



اتجاهات التمويل لدى شركات المساهمة السعودية

تأثرت فرص حصول شركات المساهمة العامة على القروض طويلة الأجل بصورة ملحوظة بسبب تردد البنوك التجارية في توفير التمويل اللازم، ما دفع الشركات إلى اللجوء إلى مصادر بديلة لسد العجز في التمويل أهمها الاقتراض من مؤسسات التمويل الحكومية وإصدار الصكوك. وقد توصلنا إلى هذه النتيجة عقب استعراض القوائم المالية السنوية لجميع شركات المساهمة البالغ عددها 143 بين عامي 2004 و2009. ورغم من أن الدراسة اقتصرت فقط على الديون طويلة الأجل لشركات المساهمة العاملة في المملكة، إلا أننا نعتقد أن نتائجها الرئيسية تنطبق على كافة القطاع الخاص.

● **هبوط القروض الجديدة من البنوك التجارية بصورة حادة:** دأبت الشركات المدرجة في سوق الأسهم على تأمين أكثر من نصف متطلباتها من التمويل طويل الأجل من البنوك المحلية، إلا أن هذا الوضع تغير مؤخراً بسبب تردد البنوك في الإقراض التي لم تتعدى مساهمتها في صافي التمويل طويل الأجل لشركات المساهمة العام الماضي نسبة 14 بالمائة.

● **ارتفاع القروض من مؤسسات التمويل الحكومية:** ارتفعت مساهمة مؤسسات التمويل الحكومية المتخصصة في المملكة، خاصة صندوق الإستثمارات العامة، في توفير القروض طويلة الأجل إلى شركات المساهمة العامة بهدف سد النقص في التمويل من البنوك المحلية. كذلك ازدادت أهمية قروض الحكومات الأجنبية والتي تتم عبر وكالات تمويل الصادرات كأحد مصادر التمويل.

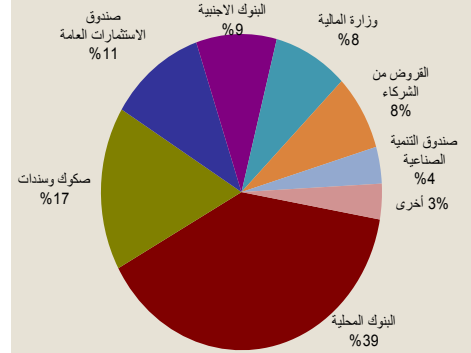
● **تنامي إصدارات الصكوك إلا أن دورها كأداة تمويل لا يزال متدنياً:** شكلت الصكوك العام الماضي أحد أهم مصادر الدين لشركات المساهمة وإن كانت الغالبية العظمى من الإصدارات من نصيب الشركات التي تمتلك فيها الحكومة نسبة كبيرة. وتعتبر مساهمة الصكوك في إجمالي القروض منخفضة، حيث لا يتجاوز معدل إجمالي الدين إلى حقوق المساهمين في المملكة ربع مستوياته في أسواق العالم الرئيسية.

● **تراجع التمويل بالأسهم بسبب أوضاع السوق:** هبط التمويل عن طريق الاكتتابات الأولية وإصدارات حقوق الأولوية خلال عام 2009 بسبب ضعف جاذبية سوق الأسهم، لكن هناك تحسن طفيف منذ بداية العام وحتى اللحظة الحالية.

● **تركز القروض على قطاعات معينة:** اتجهت معظم القروض إلى القطاعات التي تنخرط شركاتها في عمليات توسعة كبيرة، حيث تستحوذ ثلاث قطاعات هي البتروكيماويات والاتصالات والطاقة على أكثر من 80 بالمائة من حجم الديون القائمة طويلة الأجل إلى شركات المساهمة.

