمة لها وهي 5.8%. في الفترة ما بعد 2015م، استمرت الشركات ذات الخسائر المتراكمة بالتزايد إلى أن وصلت أعلى قيمة لها في عام 2019م وهي ما نسبته 11%.

إجمالي الشركات ذات الخسائر المتراكمة بحسب السنوات

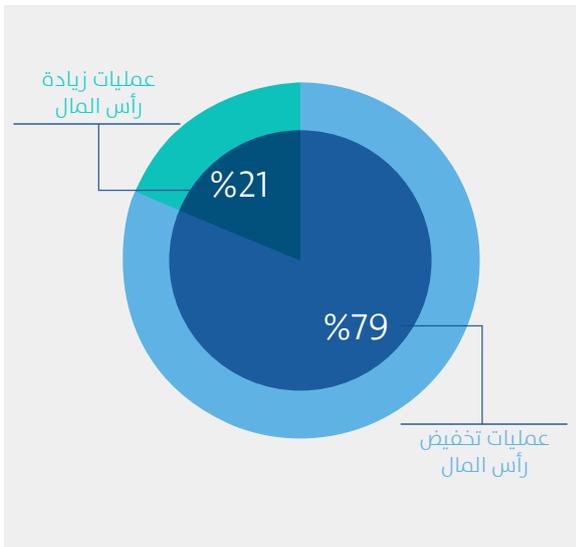


بيانات تاريخية عن الشركات ذات الخسائر المتراكمة

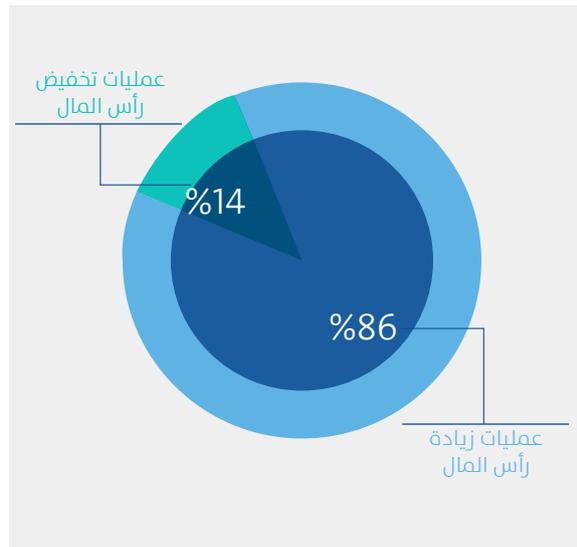
- منذ البدء في تصنيف الشركات في السوق المالية السعودية وحتى عام 2019م، بلغ عدد الشركات التي صنفت كشركات ذات خسائر متراكمة ولو لمرة واحدة ما يقارب 35 شركة. إلا أنه تم إلغاء إدراج خمس شركات خلال نفس الفترة ليبلغ عدد الشركات 30 شركة وهو ما يمثل 15% من إجمالي الشركات المدرجة في عام 2019 والبالغ عددها 199 شركة.

- بلغ عدد عمليات تغيير رأس المال سواءً بالانخفاض أو الزيادة التي قامت بها جميع الشركات التي صنفت كشركات خاسرة ولو لمرة واحدة فقط أثناء فترة الدراسة 77 عملية منها 35 عملية تمت بعد انضمامها لنطاق الخسائر المتراكمة و 42 عملية قبل تصنيفها كشركة ذات خسائر متراكمة من قبل تداول. كما يلاحظ زيادة نسبة تكرار عمليات تخفيض رأس المال بعد تصنيف الشركات في نطاقات الشركات ذات الخسائر المتراكمة من قبل تداول.

ما بعد عام 2016م



ما قبل عام 2016م

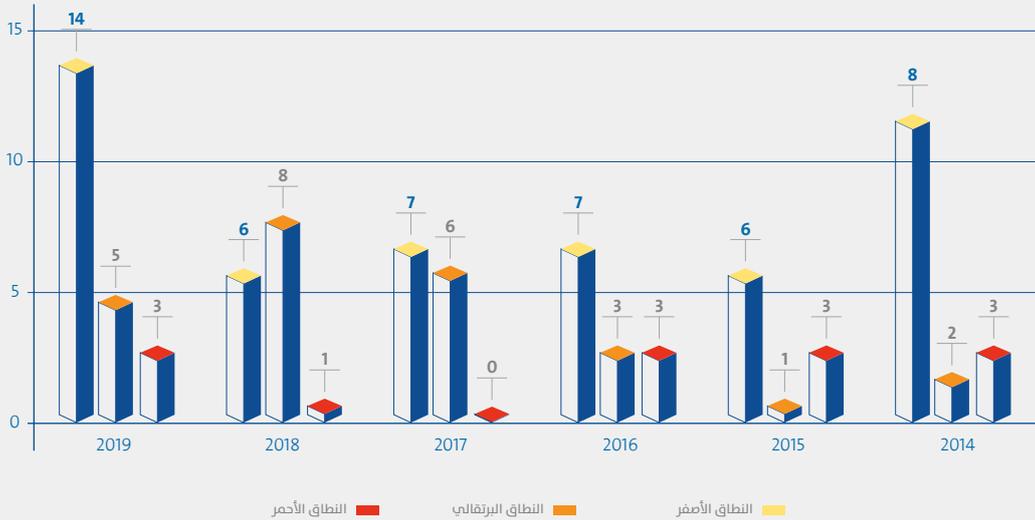


النطاقات المستخدمة في السوق المالية السعودية (تداول)

في الفترة من 2014 وحتى 2016م، اقتصرت عملية وضع علامة على الشركة المدرجة ذات الخسائر المتراكمة على الشركات التي تبلغ نسبة إجمالي الخسائر المتراكمة إلى رأس المال ما يعادل 50% وأكثر حيث يمثل (النطاق الأصفر) النسبة ما بين 50% و 75%، (النطاق البرتقالي) ما بين 75% و 100%، بينما (النطاق الأحمر) فيمثل ما فوق 100%.

في الفترة من 2017م وحتى تاريخه، تم تغيير إجراءات الإعلان عن الشركات ذات الخسائر المتراكمة ليكون (النطاق الأصفر) للنسبة ما بين 20% و 35%، بينما (النطاق البرتقالي) للنسبة ما بين 35% و 50%، أما (النطاق الأحمر) فيمثل أي نسبة تعادل 50% وأكثر.

إجمالي الشركات ذات الخسائر المتراكمة بحسب النطاق



الجزء الثاني

تحليل أداء الشركات قبل وبعد عملية هيكلية رأس المال

- إحصائيات عامة (عمليات تخفيض رأس المال).
- نتائج الأداء المالي لـ (عمليات تخفيض رأس المال).
- إحصائيات عامة (عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية).
- نتائج الأداء المالي لـ (عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية).
- إحصائيات عامة (عمليات زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم).
- نتائج الأداء المالي لـ (عمليات زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم).
- إحصائيات عامة ونتائج الأداء المالي لـ (قطاع التأمين).

إحصائيات عامة

عمليات تخفيض رأس المال

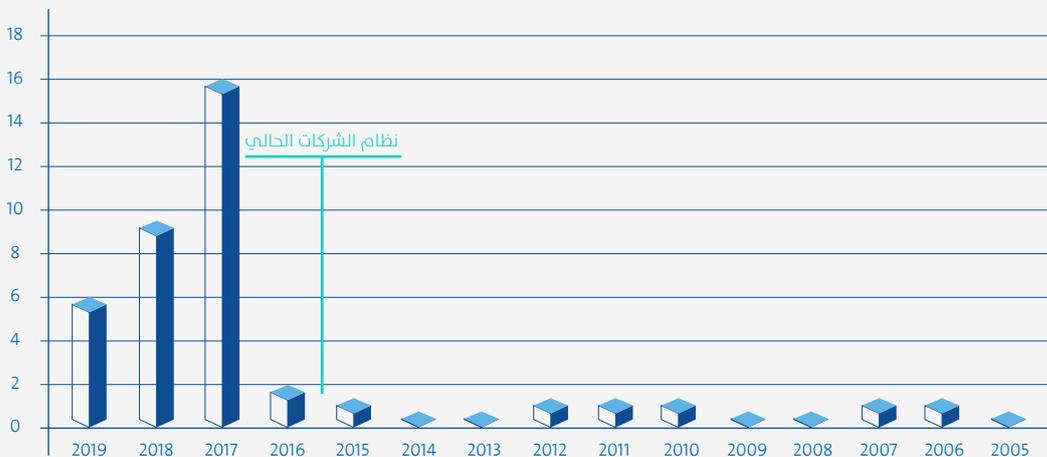
بلغ عدد عمليات تخفيض رأس المال خلال الفترة 2004-2019م ما يعادل 39 عملية. معظم هذه العمليات تمت بعد البدء في التصنيف الدوري للشركات المدرجة بحسب الخسائر المتراكمة والذي تم في عام 2014م وتم تغييره وتحديثه في العام 2017م. تراوحت نسبة التخفيض ما بين 18% و92%.

تمركزت عمليات التخفيض بشكل أساسي في قطاعي التأمين و الاتصالات حيث بلغ عدد الشركات التي قامت بعمليات تخفيض ما يعادل 13 شركة تأمين و4 شركات اتصالات.

بلغ متوسط التخفيض 50% من رأس المال أما متوسط الوقت بين إعلان توصية تخفيض رأس المال إلى استحقاقها حوالي أربعة أشهر.

