



تحليل الشركات المدرجة في بورصة الكويت:

النظرة المستقبلية لنمو الشركات
والأعمال المصرفية الاستثمارية

إعداد: الدكتور كريستوفر باين

مستشار خارجي

مساعد باحث: فداء اميل الحنا

باحث أول، معهد الدراسات المصرفية

إبريل ٢٠١٧

يرجى الإحاطة بأن النتائج والتوصيات المقدمة في هذا التقرير هي على مسؤولية المؤلف وحده ولا تعكس وجهات نظر بنك الكويت المركزي أو أية جهة حكومية أخرى

٣	..... الملخص التنفيذي
٥	..... المقدمة
	القسم الأول: حالة بورصة الكويت
٧	..... ١-١ النشاط الرئيسي في سوق الأسهم
٩	..... ٢-١ النشاط الثانوي في سوق الأسهم
١٢	..... ٣-١ سيولة سوق الأسهم في سياق مجلس التعاون الخليجي
١٣	..... ٤-١ نشاط أسواق الدين المالية
١٦	القسم الثاني: حالة الشركات المدرجة في بورصة الكويت
١٧	..... ١-٢ الشركات غير المالية المدرجة
٢٠	..... ٢-٢ الشركات المالية غير المصرفية المدرجة (باستثناء قطاع التأمين)
٢٣	القسم الثالث: هيكل التمويل
٢٤	..... ١-٣ الرافعة المالية
٢٥	..... ٢-٣ نشاط الاستثمار الحقيقي
٢٨	..... الخلاصة: الاستعداد لاقتناص الفرص في المستقبل
٣٠	..... الهوامش
٣١	..... نبذة عن المؤلف

الملخص التنفيذي

تعكس الأوضاع الحالية للشركات والأعمال المصرفية الاستثمارية في سوق دولة الكويت انخفاض النمو وتدني النشاط الرئيسي والثانوي لسوق الأسهم، وندرة الفرص في أسواق الدين المالية. وقد أظهرت هذه الدراسة النتائج التالية:

- ظل عدد عمليات رصد رؤوس الأموال وعمليات الإدراج الجديدة في بورصة الكويت في عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٥ أقل من المستوى الذي كان عليه خلال السنوات الست المؤدية إلى عام ٢٠٠٨.
- جاء متوسط حجم التعامل اليومي في سوق الأسهم في عام ٢٠١٥ أقل بنسبة ٨٦,١% مما كان عليه في عام ٢٠٠٥.
- في نهاية ٢٠١٥، تضمن هيكل التمويل لإحدى عشرة شركة كويتية فقط سندات وصكوك. ولا يوجد سوق دين مالي رسمي للديون والصكوك في دولة الكويت.
- بينما بلغت نسبة الربحية في كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة، والتي تقاس بالعائد على حقوق الملكية، حوالي ١٠% في عام ٢٠١٥ لجميع الشركات المدرجة، وكانت النسبة المجمعة قد بلغت ٦,٢% لجميع الشركات المدرجة في بورصة الكويت، باستثناء البنوك وشركات التأمين.
- في عام ٢٠١٥ تأثر صافي الربح لسبع وعشرين شركة غير مالية من أصل ٨٢ شركة غير مالية مدرجة، سواء سلباً أم إيجاباً، بنسبة تزيد عن ٢٥% جراء الاستثمارات في الأوراق المالية والعقار. وقد يعزف المستثمر المؤسسي، وخاصةً الأجنبي عن الاستثمار في الأسهم الكويتية جراء عدم التركيز على الأنشطة الأساسية، بالإضافة إلى بلوغ متوسط الأسهم المطروحة للعامة في السوق (التعويم الحر) نسبة ٣٦,٨%.
- تعتبر نسبة الدين إلى حقوق الكلية مرتفعةً في دولة الكويت. في نهاية ٢٠١٥، كانت النسبة المجمعة ٨٤% للشركات الكويتية المدرجة (باستثناء البنوك) مقابل ٤٦% لجميع الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة. ومن أصل إجمالي قروض الشركات من البنوك، فإن ما نسبته ٣٧,٨% من تلك القروض تبلغ مدتها أقل من سنة واحدة.

- تعتبر مستويات المصرفيات الرأسمالية في ٢٠١٥ منخفضة مقارنةً بالأسواق الناشئة والمتقدمة، مما يشير إلى تدني الاستثمار في الأصول غير المالية في دولة الكويت.

وقد يشير - ضمناً - تباطؤ نمو القروض والتمويل وتدني مستويات المصرفيات الرأسمالية خلال السنوات القليلة الماضية إلى الزيادة في كل من المصرفيات الرأسمالية والطلب على الاقتراض على مدى السنوات المقبلة. وعليه، فمن المفترض أن تعمل البنوك حالياً عن كثب مع عملائها لاستكشاف البدائل المحتملة للتمويل، سواء المرتكزة على الأعمال المصرفية التجارية أو الاستثمارية.

وفي الوقت ذاته، يفترض أن تعمل إدارات خدمات الاستشارات للشركات في البنوك الكويتية عن كثب مع عملائها لمساعدتهم في إعادة التركيز على الأنشطة الأساسية وتقليل الرافعة المالية تحسباً لأي احتياجات في المستقبل لرصد الأموال بغرض الأنشطة الاستثمارية.

وأخيراً، ينبغي على البنوك أن تعمل عن كثب مع الجهات الرقابية لبحث تطور سوق الدين والصكوك في دولة الكويت، مع كافة المزايا التي يحققها. وينبغي على جميع الأطراف أن تنظر في إجراء مراجعة رسمية تتضمن تقييماً لتيسير ممارسة الأعمال في دولة الكويت، وكذلك البنية التحتية اللازمة، والتي قد تكون مطلوبة لتفعيل السوق الرئيسي والثانوي للدين.

إن الغرض من هذه الدراسة، التي أجريت بناء على طلب لجنة البحوث والدراسات في معهد الدراسات المصرفية، يتمثل في تقييم مدى جاذبية سوق المال في دولة الكويت لكل من المستثمرين المحليين والأجانب، بحيث يتم إلقاء الضوء على الفرص المتوفرة للمجتمع المصرفي الكويتي لإحداث مزيد من التطوير للأعمال المصرفية الاستثمارية استكمالاً للتركيز الحالي على الأعمال المصرفية التجارية. وفي الوقت الراهن، يسود العمل المصرفي النظام المالي بشكل عام.

إن زيادة استخدام أسواق المال لرصد التمويل، والتي تعرف بتقليل استخدام الوساطة، تمثل السمة المميزة للتنمية المالية لأية دولة. وهناك العديد من المزايا المرتبطة بهذا الأمر، وهي على النحو التالي:

- كلما ازداد تنوع وتغيير أساليب الجمع بين المقرضين والمقترضين، كلما ازداد احتمال حصول الشركات المتوسطة والكبرى - التي تتطلع إلى الاستثمار في المشروعات الجديدة - على رؤوس الأموال.
- توفر أسواق الدين السائل المالية أداة لمقارنة أسعار الفائدة عبر مختلف الفترات الزمنية، مما يتيح توزيع رأس المال في الاقتصاد بصورة أكثر كفاءة وحكمة.
- يمكن للبنوك تنويع مصادر الإيرادات والمخاطر في محافظها المصرفية.
- يستطيع المستثمرون تنويع محافظهم المحلية بعيداً عن الأسهم والعقار.
- يمكن للحكومة أن تصدر سندات مقومة بالدينار الكويتي للمستثمرين المحليين غير المصارف، مما يوفر مصدراً محلياً إضافياً للتمويل غير المصحوب بالتضخم.
- بالإضافة إلى إنعاش سوق الأسهم المالية، يمكن للحكومة أن تنظر في عملية إدراج المشروعات المملوكة للحكومة، مما يؤدي إلى رصد الأموال وضخ نظام القطاع الخاص في أعمال الإدارة اليومية.

وأثناء إجراء البحث، اتضح لنا أن هناك رباحاً معاكساً قويةً تواجه نشاط الأعمال المصرفية الاستثمارية في دولة الكويت، بل والقطاع المصرفي بشكل عام. ولا شك - على سبيل المثال - أن ضعف الاقتصاد المحلي، جراء انخفاض أسعار النفط، كان له أثر سالب على الطلب من جانب الشركات على الأموال الخارجية.

ورغم ذلك، وبدلاً من التركيز على بيئة الاقتصاد الكلي ومدى تأثيرها على نمو الائتمان، فإن هذه الدراسة قد ركزت على عدد محدود من المسائل الهيكلية للميزانيات العمومية، والتي قد تشكل عراقيل أمام نمو سوق الدين والأسهم المالي الكويتي، بالإضافة إلى إضعاف نمو القروض المقدمة للشركات.

وترتكز هذه الدراسة على الإيمان بأن أسواق الدين والأسهم المالية الأكثر حيويةً، المدعومة من قبل البنوك التجارية، تمثل عنصراً هاماً لنجاح دولة الكويت في تحقيق رؤية ٢٠٣٥، والتي رسمها سمو أمير البلاد، الشيخ صباح الأحمد الجابر الصباح، حفظه الله، والتي "تهدف إلى تحويل دولة الكويت إلى مركز مالي وتجاري جاذب للاستثمارات، حيث يقود القطاع الخاص دفة النشاط الاقتصادي".^١

وقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة أقسام، على النحو التالي:

- القسم الأول: حالة بورصة الكويت
يقدم هذا القسم خلفيةً عن أسواق المال الكويتية من خلال بحث: ١- أداء ونشاط سوق الأسهم الرئيسي والثانوي خلال السنوات القليلة الماضية، ٢- إصدار السندات.

- القسم الثاني: أداء الشركات والحوكمة
نبحث في هذا القسم مدى جاذبية الشركات الكويتية للمستثمرين، سواء المحليين أو الأجانب، وذلك بناء على ربحيتها وتركيزها على الأنشطة الأساسية. وتحقيقاً لذلك، قمنا بتقييم الطلب على الأوراق المالية وأدوات التمويل الكويتية من المؤسسات المستثمرة.

- القسم الثالث: هيكل التمويل
يتطرق هذا القسم إلى متطلبات التمويل للشركات الكويتية المدرجة، بالنظر إلى تقييم كل من إمكانية النمو في عمليات التمويل التقليدية ومن خلال إصدار السندات والصكوك. ويركز هذا القسم بشكل أساسي على الطلب المحتمل في المستقبل على أدوات التمويل الكويتية.