لكن لا نعتقد أن تبادل المواقع بين مصادر التمويل هذا يمثل تغيراً دائماً، حيث نتوقع عودة البنوك إلى الإقراض وانحسار الدعم من مؤسسات التمويل الحكومية بمجرد تحسن ظروف السوق. إلا أن الإقراض من البنوك لن ينمو بنفس الوتيرة التي شهدتها سنوات ما قبل عام 2009، ما يرجح استمرار شركات المساهمة في سياسة تنويع مصادر التمويل.

مصادر التمويل طويل الأجل (330 مليار بنهاية عام 2009)



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

محرر التقرير
قاسم عبدالكريم
مدير دراسات وأبحاث الأسهم
gabdulkarim@jadwa.com

أو

بول غامبل
رئيس الدراسات والأبحاث
pgamble@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com



مصادر التمويل طويل الأجل

اتضح لنا عقب استعراض القوائم المالية لجميع شركات المساهمة منذ عام 2004 أن إجمالي الدين طويل الأجل (الذي تربو فترة استحقاقه على العام) قد بلغ 333 مليار ريال بنهاية الربع الثاني من عام 2010 مرتفعاً من 58,8 مليار ريال في نهاية عام 2004. وقد شهدت قروض شركات المساهمة طويلة الأجل طفرة كبيرة عام 2007 حيث ارتفعت بنسبة 143 بالمائة لكن تباطأ نموها تبعاً عقب ذلك إلى 31 بالمائة عام 2008 ثم إلى 23 بالمائة عام 2009. أما خلال فترة الأشهر الستة الأولى هذا العام فلم يعدو ارتفاع إجمالي الدين طويل الأجل نسبة 1 بالمائة (3 مليار ريال). ويعزى التراجع الأخير في مستويات الإقراض إلى ارتفاع درجة الحذر بين مؤسسات التمويل من جهة وإلى حدة الأوضاع الاقتصادية التي أدت بدورها إلى تراجع الطلب على التمويل، هذا إضافة إلى أن معظم التمويل اللازم للعديد من المشاريع الضخمة خاصة في قطاع البتروكيماويات كان قد تم تأمينه قبيل بداية الأزمة المالية العالمية ما أدى إلى انحسار الطلب إلى التمويل خلال السنوات الأخيرة. وقد تراجعت الزيادة في صافي القروض طويلة الأجل بالقيمة المطلقة من 120 مليار ريال عام 2007 إلى 64 مليار ريال عام 2008 وإلى 62 مليار ريال عام 2009.

كانت شركات المساهمة تؤمن معظم قروضها طويلة الأجل من البنوك المحلية التجارية، حيث بلغت مساهمة تلك البنوك بنهاية عام 2009 نحو 130 مليار ريال من إجمالي الديون القائمة طويلة الأجل لشركات المساهمة، أي ما يعادل 45 بالمائة من إجمالي محفظة القروض طويلة الأجل لدى البنوك (تمثل القروض المتوافقة مع الشريعة نحو 30 بالمائة منها). لكن السنوات الأخيرة شهدت تضاول دور البنوك المحلية في توفير التمويل، حيث لم يتجاوز ما قدمته هذه البنوك من صافي القروض الجديدة إلى شركات المساهمة في عام 2009 نسبة 14 بالمائة كما تراجعت نسبة قروضها حسب القيمة الإجمالية للقروض طويلة الأجل إلى 39 بالمائة في نفس العام مقارنة بنسبة 52 بالمائة منذ عامين سابقين.

ويعزى عزوف البنوك عن توفير التمويل إلى الأزمة المالية العالمية وكذلك إلى تعثر بعض الشركات المحلية الكبيرة في الوفاء بمتبقياتها، ما جعلها أكثر حذراً إزاء تقديم التمويل طويل الأجل. وقد لجأت البنوك إلى رفع مخصصات القروض المشكوك فيها بما يزيد على 17 مليار ريال منذ نهاية الربع الثالث من عام 2008 وعكفت على تعديل سياساتها الخاصة بالإقراض حيث أصبحت تطالب الشركات بالمزيد من الشفافية والإفصاح. كذلك يعود تراجع نمو القروض إلى بلوغ شركات المساهمة الحدود القصوى المسموح بها حيث تنقيد البنوك بحدود معينة يسمح بإقراضها إلى كل عميل بمفرده من أجل تفادي تركيز المخاطر، لذلك فهي لا تستطيع رفع حجم القروض إلى عملائها المميزين حتى عندما تكون هناك حاجة إلى رفع معدلات الإقراض.