تعذر على الدراسة ضم مجموعة من العمليات وذلك لتتابع تنفيذها من قبل الشركة نفسها وتداخل أثرها مع أثر العمليات المتتابة باختلاف أنواع آلياتها حيث مثلت هذه العمليات المتتابة ما نسبته 35% من العينة. كما وجد عدد من العمليات الحديثة التي لم تتمكن من تحليل أداؤها بعد التخفيض وهي تمثل ما نسبته 10%.

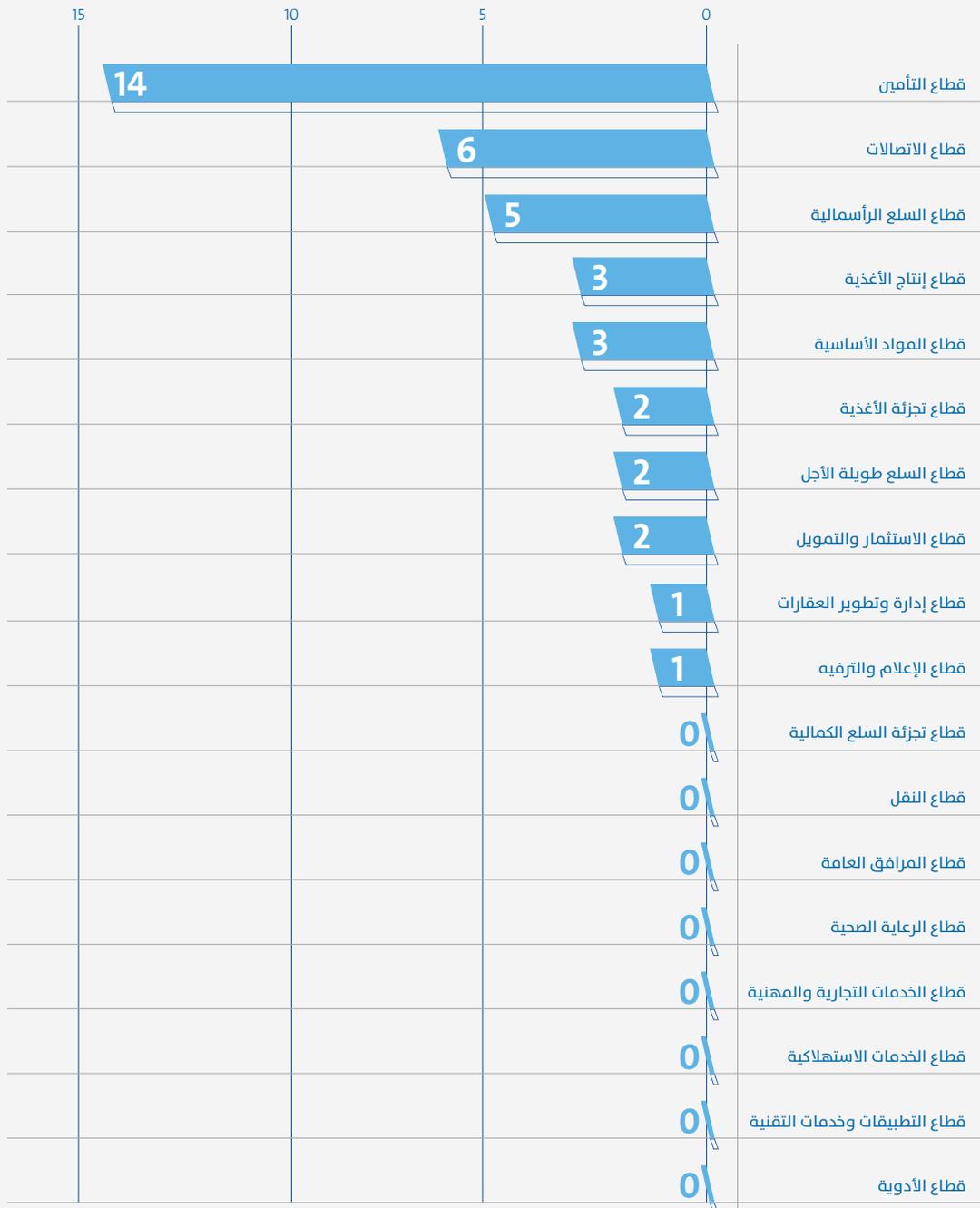
إحصائيات بحسب السنوات



إحصائيات بحسب تصنيف الخسائر المتركمة للشركات



إحصائيات بحسب القطاع





إحصائيات عامة

39
عملية

عدد عمليات
التخفيض

50-
%

متوسط نسبة
التخفيض

92-
%

أعلى قيمة

18-
%

أقل قيمة

نتائج الأداء المالي

عمليات تخفيض رأس المال باستخدام مؤشر هامش الربح الإجمالي

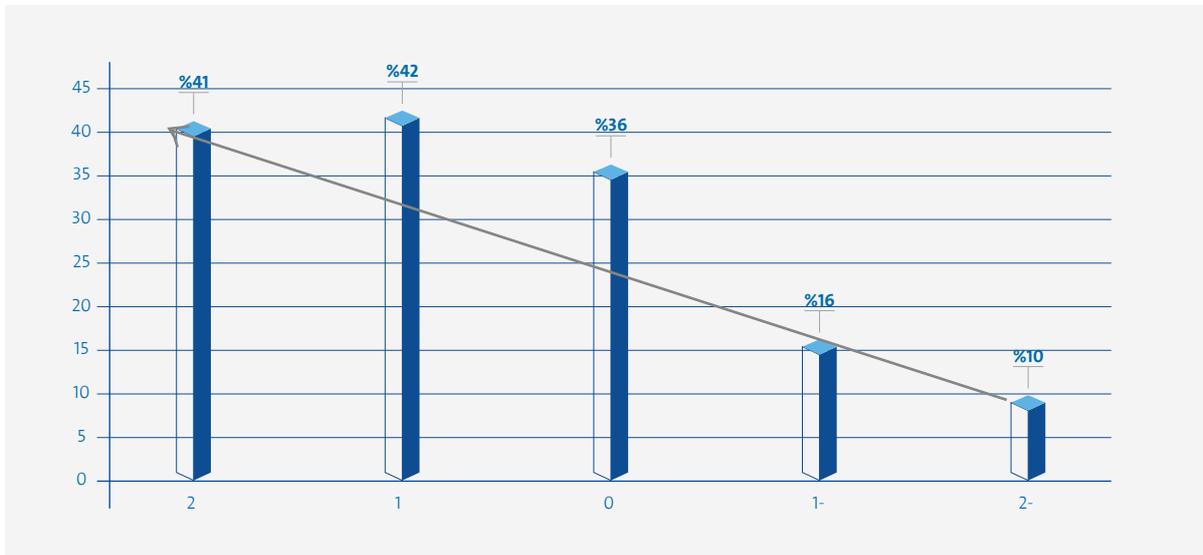
تم استخدام هامش الربح الإجمالي والذي يعكس مدى قدرة الشركة على توليد أرباح كما يمكن أن يتحول إلى سالب عندما تتجاوز تكاليف الإنتاج إجمالي المبيعات والنتائج كالتالي:

- متوسط أداء الشركات قبل عملية تخفيض رأس المال لجميع العمليات بلغ 16% وتضاعف حتى وصل 42% و41% في السنتين التاليتين للعملية.

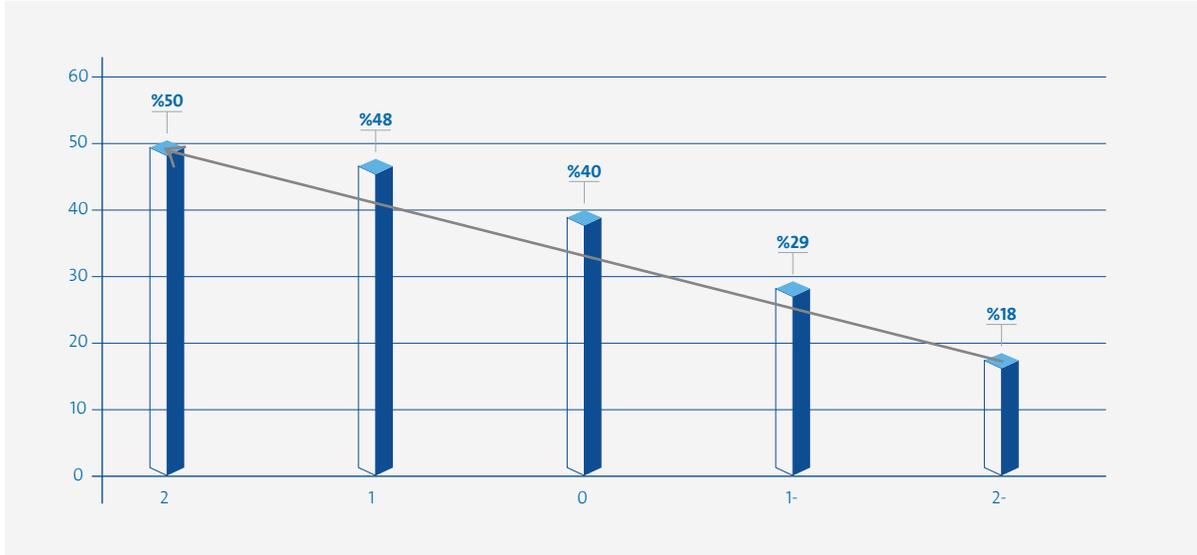
- أثر عمليات تخفيض رأس المال إيجابي لجميع الشركات التي توفرت بيانات أدائها المالية وذلك لفترة عامين قبل وبعد العملية.