القسم الأول: حالة بورصة الكويت القسم ١-١: النشاط الرئيسي في سوق الأسهم

غالباً ما يتم التغاضي عن حقيقة أن سوق الأسهم يلعب دوراً مزدوجاً. فمن الشائع أن يتم الربط بين أسواق الأسهم بدورها الثانوي، مما يمكن المستثمرين من شراء وبيع الأسهم في الشركات المدرجة.

إلا أن سوق الأسهم يمكّن الشركات أيضاً من رصد الأموال لتمويل الاستثمارات الجديدة أو لإيجاد أساس للأفراد والمؤسسات للتخارج من ممتلكاتها القائمة. وتمثل عمليات إدراج الشركات الجديدة وعروض الاكتتاب العامة الأولية والإيداعات الخاصة وحقوق الإصدار الأنشطة الرئيسية لسوق الأسهم، التي تعبر عن سلامة اقتصاد البلاد وسوق الأسهم وقطاع الشركات. فحين ترتفع الثقة في الاقتصاد، تميل أسواق الأسهم إلى تحقيق أداء جيد، وبالتالي غالباً ما يرتفع نشاط السوق الرئيسي.

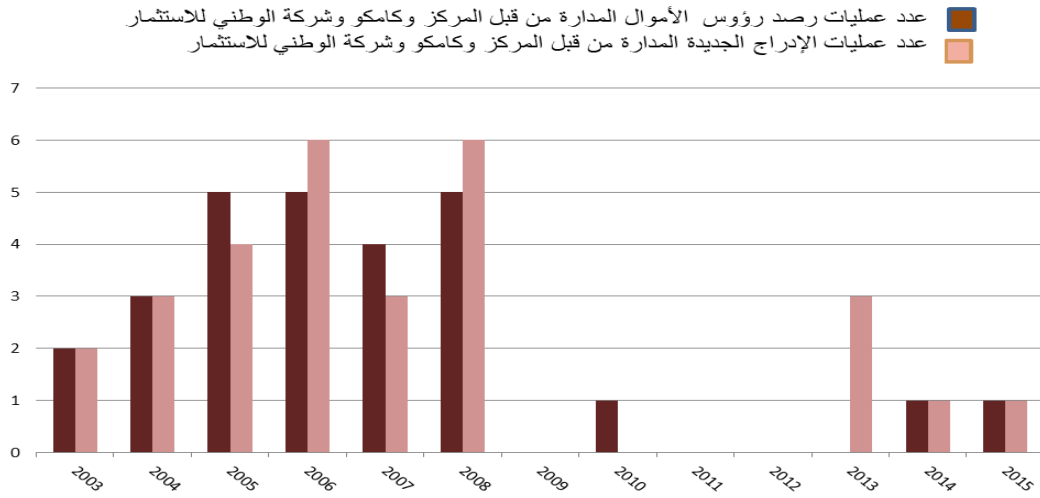
ورغم أنه من الشائع الحكم على حالة سوق أسهم معين بالنظر إلى أدائه مؤخراً، فمن الصحيح أيضاً تقييمه بالقدر الذي يعمل فيه على تسهيل نشاط السوق الرئيسي.

يوضح الرسم البياني رقم (١) أدناه أنه رغم وجود بعض النشاط في السوق الرئيسي خلال السنوات الثلاث الماضية، فإن مستوى النشاط المسجل من قبل ثلاثة بيوت خبرة رئيسية، وهي: المركز، وشركة الوطني للاستثمار (إن بي كي) وكامكو، يظل أقل من المستوى الذي ساد ما بين عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٨.

ويتتبع الرسم البياني رقم (٢) أدناه قيمة رأس المال الجديد الذي تم رصده لبورصة الكويت من خلال حقوق الإصدار، فإن عروض الاكتتاب الأولية العامة والإيداعات الخاصة تعبر عن حالة تنطوي على وعود أكبر بصورة طفيفة. وعلى أي حال، تجدر الإشارة إلى أن قيمة المعاملات في ٢٠١٤ و٢٠١٥ تتعلق بشركة واحدة في كل سنة على التوالي: بنك برقان في ٢٠١٤ (الذي رصد رأس المال استجابةً إلى حد كبير إلى المتطلبات الرقابية لبازل ٣) وميزان القابضة في ٢٠١٥.

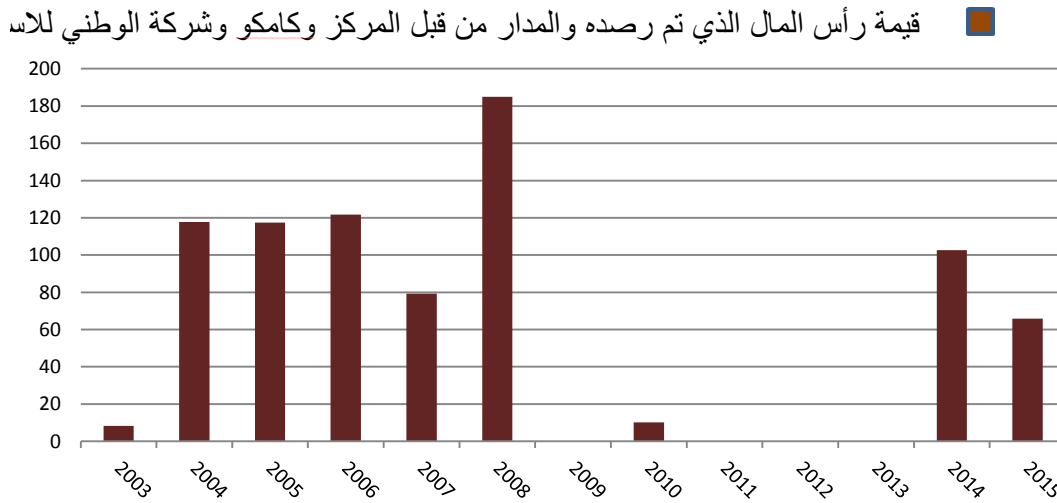
وبالنظر إلى الرسمين البيانيين معاً، نجد أنه من المقبول استنتاج أن نشاط السوق الرئيسي ظل ساكناً منذ نشوء الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، وأن سوق الأسهم - على الأقل حالياً - لم يتم النظر إليه بصورة إيجابية من قبل الشركات باعتباره مكاناً لرصد رؤوس أموال جديدة.

الرسم البياني رقم (١): لا يزال نشاط أسواق أسهم رأس المال في ثلاثة بنوك استثمارية رئيسية ساكناً



المصدر: المواقع الإلكترونية لشركات المركز وكامكو والوطني للاستثمار

الرسم البياني رقم (٢): لا تزال قيمة رأس المال الذي تم رصده منخفضة بالمقاييس التاريخية ومعتمدةً على مصادر مفردة



المصدر: المواقع الإلكترونية لشركات المركز وكامكو والوطني للاستثمار

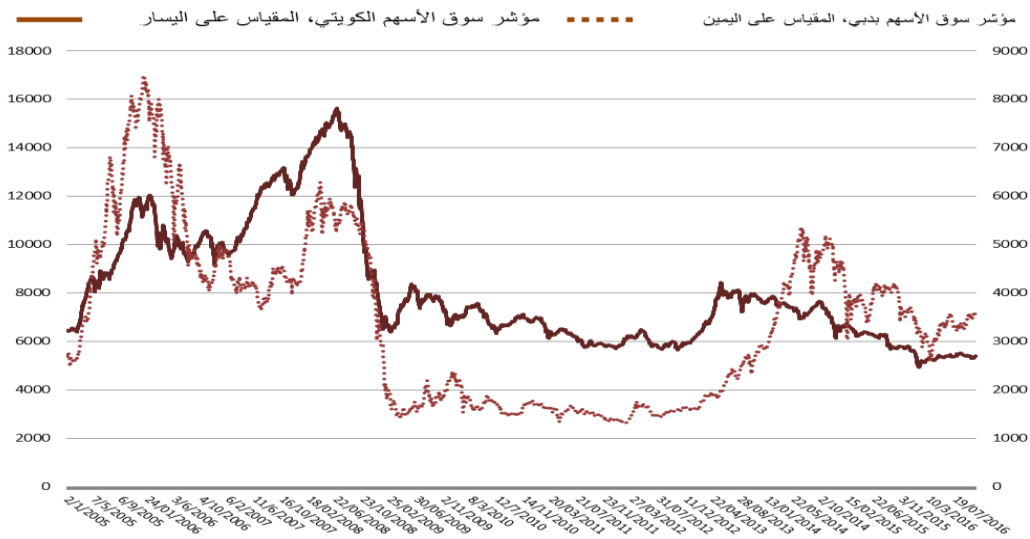
القسم ١-٢: النشاط الثانوي في سوق الأسهم

يعكس الرسم البياني رقم (٣) وضعاً مماثلاً، فمنذ الأزمة المالية، مع ارتداد طفيف في عام ٢٠١٣، استمر المؤشر في التضاؤل، مع نزعة يبدو أنها ضئيلة لدى المستثمرين إلى إعادة توزيع الأموال بصورة كبيرة على الأسهم الكويتية.

إن تضمين المؤشر العام لأسواق دبي المالية في الرسم البياني يوفر سياقاً إقليمياً. فرغم أن سوق الأسهم الكويتي ليس وحده الذي ظل قابلاً في أقل من المستويات المرتفعة التي أمكن الوصول إليها قبل الأزمة المالية، نظراً إلى تقلباته المرتفعة، فقد وفر سوق دبي - على الأقل - للمستثمرين فرصاً أكثر لتحقيق أرباح كبيرة منذ أدنى مستويات تم تحقيقها. وبينما لا يزال السوق الكويتي في مرحلة اختبار القوانين الجديدة، فقد وصل سوق دبي - حتى كتابة هذه الدراسة - إلى ٢٥٠% من أدنى مستويات بلغها.

ولعل مستوى حجم التعامل اليومي يدعو إلى القلق أكثر من مؤشر سوق الأسهم، حيث يظل حجم التعامل قابلاً تحت الضغوط بالمقاييس التاريخية. ويوضح الرسم البياني رقم (٤) أدناه متوسط الحركة لمدة ٩٠ يوماً لقيمة المعاملات اليومية لجميع الأسهم المدرجة في بورصة الكويت. أما قيمة التداول اليومي فتبلغ نسبتها حوالي عشر ما كانت عليه في أوائل عام ٢٠٠٥.