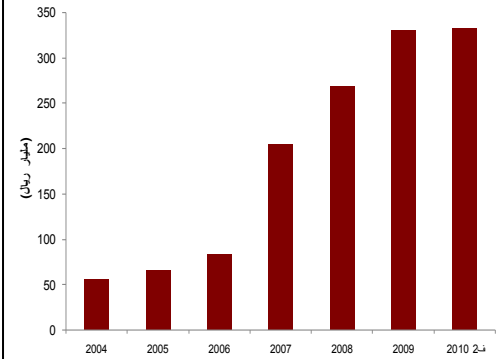
الديون طويلة الأجل لشركات المساهمة

مصدر التمويل	القيمة الإجمالية (بمليار ريال)			الحصة (%)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
البنوك المحلية	107	121	130	52,3	45,1	39,2
الصكوك والسندات	35	43	55	17,1	16,0	16,7
صندوق الاستثمارات العامة	11	24	36	5,3	8,8	11,0
البنوك الأجنبية	14	24	31	6,9	9,1	9,3
وزارة المالية ¹	28	28	28	13,9	10,6	8,6
قروض الشركاء الأجانب	2	16	26	1,1	6,1	7,8
صندوق التنمية الصناعية	7	12	12	3,5	4,3	3,8
أخرى	-	-	10	-	-	3,6
إجمالي	204	268	330			

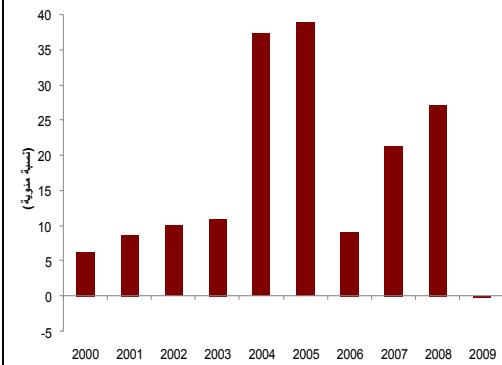
¹ يتكون من قرضين إلى شركة الكهرباء.

ورغم أن البنوك التجارية المحلية تعتبر من مصادر الإقراض الرئيسية فهي أيضاً مقترضة، وقد بلغ نصيب هذه البنوك من إجمالي القروض القائمة طويلة الأجل في نهاية الربع الثاني لعام 2010 نحو 3 بالمائة تم تأمين معظمها إما من بنوك أجنبية أو من

الديون طويلة الأجل لشركات المساهمة



الإقراض المصرفي إلى القطاع الخاص (التغير السنوي)





خلال إصدار صكوك محلية. وتهدف البنوك من الاقتراض إلى تمديد متوسط آجال هيكلها الرأسمالي ومن ثم تقليل التباين بين آجال موجوداتها (بصفة خاصة الودائع قصيرة الأجل) ومطلوباتها (القروض الأطول آجالاً).

وفي ضوء تردد البنوك التجارية لجأت مؤسسات التمويل الحكومية المتخصصة إلى رفع مستويات الإقراض، حيث شكل **صندوق الاستثمارات العامة** المصدر الرئيسي للقروض الجديدة طويلة الأجل إلى شركات المساهمة عام 2009 وقام برفع قروضه إليها بنسبة 50 بالمائة. ويعتبر توفير القروض طويلة الأجل للمشاريع الإستراتيجية من ضمن مهام صندوق الاستثمارات العامة الذي يمتلك كذلك حصصاً في أسهم الشركات التي يمولها.