- عند تقسيم العمليات بحسب تصنيف الشركات أثناء تنفيذ العملية، فإن الأداء المالي للمجموعتين إيجابي ولكن الأداء في مجموعة الشركات ذات الخسائر المتراكمة أقل نسبياً مقارنة بالمجموعة الثانية وهي العمليات التي تمت بدون ضغوط خارجية أو بدون تصنيف الشركة ضمن الشركات ذات الخسائر المتراكمة.

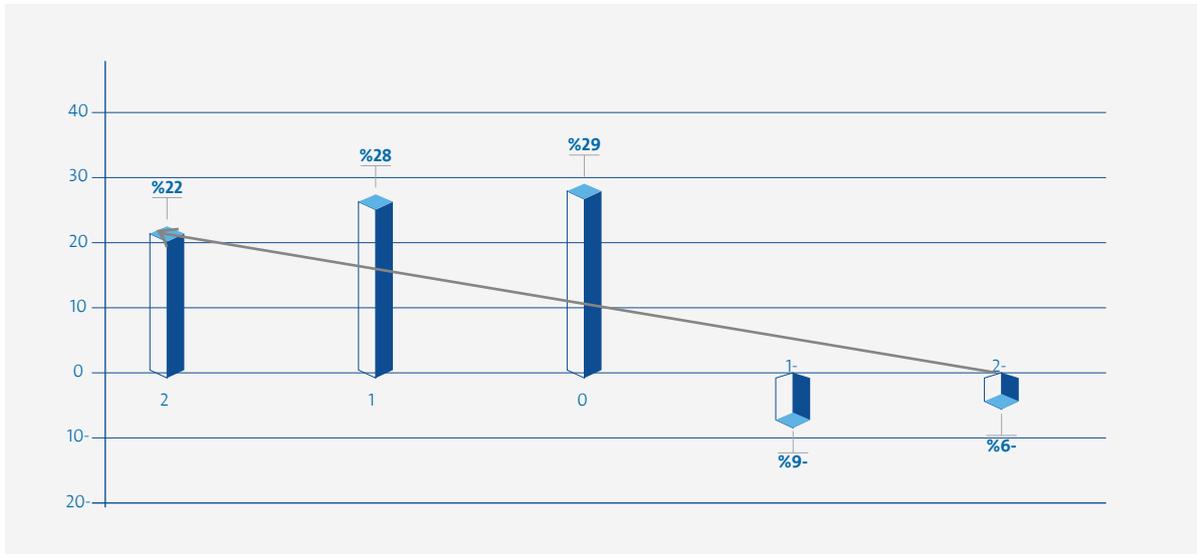
متوسط أداء هامش الربح الإجمالي لعمليات تخفيض رأس المال



متوسط أداء هامش الربح الإجمالي لعمليات تخفيض رأس المال لشركات غير مصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة



متوسط أداء هامش الربح الإجمالي لعمليات تخفيض رأس المال لشركات مصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة



نتائج الأداء المالي

عمليات تخفيض رأس المال باستخدام مؤشر هامش الربح الصافي

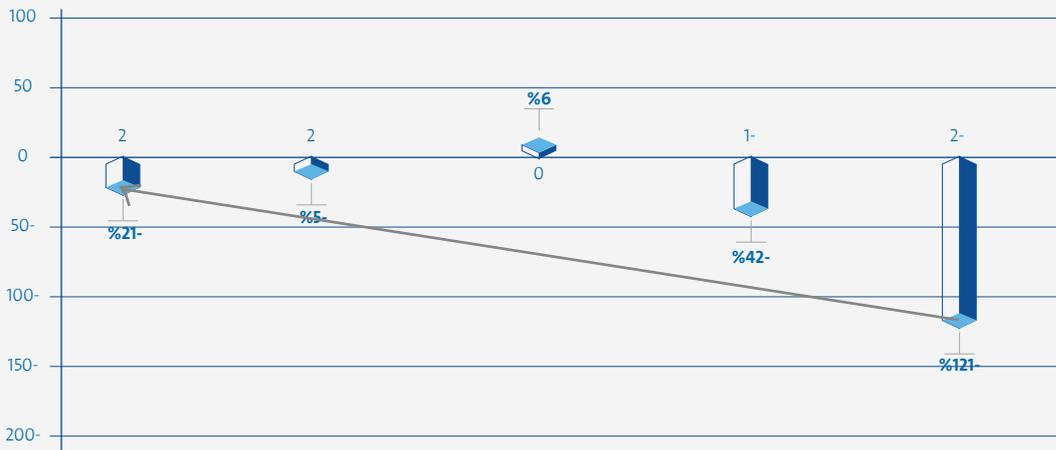
تم استخدام هامش الربح الصافي الذي يعكس مدى قدرة الشركة الإجمالية على تحويل الدخل إلى ربح. كما هذا المؤشر معياراً يعكس كفاءة إدارة الشركة في الرقابة على المبيعات وذلك لأنّ الزيادة في الإيرادات لا تترجم بالضرورة إلى زيادة الربحية والنتائج كالتالي:

- متوسط أداء الشركات قبل عملية تخفيض رأس المال لجميع العمليات بلغ 121% و 42% في السنتين السابقتين لعملية التخفيض، إلا أنه تحسن حتى وصل 5% في العام الذي يلي التخفيض ثم انخفض إلى -21% في العام الثاني.

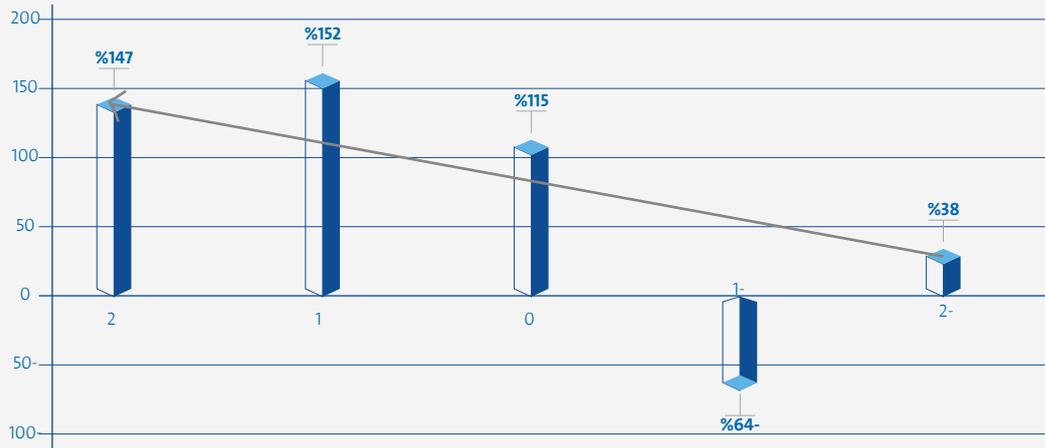
- أثر عمليات تخفيض رأس المال إيجابي لجميع الشركات التي توفرت بيانات أدائها المالية وذلك لفترة عامين قبل وبعد العملية، إلا أن هذا التحسن يبلغ الحد الأعلى في السنة التي تلي عملية التخفيض ثم ينخفض في العام التالي.

- عند تقسيم العمليات بحسب تصنيف الشركات أثناء تنفيذ العملية، فإن أثر عمليات التخفيض على الأداء المالي في مجموعة الشركات التي لا تواجه خسائر أفضل بكثير من الشركات ذات الخسائر المتراكمة.

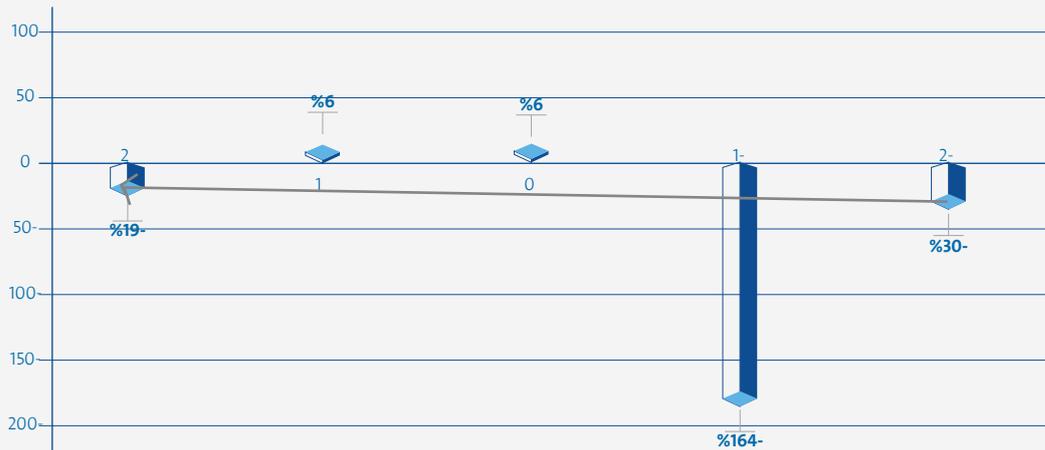
متوسط أداء هامش الربح الصافي لعمليات تخفيض رأس المال



متوسط أداء هامش الربح الصافي لعمليات تخفيض رأس المال لشركات غير مصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة



متوسط أداء هامش الربح الصافي لعمليات تخفيض رأس المال لشركات مصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة



نتائج الأداء المالي

عمليات تخفيض رأس المال باستخدام مؤشر العائد على حقوق المساهمين تم استخدام العائد على حقوق المساهمين وهو يقيس نسبة ربح الشركة إلى مجموع حقوق المساهمين فيها، ويوضح عائد الربح على المبالغ المستثمرة من قبل المساهمين ومدى كفاءة الشركة في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين والنتائج كالتالي:

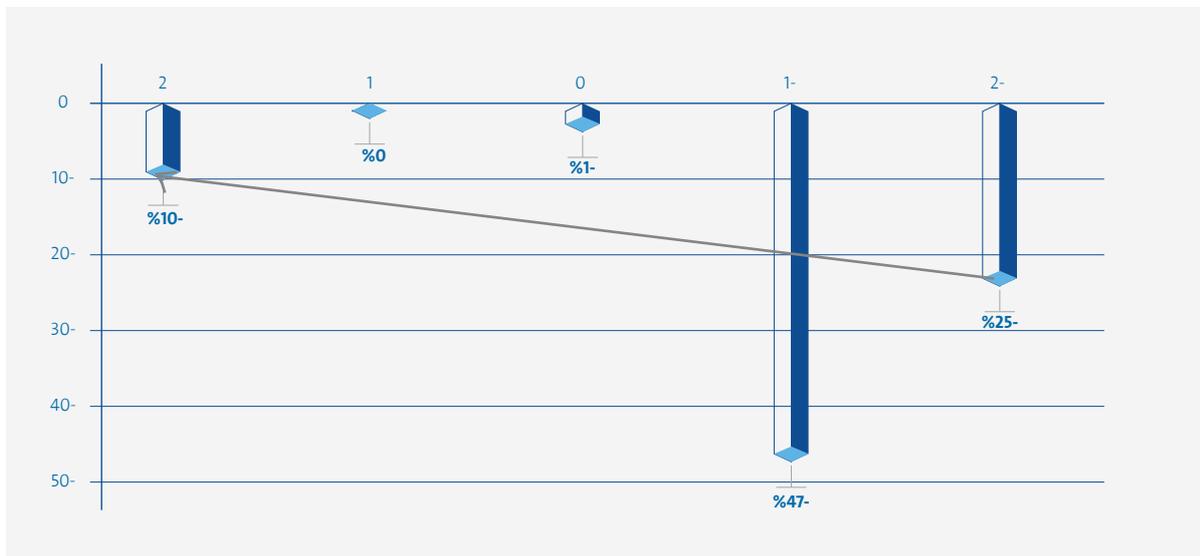
- متوسط أداء الشركات قبل عملية تخفيض رأس المال لجميع العمليات بلغ 25%-47% في السنتين السابقتين لعملية التخفيض، إلا أنه تحسن وتضاعف حتى وصل 0% في العام الذي يلي التخفيض ثم انخفض إلى 10% في العام الثاني.

- أثر عمليات تخفيض رأس المال إيجابي لجميع الشركات التي توفرت بيانات أدائها المالية وذلك لفترة عامين قبل وبعد العملية، إلا أن هذا التحسن يبلغ الحد الأعلى في السنة التي تلي عملية التخفيض ثم ينخفض في العام التالي فاعدا مجموعة الشركات الغير خاسرة حيث استمر المؤشر بالارتفاع.

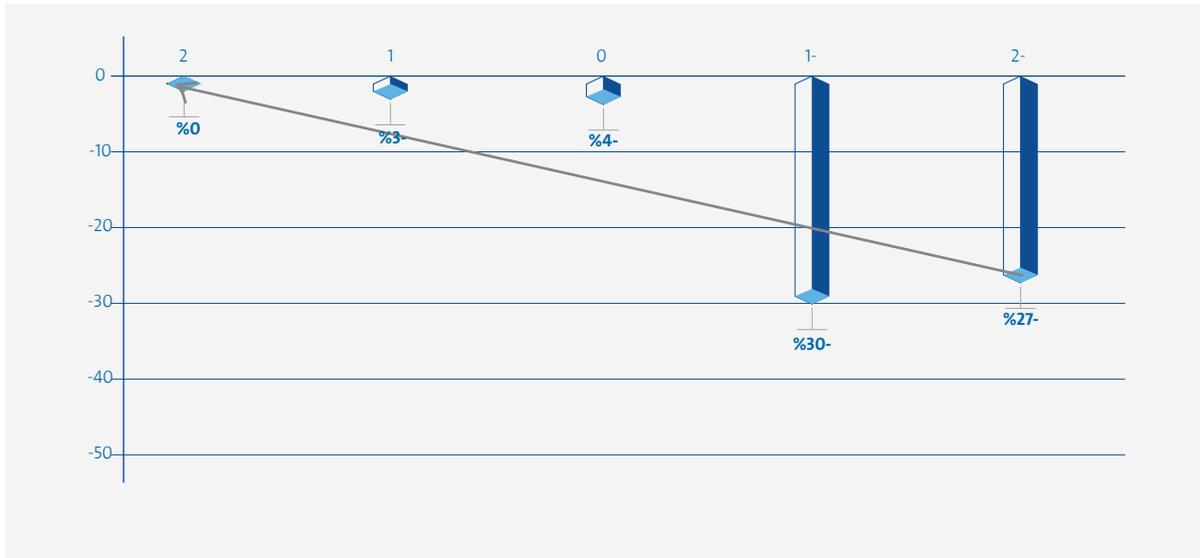
- عند تقسيم العمليات بحسب تصنيف الشركات أثناء تنفيذ العملية، فإن أثر عمليات التخفيض على الأداء المالي في مجموعة الشركات التي لا تواجه خسائر أفضل بكثير من الشركات ذات الخسائر المتراكمة.

- الأثر في الشركات ذات الخسائر المتراكمة سلبي إذا قورن بالأداء قبل سنتين من إتمام العملية وإيجابي إذا قورن بالعام السابق للعملية.

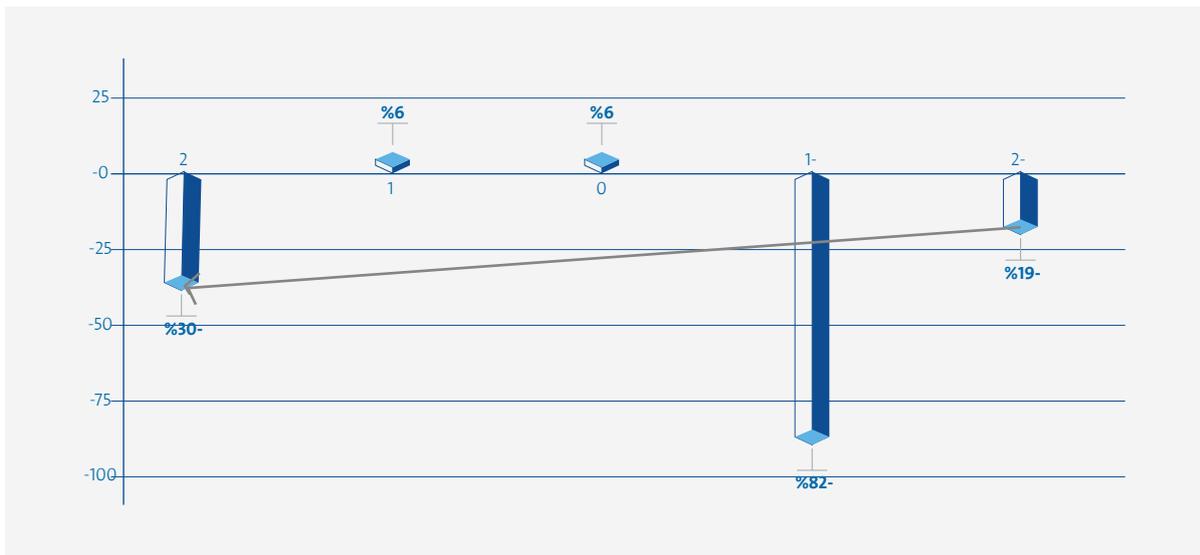
متوسط أداء العائد على حقوق المساهمين لعمليات تخفيض رأس المال



متوسط أداء هامش الربح الصافي لعمليات تخفيض رأس المال لشركات غير مصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة



متوسط أداء العائد على حقوق المساهمين لعمليات تخفيض رأس المال لشركات مصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة



إحصائيات عامة

عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية

بلغ عدد عمليات زيادة رأس المال من خلال طرح أسهم حقوق أولوية خلال الفترة 2004-2019م ما يعادل 51 عملية. وقد بلغت أعلى معدل لها في عام 2015م حيث بلغ عدد العمليات 12 عملية جميعها في قطاع التأمين.

تركزت عمليات الزيادة بشكل أساسي في قطاعي التأمين والمواد الأساسية حيث بلغ عدد الشركات التي قامت بعمليات زيادة ما يعادل 21 شركة تأمين و 7 شركات من قطاع المواد الأساسية.

بلغ متوسط الزيادة 102% بينما تراوحت النسبة بين 14% وما نسبته 500%. أما متوسط المدة بين إعلان التوصية بالزيادة من خلال أسهم حقوق أولوية واستحقاقها فبلغ حوالي 11 شهراً.

تعذر على الدراسة ضم مجموعة من العمليات وذلك لتتابع تنفيذها من نفس الشركة وتداخل أثرها مع أثر العمليات المتتابة باختلاف أنواع آلياتها. حيث بلغ نسبة هذه العمليات ما يعادل 18% كما وجد عدد من العمليات الحديثة التي لم تتمكن من تحليل أداؤها بعد التخفيض وهي تمثل ما نسبته 61%.