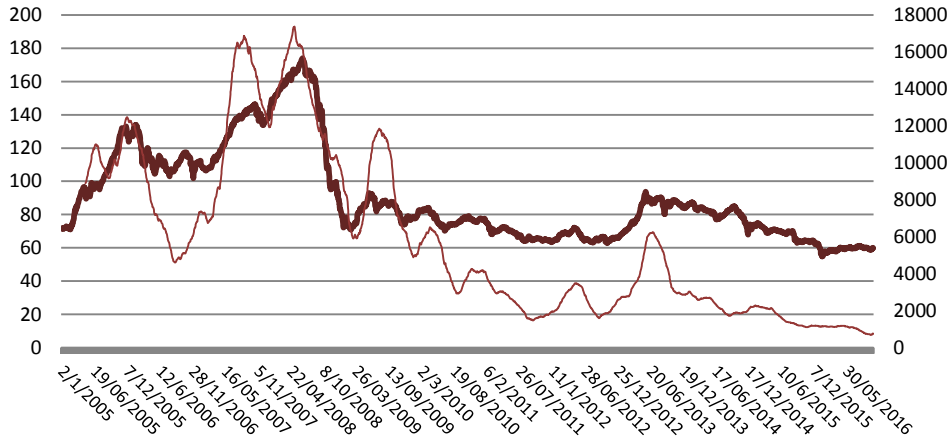
الرسم البياني رقم (٣): أعلى مستويات كل من مؤشر الكويت ودبي للأوراق المالية منذ ٢٠٠٨



الرسم البياني رقم (٤): سوق الكويت للأوراق المالية: انخفاض حجم التعامل ومؤشر السوق مقارنةً بالسنوات العشر الماضية

_____ قيمة حجم التعامل اليومي للسوق، متوسط الحركة لمدة ٩٠ يوماً، مليون د.ك.

_____ مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، الإغلاق اليومي

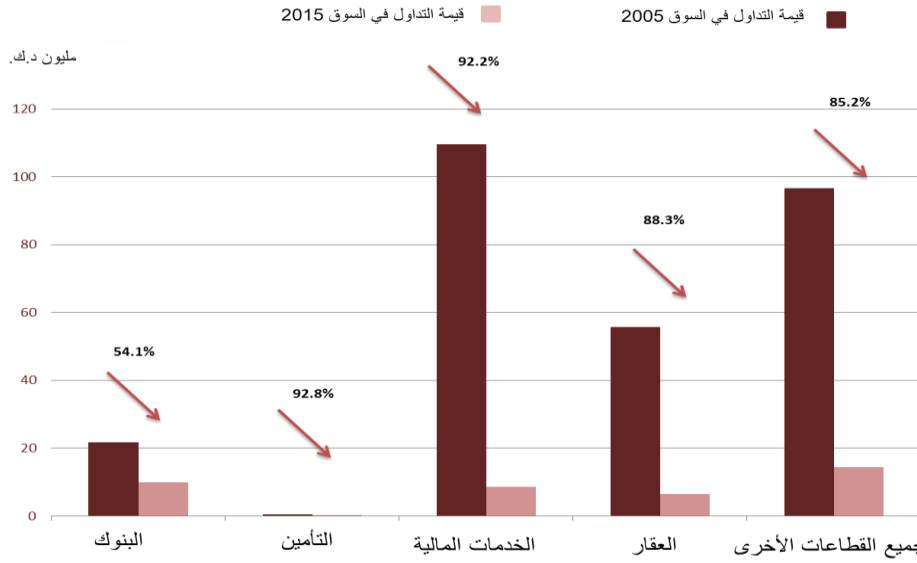


المصدر: بورصة الكويت

ويقدم الرسم البياني رقم (٥) أدناه تقسيماً قطاعياً للتغيرات في معدل دوران السوق. فهو يوضح، على سبيل المثال، أن انخفاض حجم التداول في أسهم البنوك كان أقل بكثير من القطاعات الأخرى، بنسبة ٥٤,١%، وذلك بمقارنة عام ٢٠٠٥ بعام ٢٠١٥. كما يوضح أن قطاع الخدمات المالية كان الأكثر تأثراً، حيث انخفض حجم التداول بنسبة ٩٢,٢% في عام ٢٠١٥ مقارنة بعام ٢٠٠٥.

ومن الواضح أن الثقة في قطاع الخدمات المالية قد تأثرت بشدة بالأزمة المالية، وهو ما ينعكس في الانخفاض الهائل في حجم التداول. وبافتراض بقاء العوامل الأخرى دون تغيير، شهدت جميع قطاعات السوق الأخرى، باستثناء البنوك، انخفاضاً في حجم التداول بنسبة ٨٠% أو أكثر. يتطرق القسمان الثاني والثالث من هذا التقرير إلى بعض الأسباب المحتملة لتراجع حجم التداول، بالإضافة إلى بعض الإجراءات التصحيحية المحتملة التي قد تحفز ثقة المستثمرين، مما يتيح تنشيط السوق وتفعيل قطاع الأعمال المصرفية الاستثمارية.

الرسم البياني رقم (٥): الخدمات المالية أكبر مساهم في انخفاض حجم التداول في السوق



المصدر: بنك الكويت المركزي

وفي ظل ضعف بيئة التداول، جاء تركيز نشاط السوق على عدد محدود من الشركات. فعلى سبيل المثال، ووفقاً لبيانات بورصة الكويت في ١ نوفمبر ٢٠١٦، فإنه من أصل ١٨٣ سهم متاح للتداول، لم يسجل ٧٥ سهماً منها أي حجم تداول على الإطلاق، وتم تداول ٧٦ سهماً بقيمة تقل عن ٥٠,٠٠٠ د.ك. وتم تداول ٢٠ سهماً فقط بقيمة تزيد عن ١٠٠,٠٠٠ د.ك.، بما يعكس ٨٠,٨% من إجمالي القيمة في ذلك اليوم. أما أكثر خمسة أسهم متداولة فقد شكلت ٤٩,٥% من إجمالي قيمة التداول. وبلغ متوسط القيمة المتداولة لتلك الأسهم ٨٣٥,٦٤٥ د.ك.، أي نحو ٢,٨ مليون دولار.

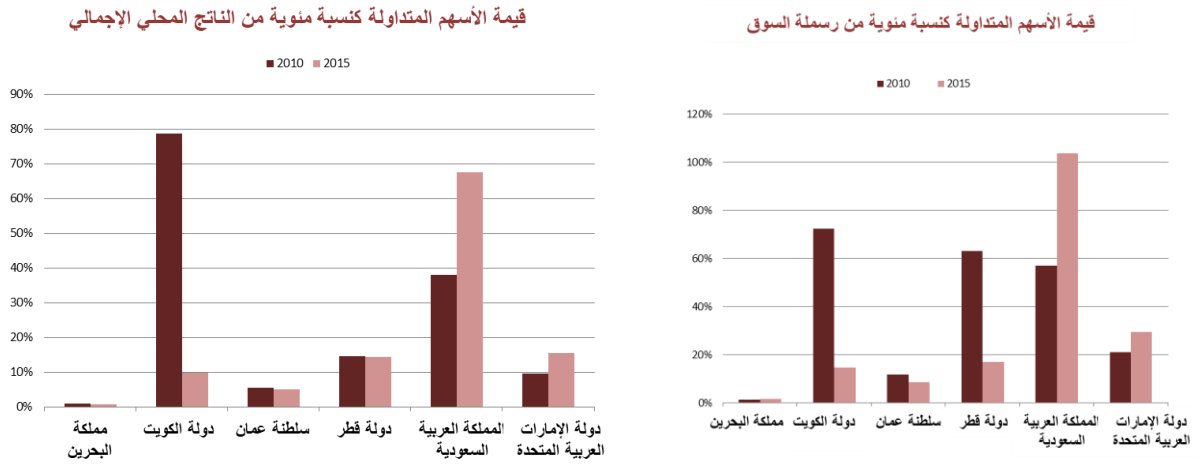
ويبدو أن المستثمرين الأجانب الساعين إلى الاستحواذ على حصص هامة في الشركات الكويتية لن ينجذبوا إلى السوق الذي يقل فيه حجم التداول اليومي، حتى لأكثر الشركات نشاطاً، عن ٣ مليون دولار. وعلى أي حال، فإن استثمار ٢٠ مليون دولار قد يطغى على التداول لنحو ٧ أيام.

القسم ١-٣: سيولة سوق الأسهم في سياق مجلس التعاون الخليجي

رغم الأداء غير القوي لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي منذ الأزمة المالية - أنظر الرسم البياني رقم (٣) - وكما يوضح الرسم البياني رقم (٦)، فإن دولة الكويت شهدت وضعاً استثنائياً مقارنةً ببقية دول المجلس، حيث تعرضت لانخفاضات حادة في حجم التداول في السوق.

وتشير هذه البيانات إلى أنه قد تكون هناك أسباب هيكلية أكثر منها تتعلق بدورات التداول، على المدى الطويل، لضعف سوق الأوراق المالية في دولة الكويت، وذلك حسب ما تم التطرق إليه في القسمين الثاني والثالث من هذه الدراسة.

الرسم البياني رقم (٦): تراجع سيولة سوق دولة الكويت بقدر أكبر من نظيراتها في دول مجلس التعاون الخليجي



المصادر: بورصة الكويت، بنك الكويت المركزي، بلومبيرغ، البنك الدولي^٢

القسم ١-٤: نشاط أسواق الدين المالية

لا تستطيع الشركات الكويتية حالياً إصدار سندات مقومة بالدينار الكويتي للمستثمرين المحليين، والتي يمكن تداولها لاحقاً في سوق ثانوية رسمية. وفي دول مجلس التعاون الخليجي، لا يوجد إلا في دبي وسلطنة عمان أسواق دين مالية عاملة؛ رغم أن المملكة العربية السعودية تنظر حالياً في إنشاء هذا السوق.