ونسبة للمخاوف بشأن شح التمويل من البنوك أعلن صندوق الاستثمارات العامة في يناير 2009 عن زيادة الدعم للمشاريع المحلية من خلال رفع سقف القروض بالإضافة إلى تمديد فترة السداد، وحتى قبل هذه الخطوة كان الصندوق قد نشط في توفير القروض الجديدة بحيث ارتفع إجمالي قروضه القائمة طويلة الأجل بأكثر من الضعف خلال عام 2008. (هناك تباين بين إجمالي قروض صندوق الاستثمارات العامة التي استقبلتها من ميزات شركات المساهمة وبيانات ساما التي تأخذ في الاعتبار قروض الصندوق إلى شركات القطاع الخاص غير المدرجة في سوق الأسهم).

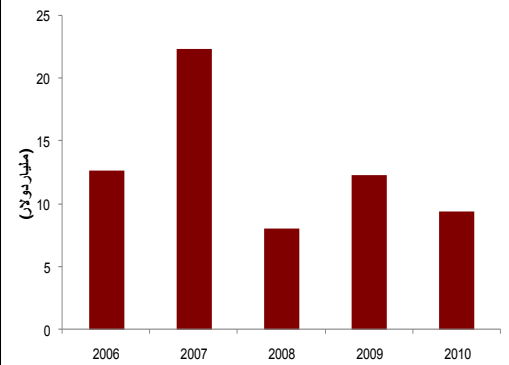
شكلت **الصكوك والسندات** أحد أكبر مصادر التمويل لشركات المساهمة العام الماضي رغم اقتصار إصدارتها على شركات قليلة، حيث تمثل صكوك شركتي سابك والكهرباء نحو 84 بالمائة من إجمالي المبالغ القائمة وكانت الشركتان مصدر 73 بالمائة من الإصدارات الجديدة العام الماضي. وفي كلتا الحالتين نجد أن معظم أسهم الشركة تؤول إلى الحكومة لذا فهناك طلب قوي على إصدارتها من الصكوك. أما الظروف بالنسبة للشركات التي لا تملك فيها الحكومة نسبة كبيرة فتعتبر أصعب، حيث اضطر البنك السعودي الهولندي وشركة دار الأركان وهم الشركتان الوحيدتان من شركات المساهمة اللتان أصدرتا صكوكاً العام الماضي لتحمل تكلفة استدانة أعلى مقارنة بما تدفعه الشركات التي تملك الحكومة غالبية في أسهمها. ولم تصدر حتى المرحلة الحالية من عام 2010 صكوك من شركات المساهمة باستثناء شركتين فقط هما دار الأركان والكهرباء.

الدين (بنوعيه الإسلامي والتقليدي) لا يستخدم كمصدر تمويل لشركات المساهمة السعودية بصورة واسعة كما هو الحال في مناطق أخرى من العالم، فقد بلغ معدل الدين الكلي إلى إجمالي حقوق المساهمين للشركات المدرجة ضمن مؤشر تاسي 1,34 مرة مقابل 4,19 مرة لمؤشر إس أند بي 500 الأمريكي (باستثناء شركة آيه أي جي التي تشوه حجم الدين) ومقابل 5,6 مرة لمؤشر فوتسي 100 البريطاني. وكان قد تم مؤخراً اتخاذ بعض الخطوات لتفعيل إصدار الصكوك من أهمها إطلاق منصة لتداول الصكوك عبر شركة تداول العام الماضي، لكن النشاط ظل ضعيفاً (تم تنفيذ صفقتين فقط منذ مايو الماضي). وهناك ستة إصدارات صكوك يتوقع إطلاقها خلال بقية العام منها واحد فقط سيصدر من شركة مساهمة.