إحصائيات بحسب السنوات

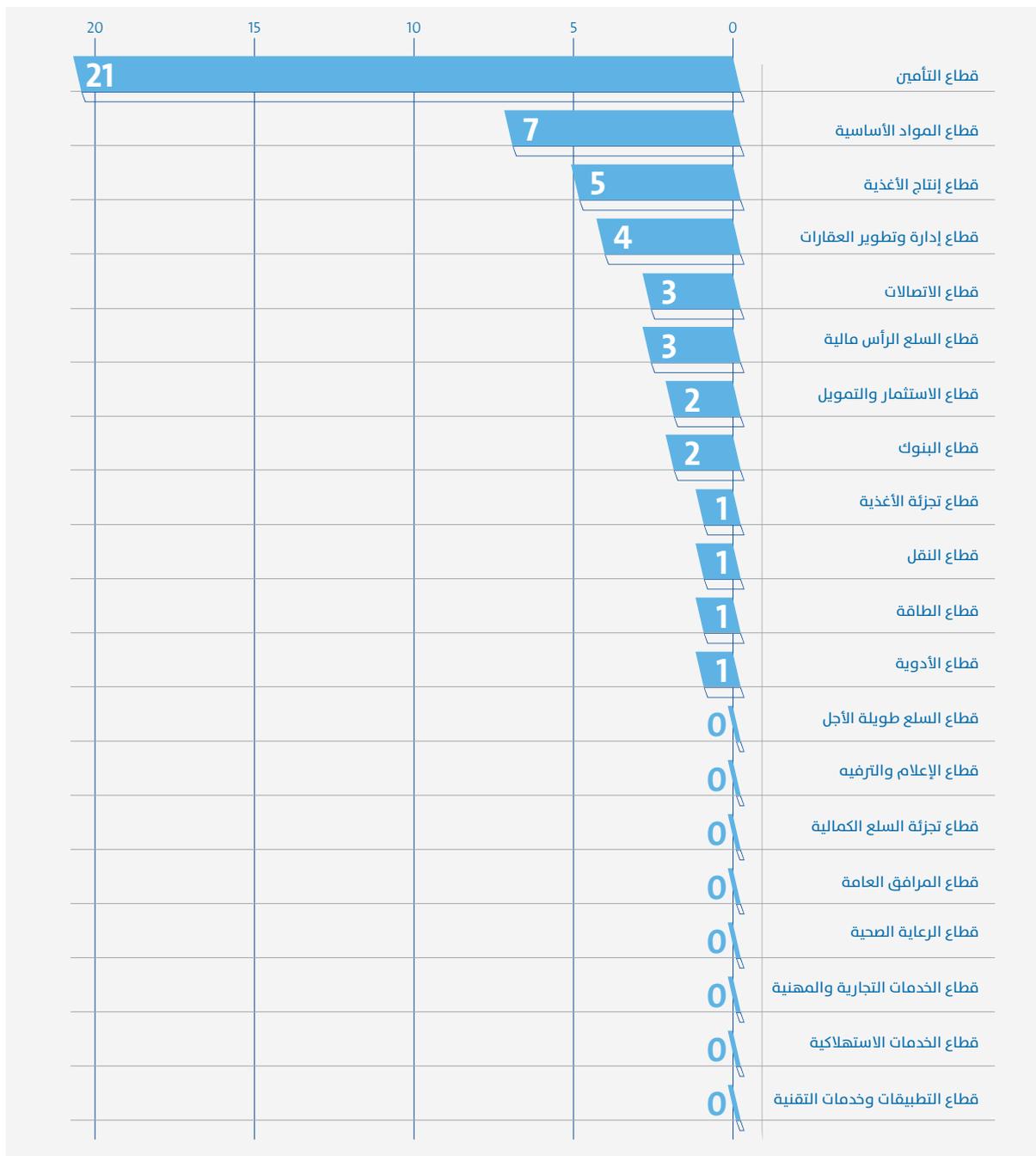




إحصائيات بحسب تصنيف الخسائر المتركمة للشركات



إحصائيات بحسب القطاع





إحصائيات عامة

51
عملية

عدد عمليات
التخفيض

%102

متوسط نسبة
التخفيض

%500

أعلى قيمة

%14

أقل قيمة

نتائج الأداء المالي

عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية

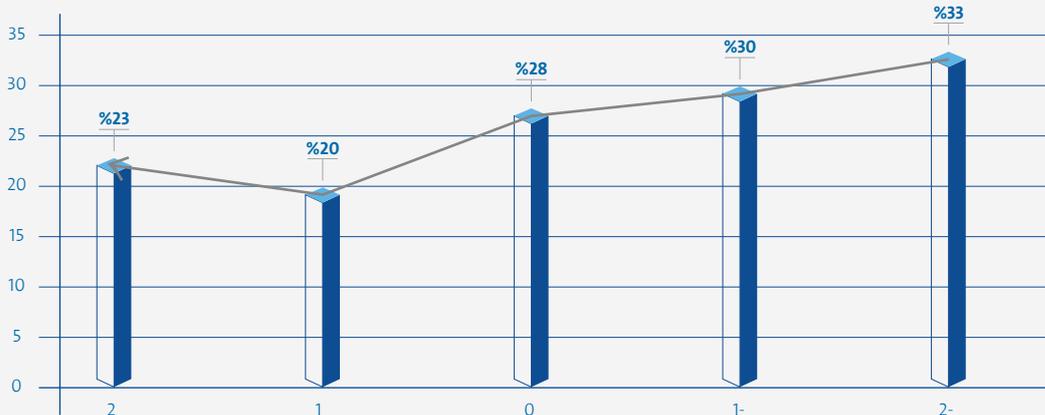
باستخدام ثلاث مؤشرات أداء وهي هامش الربح الإجمالي، هامش الربح الصافي، العائد على حقوق المساهمين الذين يعكسون جوانب متعددة من أداء الشركات فان النتائج كالاتي:

- بشكل عام، ينخفض الأداء المالي باستخدام كل المؤشرات الثلاثة في العام الذي يلي تنفيذ عملية زيادة رأس المال من خلال إصدار أسهم حقوق أولوية.

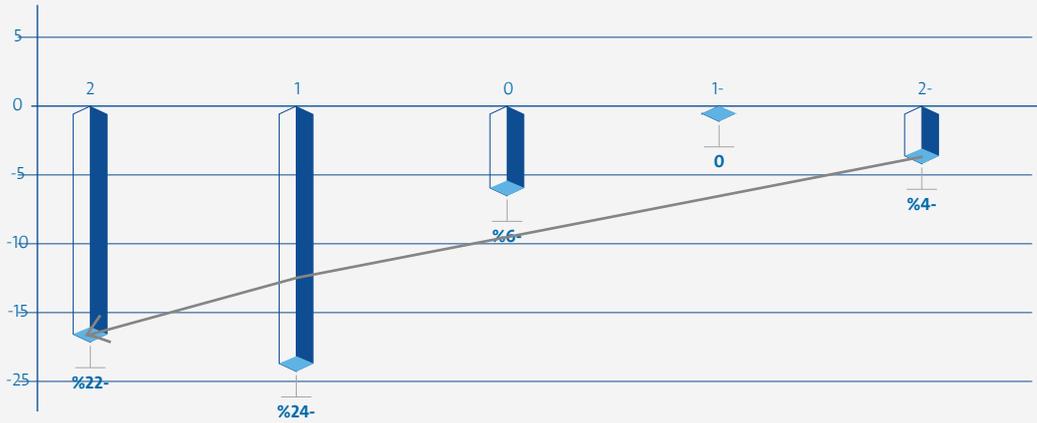
- يلاحظ أن هذا الانخفاض في متوسط الأداء المالي للشركات بعد إتمام عملية زيادة رأس المال يتجلى في العام الأول بعد تنفيذ العملية ثم يبدأ في التحسن في العام الذي يليه.

- معظم العمليات لزيادة رأس المال من خلال حقوق أولوية التي نفذتها شركات ذات خسائر متراكمة كانت في قطاع التأمين وذلك بعد إلزام شركات التأمين من قبل مؤسسة النقد بوضع احتياطات فنية لتتوافق مع الأنظمة والتعليمات الرقابية مما دفعها للاندماج أو الخروج من السوق أو رفع رؤوس أموالها لكي يكون مستوى الخسارة بعيداً عن الحد غير المسموح به من رأس المال.

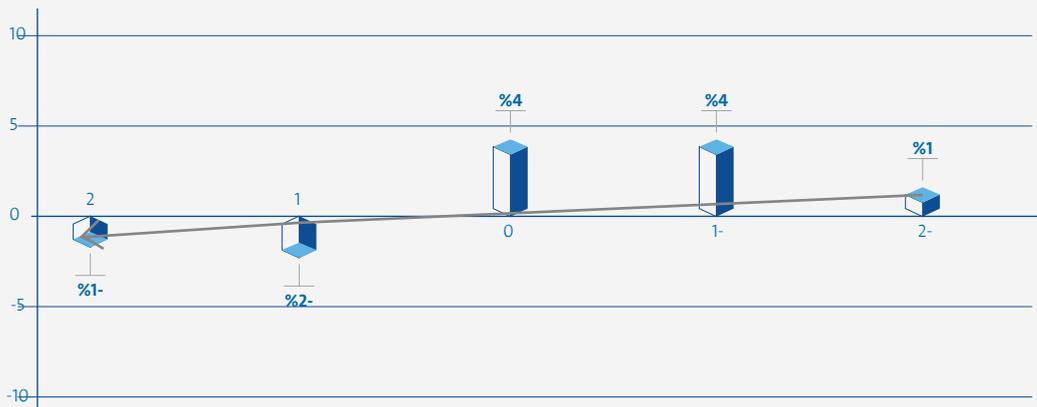
متوسط أداء هامش الربح الاجمالي لعمليات زيادة رأس مال من خلال طرح أسهم حقوق أولوية



متوسط أداء هامش الربح الصافي لعمليات زيادة رأس مال من خلال طرح أسهم حقوق أولوية



متوسط أداء العائد على حقوق المساهمين لعمليات زيادة رأس مال من خلال طرح أسهم حقوق أولوية