ولا يؤدي عدم وجود سوق محلي إلى منع الشركات الكويتية من إصدار سندات دين أو صكوك. وبالإضافة إلى ذلك، يرى بعض الفعاليات الهامة في الكويت، بمن فيهم رئيس مجلس إدارة البنك التجاري، أن تواجد سوق دين محلي يمثل خطوة أولى مهمة تمهيداً لإمكانية إصدار الديون السيادية على المستوى العالمي.^٣

وكما يوضح الجدول رقم (١) فإن عدداً من الشركات الكويتية لديها إصدارات سندات قائمة حالياً مقومة بالدينار الكويتي وكذلك سندات دولة. إلا أن هناك عقبات كبرى تحول دون وجود سوق محلي للسندات. فبدون تلك السوق، قد يحدث ما يلي:

- وجود صعوبة أكبر في الحصول على مشتريين للإصدارات الجديدة من السندات المقومة بالدينار الكويتي، مع احتمال ارتفاع التسعير إلى مستويات أعلى.
- اضطراب مصدري الديون القابلة للتداول إلى قبول مخاطر العملات أو التكاليف المرتبطة بتحوط العملات.
- مواجهة الشركات الأصغر حجماً، والتي تقل فيها إمكانية إصدار سندات دولية، لمعوقات في خيارات التمويل.
- انخفاض قدرة المستثمرين الكويتيين على تنويع محافظ استثماراتهم المحلية لأكثر من الأسهم والعقار.
- عدم وجود منحى عوائد للدين الكويتي. ففي الأسواق المالية الناضجة، توفر منحنيات العوائد أداة هامة لتسعير المخاطر، وتسهيل قيام واضعي السياسات بتقييم الأوضاع الاقتصادية وأحوال السوق.

الجدول رقم (١): العدد القليل من السندات القائمة للشركات الكويتية

تاريخ الإصدار	الحجم والعملة	جهة الإصدار
٢٠١٦/٠٩/٠٧	500,000,000 دولار أمريكي	بنك برقان
٢٠١٦/٠٥/١٠	250,000,000 دولار أمريكي	بنك بوبيان
٢٠١٦/٠٣/١٤	450,000,000 رينغيت ماليزي	مؤسسة الخليج للاستثمار
٢٠١٦/٠٣/٠٨	500,000,000 دولار أمريكي	شركة مشاريع الكويت (كيبكو)
٢٠١٥/٠٤/٠١	700,000,000 دولار أمريكي	بنك الكويت الوطني
٢٠١٤/٠٩/٢٣	500,000,000 دولار أمريكي	بنك برقان
٢٠١٤/٠٧/٢٣	250,000,000 دولار أمريكي	كويت إنرجي
٢٠١٤/٠١/٣٠	500,000,000 دولار أمريكي	شركة مشاريع الكويت (كيبكو)
٢٠١٢/١١/٢١	500,000,000 دولار أمريكي	مؤسسة الخليج للاستثمار
٢٠١٢/٠٥/٢٩	117,000,000 رينغيت ماليزي	مؤسسة الخليج للاستثمار
غير متوفر	2,000,000,000 دولار أمريكي	مشاريع الكويت (متنوعة)
غير متوفر	229,249 دينار كويتي	مشاريع الكويت (متنوعة)
٢٠١١/١٢/١٩	22,000,000 دينار كويتي	المركز المالي الكويتي (المركز)
٢٠١٥	2,575,000 دينار كويتي	شركة تمويل الإسكان
٢٠١٣/٠٦/٢٤	60,000,000 دينار كويتي	شركة العقارات المتحدة
٢٠١٢/٠٤/١١	21,131,621 دينار كويتي	الارجان للتطوير العقاري

المصادر: البيانات المالية للشركات، قاعدة بيانات الإصدارات

وكما هو موضح في الجدول رقم (١)، وكما في تاريخ كتابة هذا التقرير، توجد ١١ مؤسسة فقط لها إصدارات سندات قائمة. وتعتبر البنوك أكبر الجهات المصدرة. فقد أصدر كل من بنك برقان وبنك الكويت الوطني "أوراق مالية رأسمالية" لأسباب رقابية. أما إصدارات المؤسسات الأخرى فهي مالية بطبيعتها، باستثناء كويت إنرجي.

ويتعين على الشركات المالية بشكل خاص، ومن الناحية النظرية، أن تنتظر إلى السندات على أنها مصدر هام من مصادر التمويل، وكمكان جيد لاستثمار السيولة الفائضة، الأمر الذي يساعد تلك الشركات على تحسين عملية الموازنة بين فترات الموجودات والمطلوبات الخاصة بها. وفي الواقع أنه نظراً إلى وجود عدد كبير من شركات الاستثمار في الكويت، سواء المدرجة أم غير المدرجة، فمن المتوقع أن يكون هناك اهتمام قوي بتأسيس سوق للدين، ووجود طلب كاف على أسواق الدين المالية لاستيعاب أدوات الدين. وباختصار، فإن تنمية أسواق الدين المالية قد يزود البنوك المحلية الراغبة في المشاركة أو في توسيع نطاق خدماتها المصرفية الاستثمارية بفرص هائلة في هذا الصدد.

إلا أنه في الواقع العملي، لا تزال الشركات الكويتية تعتمد على البنوك الكويتية للتمويل. ومن الواضح أن ذلك يعكس الافتقار إلى البنية التحتية المتعلقة بسوق الدين المالي. كما يعكس انخفاض أسعار الفائدة المتوفرة للشركات المقترضة. ففي عام ٢٠١٥، ووفقاً للبيانات المنشورة من بنك الكويت المركزي^٤، فإن ٧٥% من جميع التسهيلات الائتمانية قد تم تسعيرها بأقل من ٥%، في حين أن السندات ذات السعر الثابت والمقومة بالدينار الكويتي والمصدرة من مشاريع الكويت والمركز قد تم تسعيرها بين ٤,٧٥% و ٥,٦٥%.

وتعكس القروض التجارية الرخيصة نسبياً المنافسة بين البنوك على العملاء من الشركات والسيولة الفائضة في النظام المصرفي. ووفي ظل استمرار هذه الأوضاع، نتوقع أن تكون هناك ضغوط ضئيلة لتطوير سوق السندات مهما كانت منفعتها في تمكين دولة الكويت من توسيع نطاق دورها كمركز للخدمات المالية.

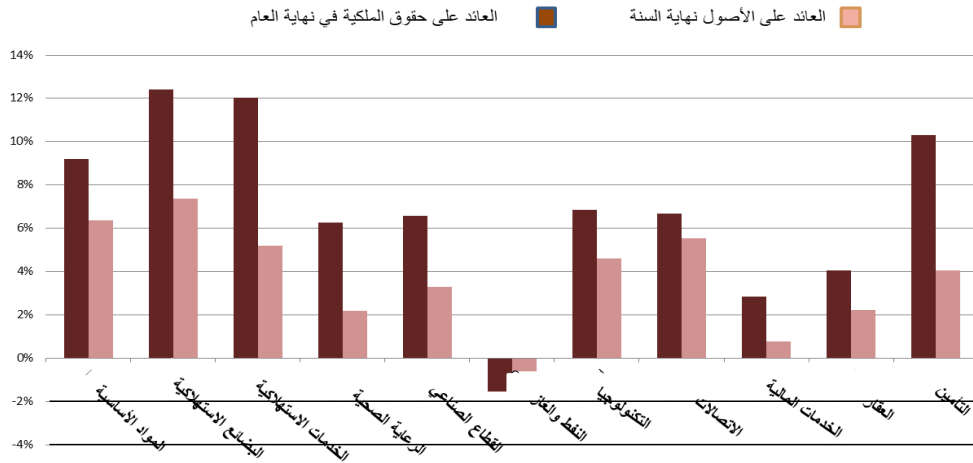
ورغم ذلك، نوصي أن تقوم البنوك بالعمل جنباً إلى جنب مع الجهات الرقابية لبحث تطوير سوق الدين أو الصكوك المالي في دولة الكويت، مع كافة مزاياه الحاضرة. ويتعين على جميع الأطراف النظر إلى إجراء مراجعة رسمية تتضمن تقييم عملية تسهيل الأعمال في دولة الكويت، وكذلك إيجاد البنية التحتية اللازمة لوجود السوق الرئيسي والثانوي للدين.

القسم الثاني: حالة الشركات المدرجة في الكويت

في نهاية عام ٢٠١٥، كان التداول في سوق الكويت للأوراق المالية - في مجموعه - يتركز على مضاعف السعر الدفترية ٠,٩٦ مرة.° بمعنى آخر، أنه وفقاً لحسابات معهد الدراسات المصرفية، كانت الرسملة المجمعة للشركات المدرجة في بورصة الكويت تعادل مجموع حقوق مساهميها تقريباً. وعلى سبيل المقارنة، كان التداول في سوق الأسهم الأمريكية في أوائل عام ٢٠١٦ يتم بسعر ٢,٥ ضعف السعر الدفترية.^٦ وبطبيعة الحال، توجد عدة عوامل مؤثرة على أداء السوق، من الاقتصاد الكلي والجانب السياسي، إلى البنية القانونية واتجاهات عوائد الأوراق المالية والتنبؤات بالعوائد القطاعية والنزعة إلى المخاطر. والعديد من تلك العوامل ربما كانت السبب في اختلاف الأداء بين دبي والكويت. إلا أن هذا القسم يهتم بشكل خاص على العوامل الأساسية للميزانية العمومية الهيكلية، مما قد يفسر أسباب التداول بناء على التقييم المنخفض.

وعلى وجه الخصوص، قد تعكس التقييمات المنخفضة للسوق المستويات المنخفضة نسبياً للربحية الأساسية والنمو، مقارنة بمعدلات العوائد المطلوبة للمستثمرين.^٧ ويتضمن الرسم البياني رقم (٧) بعض الأدلة على هذه الحالة. فقد سجل قطاعان فقط (باستثناء البنوك وشركات التأمين) عائداً على حقوق الملكية فاق ١٠%، بينما كانت نسبة العائد الكلي على حقوق الملكية ٦,٢% (أيضاً باستثناء البنوك وشركات التأمين). ولأغراض المقارنة، فإن متوسط العائد على حقوق الملكية في كافة القطاعات في الأسواق الناشئة يبلغ حوالي ١٠%.^٨ وبالإضافة إلى ذلك، ومع انخفاض أسعار النفط والعوائد المالية، يبدو أن توقعات المستثمرين على المدى القصير والمتوسط ستكون منخفضة.