ارتفع حجم القروض التي قدمها **الشركاء الأجانب في المشاريع المشتركة** بنحو 10 مليار ريال العام الماضي، وتمثل هذه القروض نسبة 8 بالمائة من الديون طويلة الأجل لشركات المساهمة وتتركز في قطاعي البتروكيماويات والاتصالات، لكن من المتوقع تراجعها بمجرد بدء عمليات التشغيل في تلك المشاريع. وبدل الالتزام بتلك التدفقات المالية الكبيرة في الوقت الذي تم فيه سحب عمليات التمويل لكثير من المشاريع حول العالم خلال فترة الركود العالمي على الأهمية التي توليها الشركات الأجنبية للمشاريع المشتركة في المملكة.

وبالرغم من تراجع رغبة **البنوك الأجنبية** في الإقراض نتيجة لنفس العوامل التي تؤثر في البنوك المحلية، إلا أنها شكلت خامس أكبر مصدر للتمويل طويل الأجل لشركات المساهمة العام الماضي حيث ارتفع صافي قروضها إلى تلك الشركات بنحو 7 مليار ريال (29 بالمائة) ذهب جلها إلى شركات البتروكيماويات وكانت في معظمها جزء من اتفاقيات تم توقيعها قبل الأزمة المالية، وقد تم تنفيذ معظمها من خلال وكالات تمويل الصادات (التي تصنف ضمن البنوك الأجنبية حسب القوائم المالية). وقد شكلت القروض التي قدمتها البنوك الأجنبية إلى شركات المساهمة حوالي 9,3 بالمائة من

إصدارات الصكوك بواسطة شركات المساهمة





إجمالي مديونية الشركات في عام 2009، لكن وبما أن العمل في معظم مجتمعات البتروكيماويات قد بلغ مرحلة النهائية فمن المتوقع تراجع حجم تلك القروض مستقبلاً.

لم يطرأ تغيير يذكر في صافي القروض المقدمة من صندوق التنمية الصناعية السعودي، وهو مؤسسة تمويل شبه حكومية متخصصة، حيث شكلت قروضه نحو 4 بالمائة من إجمالي ديون الشركات في عام 2009. وتتميز قروض الصندوق بفترات سداد أطول من تلك التي تقدمها البنوك كما أنها تقتصر على القطاعات العاملة في النشاط الصناعي مشتملة على قطاعي الأسمنت والبناء والتشييد. وكانت قلة المصادر المالية قد أعاققت قدرة الصندوق على الإقراض ما دفع الحكومة مطلع العام الحالي إلى زيادة رأسماله بنحو 10 مليار ليبلغ 30 مليار ريال. (مثل صندوق الاستثمارات العامة نلاحظ تباين بين الأرقام التي استقيناها من القوائم المالية لشركات المساهمة وتلك التي نشرتها ساما نتيجة لعدم تضمين ديون الشركات الخاصة في بياناتنا).

مصادر التمويل الأخرى

تلجأ شركات المساهمة إلى إصدار الأسهم في السوق الأولية والثانوية والاقتراض قصير الأجل واستخدام الأرباح المستبقاة ومصادر تمويل أخرى كي تتمكن من استيفاء حاجتها للتمويل. وقد تمكنت عشر شركات خلال عام 2009 من تأمين 3,9 مليار ريال من خلال الاكتتابات الأولية بينما أضافت إصدارات حقوق الأولية مبلغ 1,4 مليار ريال أخرى. وفي كلتا الحالتين تعتبر المبالغ التي تمت تعبئتها متدنية جداً مقارنة بمستوياتها في الأعوام السابقة. وكانت المبالغ التي تم تحصيلها من خلال عمليات الطرح الأولي وإصدارات حقوق الأولية قد استمرت في الارتفاع خلال السنوات الأربع السابقة حتى بلغت 58,8 مليار ريال في عام 2008 وحده. ويعزى التراجع الأخير على الأرجح إلى ضعف تقييم أسعار أسهم الشركات في السوق وإلى حالة عدم اليقين بشأن الأوضاع الاقتصادية. وقد ظل نشاط التمويل بالأسهم ضعيفاً حتى المرحلة الحالية من العام، حيث تم تجميع 2,9 مليار ريال فقط من خلال عمليات الطرح الأولي إضافة إلى 0,1 مليار ريال من خلال طرح أسهم حقوق الأولية.

