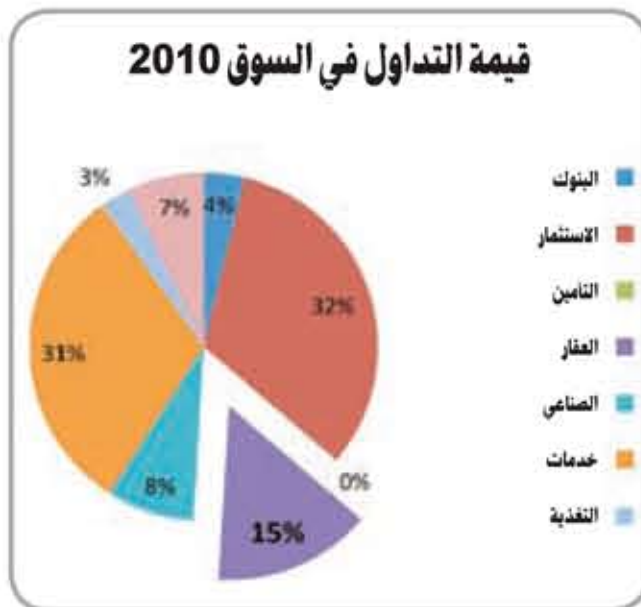
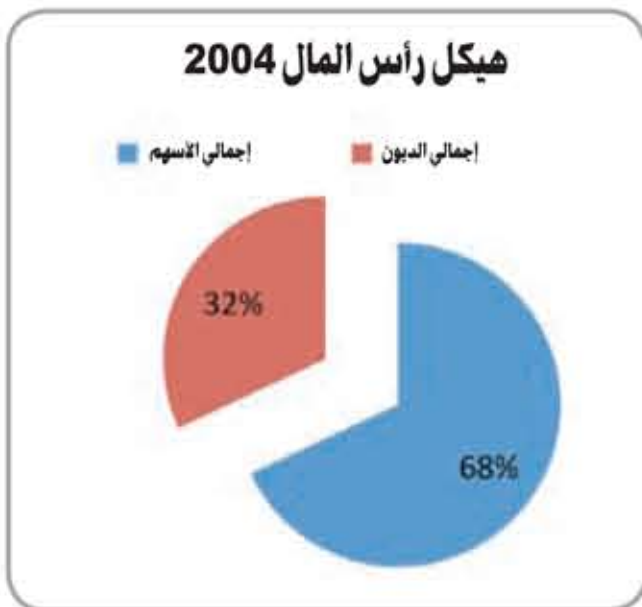
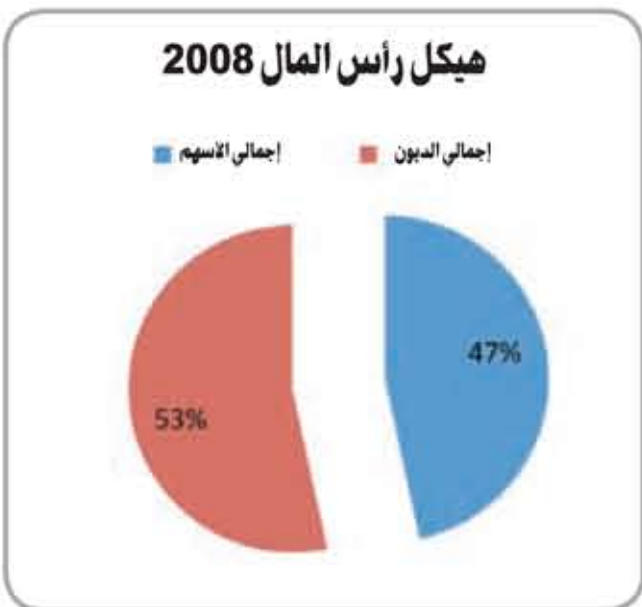


