

# أثر الظروف على سيولة السوق

إعداد فريق عمل إدارة الأبحاث

فبراير 2022م

"هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر 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

رقم الصفحة	عناصر الدراسة
3	المقدمة
4	مراجعة للأدبيات السابقة
6	حالة الطروحات الكبرى تاريخياً
11	تحليل للطروحات المتوقعة
15	المقارنة المعيارية
17	تحليل السيولة الحالية
23	أبرز المشاهدات
24	الخاتمة

# المقدمة

أعدّ فريق العمل هذه الدراسة بناءً على ما شهدته السوق المالية السعودية من زيادة في عدد الطروحات الأولية وكذلك حجم الطلبات المرتفع على الطروحات عام 2021م واستمرار هذه الظاهرة حتى تاريخ إعداد الدراسة، وفقاً لذلك تغطي هذه الدراسة الجانبين التاليين:

- استعراض للطروحات الكبرى تاريخياً.
- تحليل للطروحات والأثر المتوقع على السيولة.

1 مراجعة للبيانات التاريخية للطروحات وعدد من مؤشرات السيولة للوقوف على الأثر المتوقع من الطروحات المرتقبة.

2 جمع وتحليل بيانات الطروحات المتوقعة والأثر على السوق.

3 نظرة إلى ظاهرة الطروحات الأولية عالمياً.

## المنهجية

# مراجعة للأدبيات السابقة



خلصت دراسة قامت بتحليل نشاط الاكتتابات الأولية في 22 سوقاً ناشئة إلى أن الاكتتابات لها تأثير سلبي في أسعار الأسهم التي لها معامل ارتباط مرتفع مع هذه الاكتتابات. ولم تكن السيولة سبباً في هذا التأثير، بل بسبب التغير في المعروض من الأصول المتاحة للاستثمار، وبخاصة عندما تكون السوق المالية معزولة عن الأسواق العالمية.<sup>1</sup>

أظهرت دراسة أخرى قامت بتحليل نشاط الاكتتابات الأولية في الصين، حيث السوق المالية منفصلة (segmented) عن الأسواق الأخرى، أن الطروحات الأولية ذات الحجم الكبير مقارنة بحجم السوق تؤدي إلى انخفاض مؤشر السوق، وبخاصة عندما تكون تغطية الاكتتاب مرتفعة، إلا أن هذا التأثير مؤقت ويزول في اليوم التالي ليوم بدء التداول.<sup>2</sup>

وجدت دراسة منفصلة قامت بتحليل نشاط الاكتتابات الأولية في السوق الصينية أن السلطة المعنية في السوق الصينية (China Securities Regulatory Commission) تتحكم في عدد الإدراجات بحسب حالة السوق المالية. ففي حالات انخفاض القيمة السوقية للسوق ككل، تعلق السلطة الصينية الإصدار الأولي إلى حين استقرار السوق. واستشهدت الدراسة برسم بياني يوضح أن عدد الاكتتابات المصرح بها يتغير بنهج مماثل لتغير مستوى العائد على مؤشر سوق الأسهم في الصين في الأشهر الثلاثة السابقة لتاريخ الطرح.<sup>3</sup>

## الأدبيات السابقة المتعلقة بتأثير الاكتتابات الأولية على سيولة السوق

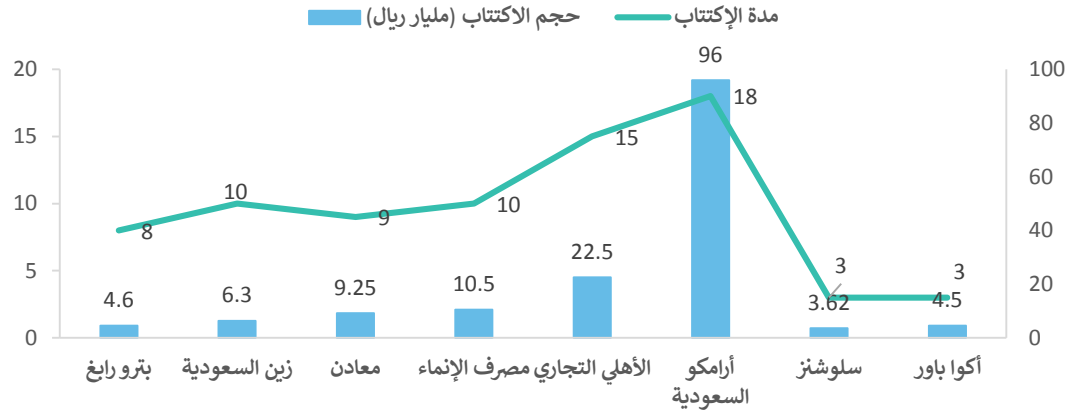
1. Braun, Matias, and Borja Larrain. 2009. "Do IPOs Affect the Prices of Other Stocks? Evidence from Emerging Markets." *Review of Financial Studies* 22(4), pp. 1,505–1,544.
2. Shi, S., Sun, Q., & Zhang, X. (2018). "Do IPOs affect market price? Evidence from China." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(3), 1391-1416.
3. Packer, F., & Spiegel, M. (2016). "China's IPO activity and equity market volatility." *FRBSF Economic Letter*, 18, 1-5.

# حالة الطروحات الكبرى تاريخياً

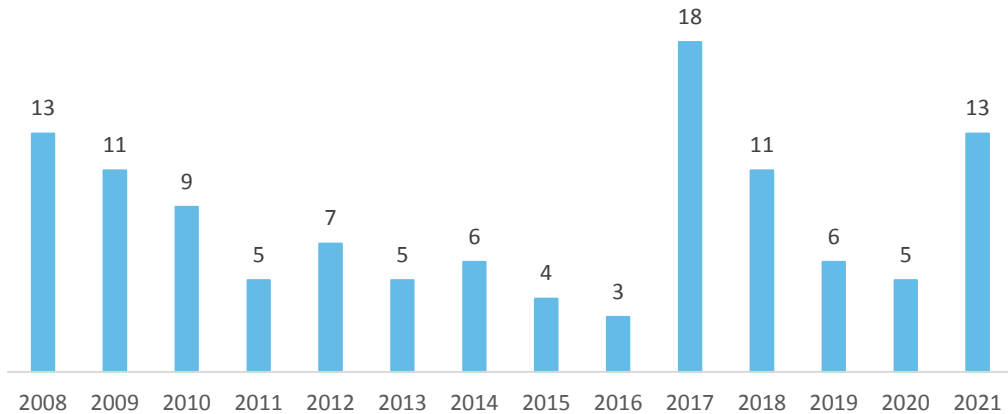


## نظرة عامة إلى أكبر الاكتتابات الأولية منذ عام 2008م

### أكبر الاكتتابات الأولية في تاريخ السوق السعودي من حيث قيمة الطرح - 2008م حتى سبتمبر 2021م



### تطور عدد الطروحات الأولية منذ بداية عام 2008م\*



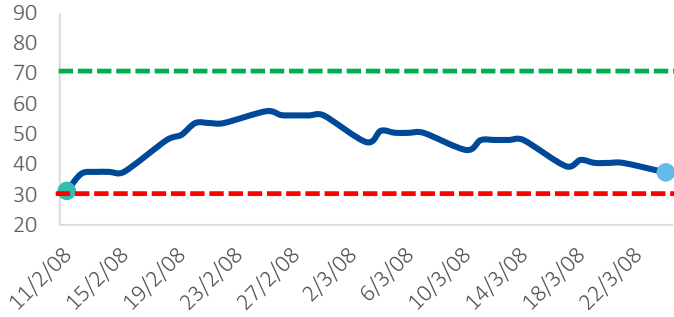
\* جميع الطروحات الأولية والثانوية للأسهم والصناديق المتداولة وباستثناء الإدراج المباشر.

