ديسمبر 2025

تقـرير شـركـة الأول كابيتال عن معايير الاستدامة المالية وأثرها على التقييم المالي للشركات المدرجة والتدفقات المالية الاستثمارية في الأسهم

إخـــــلاء مسؤولية وإيضـــاح

بذلت شركة الأول كابيتال الجهد في هذا التقرير للتأكد من أن المعلومات في التقرير صحيحة ودقيقة وأن الغاية من إعداد هذه التقارير هي تقديم الصورة العامة عن الشركة أو القطاع، ومع ذلك فإن شركة الأول كابيتال لا تقدم أي تعهدات أو ضمانات بشأن أي محتوى من المعلومات الموجودة في هذا التقرير أو مدى دقة وصحة المحتوى والتوقعات المبنية عليها. تم إعداد هذا التقرير لغرض المعلومات العامة فقط ولا تتحمل شركة الأول كابيتال أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته. قد لا تتحقق تقديرات السعر المستهدف أو النظرة المستقبلية للشركة لأي سبب من الأسباب وتعتبر جميع التقديرات والتوقعات قابلة للتغيير أو التعديل في أي وقت وبدون أي إشعار مسبق. لا تتحمل شركة الأول كابيتال أي قرار استثماري تم اتخاذه بناء على هذا التقرير وتعتبره مسؤولية متخذ القرار. تحتفظ شركة الأول كابيتال بكامل الحقوق المتعلقة لمحتوى التقرير .

معايير الاستدامة المالية و أثرها على التقييم المالي للشركات المدرجة والتدفقات المالية الاستثمارية في الأسهم

الملخص والتوصية

في هذا التقرير والمعد من قبل قسم الأبحاث التابع لإدارة المصرفية الاستثمارية بشركة الأول كابيتال يتم إلقاء الضوء على أهمية معايير ال ESG أو معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية والمؤسسية أو الإدارية في التقييم المالي للشركات المدرجة في أسواق الأسهم بشكل عام.

المراد ب ال (ESG) Environmental, Social and Corporate Governance

في هذا التقرير تم استعمال مصطلحات مثل معايير الحوكمة البيئية للإشارة إلى التو افق مع البيئة مثل خفض انبعاثات الكربون والحفاظ على الموارد الطبيعية واستعمال مواد خام صديقة للبيئة ومراعاة خفض النفايات الضارة وغير ذلك. ومعايير الحوكمة الاجتماعية أو المجتمعية للإشارة إلى معايير التو افق مع الخدمة المجتمعية وأمن وسلامة الموظفين والعاملين والصحة العامة لهم والتركيز على مشروعات لها مردود اجتماعي إيجابي وغير ذلك. ومعايير الحوكمة الإدارية أو المؤسسية للإشارة إلى معايير حوكمة إدارة الشركات المدرجة وإدارة المخاطر والحد منها ونشر الشفافية والرقابة ومنع الفساد.

في هذا التقرير تم إستعراض دور هيئة السوق المالية السعودية في فرض التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن الاستدامة المالية لديها بشكل سنوي. في هذا التقرير أيضا تم التعرض من خلال الإطار النظري والأكاديمي لهياكل الملكية في الشركات المدرجة والتي تتنوع بين الملكية المركزة أو الملكية المتفرقة وكيف يمكن لهيكل الملكية أن يؤثر على العلاقة بين المساهمين من جهة و بين إدارة الشركة من جهة أخرى كما كيف يمكن لهيكل الملكية أن يؤثر على العلاقة بين مساهمي الأغلبية من جهة و مساهمي الأقلية من جهة أخرى. وفي هذا التقرير أيضا تم استعراض أهم المساهمين ذوي التأثير على إدارة الشركات المدرجة مثل البنوك (المانحة لقروض أو المالكة لحصص ملكية في الشركات المدرجة) و المساهمين المنتمين إلى عائلة واحدة والشركات المملوكة للدولة والمستثمرين من فئة المؤسسات والمستثمرين الأجانب و المديرين وأعضاء مجلس الإدارة. وفي هذا التقرير أيضا تم استعراض المزايا التي تحققها الشركة المدرجة من التو افق مع معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية والمؤسسية مثل تحقيق معدلات ربحية أعلى من غيرها من الشركات الغير متو افقة . وتحقيق متوسط عائد سنوي مرتفع على حقوق المساهمين والحصول على تكلفة رأس مال أقل و الحصول على تدفقات نقدية أعلى في السهم تتضح في زيادة التداول على سهم الشركة في السوق و خفض التقلبات السعرية فيه كما تستفيد الشركة من ارتفاع على الأجل الطويل في السعر السوقي لسهمها كما تتميز الشركة المدرجة المتو افقة مع تلك المعايير بالقدرة على توزيعات أرباح نقدية منتظمة ومتنامية على المساهمين.

وفي هذا التقرير أيضا تم استعراض معايير تقييم مدى تو افق الشركة المدرجة مع معايير الحوكمة الإدارية أو المؤسسية المعنية بالتركيز على مجلس إدارة الشركة. وفي هذا التقرير تم استعراض التحديات التي تواجه المحللين الماليين والمستثمرين في تحديد مدى تو افق الشركات المدرجة مع معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية والمؤسسية. و تم استعراض أيضا كيف يمكن للمحللين الماليين تضمين نتائج تقييم مدى تو افق الشركة المدرجة مع معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية والمؤسسية في النموذج المالي لتقييم سهم الشركة المدرجة وكيف لذلك أن يؤثر على القيمة العادلة المحتسبة للسهم وللتوصية الصادرة تجاه سهم الشركة المدرجة.

هناك بالفعل العديد من الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودي التي تلتزم حاليا بإصدار تقارير استدامة مالية على درجة مرتفعة من التو افق مع المعايير العالمية ذات الصلة.

قسم الأبحاث التابع لإدارة المصرفية الاستثمارية بشركة الأول كابيتال وحتى تاريخ إصدار هذا التقرير قد أصدر بالفعل تقارير بداية التغطية البحثية والتقييم المالي لعدد من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي مثل شركة أرامكو والكهرباء السعودية و شركة معادن و شركة أم القرى للتنمية والإعمار (مسار) و شركة جرير و شركة طيران ناس وشركة نادك و شركة الدو ائية و شركة الحمادي القابضة و شركة مجموعة تداول القابضة و شركة بوبا و شركة كابلات الرياض و شركة علم و شركة سبكيم وشركة جاهز و بنك الجزيرة و مصرف الإنماء وشركة لجام للرياضة وشركة سال وشركة الكيميائية السعودية

وتجدر الإشارة إلى أنه وفقا للبيانات الرسمية العالمية فقد بلغت حجم الأصول تحت الإدارة لصناديق الاستثمار العالمية المتو افقة مع معايير الاستدامة المالية ESG تقريبا 3.56 تريليون دولار أمريكي بنهاية عام 2024م مما يشير إلى حجم الاستثمارات العالمية الضخمة التي تركز على التو افق مع معايير الاستدامة المالية.

هيئة السوق المالية السعودية عن تقارير الإستدامة المالية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

هيئة السوق المالية السعودية تلزم الشركات المدرجة بإصدار تقارير الاستدامة بشكل سنوي لتغطي أبعاد البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG) كجزء من متطلبات الإفصاح. وذلك في إطار سعيها لتطوير السوق وتعزيز الشفافية ومواءمة الشركات مع رؤية المملكة 2030. وتعمل الهيئة على وضع إطار رقابي إلزامي لتعميم هذه التقارير وجعلها متطلباً تنظيمياً أساسياً وليس طوعياً للشركات

الهدف: تعزيز ثقة المستثمرين، ورفع مستوى الحوكمة، ودعم أهداف التنمية المستدامة ورؤية 2030.

تطوير الإطار التنظيمي: الهيئة تعمل على تحويل إصدار هذه التقارير من عمل طوعي إلى متطلب رقابي إلزامي، من خلال تحديث اللو ائح التنفيذية لنظام الشركات.

تو افق مع المعايير العالمية: التقارير غالباً ما تكون متو افقة مع معايير عالمية مثل مبادرة التقارير العالمية.(GRI)

التركيز على الشفافية: النظام الجديد يهدف إلى زيادة الشفافية وتوفير معلومات شاملة حول أداء الشركات البيئي والاجتماعي والمالي لأصحاب المصلحة.

أصبحت الاعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) تُدمج بشكل متزايد في تحليل الاستثمار. تقييم كيفية تأثير عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية على الشركة قد يمنح المحللين منظورًا أوسع للمخاطر وفرص الاستثمار في الأوراق المالية للشركة. ورغم أن الحوكمة المؤسسية كانت منذ زمن طويل تُعتبر ذات تأثير كبير على الأداء طويل الأجل للشركة، فإن المستثمرين أصبحوا يولون اهتمامًا متزايدًا بالعوامل البيئية والاجتماعية وكيفية إدارة الشركات لمواردها والمخاطر المرتبطة بهذه العوامل. سوء إدارة هذه الموارد أدى إلى وقوع عدد من الأحداث البارزة على مستوى الشركات أثرت سلبًا على أسعار الأوراق المالية. البيئات التنظيمية المتزايدة الصرامة، والإمدادات المحدودة المحتملة للموارد الطبيعية، والاتجاهات العالمية نحو الحفاظ على الطاقة وتقليل النفايات، دفع العديد من المستثمرين إلى إيلاء أهمية أكبر لإدارة المخاطر البيئية. وبالمثل، فإن قضايا مثل سياسات صحة وسلامة العاملين، وتأثير الشركة على المجتمع المحلي، والممارسات التسويقية، زادت من وضوح كيفية إدارة الشركة لرأس مالها الاجتماعي.

ملكية متفرقة مقابل ملكية مركّزة

تُصنَّف هياكل ملكية الشركات عمومًا إلى متفرقة أو مركّزة أو هجينة بين الاثنتين. الملكية المتفرقة تعكس وجود عدد كبير من المساهمين، لا يملك أي منهم بمفرده القدرة على ممارسة السيطرة على الشركة. في المقابل، تعكس الملكية المركّزة وجود مساهم فردي أو مجموعة (تُسمى المساهمين المسيطرين) لديهم القدرة على ممارسة السيطرة على الشركة. وفي هذا السياق، تكون المجموعة عادة عائلة، أو شركة أخرى (أو شركات)، أو كيان سيادي.على المستوى العالمي، هياكل الملكية المركّزة أكثر شيوعًا بكثير من الهياكل المتفرقة. أشار تقرير عالمي عن حوكمة الشركات صادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) إلى أن 38 من أصل 47 تشريع قانوني لتنظيم أعمال الشركات تم تحليلها لديها هياكل ملكية مركّزة بشكل أساسي. ومن بين التشريعات القانونية التسع الأخرى الخاصة بالشركات، صُنّفت أربع منها بأن لديها هياكل ملكية متفرقة (أستراليا، أيرلندا، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة)، وخمس منها تتميز بهياكل ملكية مؤسسية «هجينة» (كندا، ألمانيا، اليابان، هولندا، وسويسرا).

درجة ملكية الأسهم وحدها قد لا تعكس بالضرورة ما إذا كانت السيطرة على الشركة متفرقة أو مركّزة. وذلك لأن المساهمين المسيطرين قد يكونون إما مساهمين أغلبية (أي يملكون أكثر من 50% من أسهم الشركة) أو مساهمين أقلية (أي يملكون أقل من 50% من الأسهم). في بعض هياكل الملكية، قد يتمتع المساهمون بسيطرة مرتفعة بشكل غير متناسب مقارنة بحصصهم في الملكية نتيجة ترتيبات الملكية الأفقية و/أو الرأسية. الملكية الأفقية تشمل شركات ذات مصالح تجارية مشتركة (مثل عملاء رئيسيين أو موردين) لديها ترتيبات تبادلية للاحتفاظ بالأسهم. ويساعد هذا الهيكل على تسهيل التحالفات الاستراتيجية وتعزيز العلاقات طويلة الأجل بين هذه الشركات. أما الملكية الرأسية (أو الملكية الهرمية) فتشمل شركة أو مجموعة تملك حصة مسيطرة في شركتين أو أكثر من الشركات القابضة، والتي بدورها تملك حصصًا مسيطرة في شركات تشغيلية مختلفة. وجود أسهم ذات فئتين (أسهم عادية مقابل أسهم ممتازة) (أو فئات متعددة) يمكن أن يؤدي أيضًا إلى فصل درجة ملكية الأسهم عن السيطرة الفعلية. تمنح الأسهم ذات الفئتين فئة واحدة من الأسهم (الأسهم الممتازة) حقوق تصويت عليا أو حصرية، بينما تتمتع الفئة الأخرى (الأسهم العادية) بحقوق تصويت أدنى أو معدومة. عند استخدامها مع ترتيبات الملكية الرأسية، يمكن للشركة أو المجموعة في قمة الهرم أن تصدر لنفسها كل أو نسبة مرتفعة بشكل غير متناسب من الأسهم ذات حقوق التصويت العليا، وبالتالي الحفاظ على السيطرة على الشركات التشغيلية بملكية إجمالية أقل نسبيًا من أسهم الشركة.

الصراعات داخل هياكل الملكية المختلفة:

نوع هيكل ملكية الشركة يؤثر على سياسات وممارسات الحوكمة المؤسسية بسبب مجموعة الصراعات المحتملة المختلفة التي قد توجد بين المساهمين والإدارة، وبين المساهمين أنفسهم. ترتبط مزيج الملكية المتفرقة وقوة التصويت المتفرقة عادةً بمساهمين يفتقرون إلى القدرة على ممارسة السيطرة على الإدارة. يُطلق على هؤلاء المساهمين «مساهمون ضعفاء»، وتُعرف الإدارة بـ«إدارة قوية». في هذه الحالة، قد يكون الصراع بين المساهمين والإدارة كبيرًا. يهتم المساهمون بتعظيم قيمة المساهمين، لكن هناك مخاطر بأن تسعى الإدارة لاستخدام موارد الشركة لتحقيق مصالحها الخاصة. في حوكمة الشركات، يُعرف هذا الصراع بمشكلة «الوكالة .(principal–agent problem)» يمكن التخفيف من هذه المشكلة إذا وجد مساهمون مسيطرون لأنهم قادرون على التحكم في مجلس الإدارة (وبالتالي تعيين الإدارة) ولديهم الحافز لرصد الإدارة.

أما مزيج الملكية المركّزة وقوة التصويت المركّزة فينتج غالبًا عنه احتفاظ المساهمين المسيطرين بمركز قوة على كل من الإدارة والمساهمين الأقلية؛ يُطلق على هؤلاء المساهمين «مساهمون أقوياء» وعلى الإدارة «إدارة ضعيفة». في هذا السيناريو، يستطيع المساهمون المسيطرون رصد الإدارة بفعالية لأنهم قادرون على التحكم في مجلس الإدارة وتعيين الإدارة.

لكن مع الملكية المركّزة وقوة التصويت المركّزة، قد يتمكن الملاك المسيطرون أيضًا من تخصيص موارد الشركة لصالحهم على حساب المساهمين الأقلية. ويُعرف هذا الصراع بمشكلة «المالك-المالك–principal) .principal problem)

مزيج الملكية المتفرقة وقوة التصويت المركّزة: يؤدي عادة إلى مشكلة المالك-المالك أيضًا، مع فارق واحد وهو أن المساهمين المسيطرين الأقوياء لا يملكون أغلبية الأسهم. في هذا السيناريو، يستطيع المساهمون المسيطرون بملكية أقل من الأغلبية ممارسة السيطرة على مساهمي الأقلية الآخرين من خلال آليات مثل هياكل الأسهم ذات الفئتين والهياكل الهرمية، كما يستطيعون رصد الإدارة بفضل قوة تصويتهم الكبيرة.

أخيرًا، ينشأ مزيج الملكية المركّزة وقوة التصويت المتفرقة عندما توجد قيود قانونية على حقوق التصويت للحصص الكبيرة تُعرف بـ«سقف التصويت .(voting caps)» وقد فرضت عدد من الحكومات السيادية سقوف تصويت لمنع المستثمرين الأجانب من الحصول على مراكز ملكية مسيطرة في الشركات المحلية ذات الأهمية الاستراتيجية.

معايير الاستدامة المالية و أثرها على التقييم المالي للشركات المدرجة والتدفقات المالية الاستثمارية في الأسهم

أنواع المساهمين المؤثرين:

تختلف أنواع المساهمين في الشركات الذين يتمتعون بنفوذ كبير على حوكمة الشركات في أنحاء العالم. ولكل نوع من هذه الأنواع دو افع ومصالح وأجندات فريدة. من خلال تحديد هؤلاء المساهمين، يصبح محلل الاستثمار قادرًا على تقييم مخاطر الحوكمة المؤسسية بشكل أكبر.

أولاً البنوك

في العديد من المناطق، وبخاصة أوروبا وآسيا، غالبًا ما تملك البنوك سيطرة كبيرة على الشركات التي تربطها بها علاقات إقراض بالإضافة إلى حصة ملكية. قد ينشأ تضارب مصالح إذا كانت لدى البنوك تعرضات قروض (قروض ممنوحة) للشركة بالإضافة إلى استثمارها في الأسهم (تمتلك البنوك المقرضة حصة ملكية في الشركة المقترضة منها). على سبيل المثال، إذا كان لدى بنك علاقة إقراض وحصة ملكية في شركة ما، فقد يسعى إلى التأثير على الشركة للحصول على قروض كبيرة، وربما بشروط أقل ملاءمة، مما قد يضر بمساهمين آخرين.

ثانياً العائلات

تُعد ملكية العائلات الشكل السائد لهيكل الشركات في بعض أجزاء العالم، وبخاصة أمريكا اللاتينية، وبدرجة أقل قليلاً في آسيا وأوروبا. في بعض الحالات (شائعة أيضًا في أمريكا اللاتينية)، يشغل الأفراد عضوية مجالس إدارة عدة شركات، وهي حالة تُعرف بـ«التشابك في مجالس الإدارة»، من فوائد السيطرة العائلية انخفاض مخاطر مشكلة الوكالة بسبب تركز الملكية والمسؤولية الإدارية لدى العائلات. أما العيوب فتشمل ضعف الشفافية، ونقص مساءلة الإدارة، وقلة الاهتمام بحقوق المساهمين الأقلية، وصعوبة جذب كفاءات إدارية عالية.

ثالثاً الشركات المملوكة للدولة(SOEs)

توجد الشركات المملوكة للدولة غالبًا في القطاعات الاستراتيجية أو التي تتطلب رأس مال كبير يفوق قدرة القطاع الخاص، أو التي تقدم منتجات أو خدمات (مثل توليد الطاقة أو الخدمات الصحية) ترى الدولة أنه يجب توفيرها بسعر أو معيار معين ينطوي على هوامش ربحية متدنية. الشركات المملوكة للدولة والمدرجة تكون مملوكة جزئيًا للحكومات السيادية ولكن لها أسهم تُتداول في الأسواق العامة (نموذج الملكية المختلطة). يميل هذا النموذج إلى رقابة سوقية أقل على الإدارة، وقد تتبع هذه الشركات سياسات تعزز الاعتبارات الاجتماعية أو السياسات العامة على حساب تعظيم قيمة المساهمين.

رابعاً المستثمرون المؤسسيون (المستثمرون من فئة المؤسسات مثل صناديق الاستثمار)

في كثير من الدول، يمثل المستثمرون المؤسسيون (صناديق الاستثمار المشتركة، صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق التحوط) نسبة كبيرة من ملكية سوق الأسهم. بفضل مواردهم وخبراتهم، يستطيعون ممارسة حقوقهم كمساهمين بحكمة، وتعزيز الحوكمة الجيدة من خلال مساءلة مجلس الإدارة والإدارة.

خامساً شركات المجموعات

قد تؤدي بعض هياكل الملكية (الأفقية والرأسية) إلى سيطرة غير متناسبة مع نسبة الملكية. الترتيبات التبادلية والعلاقات طويلة الأجل قد تحد من إمكانية نقل ملكية الأسهم وتعيق الغرباء عن شراء حصص كبيرة. بدون سياسات حوكمة أو حماية تنظيمية مناسبة، يزداد خطر إجراء معاملات الأطراف ذات العلاقة على حساب المساهمين الأقلية (أمثلة: سامسونج في كوريا الجنوبية، سانوا في اليابان، مجموعة كارزو في المكسيك).

سادساً شركات الأسهم الخاصة أو شركات حقوق الملكية الخاصة (Private Equity)

تستثمر شركات الأسهم الخاصة (خاصة رأس المال المغامر والشراء بالرافعة المالية) في شركات خاصة أو تأخذ شركات عامة إلى القطاع الخاص من خلالها شطبها من أسواق الأسهم. توفر رقابة وتغييرات إيجابية في الحوكمة مثل وضع مدونات سلوك وتعويضات مرتبطة بالأداء.

سابعاً المستثمرون الأجانب

يمكن للمستثمرين الأجانب، خاصة في الأسواق الناشئة، أن يكون لهم تأثير كبير عندما يملكون حصصًا أكبر من المستثمرين المحليين، وغالبًا يطالبون بشفافية ومساءلة أعلى.

ثامناً المديرون وأعضاء مجلس الإدارة

عندما يكون المديرون وأعضاء مجلس الإدارة لشركة معينة مساهمين أيضًا في نفس الشركة (insiders) ، تتو افق مصالحهم الاقتصادية أكثر مع المساهمين الخارجيين مع زيادة حصصهم، لكن الحصص الكبيرة قد تعطيهم سلطة لحماية مصالحهم الشخصية على حساب الآخرين.

تأثير هيكل الملكية على الحوكمة المؤسسية (أو الحوكمة الإدارية)

استقلالية مجلس الإدارة: نسبة الأعضاء المستقلين أعلى في الدول ذات الملكية المتفرقة.

هيكل المجلس: نظام مجلس إدارة واحد (شائع) أو مجلسان (إشرافي وتنفيذي) إلزامي في بعض الدول (ألمانيا، روسيا...).

ترتيبات التصويت الخاصة: تمنح حقوقًا إضافية للأقلية في دول مثل البرازيل والهند والمملكة المتحدة.

مدونات وقوانين الحوكمة: «الامتثال أو الشرح» شائعة، والمراد بها الالتزام بقوانين حوكمة الشركات أو شرح لماذا لم يتم الإلتزام. وبعض الدول تفرض متطلبات أكثر صرامة.

مدونات الإشراف :(Stewardship Codes) تشجع المستثمرين المؤسسيين على المشاركة الفعالة في الحوكمة.

الحوكمة المؤسسية الفعّالة ضرورية لسمعة الشركة وتنافسيتها.

من فوائدها المحتملة:

ربحية أعلى

نمو في عوائد حقوق الملكية

سهولة الوصول إلى الائتمان

توزيعات أرباح مستدامة على المساهمين

أداء سعري طويل الأجل إيجابي لسهم الشركة

تكلفة رأس مال أقل للشركة عند الحصول على الإئتمان

وعلى العكس مما سبق، فإن الشركات المدرجة في أسواق الأسهم والتي تعاني من مستويات متدنية في تطبيق معايير الحوكمة الإدارية فإنها تعاني سمعة سيئة و تحقق مستويات ربحية منخفضة و يتأثر الأداء السعري لسهمها في السوق بإنخفاض الأداء و انخفاض التداول عليه كما تزيد التقلبات السعرية الحادة على سهمها فضلا عن ارتفاع تكلفة رأس المال على الشركة في حالة احتياجها إلى أي تمويل أو ائتمان

من التحديات التي تواجه المحللين الماليين (الذين يقومون بالتغطية البحثية والتقييم لأسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم) والتي تواجه أيضا المستثمرين في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق، هي كيفية قياس مدى التزام أي شركة بمعايير الحوكمة الإدارية. المحللين الماليين والمستثمرين بكافة فئاتهم أفرادا و مؤسسات يعتمدون بالدرجة الأولى على الإفصاحات الرسمية التي تقدمها الشركات المدرجة فيما يعرف بتقارير الإستدامة المالية والتي توضح مدى التزام تلك الشركات بمعايير الحوكمة وتفصح عن السياسات والإجراءات المتبعة في هذا الصدد. يمكن أيضا لما يعرف بمجموعة المستثمرين النشطين أن يتحاور و مع الشركات المدرجة من خلال ما يعرف بإدارة علاقات المستثمرين في الشركة المدرجة لتشجيع تلك الشركات على الإلتزام بمعايير حوكمة الشركات

تظل نقطة البداية للمحللين الماليين والمستثمرين الذين يريدون تقييم مدى التزام أي شركة مدرجة بمعايير حوكمة الشركات هي تقييم أداء وهيكل و سياسات مجلس إدارة الشركة فضلا عن السياسات والإجراءات المتبعة والمفعلة من قبل الشركة فيما يعرف بأخلاقيات العمل و التعامل مع الرشوة والفساد وحماية الموظفين الداخليين في حالة الإفصاح عن مخالفات داخلية من رؤسائهم في الشركة والسياسات والإجراءات المتبعة والمفعلة من الشركة المدرجة للحد من الصفقات التي تتم مع الأطراف ذات العلاقة

عند قيام المحللين الماليين بإدخال تقييم معايير الحوكمة في التقييم المالي لسهم الشركة المدرجة فإن الطريقة المباشرة والأسهل هي تغيير علاوة المخاطرة التي يطلبها المستثمرون من خلال زيادة أو خفض معدل الخصم أو تكلفة رأس المال في النموذج المالي لتقييم الشركة المدرجة تبعا لنتائج تقييمها وفقا لمعايير الحوكمة. يتم خفض معدل الخصم للشركات التي تحصل على تقييم مرتفع على مصفوفة معايير الحوكمة وبالتالي ترتفع القيمة العادلة المحتسبة لسهم تلك الشركة و بالتالي يزيد احتمال أن تكون توصية المحللين الماليين تجاه سهمها هي الشراء أو زيادة المراكز أو يتم زيادة معدل الخصم في النموذج المالي لتقييم الشركة المدرجة في حالة كان تقييمها منخفض على مصفوفة معايير حوكمة الشركات وبالتالي تنخفض القيمة العادلة المحتسبة لتلك الشركة وتزيد احتمالات أن تكون توصية المحللين الماليين تجاه سهمها هي البيع أو تخفيض المراكز.

في حالة كان التقييم من قبل المحللين الماليين للشركة هدفه اتخاذ قرار بالاستثمار في سندات الشركة أو منحها قروضا بنكية أو تمويل، يتم في هذا الحالة التعامل مع هامش سعر الفائدة على التمويل الممنوح لها بزيادة الفارق أو خفضه مقارنة بالشركات المماثلة لها في السوق.

معايير الاستدامة المالية و أثرها على التقييم المالي للشركات المدرجة والتدفقات المالية الاستثمارية في الأسهم

معايير تقييم الحوكمة الإدارية أو الحوكمة المؤسسية للشركة المدرجة Corporate Governance

وتظل نقطة البداية لتقييم مدى التزام الشركة المدرجة بمعايير الحوكمة الإدارية هي مجلس إدارة الشركة. وللحكم على مجلس إدارة الشركة المدرجة إذا كان يتمتع بالقدرة الإدارية الفعالة والناجحة أم لا يتم أولاً فحص هيكل الملكية إذا ما كانت مركزة في عدد قليل من الملاك أم متفرقة بين عدد كبير من المستثمرين. الشركات التي تسيطر عليها أفراد من عائلة واحدة تكون معرضة بدرجة أكبر لتنفيذ صفقات مع أطراف ذات علاقة تفيد ملاكها و قد تكون على حساب منفعة مستثمري الأقلية في الشركة. أيضا يتم فحص هل الرئيس التنفيذي للشركة يحتفظ أيضا بمنصب رئيس مجلس الإدارة أم هناك فصل بين المنصبين. كما يتم النظر على مدى تنوع مجلس الإدارة من حيث خبرات الأعضاء وهل أغلب الأعضاء خبراتهم في مجال عمل الشركة فقط أم في مجالات متنوعة وكلما كانت الخبرات متنوعة كان أفضل. و عدد الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركة و كلما كان نسبة الأعضاء المستقلين ما بين 25% أو 50% أو أكثر من أعضاء مجلس إدارة الشركة كلما كان أفضل على مصفوفة معايير الحوكمة الإدارية. و تنوع أعضاء مجلس الإدارة بين الرجال والنساء حيث أن عدم وجود النساء في مجلس الإدارة للشركة المدرجة أو انخفاض تمثيلهم بشكل كبير يعتبر أيضا عامل سلبي في تقييم معايير الحوكمة. و الفترة الزمنية لتغيير أعضاء مجلس إدارة الشركة. الحالات التي تزيد فيها فترة بقاء عضو مجلس إدارة الشركة عن 10 سنوات تعتبر عامل سلبي في معايير الحوكمة الإدارية. أيضا وجود لجان مستقلة من عدمه داخل مجلس إدارة الشركة المدرجة. معايير الحوكمة تتطلب أن يكون هناك لجان مستقلة و أغلب أعضائها مستقلين في لجنة المراجعة الخارجية والتدقيق المحاسبي و لجنة المكافآت والحو افز و لجنة التعيينات المعنية بتعيين أعضاء مجلس الإدارة. و أيضا يدخل في معايير الحوكمة الإدراية معيار وجود أو عدم وجود سياسات وإجراءات لتقييم الأداء الفعلي لمجلس الإدارة حيث هناك شركات تضع سياسة لتقييم الأداء الفعلي لمجلس الإدارة كل فترة زمنية محددة بشكل منتظم أو كلما تطلب ذلك كما أن تلك السياسات تحدد ما إذا كان هذا التقييم يتم داخليا أم من خلال جهة خارجية محددة ومعينة للقيام بذلك. كما تحدد تلك المعايير ما هي الجهة التي يتم تقديم نتائج هذا التقييم إليها هل هي الجمعية العمومية السنوية للمساهمين أم لمجلس الإدارة. وهناك أيضا معايير حوكمة للتعامل مع مكافآت مجلس الإدارة والحو افز للمديرين وهكذا. هناك معايير حوكمة تعطي للمساهمين سلطة للقبول أو الرفض لتلك المكافآت كما أن هناك معايير تسمح بإسترداد كل أو بعض تلك المكافآت المدفوعة في حالة اكتشاف إعادة تقييم محاسبي للقو ائم المالية التاريخية أو في حالة إكتشاف مخالفات و سوء تصرف من قبل مجلس الإدارة. وبشكل عام هناك مؤشرات يتم استخدامها في معايير الحوكمة مثل معدل مكافأة رئيس مجلس الإدارة إلى متوسط الأجر السنوي للموظف في الشركة. ثم تأتي بعد ذلك معايير تقييم سياسة تصويت المساهمين. الأفضل وفقا لمعايير الحوكمة هو وجود أسهم عادية فقط في الشركة مما يعني أن لكل سهم واحد صوت واحد فقط. و عدم وجود أسهم ممتازة تمنح لطبقة مساهمين محددين (و غالبا يكونوا أقلية) أصوات أكثر من المساهمين العاديين مما يتسبب في تضارب المصالح.

الإفصاح عن تقارير الإستدامة المالية من الشركات المدرجة

أيضا من التحديات التي تواجه المحللين الماليين والمستثمرين من فئات الأفراد والمؤسسات عند محاولة تقييم الشركة المدرجة وفقا لمعايير الحوكمة هي الحصول على المعلومات الملائمة والمفيدة لاتخاذ القرار. تلك المعلومات يتم الحصول عليها حاليا فقط من الإفصاحات العامة المعلنة من الشركات المدرجة فيما يعرف بتقارير الإستدامة المالية. و تظهر إشكاليات أخرى مثل أن الإفصاح عن تلك التقارير في بعض أسواق الأسهم قد يكون اختياريا و ليس إجباريا كما تظهر إشكاليات في المقارنة بين الشركات فيما يتعلق بمحتويات تلك التقارير لأنه قد لا يكون هناك نموذجا واحدا قابلا للتطبيق على جميع الشركات و أيضا بسبب أن العوامل التي تؤثر على القطاعات الاقتصادية المختلفة تكون هي أيضا عوامل مختلفة ومتنوعة.

ليس هناك تو افق عالمي على معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية

رغم أنه قد يكون هناك تو افق في معايير الحوكمة الإدارية للشركات و تقييم أداء مجلس الإدارة غير أنه على مستوى العالم حاليا لا يبدوا وجود تو افق فيما يتعلق بمعايير الحوكمة البيئية والمجتمعية وهذا يفرض تحدي أخر وإضافي على المحللين الماليين والمستثمرين عند تضمين أثر أو تقييم معايير الحوكمة على القيمة العادلة المحتسبة لسهم الشركة المدرجة

وهنا يصبح لزاما على المحللين الماليين أولا تحديد المعايير الملائمة لكل صناعة أو قطاع محدد فيما يعرف بمعايير الحوكمة البيئية والمجتمعية. على سبيل المثال، قطاع الطاقة من القطاعات التي حتميا تتأثر بمعايير الحوكمة البيئية مثل معايير الحد من إنبعاثات الكربون وهكذا. بينما القطاع البنكي يكون من القطاعات التي تتأثر أكثر بمعايير الحوكمة المجتمعية مثل قواعد أمن المعلومات و موضوعات الخصوصية و رضاء العملاء وهكذا.

ولتضمين أثر معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية في التقييم المالي للشركة المدرجة من قبل المحللين الماليين، يتعين على الأخير تحديد العوامل المؤثرة على الشركة المدرجة من حيث مدى أهمية و حجم تأثير تلك العوامل. بمعنى أن العامل أو المتغير يكون له تأثير جوهري على التقييم المالي للشركة المدرجة إذا كان له تأثير جوهري على العمليات التشغيلية للشركة و إذا كان له تأثير مالي جوهري على نتائج أعمال الشركة المالية و بالتالي له تأثير جوهري على القيمة العادلة المحتسبة لسهم الشركة. ومن ناحية أخرى يجب على المحلل المالي تحديد المدى الزمني أو الأجل الزمني المتوقع لظهور أثر معايير الحوكمة البيئية أو المجتمعية على القيمة العادلة المحتسبة لسهم الشركة المدرجة. حيث أنه هناك آثار تظهر فقط في الأجل الزمني الطويل مع ظهور قواعد وقو انين جديدة على سبيل المثال لفرض ضر ائب كربون وهكذا. و هناك عوامل يكون لها أثر على التقييم المالي للسهم في الأجل الزمني القصير أو القريب.

كيفية تضمين نتائج تقييم الشركة المدرجة على مصفوفة معايير الحوكمة البيئية والمجتمعية والإدارية في النموذج المالي لتقييم سهم الشركة

نصل الآن إلى الجزء الأخير وهو كيفية تضمين المحلل المالي لنتائج تقييم الشركة المدرجة وفقا لمصفوفة معايير الحوكمة الإدارية والبيئية والمجتمعية في التقييم المالي لسهم الشركة المدرجة. تجدر الإشارة إلى أنه في حالة التقييم المالي لأسهم الشركات المدرجة يكون هدف تضمين تقييم معايير الحوكمة الإدارية والبيئية والمجتمعية هو اكتشاف الفرص الاستثمارية الجاذبة و أيضا للتحوط وخفض مخاطر الاستثمار المحتملة. أما في حالة التقييم المالي لسندات الشركات أو ديون الشركات أو الصكوك المصدرة من الشركات فإن جدوى تضمين نتائج تقييم معايير الحوكمة الإدارية والبيئية والمجتمعية يكون فقط بهدف التحوط وخفض مخاطر الاستثمار المحتملة لأن تخارج المستثمر من سندات الشركة أو الصكوك المصدرة منها وهكذا عند حلول تاريخ الاستحقاق يكون دائما بالقيمة الإسمية.