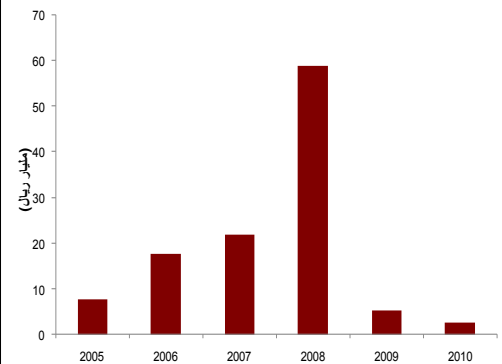
إصدارات أسهم المنحة أسلوب آخر تستخدمه شركات المساهمة في توفير التمويل اللازم لتسيير أنشطتها، حيث تقوم بتحويل الأرباح المستبقاة إلى حساب رأس المال وتصدر مقابلها أسهماً يتم توزيعها على المساهمين بدلاً من توزيعات الأرباح النقدية. استخدمت 12 شركة هذه الطريقة لتوفير مبلغ إجمالي قدره 8,5 مليار ريال خلال عام 2009 إضافة إلى مليار ريال أخرى تم توفيرها بنفس الطريقة خلال النصف الأول من عام 2010.

كذلك تلجأ العديد من شركات المساهمة إلى الاقتراض قصير الأجل من خلال المنتجات الإسلامية كالمرابحة مثلاً لتمويل مشاريعها الرأسمالية طويلة الأجل. وقد أصبحت هذه الصيغة واسعة الانتشار نسبة لرغبة الشركات في الحفاظ على معدلات مديونيتها منخفضة كي تظل متوافقة مع المعايير الشرعية (الشركات التي تربو ديونها طويلة الأجل على نسبة 33 بالمائة من قيمتها السوقية تعتبر غير متوافقة مع المعايير الشرعية). وهناك شركات أخرى تستخدم مواردها الخاصة لاستيفاء متطلبات التمويل طويل الأجل دونما حاجة للاقتراض.

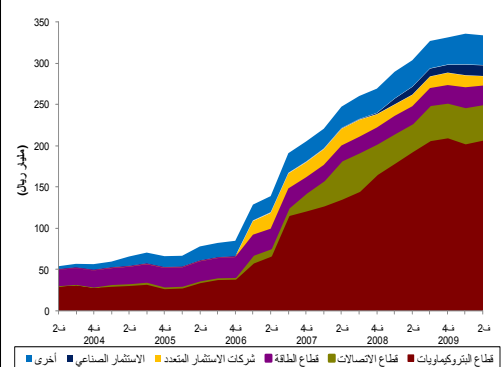
توزيع القروض حسب القطاعات

برغم أن سوق الأسهم السعودي يتألف من 15 قطاعاً إلا أن معظم التمويل ذهب إلى القطاعات التي تتخبط شركاتها في عمليات توسعة كبيرة، حيث تستحوذ ثلاث قطاعات فقط هي البتروكيماويات والاتصالات والطاقة (وخاصة الكهرباء) على أكثر من 82 بالمائة من الديون الحالية القائمة طويلة الأجل. وقد حازت شركات البتروكيماويات على 62 بالمائة من إجمالي الديون طويل الأجل في نهاية الربع الثاني من العام الجاري منخفضة من 64 بالمائة سجلتها بنهاية عام 2009، ويرجع استمرار هذا التراجع النسبي حيث اكتملت معظم عمليات التوسعة في مجتمعات البتروكيماويات العملاقة أو شارفت على الاكتمال. أيضاً تراجع النمو في حجم القروض لشركات الاتصالات بعد الزيادة الكبيرة التي شهدتها الاستثمارات عقب تحرير القطاع. أما بالنسبة لقطاع الطاقة فستظل

التمويل من خلال الطروحات الأولية



توزيع الدين حسب قطاعات السوق





احتياجاته التمويلية مرتفعة حيث تخطط الشركة السعودية للكهرباء لتنفيذ توسعة ضخمة في حجم طاقة التوليد كي تتمكن من تلبية الطلب المتزايد.