الرسم البياني رقم (٧): جاءت مستويات الربحية في عام ٢٠١٥ مخيبة للآمال نسبياً



المصادر: بياناتي، البيانات المالية للشركات، بورصة الكويت

إن التوقعات الضعيفة للربحية والنمو توفر جزءاً من الصورة الشاملة للمشكلة، حيث إن تقييمات سوق الأوراق المالية تعكس أيضاً معدل العائد الذي يسعى إليه المستثمر، وهذا في حد ذاته مسألة تتعلق بأسعار الفائدة ومخاطر الدولة (السياسية والاقتصادية) وعوامل المخاطرة المرتبطة بحوكمة الشركات، بالإضافة إلى عوامل أخرى.

وفي القسمين التاليين، نلقي نظرة أكثر قرباً لمسائل الحوكمة، والتي قد تشكل سبباً في تدني نشاط المستثمرين في الكويت، مما يدفعهم إلى طلب معدل أعلى للعائد (أي أسعار منخفضة) قبل النظر في تخصيص جزء كبير من الأصول في الأسهم الكويتية.

القسم ٢-١: الشركات غير المالية المدرجة

يوضح الجدول رقم (٢) أن انخفاض التقييمات وانخفاض حجم التعامل في السوق بين الأسهم الكويتية للشركات غير المالية قد يعكس بعض القضايا المتعلقة بالحوكمة، مثل انعدام التركيز على عمليات النشاط الأساسية والفكرة السائدة بأن المساهمين الخارجيين يحظون بفرصة ضئيلة للغاية للتأثير في عملية اتخاذ القرار على مستوى الإدارة. ويبدو أن هذين العاملين قد يمثلان عنصراً محبطاً للمستثمرين الأجانب، وقد يدعو ذلك إلى استمرارية احتمال أن تظل الكويت مصنفة كسوق "حدي"، بدلاً من "ناشئ". (تجدر الإشارة إلى أن الارتقاء من وضع السوق الحدي إلى الناشئ قد يستلزم تدفقات كبيرة لرأس المال الأجنبي إلى الداخل).

الجدول رقم (2): كيف يؤثر تركيز الشركات غير المالية على الأنشطة غير الأساسية على العائد على الأصول، ٢٠١٥

	العائد على الأصول، باستثناء العقار والأوراق المالية والشركات الزميلة (العائد الأساسي على الأصول)	العائد الأساسي على الأصول بالإضافة إلى العقار والأوراق المالية	العائد الأساسي على الأصول بالإضافة إلى الشركات الزميلة	متوسط التعويم الحر
المواد الأساسية	6.4%	9.5%	7.2%	46.4%
البضائع الاستهلاكية	7.4%	9.9%	7.6%	23.7%
الخدمات الاستهلاكية	5.2%	7.1%	6.1%	38.2%
الرعاية الصحية	2.2%	3.0%	2.3%	19.7%
القطاع الصناعي	3.3%	3.1%	3.4%	41.7%
النفط والغاز	-0.6%	0.4%	-0.6%	42.5%
التكنولوجيا	4.6%	4.7%	4.6%	38.5%
الاتصالات	5.5%	5.7%	5.5%	43.6%

المصادر: بياناتي، البيانات المالية للشركات، بورصة الكويت

يوضح الجدول رقم (٢) أن الاستثمارات غير الأساسية التي تقوم بها الشركات غير المالية المدرجة في الكويت كان لها أثر سلبي بالغ على الربحية في عام ٢٠١٥. فعلى سبيل المثال، ومن خلال نزع الأصول والإيرادات المتعلقة بالاستثمارات في العقار والأوراق المالية والشركات الزميلة، ارتفع معدل العائد على الأصول المجمع لقطاع المواد من ٦,٤%، وهي النسبة المعلنة، إلى ٩,٥%.

وبمقارنة العمودين الثاني والثالث، يتضح أنه باستثناء قطاع واحد (الصناعي)، حققت كافة القطاعات الأخرى ربحية أسوأ مما يفترض أن تحققه نتيجةً لاستثماراتها في العقار والأوراق المالية. وفي بعض الحالات، كان الفرق هامشياً (التكنولوجيا والاتصالات)، ولكن في غالبية الحالات كان الفرق كبيراً.

وبصرف النظر عما إذا كانت تلك الاستثمارات تؤدي إلى زيادة أو خفض الربحية بشكل عام، فإن محافظ استثمارات الأعمال غير الأساسية ذات الحجم الكبير من شأنها إحداث حالة من عدم الوضوح للمستثمرين في محاولتهم التنبؤ بالأرباح المستقبلية. فعلى سبيل المثال، في عام ٢٠١٥، ومن أصل ٨٢ شركة غير مالية مدرجة تأثر صافي الربح لـ ٢٧ شركة منها (سواء سلباً أو إيجاباً) بأكثر من ٢٥% بسبب إيرادات الاستثمار من الأوراق المالية أو العقار. كما تعكس تلك الاستثمارات ارتفاع المخاطر المرتبطة بما يسمى "الهيكل الهرمية": فمثلاً، إن انخفاض أسعار أسواق الأوراق المالية، بسبب التأثير المباشر على الربحية، يمكن أن يؤدي إلى مزيد من الهبوط في سوق الأوراق المالية، مما يفضي إلى ربحية أسوأ، وهكذا.

كذلك، يوضح الجدول رقم (٢) أن الاستثمارات في الشركات الزميلة كان له أثر مماثل على الربحية في عام ٢٠١٥. وبمقارنة العمودين الثاني والرابع، يتضح أنه كان هناك قطاعان فقط (النفط والغاز والاتصالات) لم يكن للاستثمارات في الشركات الزميلة فيهما أثر على الربحية. وبطبيعة الحال، يدور الجدل حول ما إذا كانت الاستثمارات في الشركات الزميلة تمثل نوعاً من الاستثمارات يختلف عن تلك الاستثمارات المتعلقة بالعقار والأوراق المالية، وأنه من الخطأ تصنيفها كأنشطة "غير أساسية".

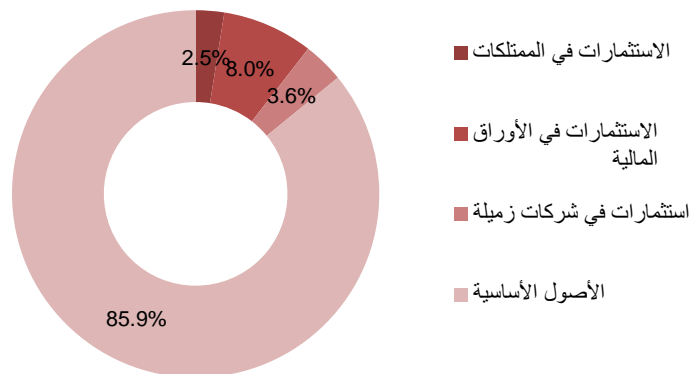
ورغم أن ذلك قد يبدو صحيحاً، فلا بد من الإشارة إلى أن المستثمرين الخارجيين قد يرون الاستثمارات في "الشركات الزميلة" على أنها مصدر لعدم وضوح الرؤية. وما لم تكن الشركة الزميلة مدرجة بصورة مستقلة، فلن تحظى بإمكانية الوصول إلى البيانات المطلوبة، وبالتالي تفقد القدرة على التنبؤ الدقيق بأرباح الشركة الزميلة في المستقبل. ومن المهم أيضاً أنها لن تكون قادرة على أن تقيس من واقع البيانات المالية الدور الذي تلعبه الشركة الأم في إدارة الشركة الزميلة. فعلى أية حال يسري وضع الشركة الزميلة على الشركة التي تزيد نسبة الملكية فيها عن ٢٠%، ولكن أقل من ٥٠%. ويجوز لإدارة الشركة الأم أن تدير الشركة الزميلة، أو أن يكون لها قدر ضئيل من السيطرة عليها، أو ربما لا تسيطر عليها بالمطلق.

وباختصار، قد يكون للشركات التي لها استثمارات كبيرة في الشركات الزميلة والأوراق المالية والعقار نظرة مستقبلية أكثر غموضاً، وقد يؤدي ذلك إلى إحجام المستثمرين عن الحصول على حصص ملكية فيها. ويعكس الرسم البياني رقم (٨) أدناه جميع الأصول المجمعة للشركات غير المالية، مما يتضح معه أن الأصول غير الأساسية بلغت نسبتها ١٤% من إجمالي أصول الشركات غير المالية في نهاية عام ٢٠١٥.

وتتمثل السمة البارزة الأخيرة للجدول رقم (٢) أعلاه في العمود الأخير الذي يوضح متوسط مستوى التمويل الحر في كل قطاع فرعي. ولجميع القطاعات الفرعية متوسط يقل عن ٥٠%، وفي حالتين هما البضائع الاستهلاكية والرعاية الصحية يقل المتوسط عن ٢٥%، وهو الحد الأدنى المتعارف عليه دولياً والذي يحظر إدراج الشركات التي تسجل مستوى أقل منه في البورصة الرئيسية. ويبلغ المتوسط عبر كافة الشركات غير المالية ٣٨,١%، بما في ذلك الشركات المالية غير المصرفية والبنوك (أي جميع الشركات الكويتية المدرجة)، ويرتفع المتوسط إلى ٤٤,٨%، أي أقل بكثير من ٦٣,٣%، وهو متوسط جميع الأسواق الناشئة.^٩

ومثل هذه المستويات المنخفضة من التمويل الحر، على غرار الميزانيات العمومية التي تتضمن حجماً كبيراً من الاستثمارات غير الأساسية، تعد بمثابة عوامل محبطة للمستثمرين. فكلما انخفض التمويل الحر كلما كان صعباً على المستثمر المؤسسي تحقيق وضع هام ذي مغزى. كذلك، يجب أن يكون لدى المساهمين فهم واضح لمن يسيطر على النشاط وأن يكون لهم صوت في قرارات الشركة. وقد تتضمن التعويمات الحرة المنخفضة السيطرة من قبل المجموعات التي لا تتماشى دوافعها بالضرورة مع المؤسسات المساهمة.