تضمين نتائج تقييم الشركة المدرجة على مصفوفة معايير الحوكمة الإدارية والبيئية والمجتمعية داخل النموذج المالي لتقييم سهم الشركة المدرجة يتم من خلال إجراء تعديلات بالرفع أو الخفض للمتغيرات المالية المتوقعة و تلك التغييرات قد تشتمل على معدلات نمو الإيرادات و معدلات نمو المصروفات التشغيلية أو معدل الخصم و قد يتم ذلك من خلال تطبيق اختبارات الحساسية لقياس أثر التغير في عامل واحد على القيمة العادلة المحتسبة للسهم أو من خلال إجراء اختبارات سيناريوهات متعددة لقياس أثر التغير في عدة عوامل في وقت واحد على القيمة العادلة المحتسبة للشركة المدرجة.

على سبيل المثال، في حالة إجراء تقييم مالي لشركة سياحية تمتلك فندق سياحي على سبيل المثال. قد يقوم المحلل المالي في ضوء نتائج تقييم الشركة على مصفوفة معايير الحوكمة المجتمعية، بزيادة معدل نمو المصروفات التشغيلية بسبب توقع زيادة تغير الموظفين لدى الفندق و بسبب زيادة مصروفات البحث عن موظفين جدد و زيادة مصروفات التدريب والتأهيل للموظفين الجدد و بسبب انخافض إنتاجية العامل نتيجة زيادة وتيرة تغيير الموظفين و بسبب ضعف إيرادات التشغيل للفندق بسبب انخفاض مستوى رضاء العملاء. وهنا يكون الأثر المالي هو خفض القيمة العادلة المحتسبة للسهم.

وفي حالة شركة أخرى تعمل على سبيل المثال في قطاع الصناعات الغذائية. قد يقوم المحلل المالي بتضمين نتائج تقييم معايير الحوكمة المجتمعية والبيئية في حالة ادخال الشركة لمادة خام متو افقة مع البيئة و مع معايير الصحة لأول مرة في تاريخ تشغيل الشركة. هذا التضمين قد يشتمل على زيادة معدلات نمو إيرادات و أرباح الشركة المدرجة المدروسة و زيادة هوامش أرباحها و حصتها السوقية و بالتالي ينتج عن ذلك زيادة في القيمة العادلة المحتسبة لسهم تلك الشركة المدرجة وبالتالي زيادة احتمالات منحها توصية بالشراء أو زيادة المراكز. وذلك بسبب تحسن تلك الشركة على معايير الاستدامة المالية البيئية والمجتمعية.

تم اعداد التقرير بواسطة

قسم الأبحاث، إدارة المصرفية الاستثمارية، شركة الأول كابيتال

معلومات التواصل

البريد الالكتروني:

Research@alawwalcapital.com

info@alawwalcapital.com

الموقع الالكتروني :

https://alawwalcapital.com.sa

رقم الهاتف الموحد:

(+966) 8002440216

تابعونا على مو اقع التواصل الاجتماعي

@ alawwalcapital

إخلاء مسؤولية وإيضاح

بذلت شركة الأول كابيتال الجهد في هذا التقرير للتأكد من أن المعلومات في التقرير صحيحة ودقيقة وأن الغاية من إعداد هذه التقارير هي تقديم الصورة العامة عن الشركة أو القطاع، ومع ذلك فإن شركة الأول كابيتال لا تقدم أي تعهدات أو ضمانات بشأن أي محتوى من المعلومات الموجودة في هذا التقرير أو مدى دقة وصحة المحتوى والتوقعات المبنية عليها. تم إعداد هذا التقرير لغرض المعلومات العامة فقط ولا تتحمل شركة الأول كابيتال أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته. قد لا تتحقق تقديرات السعر المستهدف أو النظرة المستقبلية للشركة لأي سبب من الأسباب وتعتبر جميع التقديرات والتوقعات قابلة للتغيير أو التعديل في أي وقت وبدون أي إشعار مسبق. لا تتحمل شركة الأول كابيتال أي قرار استثماري تم اتخاذه بناء على هذا التقرير وتعتبره مسؤولية متخذ القرار. تحتفظ شركة الأول كابيتال بكامل الحقوق المتعلقة لمحتوى التقرير.

جميع الحقوق محفوظة © لشركة الأول كابيتال 2024

مسجلة في المملكة العربية السعودية – ترخيص رقم (37-14178) صادر من هيئة السوق المالية (الرياض)

رقم الهاتف الموحد 8002440216(+966)

الأول كابيتال

ALAWWAL CAPITAL

قيمنا... ثروتنا