في تقرير خاص لـ «الأخبار» عن واقع القطاع العقاري في الفترة من 2004 إلى 2009



# «كابيتال ستاندرز»: هيكلة الملكية في الشركات العقارية غاية في التعقيد وأي تغييرات تنظيمية أو إحصائية أو مالية ستعكس على بقية القطاعات



أحمد يوسف  
 رأى تقرير متخصص لشركة كابيتال ستاندرز أن هيكلة الملكية في الشركات العقارية غاية في التعقيد وتتداخل مع شركات أخرى في القطاع. وعلاوة على ذلك، فإن معظم الشركات والتي تركز على البنوك لديها تركيز عالٍ من الأصول في العقارات. ولذلك، فإن أي تغييرات تنظيمية أو إحصائية أو مالية في هذا القطاع عادة ما تنعكس على بقية القطاعات.

وقال التقرير الذي خصصته الشركة به «الأخبار» واستعرض واقع الشركات العقارية خلال الفترة من 2004 إلى 2009 أن هيكلة رأس المال للشركات العقارية اعتمدت بشكل كبير على الأسهم، خلال العام 2004، وتدرجياً قد تغيرت وبشكل شبه مقاسمة لرأس المال بين الديون والأسهم خلال نفس العام.

وفسر التقرير ذلك من خلال النسبة العالية المطلوبة من قبل أصحاب الأسهم والتكلفة الأقل نسبياً من تمويل الديون. ونظراً لتضخم فقاعة السوق والتي سبقت الأزمة المالية، فقد كان لأصحاب الأسهم توقعات كبيرة جداً لعائدات الأسهم. ولذلك اختارت الشركات الديون كمصدر أكثر فاعلية من حيث التمويل.

وعلاوة على ذلك، رأى التقرير أن البنوك والمؤسسات التمويلية قامت بإقراض الكيانات والأفراد ودون اتخاذ أقل مستويات إجراءات التحليل والدراسة لمخاطر الائتمان ومخاطر العجز عن السداد، الأمر الذي أدى إلى حصول العديد من الشركات على مستويات عالية من الديون، وتعرض نفسها بذلك لمخاطر مالية حادة، بالإضافة إلى التعرض إلى ارتفاع التمويل على المدى القصير.

وأكد التقرير أن الاعتماد على الديون هو أكثر تكلفة طوال فترة الأزمة المالية. وقد واجهت الشركات المحلية أخطاء مالية وانتمائية ضخمة والتي قد تسبب عواقب وخيمة.

## أداء الشركات العقارية من 2004 إلى 2008

أشار التقرير إلى أن أداء الشركات العقارية وفقاً لمقياس العائد على الاستثمار ROA بلغ نسبة 7.4٪ في المتوسط وذلك خلال الفترة (2004 - 2008)، وارتفع كل من الإيرادات والتفقات في قطاع العقارات خلال هذه الفترة بشكل إجمالي. إلا أن صافي الدخل الذي توافره لهذه الشركات خضع لتقلبات شديدة وحادة خلال هذه الفترة. وكانت المحصلة النهائية في عام 2008 هي خسارة صافية وصلت إلى 167.986 مليون دينار، وذلك رغمًا عن حقيقة أن هذه الشركات قد حققت أعلى إجمالي إيرادات لها خلال السنوات الخمس السابقة والذي وصل إلى 435.118 مليون دينار. وقد شهد قطاع العقارات نمواً إيجابياً كبيرة خلال الفترة السابقة على عام 2008، وذلك نتيجة لقوة الاقتصاد القومي، الناتج عن ارتفاع أسعار النفط. قبيل عام 2008. إلا أن فترات الازدهار تلك أعقبتها فترات تدهور شديد خلال السنتين اللتين تفاقمت خلالهما الأزمة المالية العالمية، ويمكن تفسير هذا كما يلي: 1 - حدوث هبوط في الطلب نتيجة للأزمة المالية، 2 - انخراط أغلب الشركات العقارية في استثمارات خارجة عن مجال العقارات، 3 - حدوث هبوط في قيمة العقارات التجارية والسكنية.

## إيرادات الشركات العقارية (بالآلاف دينار كويتي)

الشركة	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (9 أشهر)
مزايا	6,952	19,136	42,678	32,054	130,462	50,662
المباني العقارية	170	1,177	10,390	15,300	36,312	34,489
الصالحية العقارية	0	0	0	0	0	31,923
المتحدة العقارية	14,163	14,289	16,739	19,183	21,455	21,888
إنماء العقارية	23,035	30,030	29,464	26,750	14,886	14,886
دبي الأولى	0	1,591	2,047	4,525	98,675	13,037
تمدین العقارية	5,938	7,643	8,252	11,625	11,676	8,119
الكويت العقارية	7,493	7,677	573	8,882	10,343	7,701
الوطنية العقارية	15,670	16,157	16,290	7,677	8,030	6,460
أعيان العقارية	466	482	564	418	6,587	5,793
المصالح العقارية	2,027	1,849	4,167	5,002	6,368	5,579
أرجان	0	0	17,750	17,645	16,533	4,280
التعمير	0	495	1,242	1,485	3,120	3,265
العربية العقارية	2,699	4,556	6,674	2,925	2,398	2,680
إنجازات	1,013	14,656	12,088	18,820	22,398	2,469
ريم	844	900	1,358	1,419	2,413	1,543
اتحاد العقارية	1,883	1,986	1,991	1,349	1,419	1,204
منازل	0	24	4,614	2,939	1,078	1,153
أجيال العقارية	1,513	1,404	1,380	1,361	1,472	1,087
منشآت	0	26,722	26,472	8,418	10,886	938
التجارة	3998	2968	2497	368	568	723
أركان	NA	206	305	415	571	569
أبيار	0	0	1	17,389	6,095	464
الثمار	630	973	1,163	2,830	12,132	343
إنترناشيونال ريزورس	0	0	0	244	109	60
إنترناشيونال إنفيستورز	0	2554	244	218	109	0
جيزان	1953	0	0	0	0	0
سنام	0	0	0	0	0	0
عقار	0	0	898	2090	0	0
جراند	529	352	0	0	0	0
مدينة الأمل	0	0	0	0	0	0
أندك	2,194	4,589	4,121	3,960	5,568	1,371
لؤلؤة الكويت العقارية	2,268	5,915	2,734	886	3,447	NA
صفاة جلوبال	0	0	382	420	235	NA

### إقراض البنوك للشركات العقارية بأقل مستويات من مخاطر الائتمان أدى إلى تفاهم المشكلة

وأشار التقرير إلى أن معظم الشركات العقارية اتبعت نفس النهج، وكانت مستويات الديون منخفضة في عام 2004، لكن على أي حال، الشركات قررت الاعتماد بصورة أكبر على الديون نظراً لارتفاع معدلات العائد المطلوب من قبل المستثمرين وانخفاض أسعار الفائدة المصاحبة للمتطلبات الائتمانية المنخفضة خلال ازدهار السوق، الأمر الذي أدى إلى تحقيقها لنتائج سلبية خلال الأزمة المالية لعام 2008 وعانت الشركات خسائر فادحة نظراً لطبيعة المحفظة الاستثمارية ومخاطر الملف المالي.

### السبب عواقب وخيمة الهبوط الأكبر في السيولة في 2008 نتيجة لانخفاض قيم الأوراق المالية وارتفاع التدابير الاحتياطية وتدهور القدرة الإيفائية على السداد

وحول السيولة لدى الشركات العقارية، قال التقرير إنها كانت بشكل عام في وضع متوسطة من حيث الكفاية بالنسبة للسيولة، وعلى أي حال، فإن مستوى السيولة، قياساً على النسبة الحالية، تعتبر أقل انخفاضاً على أساس الثبات في السنوات الخمس الماضية. وقد كان الهبوط الأكبر للسيولة في عام 2008 (هبوط للسيولة بنسبة 50٪) نتيجة لانخفاض في قيم الأوراق المالية وارتفاع التدابير الاحتياطية، وتدهور أوضاع السيولة والقدرة الإيفائية على سداد الديون للشركات العقارية، إنما هو نتيجة طبيعية لضغوط سداد الديون - أصل الدين والفائدة.

ولفت التقرير إلى أن الأزمة المالية العالمية أثرت بشكل كبير على أصول الاستثمارات في سوق العقارات، وقد زاد هذا التأثير تحديداً لكون الأزمة المالية قد بدأت من قطاع العقارات وبسبب أزمة الرهونات العقارية فقد اضطرت الأزمة البنوك التي تعاملت في الرهونات العقارية إلى تصفية وتسجيل الأصول التي يمتلكها المعسرون بغرض تحصيل مستحقاتها ما أدى إلى انهيار أسعار العقارات، ووضع سوق العقارات فيما يشبه أزمة مزدوجة.

## العوامل المؤثرة على نشاط القطاع العقاري

قال التقرير إن هناك عدداً من العوامل التي أثرت في نشاط القطاع العقاري خلال الفترة من 2004 إلى 2009 ويمكن تلخيصها فيما يلي:

**أولاً: اللوائح:** أقر مجلس الأمة، عام 2008، إصدار القانونين 8 و 9 اللذين أدى إلى تعقيد التعامل في العقارات بغرض استبعاد المضاربة. ذلك أن الغرض كان استقرار الأسواق من العوامل التي تؤدي إلى إحداث تقلبات غير ضرورية في الأسواق، ومساعدة الحكومة في السيطرة على أنشطة المضاربة. وكانت نتيجة هذه التحركات أن هبطت أسعار العقارات في كامل الدولة، وهو ما زاد أثره نتيجة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية.

**ثانياً: تطبيق القوانين:** أدى تطبيق هذه القوانين إلى إثارة الخلافات بين المستثمرين والحكومة والأفراد. حيث رأى المستثمرون أن هذه القوانين ستؤدي إلى مزيد من تدهور أسعار العقارات في الكويت. لكن حدوث الأزمة العالمية ساعد في إلغاء الضوء على مسألة أن أسعار العقارات كانت قبل التطبيق، مرتفعة بشكل غير مبرر، ولهذا ظهرت القوانين كما لو أنها أدت إلى جعل أسعار العقارات أكثر تعبيراً عن الواقع الفعلي لسوق العقارات، دون مبالغ في الأسعار.

**ثالثاً: انقضاء القانون:** من ناحية أخرى، فإن عدداً من المعلقين قد انتقدوا القانون الجديد حيث قالوا إنه يوفر لكثير من الشركات القيام بالمضاربة، وذلك تحت أشكال أخرى، مثل تكوين شركات ذات مسؤولية محدودة للقيام بهذه الأنشطة من المتاجرة في الممتلكات العقارية. وبالفعل قد تمكنت كثير من الشركات من استغلال بعض الثغرات في القانون، ما أدى إلى خفض فاعلية القانون في الحد من تقلبات سوق العقارات.

**رابعاً: تمليك الأجانب:** من جهة أخرى، توجد محاولات لتقنين عمليات تملك الأجانب عقارات في الكويت، ومن المتوقع أن تؤدي هذه العمليات إذا ما أُجيزت إلى إنعاش سوق العقارات في الكويت.

## «العقارية الوطنية» في المرتبة الأولى

قال التقرير إن الشركة العقارية الوطنية جاءت في المرتبة الأولى، في فترة الأشهر التسعة الأولى لعام 2009، وسجلت أعلى مستوى للدخل الصافي في القطاع والذي وصل إلى 20,562 ديناراً وتبعها كل من شركة ميان وشركة الدار الوطنية للعقارات (أندك) ومزايا والعربية والصالحية. أما بالنسبة لإجمالي الدخل فقد جاءت «مزايا» في المرتبة الأولى حيث سجلت قيمة تصل إلى 50,662 ديناراً، تلتها «مباني» و«الصالحية» و«المتحدة العقارية» و«إنماء» و«دبي الأولى».

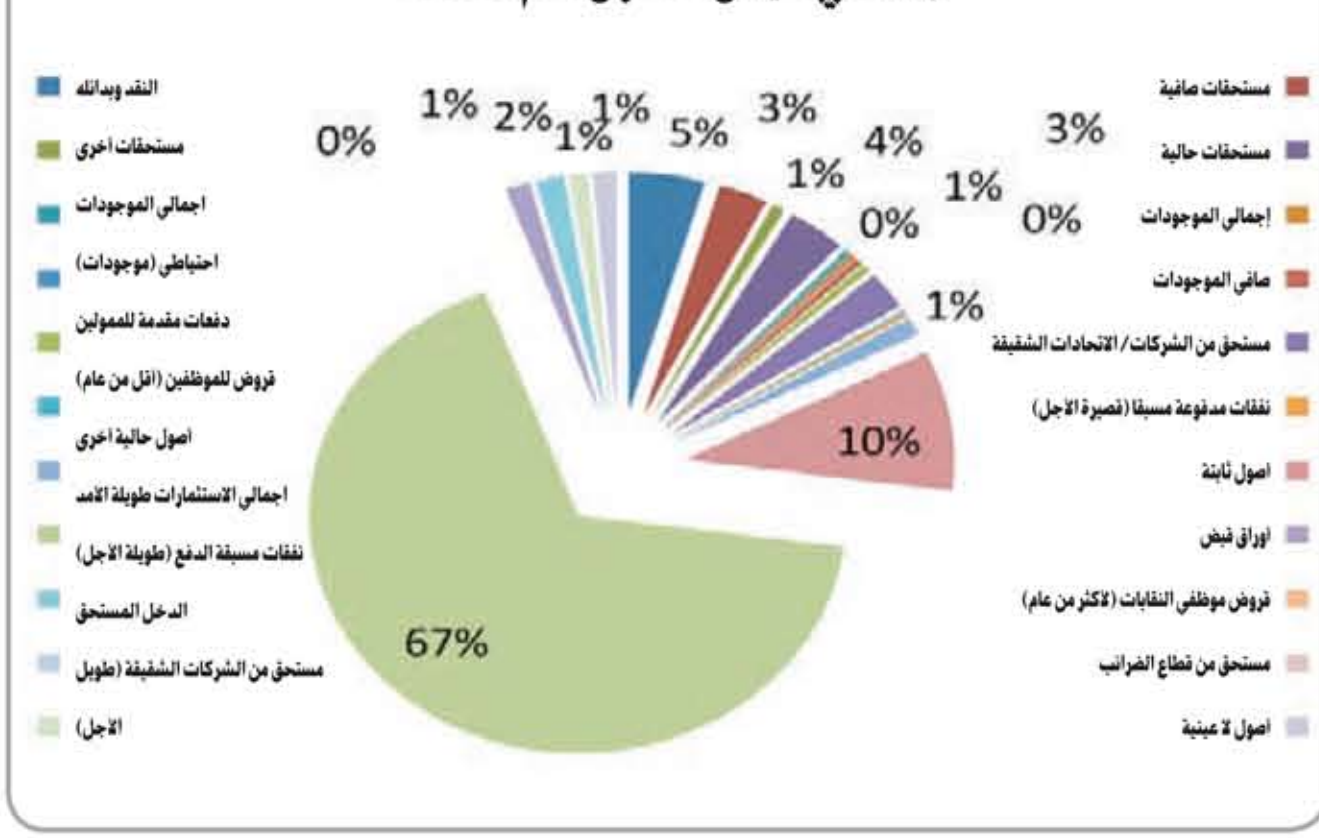
## زيادة العائد المطلوب على الاستثمار

أكد التقرير على أنه نتيجة للظروف التي مر بها القطاع العقاري فإن الشركات العقارية وقعت تحت ضغط إشباع حاجات المستثمرين وتوقعاتهم لمعدلات عالية من العوائد الدورية، وهو ما أدى بالتالي إلى مزيد من الاستدانة، نتيجة لإتاحتها وسهولتها، وذلك عوضاً عن زيادة عدد الأسهم، حيث تحجج الشركات العقارية غالباً عن توسيع قاعدة أسهمها. ما يجعلها تفضل اللجوء على القروض بشكل واضح. وبذلك ظل عدد الأسهم محدوداً مع اتساع قاعدة الاقتراض والاستدانة في السوق العقارية بشكل عام، وهذا يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار الشركات العقارية، حيث تتمثل في تركيز المشكلات المالية في أعداد أقل من الشركات والأفراد، ولكن بمبالغ أكبر. فبناءً على حجم الإنكشافات التي تمخضت عنها الأزمة المالية العالمية مؤخراً في الكويت، فإن هناك نتيجتين يمكن استنتاجهما كما يلي:

**أولاً:** أن الشركات العاملة في الخليج العربي لم تعد معزولة عن الاقتصاد الدولي كما كان الأمر سابقاً، بل هي مكشوفة ومعرضة بشكل أكبر بكثير مما سبق.

**ثانياً:** أن الشركات المملوكة أو المساندة من الحكومات في دول الخليج ليست بالضرورة محصنة ضد الانهيار أو الأزمات المالية، كما ساد الاعتقاد سابقاً.

## إجمالي هيكل الأصول عام 2008



وأكد التقرير على أن انخفاض أسعار الفائدة أدى إلى لجوء أعداد متزايدة من الشركات إلى الاتجاه نحو الاستدانة لتمويل عمليات التوسع وبالتالي تزايد مكون المديونية في رأس مال الشركات، وما أدى إلى عدم الاهتمام بعوائد الأسهم وأرباح الأجل القصير، مادامت توافرت مصادر سهلة للاقتراض السريع.

وأدى هذا إلى زيادة قابلية السوق العقارية في الكويت للتعرض للازمات بشكل كبير، فقد تقلص حجم الاحتياطيات النقدية بشكل واضح في أصول الشركات العقارية ما أدى إلى حدوث أزمات في السيولة لديها.

**135٪: انخفاضاً في الأرباح**

وقال إن القطاع العقاري يمثل نسبة 15٪ من إجمالي الأنشطة التجارية في الكويت، تدرج 39 شركة تحسب هذا القطاع وهي متنوعة من حيث أحجام الأعمال ومجالات توظيف الأموال. ولقد عانى القطاع العقاري بشكل كامل من صعوبات خلال الأزمة المالية، فكانت خسائر في رأس مال السوق بنسبة 40٪ أثناء عام 2009، وانخفاض في الأرباح بنسبة 135٪ (534,654 مليون دينار).

وأكد التقرير على أن تأثير القطاع بشكل أكبر جاء بسبب التغيير في هيكل رأس المال من خلال الاعتماد بشكل أعلى على الدين قصير الأجل والتورط في الأنشطة الاستثمارية على حد سواء.

وخلص التقرير إلى أن الشركات العقارية تحتل نسبة هامة وجبوية في مجمل الاقتصاد المحلي، وهي مسؤولة عن جزء كبير من المعاملات التي تتم في سوق المال الكويتي. ويمكن التأكيد على أن قطاع العقارات الكويتي سيظل دوماً من بين أكبر ثلاثة قطاعات ناشطة في الاقتصاد القومي.