الرسم البياني رقم (8): الأصول غير الأساسية للشركات غير المالية



المصادر: بياناتي، البيانات المالية للشركات

القسم ٢-٢: الشركات المالية غير المصرفية المدرجة (باستثناء قطاع التأمين)

رغم أن العديد من شركات الخدمات المالية لها استثمارات في العقار، وللكثير من الشركات العقارية استثمارات في الأوراق المالية، فقد قمنا بتصنيف كل شركة في القطاع الذي يطابق نشاطها الذي تركز عليه، وذلك حسب المعلن في ميزانيتها العمومية. ونتيجةً لذلك، ووفقاً لتحليلنا^١، كان قطاع الشركات المالية غير المصرفية لبورصة الكويت يتألف في نهاية ٢٠١٥ من ٤٤ شركة خدمات مالية، و٤١ شركة عقارية.

وتلخيصاً للنتائج، أعلنت كل من شركات الخدمات المالية والشركات العقارية أرباحاً منخفضةً في عام ٢٠١٥، وكما هو الحال في بقية الشركات الكويتية المدرجة، فهي تخصص أجزاء كبيرة من مواردها للأصول غير الأساسية. كما حقق كلا القطاعين مستويات منخفضة من التعويم الحر: فقد بلغ متوسط التعويم الحر لشركات الخدمات المالية ٥٢,٤%، والشركات العقارية ٤٩,٦%.

• شركات الخدمات المالية

باستثناء شركة التسهيلات التجارية وشركة مشاريع الكويت، وهما شركتنا إقراض، فإن الشركات المتبقية، والبالغ عددها ٤٢ شركة، تستثمر في الأوراق المالية والعقار والشركات الزميلة (والتي هي عبارة عن بيوت استثمار في كثير من الحالات). وفي الواقع أن هذا القطاع، الذي تبلغ نسبته ٢٣% من جميع الشركات الكويتية المدرجة، يقدم للمستثمرين فرصاً للاستثمار في قطاع إدارة الصناديق الكويتي. ومن غير المعتاد لسوق الأوراق المالية أن يتوجه بهذا الثقل نحو قطاع الاستثمار. وبصفة عامة، فإن المستثمرين في سوق الأوراق المالية (وخاصةً المستثمرين الأجانب) سيتطلعون نحو استثمار أموالهم بدلاً من شراء أسهم في الشركات التي تستثمر الأموال بالنيابة عنهم.

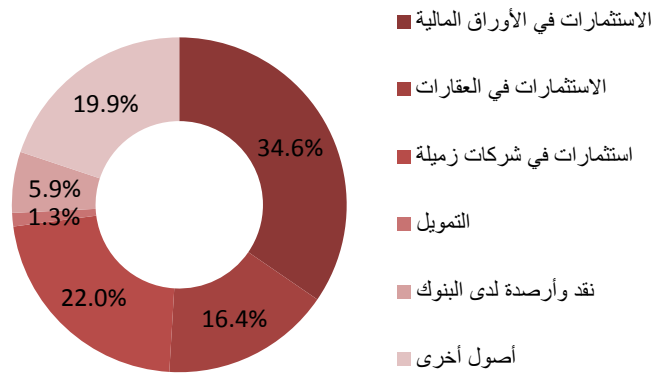
يوضح الرسم البياني رقم (٩) أدناه مجموع كافة أصول شركات الخدمات المالية، باستثناء الشركتين المقترضتين المذكورتين أعلاه.

ويؤدي كبر حجم قطاع إدارة الصناديق مخاوف من جانب الجهات الرقابية الموكلة إليها مراقبة المخاطر المنتظمة، حيث إن الاستثمار المباشر، عبر شركة مدرجة، قد يطرح الرافعة المالية في محفظة الاستثمار. ويتخلص هذا الوضع في الكويت على النحو التالي: تبلغ النسبة المجمعة للدين إلى حقوق الملكية لشركات الخدمات المالية (باستثناء الشركتين المقترضتين المذكورتين أعلاه) ١٠٠%، ولكل دينار من الاستثمار الممول من قبل المساهمين، يتم تخصيص دينار آخر من قبل الدائنين.

وفي ظل انخفاض الربحية إلى الصفر (في عام ٢٠١٥، وباستثناء الشركتين المقترضتين المذكورتين، بلغ معدل العائد على الأصول ٠,٠٢%، ومعدل العائد على حقوق الملكية ٠,٠٤%)، فلا غرابة إذا علمنا أن اهتمام المستثمر (التي يتم قياسها بحجم التعامل - أنظر الرسم البياني رقم (٥)) في هذا القطاع قد تلاشى. وفي الواقع أن هذا القطاع ظل يعاني من دورة اقتصادية في غاية الصعوبة، حيث يؤدي ضعف أداء سوق الأسهم إلى تدهور قيمة محفظتها المحلية، مما يؤدي إلى ضعف الأرباح وضعف أداء سوق الأسهم.

ومن شأن الزيادة في أسعار النفط وتحسن اتجاهات النشاط العالمي، بالإضافة إلى وجود علامات على تخفيف التوترات الإقليمية والعالمية، أن تؤدي إلى التعجيل بإيجاد الاهتمام لدى المستثمرين، الأمر الذي قد يشكل عنصراً إيجابياً مضاعفاً - حسب الشرح الوارد أعلاه - لتزويد قطاع الخدمات المالية برافعة مالية بنسبة ١٠٠%. وبافتراض بقاء العوامل الأخرى كما هي، فإن الأرباح على المدى القصير لن تساهم كثيراً في القضاء على المخاوف المستمرة والناجمة عن وجود هذا القطاع الاستثماري الذي يتضمن الكثير من الشركات المدرجة. وفي ظل هذا الوضع، فمن المقبول افتراض أن هذا القطاع لا يمثل منطقة نمو، سواء بالنسبة لإقراض الشركات أو تنمية أسواق الدين المالية.

الرسم البياني رقم (9): الخدمات المالية، الميزانية العمومية المجمعة، نهاية عام ٢٠١٥



المصدر: حسابات الشركات

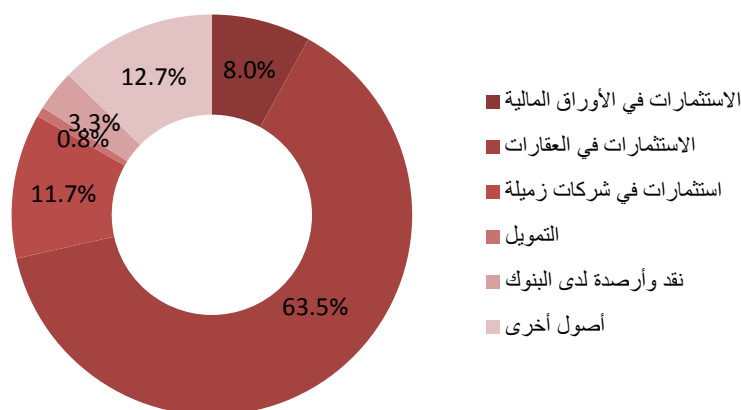
• الشركات العقارية

في نهاية عام ٢٠١٥، كان هناك ما مجموعه ٤١ شركة مدرجة يعمل السواد الأعظم منها في مجال العقار. وكما هو الحال في القطاعات الأخرى، أعلنت الشركات العقارية الكويتية أرباحاً أقل من نظيراتها

في الأسواق الناشئة. وفي عام ٢٠١٥، بلغت نسبة العائد الكلي على حقوق الملكية للقطاع ٤,١%، وكان متوسط ١,١٩٠ مطور عقاري وشركات عقارية عامة وتشغيلية وشركات خدمات عقارية في الأسواق الناشئة ٩,٢%. أما العائد على الأصول للقطاع الكويتي بأكمله فكانت نسبته ٢,٢%.

وعلى غرار الشركات الكويتية الأخرى، تحتفظ الشركات العقارية أيضاً بأصول لا تنتمي إلى الأنشطة الأساسية. وكما يوضح الرسم البياني رقم (١٠)، فإن الاستثمارات في العقارات، سواء كانت عن طريق التداول أو على المدى الطويل، شكلت ٦٣,٥% من إجمالي الأصول كما في نهاية ٢٠١٥. أما الاستثمارات في الأوراق المالية فقد شكلت ٨,٠%، بينما شكلت الاستثمارات في الشركات الزميلة ١١,٧%.

الرسم البياني رقم (10): الشركات العقارية، الميزانية العمومية المجمعة، نهاية عام ٢٠١٥



المصدر: حسابات الشركات

كذلك، وعلى غرار القطاعات الأخرى، تؤدي الاستثمارات في الأوراق المالية إلى تقلبات ولى صعوبة التنبؤ للمستثمرين الساعين إلى تقييم قدرة الإدارة في أنشطتهم الأساسية. وفي مواجهة ذلك، فإن أثر الاستثمارات في الأوراق المالية يعتبر ضئيلاً، وفي المجموع، لم يتمخض عن صافي خسائر الاستثمار إلا عن تخفيض صافي الإيرادات بواقع ٤% في عام ٢٠١٥. إلا أن هذا الرقم يخفي وراءه قدراً أكبر من التقلبات على مستوى كل شركة على حدة. فمن أصل ٤١ شركة عقارية مدرجة، تأثر صافي الربح بأكثر من ٢٥% (سواء إيجاباً أو سلباً) في ١٤ شركة منها.

القسم الثالث: هيكل التمويل

رغم وجود مسائل هيكلية تعيق تنمية أسواق المال في الكويت، فمن الأهمية بمكان أيضاً بحث مسألة الطلب على الاقتراض. وبدون الحاجة إلى التمويل والائتمان، تتضاءل الدوافع لتطوير أسواق مالية أكثر فاعلية أو لقيام البنوك بالابتكار والمنافسة ضمن عملية المواءمة بين المقرضين والمقرضين.

يوضح الجدول رقم (٣) أنه منذ عام ٢٠٠٩ كان نمو الائتمان للشركات أبطأ بكثير من نمو الائتمان الاستهلاكي والشخصي. أما الإقراض للمؤسسات المالية غير المصرفية فقد هبط بالفعل، بينما توقف الإقراض لشراء الأوراق المالية.