نسبة الـ 18 بالمائة المتبقية من القروض طويلة الأجل حازت عليها شركات قطاعات الاستثمار المتعدد والاستثمار الصناعي والمصارف والزراعة. وتلجأ شركات قطاع الاستثمار المتعدد إلى الاقتراض بصفة أساسية لتمويل استثماراتها أما شركات الاستثمار الصناعي فقد انخرطت في استثمارات رأسمالية ضخمة واستطاعت تأمين معظم تمويلها من صندوق التنمية الصناعية. ولم تواجه شركات التصنيع الغذائي وغيرها من الشركات ذات التدفقات النقدية العالية صعوبة تذكر في الحصول على التمويل بصفة عامة. معظم شركات التطوير العقاري تتطلب مبالغ تمويل ضخمة وبما أن العديد من مشاريعها لا يزال قيد التنفيذ فإن انعدام التدفقات النقدية يحد من قدرتها على توفير التمويل اللازم.

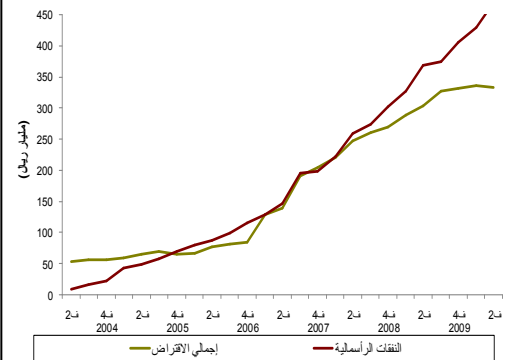
استخدامات التمويل طويل الأجل

معظم الاقتراض طويل الأجل يستخدم في تمويل مشاريع الإنفاق الرأسمالي. ويشير الرسم البياني إلى اليمين إلى العلاقة الوثيقة بين حجم الاقتراض طويل الأجل والإنفاق الاستثماري والتي بدأت تضعف منذ الربع الأخير من عام 2008 بسبب الشح في توفر القروض من البنوك المحلية. وقد بلغ إجمالي الإنفاق الرأسمالي لشركات المساهمة مجتمعة نحو 468 مليار ريال بنهاية الربع الثاني من العام الجاري أي بفارق يبلغ 135 مليار ريال مقارنة بإجمالي الديون القائمة طويلة الأجل.

الملاحح المستقبلية

لا نعتقد أن التحول الذي طرأ على مصادر التمويل مؤخراً يمثل تغييراً جذرياً دائماً، حيث نتوقع عودة البنوك المحلية إلى الإقراض وتراجع الدعم من مؤسسات التمويل الحكومية بمجرد تحسن ظروف السوق. لكن مع ذلك نلاحظ حدوث تغيير جوهري في سياسة البنوك إزاء إقراض الشركات، ما يعني أن التمويل لن ينمو بنفس الوتيرة التي شهدتها سنوات ما قبل عام 2009 (بلغ متوسط نمو القروض المصرفية 27 بالمائة بين عامي 2004 و 2008، لكننا نستبعد أن يبلغ نموها نصف هذا المستوى خلال الأعوام القادمة). ويتعين أن ينعكس تراجع النمو في الإقراض على شركات المساهمة بدرجة أقل من انعكاسه على شركات القطاع الخاص لأن شركات المساهمة بصفة عامة تمارس درجة أكبر من الشفافية والإفصاح.

الديون طويلة الأجل والإنفاق على المشاريع



إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح بإطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويترز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إدعاءات أو تعهدات صريحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو إكمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لإتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.