من الملاحظ أن أكبر اكتتاب في تاريخ السوق السعودي هو طرح شركة أرامكو السعودية بحجم طرح بلغ 96 مليار ريال، يتبعه اكتتاب البنك الأهلي التجاري بحجم اكتتاب بلغ 22.5 مليار ريال. وقد بلغت مدة هذين الاكتتابين 18 يوماً و15 يوماً على التوالي، في حين بلغ الحد الأقصى لمدة الاكتتابات الأخرى 10 أيام (مدة الاكتتاب المذكورة للأفراد).

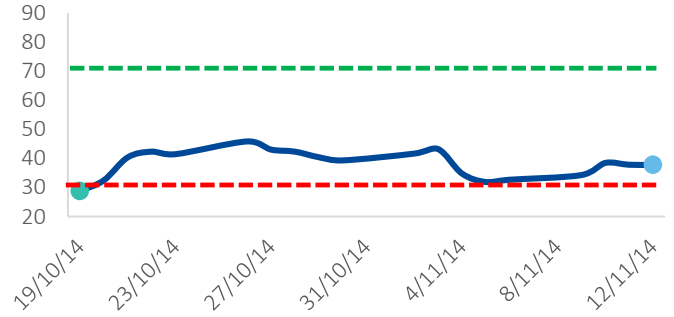
كذلك يتضح انخفاض أعداد الاكتتابات الأولية في السوق الرئيسية والموازية منذ عام 2018 لما دون الـ 11 اكتتاباً سنوياً، بمعدل 7 اكتتابات كل عام حتى نهاية عام 2020م، ومن ثم شهد السوق ارتفاع العام الماضي في عدد الطروحات ليصل العدد إلى 13 طرحاً عاماً.

باستثناء اكتتاب معادن الذي تزامن مع إرهابات الأزمة المالية العالمية، لا يتبين وجود حالة بيع مفرطة لتغطية الاكتتابات وذلك بالنظر إلى مستويات مؤشر القوة النسبية للسوق (RSI) \* خلال الفترة بين تاريخ بدء الاكتتاب إلى تاريخ الإدراج للاكتتابات الخمسة الأكبر تاريخياً، مما يشير إلى توافر سيولة كافية لتغطية الاكتتابات دون التأثير في السوق

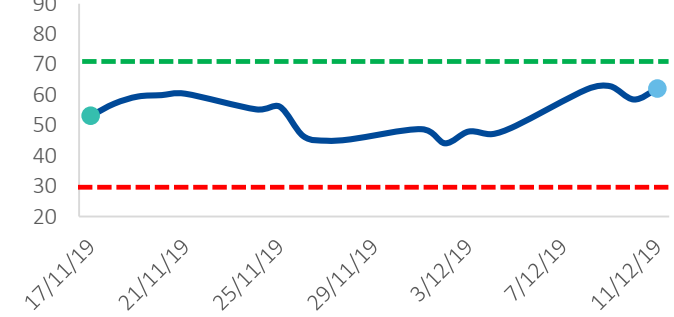
زين السعودية



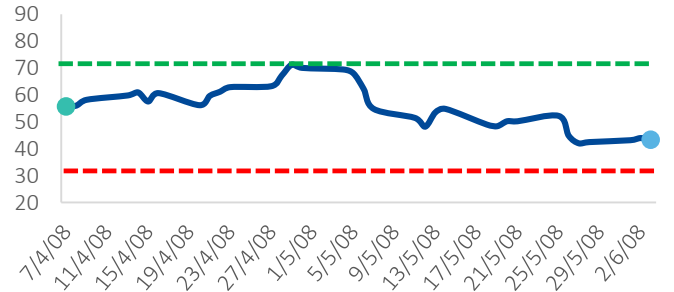
البنك الأهلي التجاري



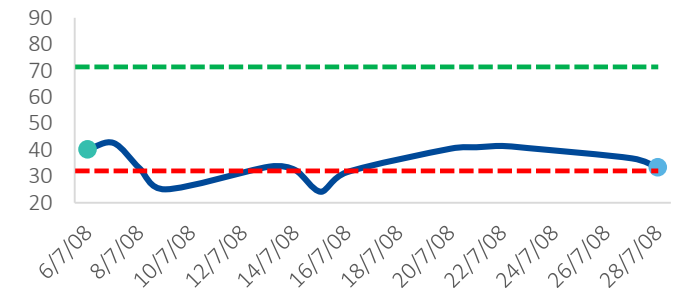
أرامكو السعودية



مصرف الإنماء



معادن



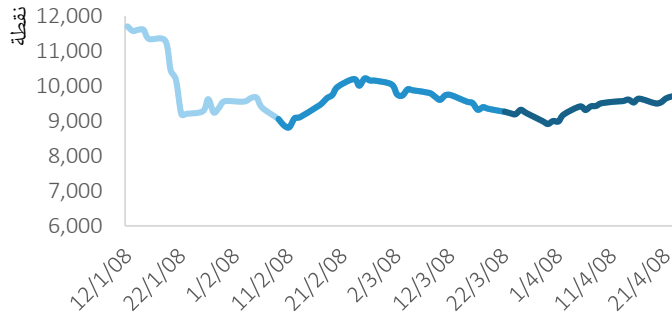
- تاريخ بدء الاكتتاب
- تاريخ الإدراج
- حدود ذروة الشراء للمؤشر
- حدود ذروة البيع للمؤشر

مؤشر القوة النسبية (RSI): هو مؤشر يقيس حجم تحرك السعر وسرعة هذه الحركة، فعندنا يرتفع المؤشر فهذا يعني أن السهم يُشترى بشكل نشيط في السوق، وعندما ينخفض فيدل على أن الاهتمام بالسهم يتباطأ، ويشير المستويان 30 و 70 إلى ذروة البيع وذروة الشراء على التوالي. وقد احتُسب المؤشر على 14 يوماً لمؤشر السوق السعودية الرئيسي (تاسي)

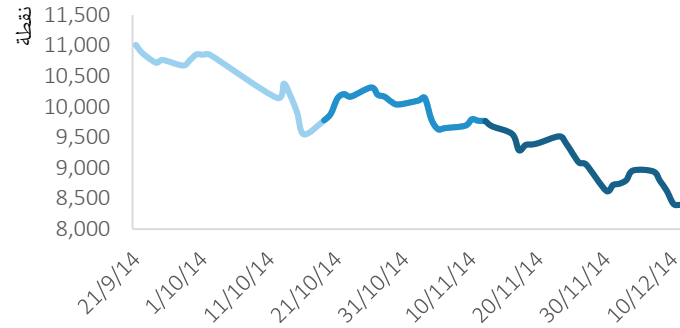


يلاحظ عدم وجود تباين في حركة مؤشر سوق الأسهم في الشهر السابق لطرح أكبر خمسة اكتتابات في تاريخ السوق وفي فترة الاكتتاب، مما يعطي دلالة على محدودية أثر الاكتتابات في حركة مؤشر السوق وتأثير حركة مؤشر السوق بعوامل أخرى