الجدول رقم (3): جاء نمو القروض إلى حد كبير من قطاع العائلات

نوع القرض	٢٠٠٩ مليون د.ك.	٢٠١٥ مليون د.ك.	معدل النمو السنوي المركب
التجارة	2,260.7	3,114.8	٥,٥%
الصناعة	1,500.9	2,035.8	٥,٢%
الإقراضات	1,786.7	1,953.3	١,٥%
المؤسسات المالية غير المصرفية	2,903.7	1,342.4	١٢,١-%
العقار	6,597.3	8,048.8	٣,٤%
القروض الاستهلاكية الشخصية	629.7	1,195.2	١١,٣%
القروض الشخصية المقسطة	4,565.5	9,339.4	١٢,٧%
شراء الأوراق المالية	2,826.6	3,115.4	١,٦%
أخرى	2,036.8	3,190.1	٧,٨%

المصدر: بنك الكويت المركزي

إن التقييم السليم للنظرة المستقبلية لنمو الائتمان في دولة الكويت يتطلب تحليلاً تفصيلياً للاقتصاد، وهو ما لا نبخته في هذا التقرير. وبدلاً من ذلك، نطرح سؤالين هيكليين على درجة كبيرة من الأهمية. ما هو مستوى الرافعة المالية للشركات الكويتية المدرجة حالياً، وما هي الاحتياجات التمويلية المدفوعة بالإنفاق الرأسمالي؟

وبينما تركز هذه الدراسة بشكل أساسي على أسواق المال، فإننا لا نعلق في هذا القسم على ما إذا كان يفترض تقديم هذا التمويل مباشرة من قبل البنوك أو من قبل أسواق المال (سواء من خلال الدين أو الأسهم).

القسم ٣-١: الرافعة المالية

يوضح الجدول رقم (٤) الرافعة المالية حسب القطاع في نهاية ٢٠١٥ لجميع الشركات الكويتية المدرجة. ومن أهم المسائل في هذا الصدد نسبة الدين إلى حقوق الملكية الواردة في العمود الأخير. ويبين الجدول، على سبيل المثال، أن قطاع الرعاية الصحية - في مجمله - حظي بأعلى رافعة مالية، حيث كانت نسبة الدين إلى حقوق الملكية لهذا القطاع ١٧٧,٦%. وكانت النسبة لقطاع المواد الأساسية ٤٤,٧%. وفي المجمل، كانت نسبة الدين إلى حقوق الملكية للشركات الكويتية المدرجة ٨٤,٠%. وهذا يعني أنه لكل دينار كويتي واحد من حقوق الملكية، كان هناك ٨٤ فلس من الدين. بمعنى آخر، أنه في نهاية ٢٠١٥ تم تمويل ٤٦% من إجمالي الأصول من خلال الدين، و ٥٤% عن طريق المساهمين (المدفوع في رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطيات).

وبينما لا يوجد ما يستدعي إطلاق التحذير بشأن هذا الرقم، فإن الرافعة المالية تعتبر أعلى بين الشركات الكويتية منها في الأسهم المدرجة في الأسواق الناشئة الأخرى. حيث بلغت نسبة الدين إلى حقوق الملكية في حقوق الملكية للأسواق الناشئة ٤٦%، وهي أقل بكثير من النسبة البالغة ٨٤% للكويت، و ٣٢% للأصول الممولة بالدين، وليس ٤٦%^{١٢}.

وبالنظر إلى هذه النتائج، فمن المقبول استنتاج أن المصادر المحلية للتمويل قد تم استخدامها بصورة شاملة من قبل الشركات الكويتية. وربما رأت بعض الشركات ميزة في إصدار السندات في المستقبل لتحل محل القروض المباشرة من البنوك، ولكن بصفة عامة، وبالنظر إلى المستويات الحالية للرافعة المالية، فلا يبدو أن المجتمع المصرفي سيشهد زيادة كبيرة في الطلب على الاقتراض من عملائه من الشركات.

الجدول رقم (٤): الافتقار إلى المتسع الهائل لمزيد من الاقتراض، بالمليون د.ك.

الافتقار من سوق الدين المالي	الافتقار من البنوك على المدى القصير	الافتقار من البنوك على المدى الطويل	الافتقار من البنوك على المدى القصير إلى الإجمالي	مطلوبات أخرى	القروض كنسبة مئوية من إجمالي المطلوبات	نسبة الدين إلى حقوق الملكية
0	18.1	145.4	11.1%	151.2	52.0%	44.7%
0	89.7	16.1	84.7%	329.9	24.3%	73.2%
0	4.5	2.7	62.9%	11.5	38.6%	51.5%
0	93.4	10.8	89.7%	105.7	49.6%	177.6%
0	13.7	369.4	3.6%	136.7	73.7%	146.1%
0	30.4	71.2	29.9%	46.3	68.7%	78.8%
0	8.1	2.6	75.8%	21.5	33.2%	50.9%
0	319.2	909.7	26.0%	1626.8	43.0%	119.7%
81.1	445.1	1146.3	28.0%	763.2	68.7%	82.8%
25.5	1057.5	753.7	58.4%	876.6	67.7%	65.6%
106.6	2079.7	3427.8	37.8%	4069.4	58.0%	84.0%

المصدر: البيانات المالية للشركات

ملاحظة: الخدمات المالية لا تشمل شركة مشاريع الكويت أو مجموعة التسهيلات التجارية

وبالإضافة إلى إيضاح نسب الرافعة المالية، يتضمن الجدول رقم (٤) معلومات حول تركيبة المطلوبات، حيث تمثل عمليات الاقتراض، في مجموعها، ٥٨% من إجمالي المطلوبات، مما يشير إلى أن تمويل رأس المال العامل والاقتراض من الأطراف ذات العلاقة يشكلان جزءاً كبيراً من تمويل الشركات الكويتية. كما تشمل المطلوبات الأخرى المخصصات لدفعات مكافأة نهاية الخدمة للموظفين عند مغادرة الشركة.

وأخيراً، يوضح الجدول درجة تركيز عمليات الاقتراض على التسهيلات لمدة سنة واحدة: حيث كانت نسبة ٣٧,٨% من إجمالي عمليات الاقتراض من البنوك مستحقة خلال سنة واحدة كما في نهاية ٢٠١٥، مع ملاحظة فروقات كبيرة بين القطاعات. وقد يمثل هذا الاعتماد الكبير على عمليات الاقتراض قصيرة الأجل سبباً لمخاوف الدائنين وجهات الإشراف المالي.

ورغم عدم وجود إشارة إلى الضغوط في الاقتصاد الكويتي، مع استمرار تمتع البنوك بالرسملة والمخصصات القوية، فإن الاعتماد الكثيف على التمويل قصير الأجل يؤدي إلى مخاطر بأن أية أزمة ائتمانية في المستقبل - رغم عدم احتمال حدوثها - قد تكون حادة، حيث إن البنوك قد تختار تخفيض انكشافاتها على وجه السرعة من خلال الإحجام عن تجديد القروض لأكثر من سنة. ورغم أن البنوك قد تعترض بأن التسهيلات قصيرة الأجل تمكنها من تحسين المواءمة بين موجوداتها ومطلوباتها، فإن مخاطر عدم المواءمة بين الموجودات والمطلوبات يمكن تخفيفها بصفة عامة بشكل أفضل من خلال التأكد من وجود احتياطات وأوراق مالية سائلة كافية.

القسم ٣-٢: النشاط الاستثماري الحقيقي

إن الاستثمار المخطط له في المرافق والمعدات والمباني وغيرها من الأصول الثابتة (بما فيها الأصول غير الملموسة) يمثل مصدراً أساسياً للطلب الجديد على الاقتراض. وترتكز محفظة الإقراض للشركات التي تشهد نمواً سليماً، أولاً وقبل كل شيء، على زيادة الاستثمار في الأصول الحقيقية، مقابل الأصول المالية.

يوضح الجدول رقم (٥) - حسب القطاع - نسبتين أساسيتين تستخدمان بشكل شائع لتقييم مستويات الإنفاق الرأسمالي: نسبة المصروفات الرأسمالية إلى الاستهلاك، ونسبة صافي المصروفات الرأسمالية إلى المبيعات. وتتطوي النسبة الأولى على استئجار ما إذا كان قطاع الشركات يعمل على زيادة أصوله الثابتة أم لا، حيث إن النسبة التي تزيد عن واحد صحيح - على سبيل المثال - تتضمن أن الإضافة إلى الأصول الثابتة تفوق وزناً "استخدام" (استهلاك) الأصول الموظفة حالياً في النشاط. أما نسبة صافي المصروفات الرأسمالية (المصروفات الرأسمالية ناقصاً أعباء الاستهلاك) إلى المبيعات فتشير إلى نسبة المبيعات المستخدمة لتوسيع نطاق قاعدة

الأصول الثابتة للشركة. وكلتا النسبتين تساعدان في مقارنة مستويات المصروفات الرأسمالية عبر الشركات أو القطاعات أو الدول.

ويستبعد الجدول رقم (٥) الخدمات المالية التي يتم تركيز الاستثمار فيها على شراء الأصول المالية.

الجدول رقم (٥): الإنفاق الرأسمالي

معدل دوران الأصول	صافي المصروفات الرأسمالية/المبيعات	المصروفات الرأسمالية/الاستهلاك	
0.2x	-0.7%	86.8%	المواد الأساسية
1.2x	1.2%	128.5%	البضائع الاستهلاكية
0.5x	4.6%	216.3%	الخدمات الاستهلاكية
0.8x	-1.0%	78.5%	الرعاية الصحية
0.1x	26.0%	196.6%	القطاع الصناعي
0.3x	9.3%	152.8%	النفط والغاز
0.9x	-0.8%	52.5%	التكنولوجيا
0.4x	6.2%	133.7%	الاتصالات
0.1x	38.4%	772.7%	العقار
0.3x	7.8%	165.3%	المجموع

المصدر: البيانات المالية للشركات، بورصة الكويت

وبشكل عام، تبلغ نسبة المصروفات الرأسمالية إلى الاستهلاك المجمعة للشركات الكويتية المدرجة (باستثناء البنوك وشركات الخدمات المالية وشركات التأمين) ١٦٥,٣%. وكما هو متوقع، تعتبر هذه النسبة أعلى بكثير في القطاعات التي تحظى بكثافة رأسمالية أكبر من القطاعات الأخرى، حيث يحظى قطاع العقار بأعلى نسبة إلى حد كبير. وبالنظر إلى النسبة المجمعة، يمكننا استنتاج أن الشركات الكويتية آخذة في الإضافة إلى قاعدتها الرأسمالية.