إحصائيات عامة

عمليات زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم

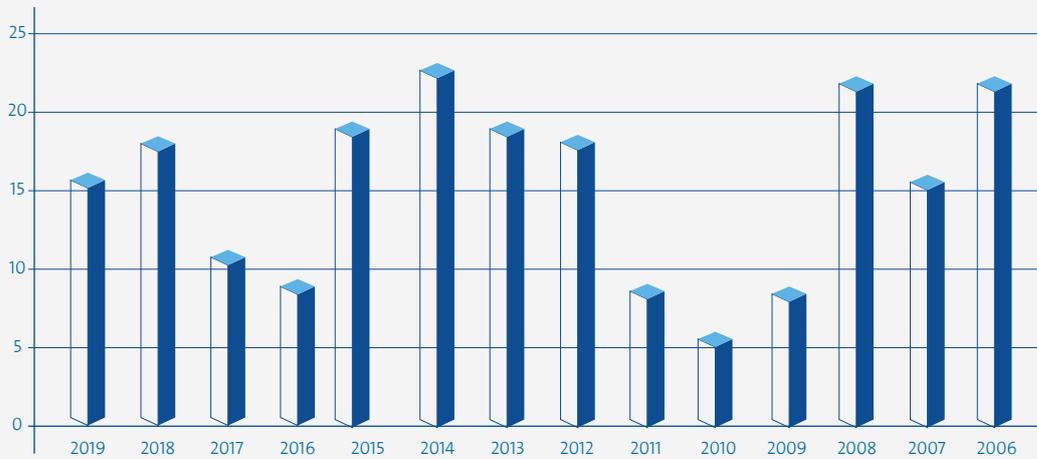
بلغ عدد عمليات زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم خلال الفترة 2004-2019م ما يعادل 217 عملية. ولكنها بلغت أعلى معدل في عام 2014م حيث بلغ عدد العمليات 32 عملية وتنوعت بين عدد من القطاعات.

تمركزت عمليات الزيادة بشكل أساسي في قطاعي المواد الأساسية والبنوك حيث بلغ عدد الشركات التي قامت بعمليات زيادة ما يعادل 45 شركة و44 شركة على التوالي.

بلغ متوسط الزيادة 37% بينما تراوحت النسبة بين 5% وما نسبته 200%.

تعذر على الدراسة ضم مجموعة من العمليات وذلك لتتابع تنفيذها من نفس الشركة وتداخل أثرها مع أثر العمليات المتتالية باختلاف أنواع آلياتها حيث بلغت نسبة العمليات المتتالية 29% أما العمليات الحديثة فبلغت 17%.

إحصائيات بحسب السنوات

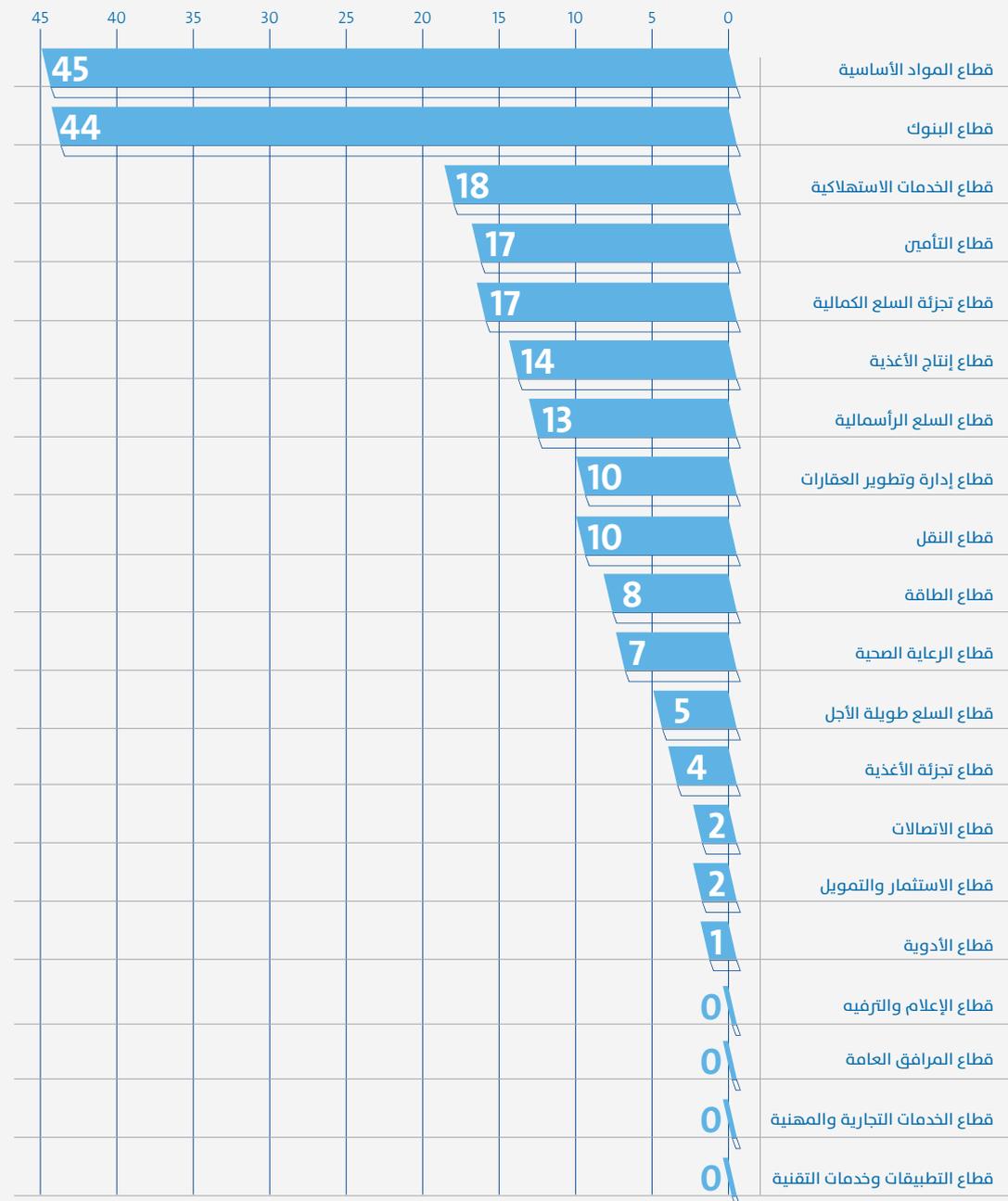




إحصائيات بحسب تصنيف الخسائر المترجمة للشركات



إحصائيات بحسب القطاع





إحصائيات عامة

217
عملية

عدد عمليات
الزيادة

%102

متوسط نسبة
الزيادة

%200

أعلى قيمة

%5

أقل قيمة

نتائج الأداء المالي

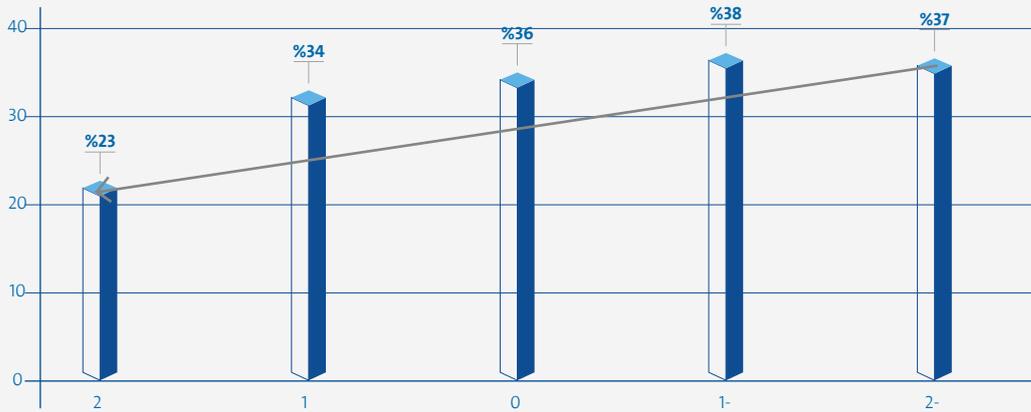
عمليات زيادة رأس المال من خلال إصدار منحة أسهم

باستخدام ثلاث مؤشرات أداء وهي هامش الربح الإجمالي، هامش الربح الصافي، العائد على حقوق المساهمين الذين يعكسون جوانب متعددة من أداء الشركات فإن النتائج كالآتي:

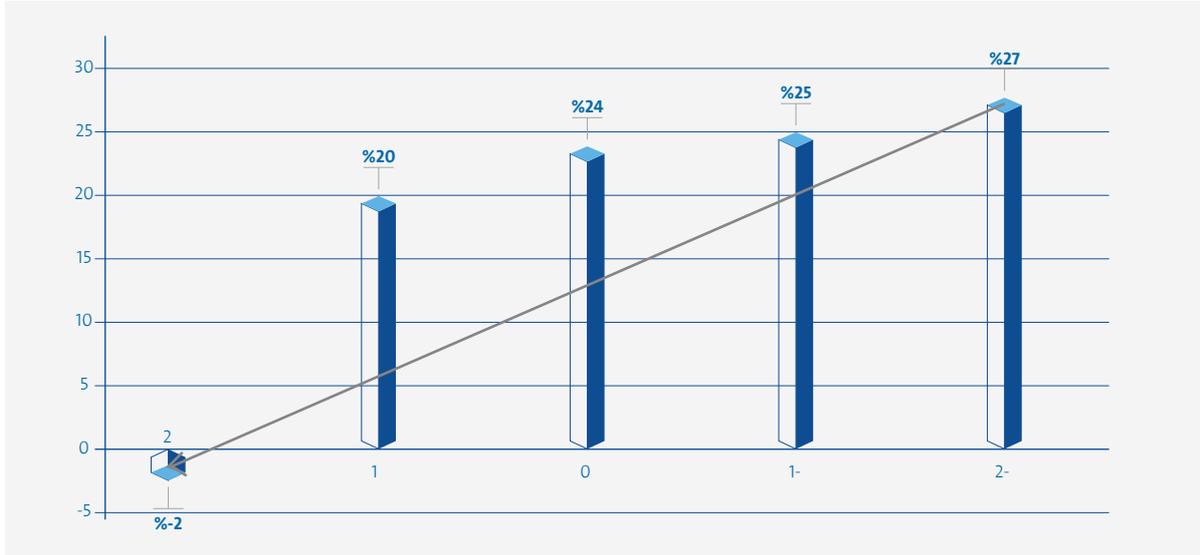
- انخفض متوسط الأداء المالي للشركات لسنتين على التوالي بعد إتمام عملية زيادة رأس المال من خلال منحة أسهم وذلك باستخدام الثلاث مؤشرات المختارة.

- لا يوجد أي عمليات لزيادة رأس المال من خلال منحة أسهم نفذت من شركات ذات خسائر متراكمة وذلك للفترة الزمنية التي تم دراستها. أما متوسط مدة استحقاق هذه العمليات بعد إعلان التوصية فبلغ حوالي أربعة أشهر ونصف.

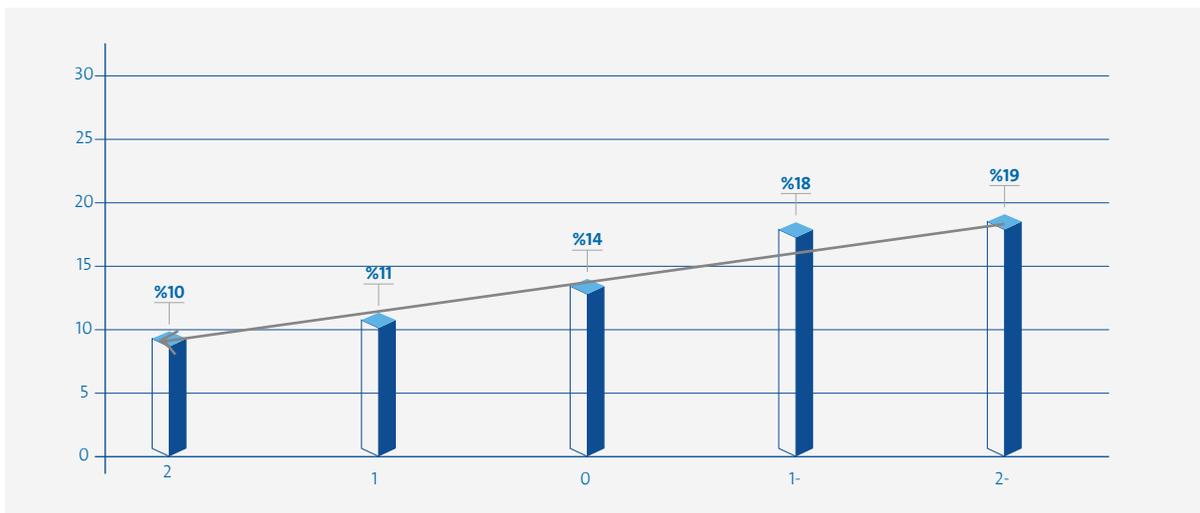
متوسط أداء هامش الربح الاجمالي لعمليات زيادة رأس مال من خلال منحة أسهم



متوسط أداء هامش الربح الصافي لعمليات زيادة رأس مال من خلال منحة أسهم



متوسط أداء العائد على حقوق المساهمين لعمليات زيادة رأس مال من خلال منحة أسهم



الجزء الثالث

الأدبيات السابقة وأبرز الممارسات العالمية لزيادة رأس مال الشركات

- ملخص الأدبيات السابقة لأثر زيادة رأس المال على الأداء المالي للشركات، وآليات التأثير المحتملة.

- أبرز الممارسات العالمية لآليات زيادة رأس مال الشركات، وأبرز إيجابيات وسلبيات كل آلية.

ملخص الأدبيات السابقة لأثر عمليات إعادة هيكّل رأس المال على الأداء المالي للشركات وآليات التأثير المحتملة

أظهرت نتائج الدراسات في الأدبيات السابقة علاقة سلبية بين طرح أسهم جديدة والأداء المالي.

يمكن تصنيف الأسباب المطروحة لتفسير هذه الظاهرة إلى ثلاث فئات. تشير بعض الآراء إلى أن قرار طرح أسهم جديدة يكشف معلومات سلبية عن القيمة السوقية للشركة. ومن ناحية أخرى، تشير بعض الآراء إلى أن سبب العلاقة السلبية هو عدم استخدام رأس المال الجديد بكفاءة عالية. وأخيراً، قد يبرر العلاقة السلبية جهود الإدارة في إدارة الأرباح قبل الطرح بالشكل الذي لا يعكس واقعها وبالتالي حدوث التصحيح في وقت لاحق.

الأسباب المطروحة في الأدبيات السابقة لتفسير هذه الظاهرة:

1- فرضية نوافذ الفرص (windows of opportunities)
تتنبأ هذه الفرضية بأن إدارة الشركة ستتخذ قرار طرح أسهم جديدة عندما يكون سعر السهم مبالغ فيه، للاستفادة من فرصة زيادة رأس المال بتكلفة أقل.

2- فرضية تكلفة الوكالة (agency cost)
نظراً لتباين المصالح بين مدراء الشركات والمساهمين، قد يستغل المدراء التدفقات النقدية من طرح أسهم جديدة في مشاريع غير مربحة اقتصادية تضر بقيمة ثروة الملاك ولكن تحقق أهدافهم الخاصة.

3- فرضية إدارة الأرباح (earnings management)
من المشاهد أن معظم الشركات التي تطرح أسهم جديدة تظهر مكاسب مرتفعة قبل الطرح بفترة قصيرة بالمقارنة مع متوسط الصناعة. وهذا يشير بعض الشكوك في وجود إدارة أرباح قوية تهدف إلى دفع المستثمرين إلى الإفراط في التفاؤل بشأن توقعات المصدر. وعندما يتعذر الحفاظ على الأرباح الأولية المرتفعة، يقوم المستثمرون المحبطون بإعادة تقييم الشركة إلى مستوى يعكس أداء الشركة الحقيقي.

أبرز الممارسات العالمية لآليات إعادة هيكلة رأس مال الشركات، وأبرز إيجابيات وسلبيات كل آلية

مثال	الدول المطبقة للالية من دول العينة*	التنظيم	العيوب	المزايا	تعريف	آليات تمويل إضافية
أتمت شركة جولد مان ساكس المدرجة في بورصة نيويورك في عام 2009 طرح ما قيمته 5 مليار دولار من خلال الطرح الموسمي	الولايات المتحدة بريطانيا سنغافورة هونغ كونغ اليابان ماليزيا	منظمة كلياً	تستغرق وقت طويل وقد يتأثر سعر السهم بطرحها	تطرح لعموم المستثمرين	هو عملية طرح أسهم إضافية بعد الطرح الأولي IPOs في السوق المالية ويسري عليها أغلب إجراءات الطرح الأولي	Underwritten "Follow-on" Offerings Seasoned Equity Offering (SEO) الطرح الموسمي أو الطرح اللاحق للطرح الأولي
إعلان شركة Norvasc عن طرح ما قيمته 11.5 مليون دولار من خلال الطرح المباشر المسجل	الولايات المتحدة	منظمة كلياً	- غالباً يتم خصم السعر 4-8% من سعر التداول (أما جميع التكاليف قد تصل إلى 15% وأكثر) - ليست موزعة على نطاق واسع لكل الفئات - يؤثر على المساهمين الحاليين أكثر من right g ATMs offering - ضمانات وعمولات لجذب المستثمرين - الشركات التي يقل رأس مالها عن حد معين، يجب أن تقصر عرضها على أقل من ثلث العموم	- مدته قصيره (2-1 أسبوع) وتكاليف واشتراطات أقل - يمكن طرحه بتكتم لمجموعة المستثمرين المستهدفين - من خلاله يمكن الحكم على السوق - يجب المصدريين والسوق حالة انتظار الحدث (Market Overhangd) ويوفر سعر أفضل مقارنة بـ PIPE - الملكية سريعة التحويل والتسييل لأنها مسجلة بالفعل.	هو طرح أسهم عامة على مستثمرين أفراد ومؤسسات من خلال placement agent وتحت تنظيم الجهات المالية التشريعية. وهي ثلاث أنواع: Any-or-all سيتم الطرح بغض النظر عن العروض Minimum-maximum سيتم الطرح فقط عند تحقق عروض بحد معين All-or-none وهي طرح لا يتم إلا عند تحقق عرض لجميع الأسهم المطروحة	Registered Direct Offerings (RDOs) الطرح المباشر المسجل

*تشمل العينة سبعة أسواق عالمية وهي: الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، سنغافورة، هونغ كونغ، اليابان، كندا، ماليزيا.

مثال	الدول المطبقة للاية من دول العينة*	التنظيم	العيوب	المزايا	تعريف	آليات تمويل إضافية
إعلان شركة YUM في عام 2018 شراء حصة تبلغ 200 مليون دولار من شركة Grub Hub المدرجة في بورصة نيويورك	الولايات المتحدة بريطانيا سنغافورة هونغ كونغ اليابان كندا ماليزيا	قد تتم دون تنظيم الجهات المالية التشريعية	ليست سريعة التحويل مثل RDOs و SEOs. لكي يتم تسهيلها يجب إعادة بيع (registration) (rights) نظرا لإمكانية تطبيقها خارج تنظيم الهيئات المالية ولصعوبة تسهيلها فإنه غالباً يتم خصم السعر بشكل كبير لجذب المستثمرين	- مرونة عالية ويمكن هيكلتها كديون أو أصول أو جميعها - باب تمويل مفتوح وسريع بغض النظر عن وضع الشركة - أقل اشتراطات تنظيمية	وسيلة تمويل من خلال عرض أسهم لمجموعة محددة باشتراطات معينة (rights registration) وتقوم بها عادة الشركات التي تحتاج إلى تمويل ويمكن إتباعها بدون تنظيم الجهات المالية التشريعية	Private Investment in Public traded entity PIPEs الطرح الخاص في شركة عامة
إعلان شركة IMV Inc المدرجة في بورصة نازداك عن عقدها اتفاقية طرح بسعر السوق ما يقارب 50 مليون دولار مع شركة Piper Sandler للتصرف كوسيط مسؤول عن تنفيذ طرح	الولايات المتحدة كندا	منظمة كلياً	انخفاض سعر التداول بعد إعلان الطرح. يمثل الطرح إشارة تعكس أن سعر السوق يمثل القيمة العادلة للسهم	- مرونة عملية التمويل من خلال أحقية المصدر بتكرار عملية الطرح للعملاء باحتياجاتها القصيرة والطويلة الأجل، وأحقية المصدر في تحديد وقت وكمية الأسهم المطروحة - عملية تمويل سريعة تأخذ من 2 إلى 3 أسابيع حيث لا يتطلب فيها تحديد سعر مسبق للطرح - انخفاض التكلفة الكلية والعمولات مقارنة بالطرح الموسمي - تمكن المصدر من استغلال الفرصة المتاحة في السوق والمناسبة للإصدار بشكل سريع	هي عملية طرح أسهم إضافية من خلال عدة إصدارات وبشكل مباشر في السوق من خلال وسيط يتولى عملية بيع هذه الإصدارات على أساس السعر السائد في السوق، على أن يقوم المصدر بتحديد أوقات الإصدارات وكمية الأسهم المصدرة والحد الأدنى المقبول من السعر والفترة الزمنية التي تتم خلالها هذه الإصدارات، ويقوم المصدر بتسجيل الأوراق المالية مبدئياً لدى الجهة التشريعية من خلال shelf registration الذي يسمح له بتنفيذ الطرح في الوقت المناسب وخلال الفترة المحددة	At-the-Market Offerings (ATMs) or Continuous Offerings الطرح بسعر السوق أو الطرح الدوري

*تشمل العينة سبعة أسواق عالمية وهي: الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، سنغافورة، هونغ كونغ، اليابان، كندا، ماليزيا.

مثال	الدول المطبقة للاية من دول العينة*	التنظيم	العيوب	المزايا	تعريف	آليات تمويل إضافية
	الولايات المتحدة بريطانيا سنغافورة كندا	منظمة كلية	- عملية رفع رأس المال تتم من خلال دفعات متعددة بدلاً من اكتمالها من خلال دفعة واحدة - قيمة التمويل الإجمالية تكون غير مؤكدة - يتوجب على الشركات اتخاذ إجراءات العناية اللازمة تجاه المستثمرين لضمان وفائهم بمتطلبات التمويل	- انخفاض تكلفة رأس المال مقارنة بالبدائل الأخرى - تحكم المصدر بتوقيت وكميات الطلبات وإمكانية تحديد حد أدنى للسعر - قد تستمر التزامات المستثمرين لأكثر من ثلاث سنوات	هي وسيلة تمويل من خلال دخول المصدر باتفاقية تمويل مع مستثمرين يلزمون خلالها بشراء أسهم المصدر بسعر مخصص تتراوح نسبته من 5٪ إلى 8٪ من أدنى سعر إغلاق خلال الخمس أيام اللاحقة لطلب المصدر، ويقوم المصدر بتسجيل الأوراق المالية مبدئياً لدى الجهة التشريعية من خلال shelf registration الذي يسمح له بتنفيذ الطرح في الوقت المناسب وخلال الفترة المحددة	Equity Line Facilities (ELs) التمويل بالاتفاقيات المسبقة
	غير خاضعة للتنظيم				بيع حقوق التطوير والتسويق في منتج مرشح مقابل مبلغ مقدم ومدفوعات دورية من الأرباح المستقبلية (غالباً في شركات الأدوية)	Licensing and Collaboration Agreements التمويل مقابل التطوير والتسويق
	غير خاضعة للتنظيم				الحصول على تمويل من خلال الاستفادة من تدفقات الإيرادات المستقبلية للشركات التي لديها أصول قابلة للتسويق (غالباً في شركات التقنية)	Royalty Financings التمويل مقابل حصص من الإيراد

*تشمل العينة سبعة أسواق عالمية وهي: الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، سنغافورة، هونغ كونغ، اليابان، كندا، ماليزيا.

الجزء الرابع

نتائج التقرير

- مشاهدات التقرير

KSA Time H 29/04/1442
12:04:14 G 14/12/2020 Market Open - Trade Status

TSBI 1023.89
DALLAHHEALTH 48.80 0.25 ▲ (0.51%)
CARE 53.30
Tadawul
TASI 8,657.05
Tadawul All Share Index 12.58 ▲ (0.15%)

	Value
ENERGY	5,444.20
MATERIALS	5,602.41
CAPITAL GOODS	6,471.66
COMMERCIAL & PROFESSIONAL SVC	4,105.15
TRANSPORTATION	4,678.12
CONSUMER DURABLES & APPAREL	5,361.80
CONSUMER SVC	4,247.09
MEDIA & ENTERTAINMENT	10,295.15
RETAILING	8,473.23
FOOD & STAPLES RETAILING	10,573.90
FOOD & BEVERAGES	5,472.17
HEALTH CARE EQUIPMENT & SVC	5,535.08
PHARMA, BIOTECH & LIFE SCIENCE	5,474.94
BANKS	7,583.44
DIVERSIFIED FINANCIALS	4,760.85
INSURANCE	5,840.26
SOFTWARE & SVC	13,461.09
TELECOMMUNICATION SVC	6,950.73
UTILITIES	4,582.60
REITS	4,293.95
REAL ESTATE MGMT & DEV'T	3,125.64

announces the beginning of the subscription period and tradable rights to

مشاهدات التقرير

عرضت الدراسة تحليلاً للأداء المالي للشركات قبل وبعد تنفيذ عمليات تغيير رأس المال باستخدام ثلاث مؤشرات أداء مالي متنوعة إلا أنها رصدت كذلك عدد من العمليات المتتابة خلال الفترة الزمنية القصيرة للدراسة والذي يسبب تداخل في أثر هذه العمليات على أداء الشركات ويعيق عملية القياس وربط مراكزها المالية بعمليات الهيكلية التي تم تنفيذها. كما أضافت الدراسة إحصائيات عن عدد العمليات، تركزها بحسب السنوات والقطاعات لكل آلية، متوسط مدة تنفيذها منذ الإعلان وحتى استحقاق العملية. وفي النهاية، عرضت الدراسة عدد من التشريعات المحلية وعدد من الممارسات العالمية ذات العلاقة. ويمكن تلخيص أبرز المشاهدات والنتائج كالتالي:

1. بينت النتائج تحسن في متوسط الأداء المالي للشركات بعد تخفيض رأس المال في السنة التي تلي العملية ويتناقص بشكل طفيف في السنة الثانية من العملية إلا أن الأثر بشكل عام إيجابي وكبير للنطاق الزمني الذي تم تحليله والذي يعادل مدة عامين ماليين ويمثل الأثر قصير الأجل فقط.

2. بعكس عمليات التخفيض، بينت النتائج تراجع في متوسط الأداء المالي للشركات بعد زيادة رأس المال من خلال أسهم حقوق أولوية في السنة الأولى ويستمر إلى السنة الثانية ولكن بشكل أقل نسبياً. أما عمليات الزيادة بإصدار أسهم مجانية فقد تراجع الأداء المالي فوراً في السنة الأولى وبنسبة أكبر في السنة التي تليها. وقد فسرت الأدبيات العلمية أسباب هذا الانخفاض وأرجعته إلى ثلاث نظريات علمية.

3. بعمل مقارنة بين أداء الشركات المصنفة كشركات ذات خسائر متراكمة وبقية الشركات، توفرت بيانات كافية عن عمليات التخفيض للمجموعتين والتي بينت بأن التغيير في الأداء المالي بعد التخفيض للشركات المصنفة كخاسرة كان أقل نسبياً من التغيير في الأداء المالي للشركات الأخرى والتي اتجهت للتخفيض بدون أي ضغوط تشريعية وكان الغرض إجراء التصويب اللازم للهيكل الفنية والاقتصادية والمالية للشركة. أما عمليات الزيادة فتعذرت المقارنة وذلك لأن عدد عمليات الزيادة في الشركات المصنفة كشركات خاسره بلغ تسعة عمليات ومعظمها كانت عمليات متتابة مما تسبب في تداخل الأثر المالي.

4. بينت النتائج تفاوت في متوسط الفترة الزمنية لإنهاء عمليات إعادة هيكلية رأس المال حيث بلغ متوسط الفترة الزمنية لإنهاء عمليات التخفيض وعمليات الزيادة بإصدار أسهم مجانية بعد الإعلان عنها حوالي أربعة أشهر. أما بالنسبة لعمليات الزيادة بإصدار حقوق أولوية فقد بلغ متوسط تنفيذها حوالي 11 شهراً.

شكراً