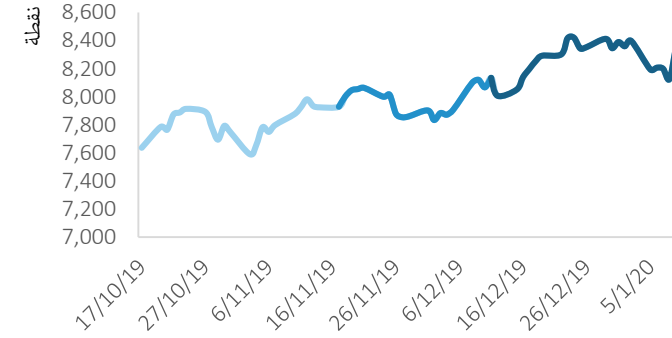
زين السعودية



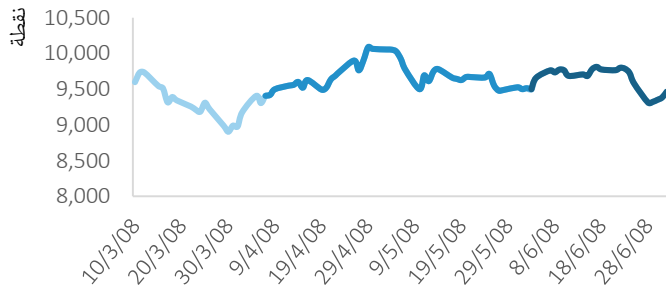
البنك الأهلي التجاري



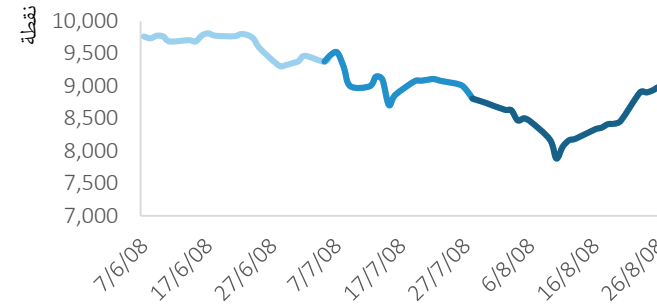
أرامكو السعودية



مصرف الإنماء



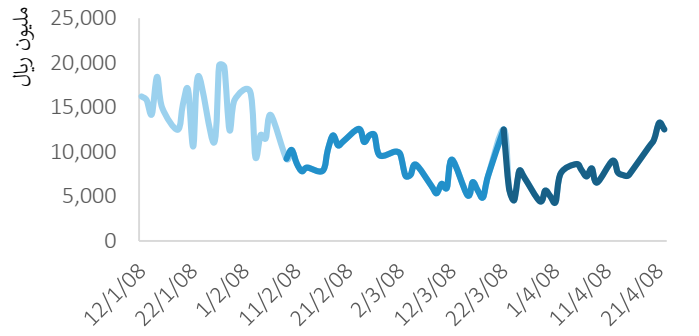
معادن\*



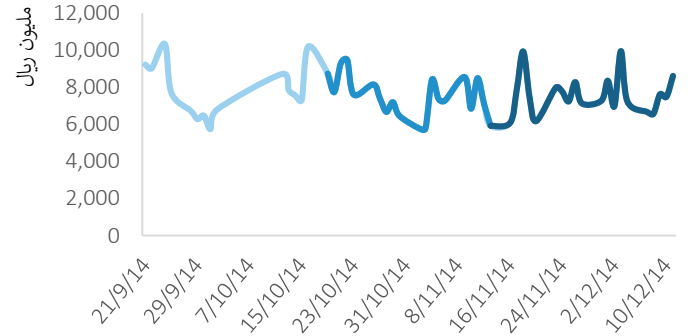
\*تزامن اكتتاب معادن مع الأزمة المالية العالمية

كذلك يلاحظ عدم وجود تأثير واضح في أحجام تداول السوق في الشهر السابق لطرح أكبر خمسة اكتتابات في تاريخ السوق وفي فترة الاكتتاب، بحيث يظهر تذبذب في سيولة السوق عند نفس المستويات، مما قد يعطي دلالة على محدودية أثر الاكتتابات في سيولة السوق قبل إدراجها

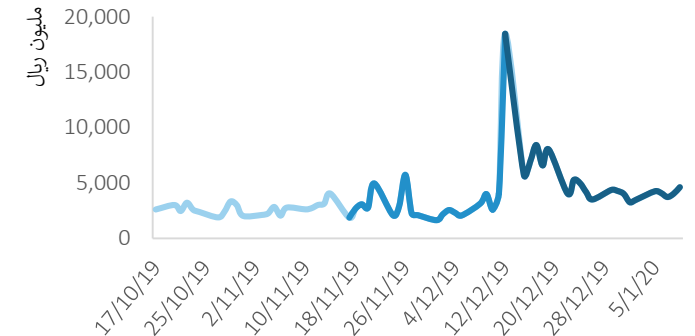
زين السعودية



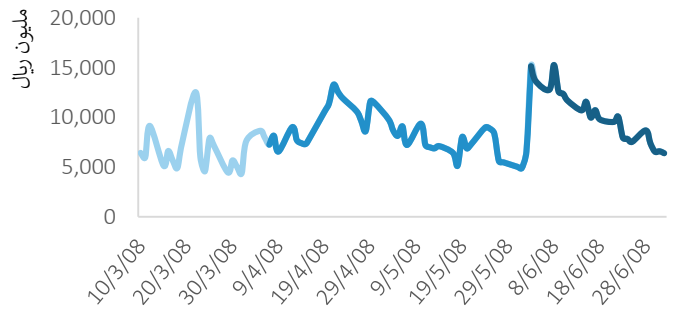
البنك الأهلي التجاري



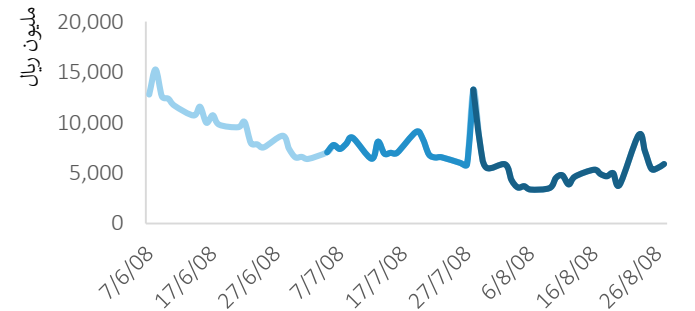
أرامكو السعودية



مصرف الإنماء



معادن\*



\*تزامن اكتتاب معادن مع الأزمة المالية العالمية

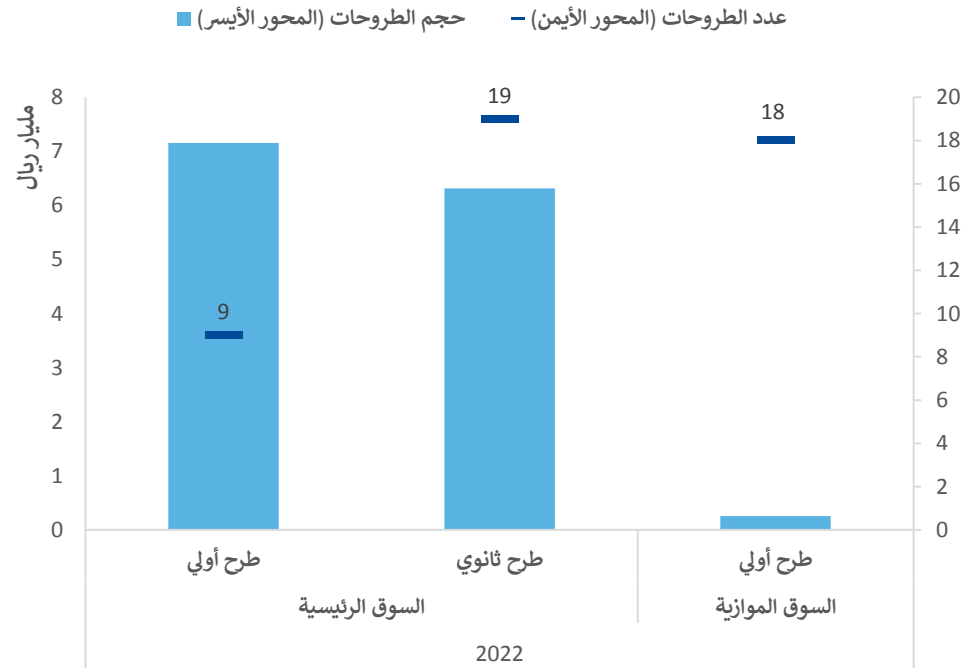
شهر قبل الطرح  
من بداية الطرح  
إلى الإدراج  
شهر بعد  
الإدراج

# تحليل للطروحات المرتبقة



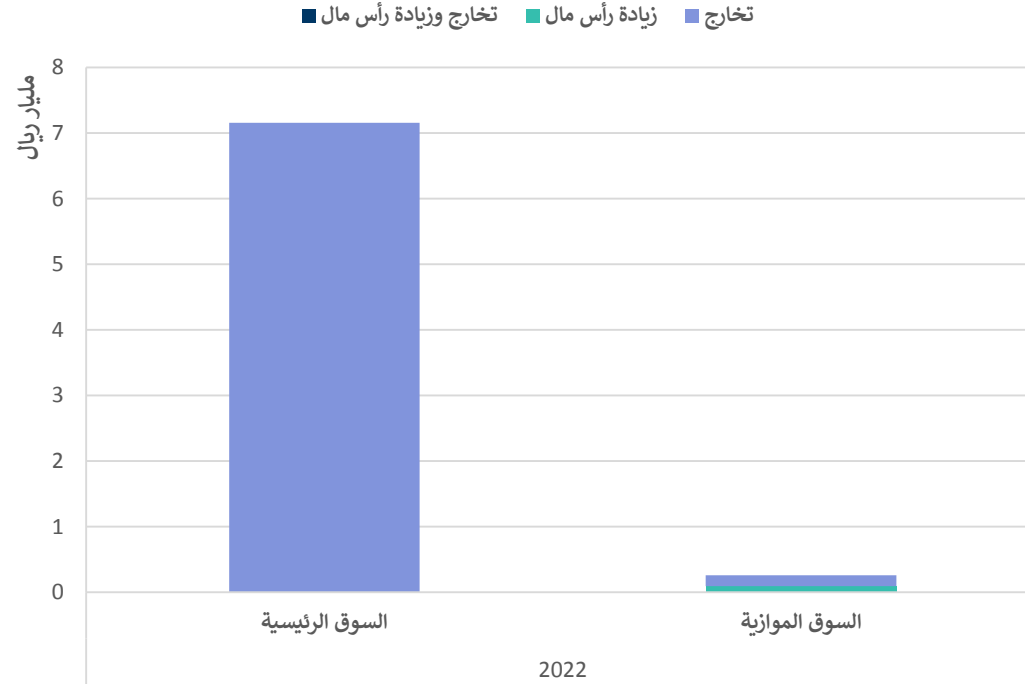
بحسب تقديرات فريق العمل، من المتوقع أن يشهد السوق للعام 2022م 46 طرحاً أولياً وثنانويّاً بقيمة إجمالية تصل إلى 14 مليار ريال (بحد أدنى)\*. ومن المرجح أن يمثل الجزء الأغلب منها من ناحية الحجم طروحات أولية في السوق الرئيسية

### حجم الطرح الأولي والثانوي المتوقع\*



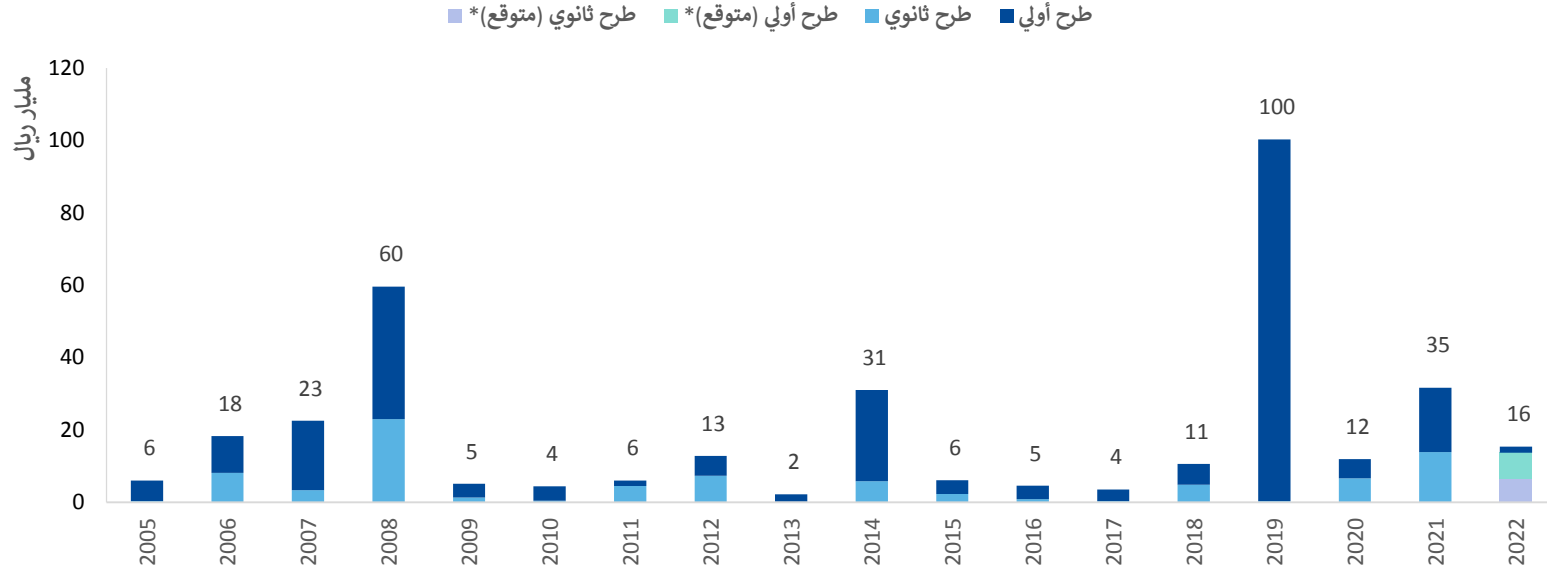
تهدف أغلب الطروحات الأولية المتوقعة إلى تخارج الملاك الرئيسيين في الشركة. فمن أصل 27 طرحاً أولياً متوقعاً لعام 2022م \_ بحسب تقديرات فريق العمل- كان 20 طرحاً أولياً منها لغرض تخارج الملاك الرئيسيين، وهي الممارسة السائدة للطروحات الأولية في السوق السعودية في السنوات السابقة

### الهدف من الطرح الأولي بحسب حجم الطرح



تعتبر المستويات الحالية لأحجام الطروحات مقبولة نسبياً، إضافة إلى أن هذه الطروحات ستكون متوزعة خلال العام مما يقلل التأثير على السيولة

### حجم الطروحات في السوق بشكل سنوي\*



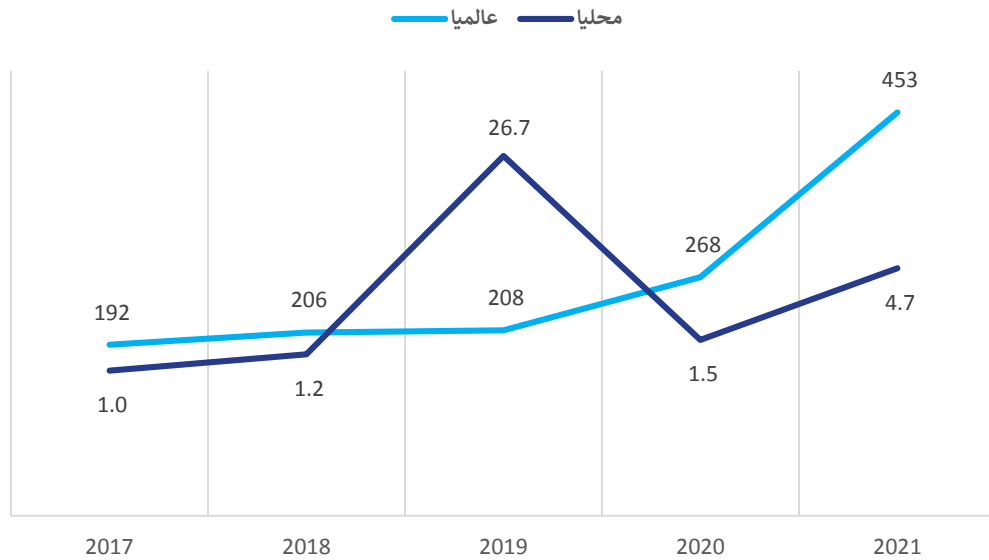
ملاحظة: احتُسبت الطروحات الأولية والثانوية المتوقعة بحسب تقديرات فريق العمل.  
\* الطروحات الأولية والثانوية باستثناء الإدراج المباشر.

# المقارنة المعيارية

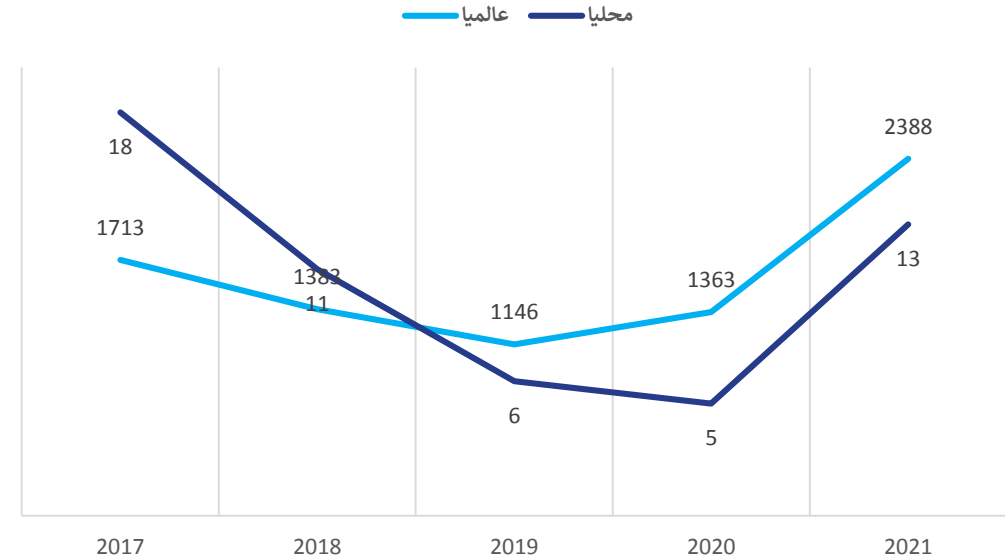


# تشهد الأسواق العالمية بشكل عام ظاهرة ارتفاع عدد وقيمة الطروحات الأولية، وتُعدّ المستويات الحالية للطرح المحلي في منحنى مماثل لما هي عليه عالمياً

## قيمة الطروحات الأولية (مليار دولار)



## عدد الطروحات الأولية



ملاحظات: 1. يعزى الارتفاع في حجم وعدد الطروحات حول العالم بشكل أساسي إلى رغبة الشركات في الاستفادة من مستويات السيولة المرتفعة في الاقتصاد والرخم في الأسواق المالية الناتج عن ارتفاع معنويات المتداولين. الرجاء الرجوع للملحق (5) لمزيد من التفاصيل حول السيولة العالمية. 2. جميع البيانات المحلية فقط للطروحات الأولية (تشمل الطروحات الأولية للصناديق المتداولة) في سوق الأسهم ولا تتضمن الطروحات الثانوية.

الرجاء الرجوع للملحق (4) لمزيد من التفاصيل حول دول المقارنة.

المصدر: EY

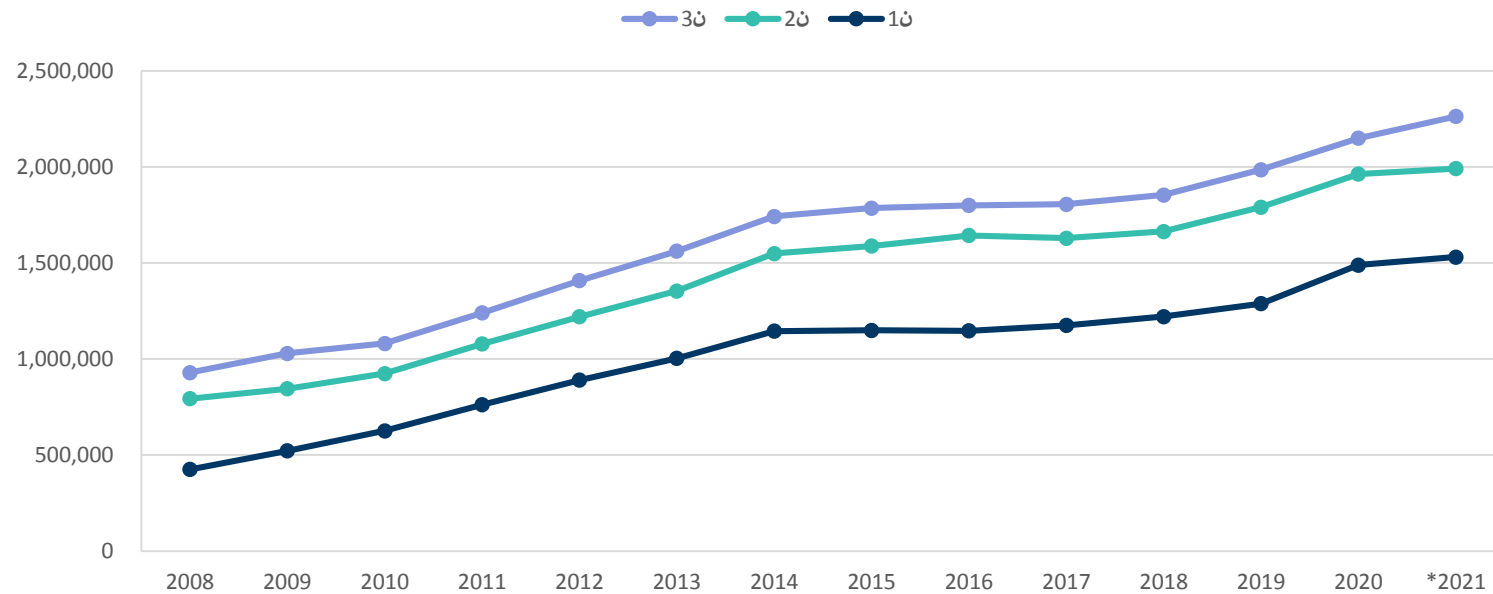


# تحليل السيولة الحالية



بمراجعة البيانات التاريخية لمستويات عرض النقود في المملكة للفترة 2008م حتى نهاية الربع الثالث 2021م، يتبين أنها في اتجاه صاعد؛ إذ بلغ معدل النمو السنوي المركب لكل من 1ن و 2ن و 3ن 9.6% و 6.8% و 6.6% على التوالي، وتشير السيولة المرتفعة في الاقتصاد إلى وجود نقد متاح للاستثمار في الاكتتابات

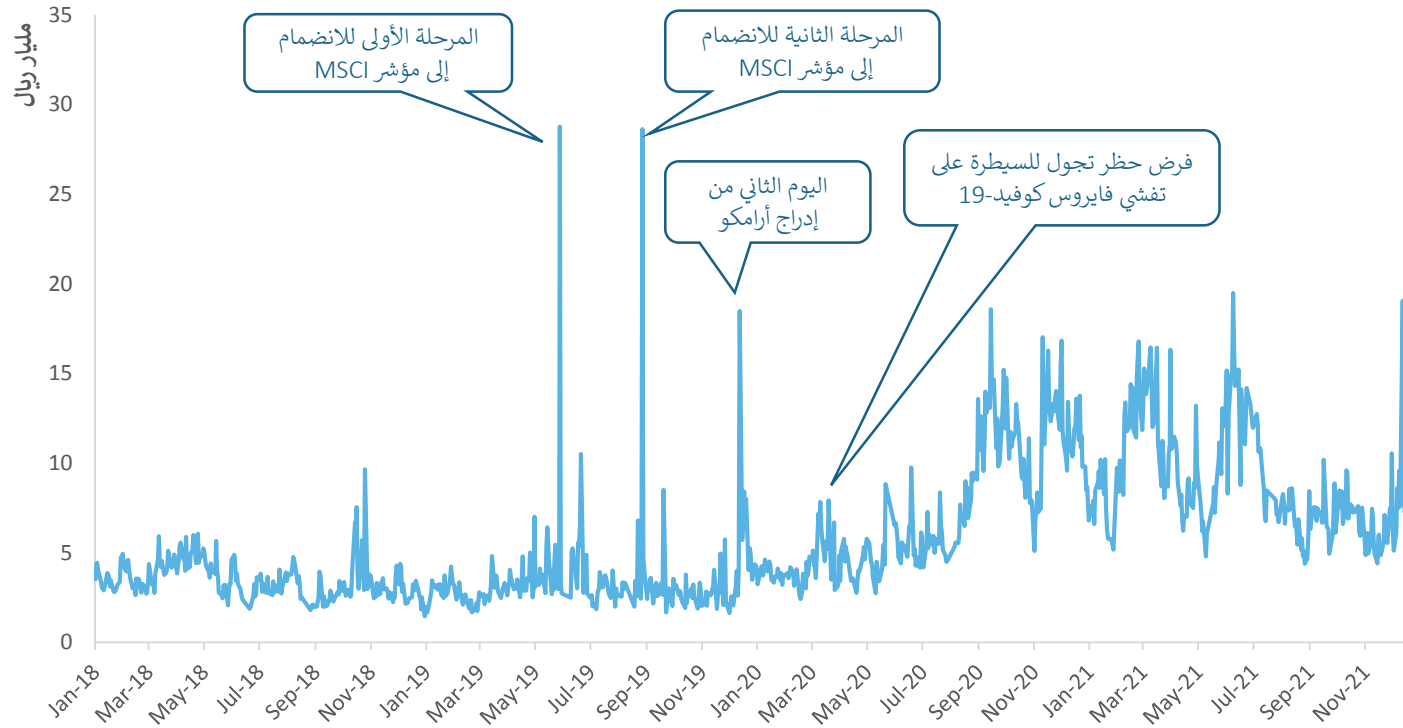
عرض النقود\* (مليون ريال)



1ن = النقد المتداول خارج المصارف + الودائع تحت الطلب.  
 2ن = 1ن + الودائع الزمنية والادخار.  
 3ن = 2ن + الودائع الأخرى شبه النقدية

# كذلك شهد العامان 2020م و2021م ارتفاعاً ملحوظاً في قيم التداولات اليومية، مما يدل على وجود قوة شرائية موجهة للاستثمار في سوق الأسهم قبل بداية زخم الاكتتابات الحالية

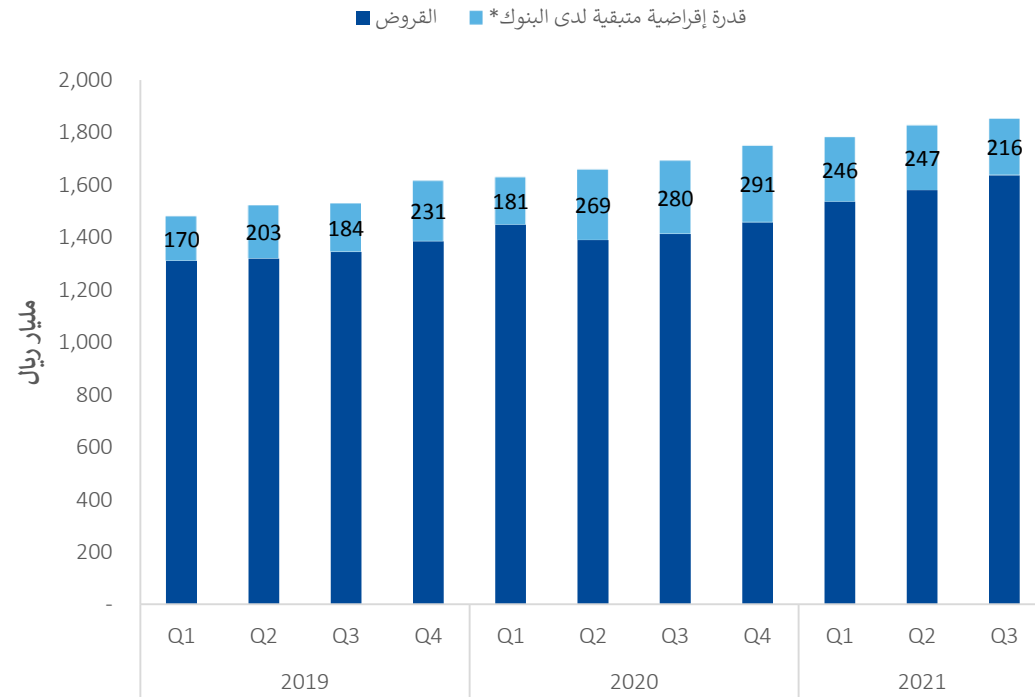
## قيم التداول اليومية في السوق الرئيسية\*



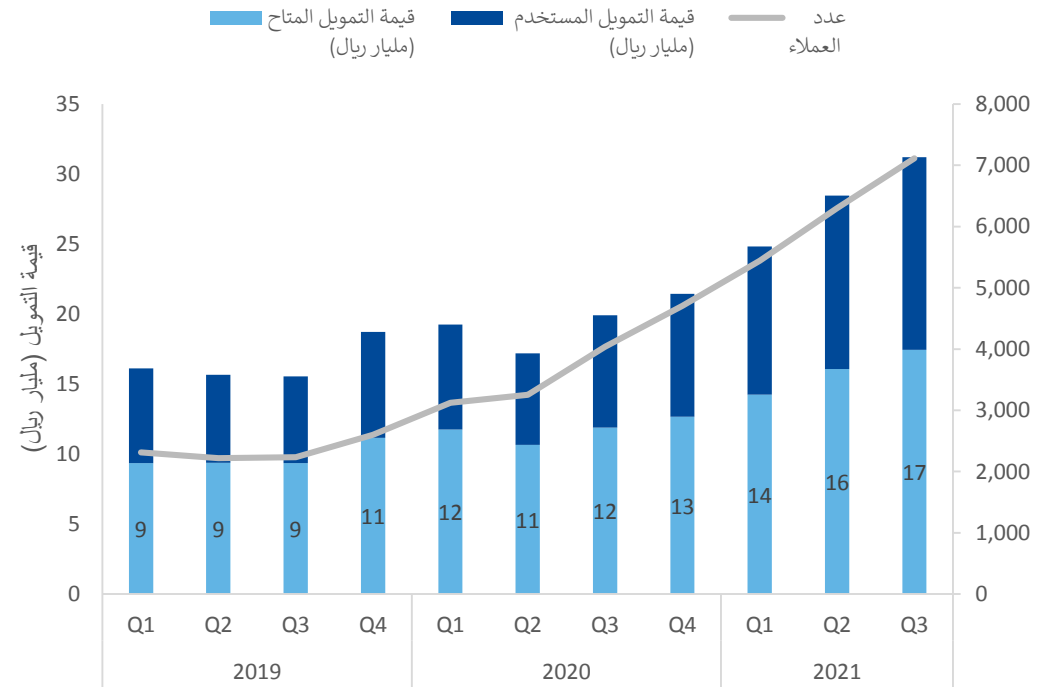
\* أُستُبعدت صفقة استحواذ أرامكو السعودية على حصة صندوق الاستثمارات العامة في سابك بتاريخ 14 يونيو 2020م .

هناك ارتفاع في قيمة التمويل بالهامش المتاح والجاهز للاستخدام، بحيث يستطيع المستثمرون اللجوء إلى التمويل بالهامش لتعويض المفقود من سيولة السوق في حال سحب السيولة من السوق لتلبية طلبات الاكتتاب، علاوة على أن لدى البنوك قدرة على الإقراض تصل إلى قرابة 15 ضعف حجم الطروحات الأولية والثانوية المرتقبة

### القدرة الإقراضية المتبقية لدى البنوك



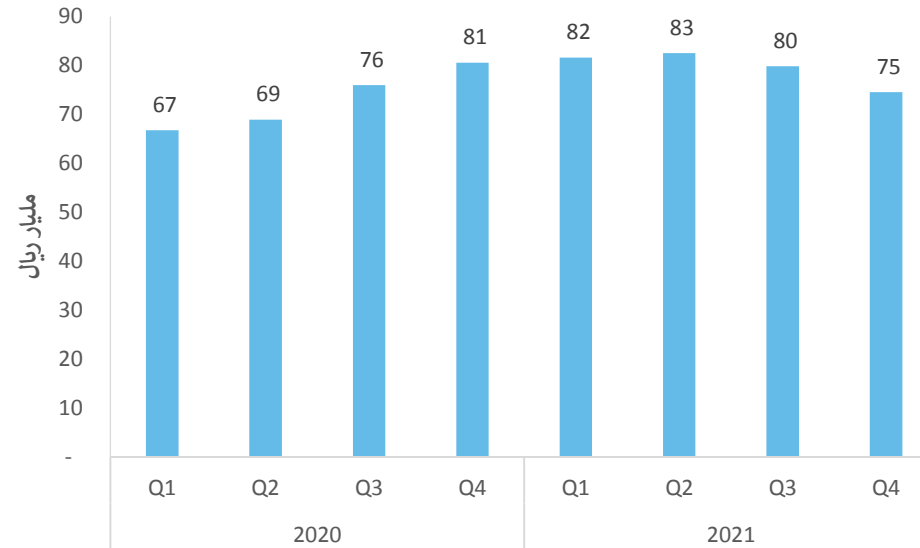
### التمويل بالهامش المتاح



\* أُحْتُسِبَت القُدْرَةُ الإِقْرَاضِيَّةُ المَتَبَقِيَّةُ لَدَى البَنُوكِ مِنْ خِلالِ اسْتِخْدَامِ المَتَبَقِي مِنْ نِسْبَةِ الدَيُونِ إِلَى الوَدَائِعِ إِلَى أَنْ تَصِلَ إِلَى الحُدِّ الأَعْلَى بِحَسَبِ تَعْلِيْمَاتِ سَامَا عِنْدَ 90%.

تقدّر القوة الشرائية في المحافظ الاستثمارية وصناديق الأسهم المحلية بقراءة 75 مليار ريال أي 5 أضعاف الطروحات الأولية والثانوية المتوقعة للعام 2022م، وتعدّ هذه القوة الشرائية نقداً متاحاً ومتوافراً يمكن استخدامه في الاكتتابات المتوقعة دون التأثير على سيولة السوق

### القوة الشرائية المتاحة في الصناديق والمحافظ الاستثمارية (مليار ريال)



# أبرز المشاهدات والخاتمة



## أبرز المشاهدات

1 استقرار مؤشر القوة النسبية للسوق خلال الفترة بين الطرح والإدراج للاكتتابات الخمسة الأكبر تاريخياً، ما يشير إلى توافر سيولة كافية لتغطية الاكتتابات دون التأثير على التداول في السوق

2 يتوقع أن يشهد السوق طروحات بحجم 14 مليار ريال بحد أدنى، أغلبها لهدف التخارج

3 الارتفاع في عدد الطروحات في السوق المحلي متوائماً مع الارتفاع في الطروحات الأولية عالمياً

4 ارتفاع مستويات عرض النقود، وسيولة السوق بشكل عام، يعزز السيولة المتاحة للاستثمار

5 يوجد في السوق سيولة قادرة على تغطية الطروحات من خلال النقد المتاح في المحافظ الاستثمارية والقدرة الإقراضية المتاحة

## الخاتمة

يتضح من تحليل بيانات الطروحات التاريخية والمرتقبة ومؤشرات السيولة في الاقتصاد عدم وجود أي أثر سلبي متوقع من الطروحات، مع الأخذ بالاعتبار توزيع أوقات الطرح في السوق خلال العام ولا سيما الطروحات ذات أحجام الطرح الكبرى. إضافة إلى أن المستويات الحالية من السيولة في الاقتصاد تبدو مطمئنة.



# نهاية التقرير

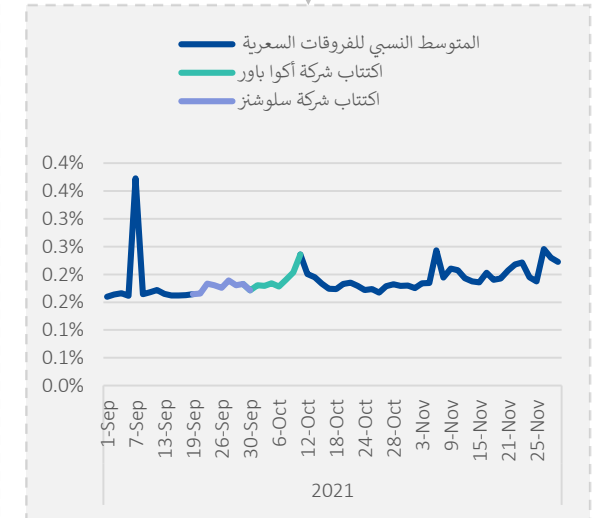
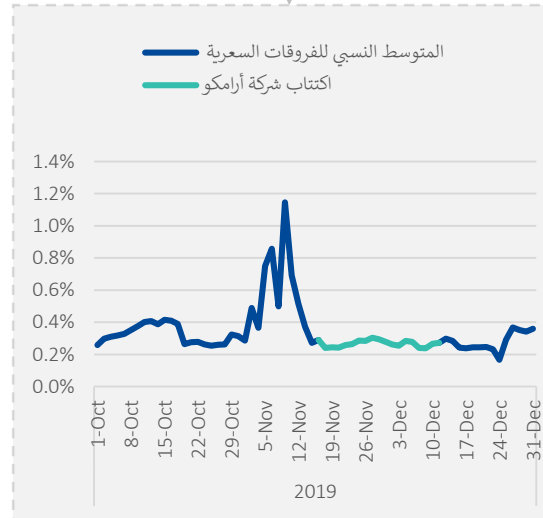
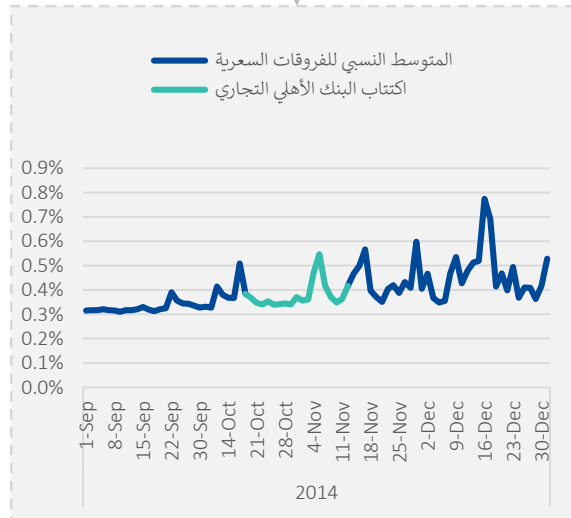
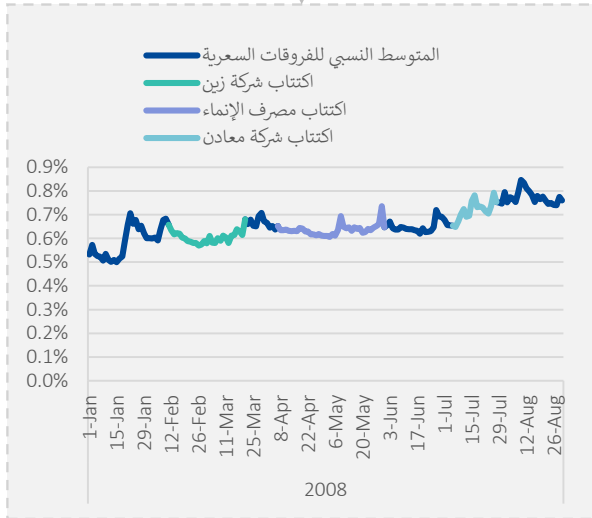
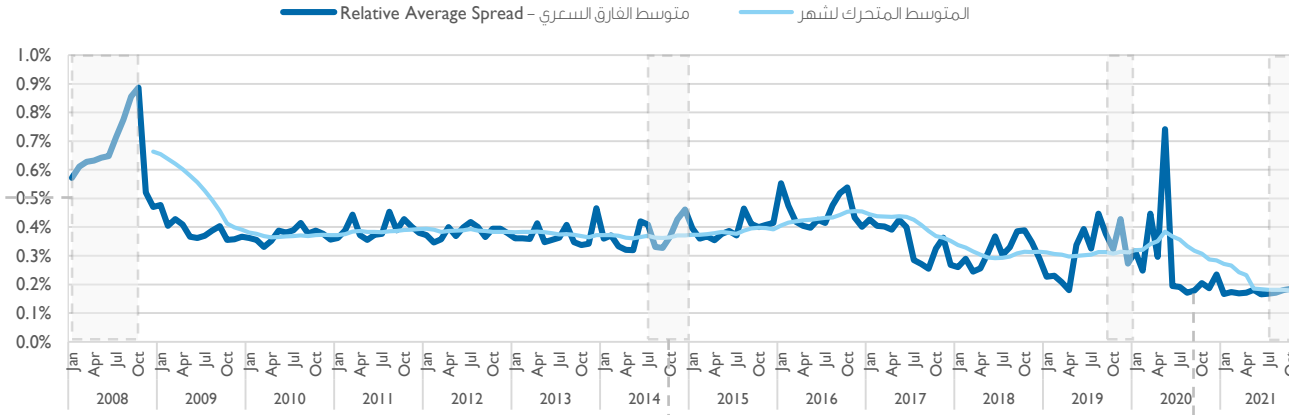


# الملاحق



# ملحق (1): قياس أثر الاككتابات على سيولة السوق باستخدام مؤشر المتوسط النسبي للفروقات السعرية

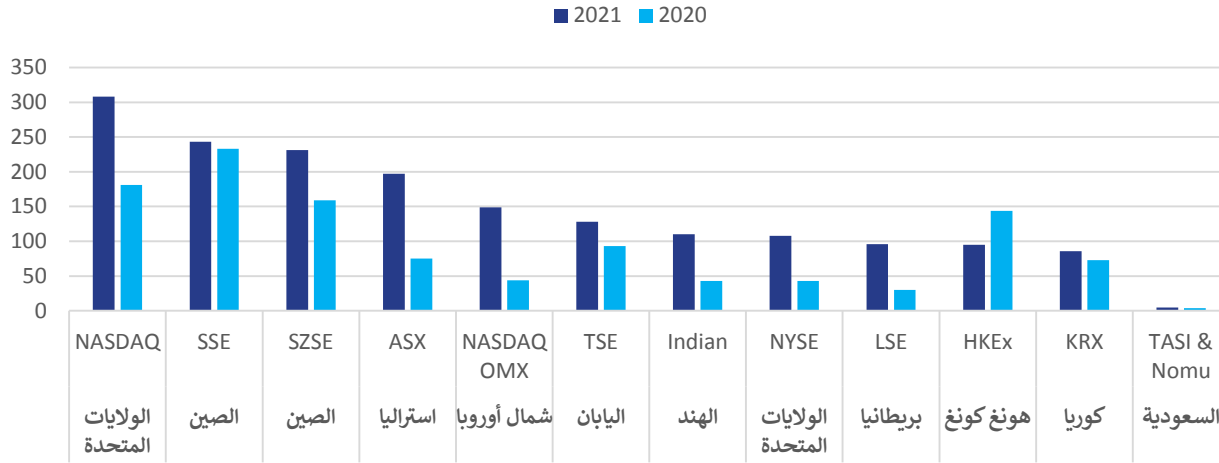
## المتوسط النسبي للفروقات السعرية لمؤشر السوق السعودي\*



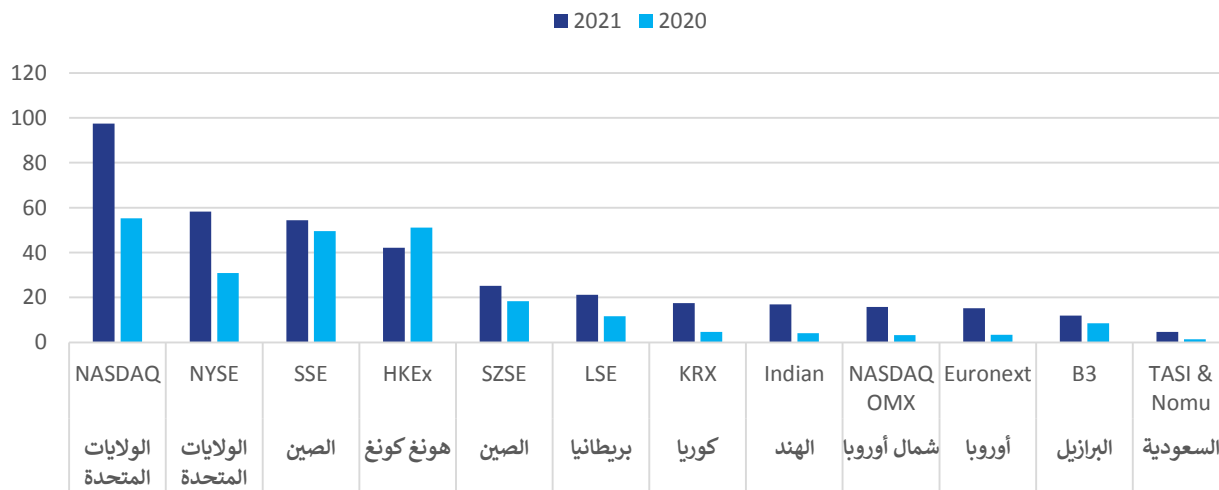
\*مؤشر المتوسط النسبي للفروقات السعرية أو (Relative Average Spread) وفيه يُحتسب الفرق بين أفضل سعر طلب (أعلى سعر طلب) وأفضل سعر عرض (أقل سعر عرض) ويُقسم الفرق على متوسط السعرين. وقد احتُسب المؤشر على مستوى الشركات المدرجة وأخذ المتوسط الحسابي لعكس قيمة السوق ككل. المصدر: هيئة السوق المالية

## ملحق (2): مقارنة للزخم في الطروحات الأولية حول العالم

مقارنة عدد الطروحات مع أكبر 11 دولة من ناحية عدد الطروحات



مقارنة حجم الطروحات مع أكبر 11 دولة من ناحية حجم الطروحات (مليار دولار)



- ارتفع معدل الطروحات الأولية عالمياً إلى مستويات مرتفعة من ناحية العدد والقيمة في عام 2021م؛ إذ بلغ متوسط النمو السنوي لعدد الطروحات لأكثر من 11 سوقاً ما نسبته 97% مقارنة بعام 2020م، ونما حجم الطروحات لأكثر من 11 سوقاً بمعدل 149%. وكانت نسبة النمو الأكبر في عدد وحجم الطروحات في الأسواق الأوروبية والأسواق الآسيوية والولايات المتحدة، في حين تظهر السوق السعودية متأخرة في عكس النمو في عدد الطروحات التي تمت حتى نهاية عام 2021م.