إلا أن نسبة المصروفات الرأسمالية إلى الاستهلاك تبدو منخفضة مقارنةً بالمقاييس العالمية، حيث تبلغ النسبة المجمعة لكافة القطاعات في الأسواق الناشئة ٣٧١,٥%، أي أكثر من ضعف النسبة في الكويت. وعلى المستوى العالمي، تبلغ النسبة ٢٤٥,٠%، وهي أيضاً أعلى بكثير منها في الكويت.^{١٣}

وفي مقابل ذلك، فإن صافي نسبة المصروفات الرأسمالية إلى المبيعات يرسم صورة أكثر إشراقاً، حيث تبلغ هذه النسبة للشركات الكويتية المدرجة ٧,٨%، أي أعلى من النسبة في الأسواق الناشئة والبالغة ٦,٤%، والنسبة العالمية البالغة ٦,٣%. وبافتراض بقاء العوامل الأخرى كما هي، وبالنظر إلى انخفاض نسب المصروفات الرأسمالية إلى الاستهلاك في الكويت، فإن نسبة صافي المصروفات الرأسمالية إلى المبيعات، المرتفعة نسبياً، قد تتعكس على مقام المعادلة: أي أن الجزء الأعلى من المبيعات يتوجه نحو الاستثمار في الأصول الثابتة أكثر مما ينبغي، مع تساوي كافة العوامل الأخرى، بسبب استخدام الأصول بلا كفاءة نسبياً. ورغم أن معدل دوران

الأصول (المبيعات مقسومةً على الأصول) يختلف بصورة كبيرة بين القطاعات، فإن حقيقة أن قطاعاً واحداً فقط (البضائع الاستهلاكية) حقق عائداً على الأصول في عام ٢٠١٥ أكبر من واحد صحيح (في حين جاء العائد أقل بكثير في معظم القطاعات الأخرى)، تشير إلى أن صافي نسبة المصروفات الرأسمالية إلى المبيعات في الكويت يعكس انعدام الكفاءة وليس المستويات المرتفعة نسبياً للمصروفات الرأسمالية.

وبصفة عامة، فإن المستويات المنخفضة نسبياً للمصروفات الرأسمالية في عام ٢٠١٥ توفر بيانات مؤيدة لأسباب تركيز البنوك التجارية خلال السنوات القليلة الماضية على تنمية محافظها الخاصة بالقروض الاستهلاكية والشخصية. وبقاء خطط الاستثمار في وضع السكون، فإن إدارات الخدمات المصرفية للشركات ستظل - على ما يبدو - تركز على تجديد التسهيلات الائتمانية والمنافسة بين بعضها البعض للفوز بالعملاء.

وحيثما كانت هناك رغبة في النمو القوي للاقتصاد وإنعاش النشاط الاستثماري، عندئذ سيكون هناك متسع كبير من الفرص للقطاع المالي الكويتي، وبالتالي ستحقق إدارات الخدمات المصرفية للشركات في البنوك أرباحاً واضحة. وفي الوقت ذاته، وبالنظر إلى ملائمة تمويل السندات للعديد من المشروعات الاستثمارية، فقد يطفو إلى السطح الكثير من فرص الأعمال المصرفية الاستثمارية، خاصةً في أسواق الدين المالية.

الخلاصة: الاستعداد لاقتناص الفرص في المستقبل

كان الغرض الأساسي من إجراء هذه الدراسة يتمحور حول تقييم مدى جاذبية أسواق المال الكويتية لكل من المستثمرين المحليين والأجانب، بحيث يتم إلقاء الضوء على الفرص المتاحة للمجتمع المصرفي الكويتي لتحقيق مزيد من التنمية لأعمال المصرفية الاستثمارية تكميلاً لتركيزها الحالي على الأعمال المصرفية التجارية. وأثناء مجريات البحث وكتابة هذه الدراسة، اتضح أن الهدف الأصلي للبحث كانه يفترض مسبقاً مستوى من التنمية لسوق المال غير واضح حالياً في دولة الكويت.

وكما يوضح القسم الأول، فلا يقتصر الأمر على الافتقار إلى سوق دين عامل في الكويت، بل إن سوق الأسهم اتسم بانخفاض الأسعار لعدة سنوات، وليس مع انخفاض المؤشر فحسب، بل أيضاً بانخفاض كبير في حجم التعامل. فقد قل الاهتمام بالاستثمار في الشركات الكويتية بصورة ملحوظة.

وفي القسم الثاني، تم بحث بعض أسباب انخفاض الاهتمام بأسواق المال. ويتمثل أحد تلك الأسباب في انخفاض الربحية. ورغم أن ذلك يعكس - دون شك - الدورة الاقتصادية، فيبدو أن هناك أيضاً عوامل هيكلية لعبت دورها. فعلى سبيل المثال، تعمل الشركات الكويتية المدرجة - في الغالب - على تخصيص الكثير من الأصول للأنشطة غير الأساسية، بينما تظهر قديراً ضئيلاً من الشفافية حول من يسيطر فعلياً على الشركة (مما ينعكس في انخفاض النسب المئوية للتعويم الحر). وفي هذا السياق، لا يبدو أن المستثمرين الأجانب لن يروا أية جاذبية للاستثمار في "الكويت".

وأخيراً، أشير في القسم الثالث إلى أن الطلب على الائتمان من المقترضين المرتقبين أو جهات إصدار السندات كان مقتصرًا على الميزانيات العمومية للشركات، والتي لها رافعة مالية كاملة، وليس لديها اهتمام بتشكيلة ثابتة لرأس المال. وهذا الموضوع الأخير قد يكون - في معظمه - مشكلة دورة اقتصادية. ومع افتراض بقاء العوامل الأخرى كما هي، فإن استخدام الأصول من الناحية التاريخية (انخفاض حجم التعامل في الأصول) قد يؤدي إلى تقويض الثقة في قدرة الشركات الكويتية على إصدار السندات لتمويل المشروعات الاستثمارية الممتدة إلى عدة سنوات.

ورغم أن العديد من الاستنتاجات الواردة في هذه الدراسة يمكن قراءتها بصورة سلبية، فمن الضروري النظر بعين التقدير إلى الفرص المتاحة للقطاع المصرفي الكويتي. وقد يشير تباطؤ نمو القروض للشركات وانخفاض مستويات المصرفيات الرأسمالية على مدى السنوات الماضية إلى زيادة المصرفيات الرأسمالية والطلب على الاقتراض خلال السنوات المقبلة. ويمكن للبنوك البدء الآن في العمل جنباً إلى جنب مع عملائها لاستكشاف خيارات التمويل المحتملة في المستقبل، سواء التجارية أم تلك المرتكزة على الأعمال المصرفية الاستثمارية.

وفي الوقت ذاته، يمكن لإدارة استشارات الخدمات المصرفية للشركات في كل بنك على حدة الإقدام على العمل مع عملائها من الشركات لبحث هيكل ميزانياتها العمومية، واقتراح سبل إعادة التركيز على الأنشطة الأساسية، بحيث يمكن تخفيض الرافعة المالية قبل بروز الحاجة في المستقبل لرصد الأموال بهدف تمويل النشاط الاستثماري الحقيقي. وباختصار، ينبغي على البنوك الكويتية الاستثمار الآن في تطوير خبراتها في كافة جوانب الاستشارات المقدمة للشركات، والخدمات المصرفية للشركات وأسواق الدين المالية، وذلك حتى تتخذ لها ولعملائها موطئ قدم لمواجهة التحولات في المستقبل.

- ¹ رؤية سمو الأمير http://www.da.gov.kw/eng/festival/vision_his_highness.php
- ² مؤشرات التنمية للبنك الدولي: أسواق الأوراق المالية #5.4 <http://wdi.worldbank.org/table/5.4#>
- ³ رويترز، الكويت تتطلب سوقاً ثانوية للدين، بنك إيكزيك، ٢٧ سبتمبر ٢٠١٦، <http://in.reuters.com/article/kuwait-debt-idIND5N1A401T>
- ⁴ بنك الكويت المركزي، النشرة الإحصائية الفصلية، الجدول ١٧: البنوك المحلية: أرصدة التسهيلات الائتمانية النقدية المستخدمة بالدينار الكويتي إلى المقيمين وغير المقيمين، حسب سعر الفائدة، <http://www.cbk.gov.kw/en/statistics-and-publication/statistical-releases/quarterly.jsp>
- ⁵ المصادر: بلومبيرغ، بياناتي، بورصة الكويت
- ⁶ دامودران أونلاين، http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- ⁷ يمكن اشتقاق نسبة السعر الدفترى الملائم من المعادلة التالية:
السعر الدفترى = معدل العائد على حقوق الملكية - نمو توزيعات الأرباح
تكلفة حقوق الملكية - نمو توزيعات الأرباح
- ⁸ دامودران أونلاين: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- ⁹ مرجع سابق.
- ¹⁰ مجاميعنا مختلفة بصورة طفيفة عن تصنيف بورصة الكويت. ويعود السبب في ذلك إلى تقييمنا بأن بعض الشركات "الموازية" هي في الأساس شركات عقارية أو شركات خدمات مالية وأن بعض الشركات العقارية تعتبر شركات خدمات مالية أكثر منها شركات عقارية، والعكس صحيح.
- ¹¹ دامودران أونلاين: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- ¹² مرجع سابق
- ¹³ مرجع سابق

نبذة عن المؤلف

يعكف الدكتور كريستوفر باين على إجراء البحوث لمعهد الدراسات المصرفية منذ ٢٠١٤. وقد عمل في السابق كمستشار اقتصادي أول في بلومبيرغ الحكومية، التي يقع مقرها في واشنطن دي سي، حيث أجرى العديد من الدراسات حول دود-فرانك، وبازل ٣، والسياسة النقدية والمالية الأمريكية. وقبل ذلك كان يتولى منصب نائب الرئيس للأسهم الآسيوية لدى جي بي مورغان في لندن، ومديرا لصندوق أسهم الأسواق الناشئة لدى إف آند سي لإدارة الأصول. وكان قد استهل مساره المهني لدى برايس ووترهاوس كوبرز، حيث تأهل كمحاسب قانوني. وهو حاصل على درجة البكالوريوس من جامعة كيمبردج، إنجلترا، ودرجتي الماجستير والدكتوراه من كلية لندن للاقتصاد. وكان أول كتاب له يحمل عنوان "المستهلك والائتمان والليبرالية الحديثة تحكم الاقتصاد الجديد" وهو يربط النظرية الاقتصادية بالسياسة النقدية والمصرفية في المملكة المتحدة والولايات المتحدة، مما أفضى إلى الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨.