هيكلة الديون

يمكن توضيح وضع التزام الديون في الشركات القابضة وفق معايير عديدة مستخدمة في هذا التقرير وهي معدلات الديون والاقتراض الى الأصول والالتزامات الحالية إلى إجمالي الديون. ولفت التقرير إلى ان النسبة المئوية للالتزامات الحالية كانت عالية جدا في أغلب الشركات. إذ تمثل الالتزامات الحالية 84 في المائة في شركة مزايا، و99.8 في المائة في شركة التخصيص، 96 في المائة في مشاعر، و98 في المائة في المستثمرون القابضة من جميع التزامات هذه الشركات.
وهو دليل آخر على ان تلك الشركات في الكويت تعتمد بشكل كبير على الديون ذات الأجل القصير لتمويل احتياجاتها.

CAPITAL STANDARDS
AN INDEPENDENT RATING AGENCY

تقرير صادر عن «كابيتال ستاندردز» للتصنيف الائتماني

الشركات القابضة منكشفة كثيراً على تقلبات سوق الأسهم

قال التقرير الصادر اخيرا عن وكالة التصنيف الائتماني كابيتال ستاندردز، عن الشركات القابضة الكويتية لشهر مارس 2010، إنه نظراً للأزمة المالية العالمية، شهد جميع اللاعبين في السوق فترات عصيبة العام الماضي. والشركات القابضة ليست استثناء، خصوصا أنها كانت من بين الشركات الأولى التي تأثرت بسبب انكشافها الكبير على تقلب أسعار الأسهم. كما عانت من خسائر كبيرة من انخفاض أسعار أصولها، وبالتالي تأثرت قيم محافظها لتصبح أضعف من السابق.

إعداد رزان عدنان

تعد الشركات القابضة من أكثر الشركات ترابطا مع سوق الأوراق المالية بسبب طبيعة أنشطتها التجارية. وتعتمد محفظة استثمارها على أغلبية الأسهم والحصص الثانوية في الشركات المدرجة في سوق الأسهم.

ويسلط هذا التقرير الضوء على نتائج الأشهر التسعة المنتهية في 30 سبتمبر 2009 مقارنة بالفترة ذاتها من 2007 و2008.

وعرف التقرير شركات الاستثمار القابضة بأنها اما شركات عامة أو مجموعة عامة أو خاصة ذات طبيعة قانونية قابضة تعمل كمستثمر مالي وتدير محفظة متنوعة تتألف بشكل أساسي من حصص ذات ملكية خاصة أو عامة. كما أن النشاطات الاستثمارية المساعدة في أوراق مالية محفوفة بالمخاطر قد تكون ضمن نشاطات هذه الشركة لكنها غير مهمة بصفة عامة. وغالبا ما تكون حصة الأغلبية في مثل هذه الشركات عائدة لعائلة محددة.

التعريف القانوني

تعرف الشركات القابضة قانونيا بحسب البندين 226 و229 من القانون رقم 15 للشركات التجارية الصادر في عام 1960، على أن الغرض منها تملك أسهم وحصص في شركات كويتية وغير كويتية والمساهمة في شركات مؤسسة، والاقراض وادارة شركات، اضافة الى العمل كضامن لهذه الشركات. وللحصول على الوضع القانوني والتصرف كشركة قابضة وللحصول على الحق في اقراضها، يجب على الشركة القابضة أن تتملك 20 في المائة كأدنى حد من رأسمال الشركة المقترضة.

التقلب في البورصة

أشارت «كابيتال ستاندردز» الى أن شركات الاستثمار القابضة لا تستثمر بقوة فقط في سوق الكويت للأوراق المالية، وانما في الأنشطة الاستثمارية في سوق البحرين للأوراق المالية.

كما أفاد التقرير أنه من بين 35 شركة قابضة مدرجة، هناك 11 شركة مدرجة في قطاع الاستثمار، و14 مدرجة في قطاع الخدمات، و7 مدرجة في قطاع العقار، و3 شركات مدرجة في قطاع الصناعة. وتعد وظيفة الشركات القابضة الأساسية هي الاستثمار على المدى الطويل في توزيع واسع للأصول لتخفيض المخاطر، في حين يركز بعضها على صناعة أو اثنتين. وتبعاً للقوانين الفعالة الحالية، ليس هناك حاجة لأن تسجل الشركات القابضة العاملة في القطاع الاستثماري في بنك الكويت المركزي. وهو ما جعل هناك فرصة للهروب من مراقبة المركزي للقطاع. كما لوحظ أن بعض الشركات القابضة المدرجة في قطاعي الخدمات والصناعة تركز أنشطتها الاستثمارية في قطاعات أخرى خاصة القطاع المالي.

وفي هذا التقرير، تركز الوكالة على الشركات القابضة التي سجلت أرباحاً إيجابية في الأشهر التسعة المنتهية في 30 سبتمبر 2009.

عوامل تصنيفية

وضعت «كابيتال ستاندردز» ثلاثة عوامل رئيسية لتحليل الشركات القابضة هي ما يلي:

-1 تركز الأصول وتقلب المحفظة المالية والتنويع الجغرافي وتجزؤ القطاع.

-2 إطار حوكمة الشركات التي تتألف من سياسة توزيع الأرباح وحماية المساهمين والشفافية.

-3 القوة المالية التي تتكون من القيمة السوقية مقابل الديون، والتدفقات النقدية مقابل الفائدة، والتحكم بالتوزيعة، ومركز السيولة.

ومع ذلك، وجد التقرير صعوبة في تعريف بعض العوامل الأساسية المذكورة أعلاه بسبب الافتقار إلى معايير الشفافية في السوق المحلي. إلا أن «كابيتال ستاندردز» استخدمت جميع المعلومات العامة المتوافرة حول الشركات القابضة المدرجة والمشمولة في هذا التقرير. ومن بين جميع الشركات القابضة المدرجة في الكويت، وجد التقرير أن شركة كيبكو والصناعات الوطنية هي الوحيدة التي تصنف من وكالات تصنيف ائتمانية، ولهذا السبب تملك مستوى شفافية أعلى من غيرها نسبياً.

من ناحية أخرى، شهدت الشركات القابضة تدهوراً دراماتيكياً في قيم أصولها بسبب الأزمة المالية التي بدأت في 2007. علاوة على أن المؤسسات المالية المحلية أغلقت قنوات السيولة أمام الشركات وطلبت في الوقت ذاته تسديد دفعة كاملة لاستحقاق أي دين، وأغلبها الالتزامات ذات الأجل القصير. إضافة إلى ذلك ولتغطية الاحتياجات الملحة من السيولة بدأت الشركات القابضة ببيع بعض أصولها المالية التي تدهورت قيمها على نحو متزايد.

الأداء المالي

على مدى ثلاثة أعوام كانت شركة كيبكو الأفضل أداء مقارنة بجميع الشركات القابضة الأخرى. وصعد صافي الدخل فيها إلى 884.681 مليون دينار و367.918 مليون دينار في 2007 و2009 على التوالي. وبلغ العائد على حقوق المساهمين 53.10 في المائة في 2007 لشركة كيبكو، و27.69 في المائة لشركة هيومن سوفت، و24.74 في المائة لشركة مزايا، و18.52 في المائة لشركة الصناعات الوطنية. وبمقارنة هذه النتائج مع تلك في 2009، لاحظ التقرير أن الأداء تأثر بشكل كبير من الأزمة، إذ بلغت هذه النسب للشركات ذاتها 5.14 في المائة، و1.93 في المائة، و0.07 في المائة. وبشكل عام، كان أداء 2009 أفضل بكثير من 2008، ويعود السبب في ذلك إلى تحسن التوقعات للفترة المقبلة، وقد يكون بسبب قرارات الإدارة واستراتيجيات إعادة الهيكلة مثل بيع الشركات التابعة غير الربحية.

التدفقات النقدية

يقول التقرير إن طبيعة نشاط الشركات القابضة يعتمد على التدفقات النقدية وتوزيع الأرباح من المحافظ الاستثمارية المنوعة جيداً التي تغطي قطاعات الخدمات المالية والصناعة والنقل والعقار وما إلى ذلك. وخلال 2008، وبعد الأزمة المالية سجلت 8 شركات من أصل 14 يشملها هذا التقرير أداءً سلبياً. ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى عوامل عديدة منها: الأزمة المالية العالمية، وانخفاض تنوع القطاع في استراتيجياتها الاستثمارية، إذ كانت تركز على الأوراق المالية والعقار، وشح السيولة، وتسييل الأصول بقيم متدنية، وهيكلة ديونها على المدى القصير. وكانت هذه الشركات معرضة لأي اتجاه في السوق بسبب تركز استراتيجيات استثمارها على سوقي العقار والأوراق المالية في الكويت والبحرين. ورغم أن جزءاً من استثماراتها يتألف من عقارات قوية تولد تدفقات نقدية، فإن معظمها كان يمول من خلال الاقتراض أو مرهونة لبنوك محلية. وخضعت هذه الأصول لطلب الهامش (Margin Calls) والتسييل عندما رفضت البنوك إعادة جدولة التزامات الديون المستحقة. ويشير هذا الأمر إلى أن بعض الشركات القابضة تعتمد بشكل كبير على الاقتراض والتمويل قصير الأجل بدليل ارتفاع معدلات اقتراض الى الأصول. ولفت التقرير إلى أن الدين المرتفع يترجم إلى مخاطر ائتمانية أعلى، وبالتالي قد يطلب المقرضون مشاركة المساهمين في إعادة جدولة سداد الديون. ومن وجهة نظر التصنيف، فإن إمكانية تقديم دعم استثنائي من المساهمين والمجموعة يشكل أحد العوامل التي يجب وضعها في الاعتبار قبل وضع التصنيف على ملاءة المصدر المالية.

التحكم بالتوزيعات

يرى التقرير أن التحكم بتوزيع الأرباح عامل مهم كونه يقيس إمكانية الشركات القابضة في تحديد متطلبات السيولة باستخدام تأثيرها في الشركات التابعة والمساعدة. وتملك الشركات القابضة في الكويت القدرة على التأثير بقوة في السياسات المالية وعمليات التشغيل التجارية في شركاتها التابعة بسبب تملك حصص الأغلبية فيها التي تتراوح ما بين 35 في المائة إلى 100 في المائة. وتبعاً لذلك، يمكن التحكم بشكل رئيسي بالتدفقات النقدية، وقرارات الشركات التابعة وفق مصلحة الشركات القابضة. ومع ذلك وعلى ضوء الأزمة المالية، كانت دفعات توزيع الأرباح محدودة جداً. الى ذلك فإن البنك المركزي قيد قدرة الشركات التي تحت رقابته على سداد توزيع الأرباح إلا بموافقته. أما محفظة الأصول القوية في الشركات القابضة، فيجب أن تتركز دائماً بالدرجة الأولى على الأصول الناضجة المولدة للأرباح كمصدر للسيولة.

تآكل حقوق المساهمين

لتحليل الدوافع الرئيسية التي تؤثر في المؤشرات المالية الأساسية، استخدم التقرير نموذج « دوبونت» المالي. وقال التقرير إن أغلبية الشركات القابضة في هذا التقرير سجلت أداءً سلبياً في 2008 وآخر إيجابياً في 2009. في حين سجلت ثماني شركات معدلات عائد على حقوق المساهمين سلبية تراوحت ما بين - 85 في المائة لمجموعة الصناعات الوطنية، و - 3.89 في المائة للشركة الكويتية العقارية، ويعكس هذا ظاهرة تآكل حقوق المساهمين التي تسببت بتدهور قيم حقوق المساهمين.

وفي مقارنة هذه المعدلات مع تلك في 2007، وجد التقرير أن معدل العائد على حقوق المساهمين كان إيجابياً في جميع الشركات المتضمنة وتراوحت ما بين 53.1 في المائة بالنسبة لشركة كيبكو و1.34 في المائة لشركة منا.

علاوة على أن معدلات دوران الأصول التي تقيس قوة الشركات القابضة على توليد العائد على أصولها كانت منخفضة وتشير إلى الطبيعة غير السائلة لهذه الأصول. كذلك كان صافي الدين وفق معيار السوق مرتفعا جدا، إذ وصل في شركة مزايا إلى 140 في المائة، وفي الكويتية العقارية إلى 150 في المائة، وفي مجموعة الصناعات الوطنية إلى 135 في المائة بالنسبة لأغلب الشركات المتضمنة في هذه العينة. ويفترض هذا المعيار أن 30 في المائة من محفظة الاستثمار متوافر للتسييل لتلبية سداد الديون ذات الأجل القصير. وفي السابق كانت الشركات القابضة قادرة على الاعتماد على تدوير الأصول الشائع أو تداولها في محفظة استثمارها، وبالتالي تأسيس مؤسسة مالية وسيطة ذات غرض خاص SPV.

> «كيبكو» الأفضل أداء.. والتزامات القروض عالية في «المزايا» و«الكويتية العقارية»
>
> شركات تدهورت أوضاعها ومؤسسات التصنيف تتطلع إلى دعم المساهمين لهذه الشركات
>
> 35 شركة قابضة: 11 في «الاستثمار» و14 في «الخدمات» و7 في «العقار» و3 في «الصناعة»
>
> ارتباط شديد مع مؤشر السوق.. وتركيز الاستثمارات في أصول مالية وعقارية
>
> شركات مصنفة قابضة وبالتالي هاربة من رقابة البنك المركزي عليها
>
> الأزمة كشفت شركات ذات قروض قصيرة الأجل كثيرة.. وتنويع قليل في الأصول

● اماني بورسلي رئيسة شركة كابيتال ستاندردز

جميع القيم بالألف دينار (الأشهر التسعة الأولى من 2009)	مشاريع الكويت القابضة	المزايا القابضة	منا القابضة	التخصيص القابضة	مشاعر القابضة	كويت انفست	الصفاة تك القابضة	المستثمرون القابضة	الصناعات الوطنية	السلام القابضة	هيومن سوفت	الصفاة للطاقة القابضة	هيتس تليكوم القابضة	الكويتية العقارية
العائد	367.918	59.160	7.719	5.588	8.704	3.741	20.059	770	68.201	412	4.671	7.972	94.814	2.728
صافي الدخل	45.615	10.027	5.298	4.349	3.849	1.956	1.487	722	429	344	342	276	52	17
الأصول	5.132.167	371.061	284.187	242.195	98.046	70.317	62.227	122.160	1.676.493	38.469	25.734	81.402	142.712	76.359
الالتزامات	4.244.177	197.971	125.894	120.022	29.459	15.666	18.855	28.810	1.075.831	12.643	8.000	9.498	40.501	39.140
صافي الثروة	887.990	173.090	158.293	122.173	68.587	54.651	43.372	93.350	600.662	25.826	17.734	71.904	102.211	37.219
الالتزامات الحالية	غير متوافرة	165.914	16.629	119.820	28.272	غير متوافرة	13.016	28.297	883.498	غير متوافرة	2.431	9.206	32.627	34.165
تحليل دوبونت														
معدل دوران الأصول (مرة)	0.07x	0.16x	0.03x	0.02x	0.09x	0.05x	0.32x	0.01x	0.04x	0.01x	0.18x	0.10x	0.66x	0.04x
هامش صافي الربح	%12.40	%16.95	%68.64	%77.83	%44.22	%52.29	%7.41	%93.77	%0.63	%83.50	%7.32	%3.46	%0.05	%0.62
الأصول الى صافي الثروة (%)	%577.95	%214.37	%179.53	%198.24	%142.95	%128.67	%143.47	%130.86	%279.11	%148.95	%145.11	%113.21	%139.62	%205.16
العائد على حقوق المساهمين (%)	%5.14	%5.79	%3.35	%3.56	%5.61	%3.58	%3.43	%0.77	%0.07	%1.33	%1.93	%0.38	%0.05	%0.05
العائد على الأصول (%)	%0.89	%2.70	%1.86	%1.80	%3.93	%2.78	%2.39	%0.59	%0.03	%0.89	%1.33	%0.34	%0.04	%0.02
انكشاف المحفظة	دول التعاون والشرق الأوسط وشمال افريقيا، أميركا، بريطانيا	دول التعاون، الشرق الأوسط وشمال افريقيا	الكويت، مصر	الكويت، البحرين، الأردن	الكويت، السعودية، دول عالمية	الكويت، الشرق الأوسط، وشمال أفريقيا وآسيا	الكويت	الكويت، الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	الكويت، السعودية، بريطانيا، الأردن	الكويت ودول أجنبية	الكويت، أوروبا والشرق الأوسط وافريقيا	الكويت، دول التعاون، آسيا	أوروبا، الشرق الأوسط، وافريقيا وآسيا وأميركا اللاتينية	الكويت
شرائح النشاط التجاري	5	1	3	1	2	1	5	2	3	3-2	1	2	1	5-4
الشركات المتحكم فيها بالمحفظة (%)	%90	%90-100	%90-100	%77	غير متوافرة	غير متوافرة	%90-100	%90-100	%67	%90-100	%90-100	%90-100	%100	%90-100
الالتزامات الحالية الى اجمالي الالتزامات (%)	غير متوافرة	%83.81	%13.21	%99.83	%95.97	غير متوافرة	%69.03	%98.22	%82.12	غير متوافرة	%30.39	%96.93	%80.56	%87.29
اجمالي الدين الى اجمالي الأصول (%)	%30.26	%13.47	غير متوافرة	%1.86	غير متوافرة	%17.93	%13.19	غير متوافرة	%50.37	غير متوافرة	%15.84	%0.99	%1.93	%46.84
صافي الدين الى القيمة السوقية لأصول المحفظة (%)	%20.00	%140.00	%1.88	%114.80	%107.00	%35.20	%71.20	غير متوافرة	%135.00	غير متوافرة	%1349.00	%61.60	%8.70	%150.60
التصنيف الائتماني	+Baa1/BBB	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	B1	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة	غير مصنفة

تنويع الأصول

يقول التقرير ان أحد العوامل التي تساهم في تعزيز المركز المالي خلال فترات الركود هو تنويع الأصول. إذ ان أغلب الشركات القابضة المشمولة في هذا التقرير التي لديها صافي دخل إيجابي وحافظت على أداء إيجابي نسبياً خلال الأزمة المالية، كان لديها محفظة أصول تتسم بتنوع أعلى من غيرها. على سبيل المثال شركة كيبكو التي لديها أعلى أرباح بين الشركات القابضة وتملك أصولا تغطي أكبر منطقة جغرافية بدءاً بالكويت ودول التعاون والشرق الأوسط وشمال أفريقيا وصولا الى الولايات المتحدة وبريطانيا.

أما بالنسبة لشركة منا القابضة، فإن أداءها يعود بشكل رئيسي الى التركيز على الاستثمار في قطاع العقار في مصر. وتبعا لبنك مصر المركزي، شهد قطاع العقارات هناك معدل نمو وصل الى 3.6 في المائة خلال فترة الأزمة المالية.

خفض تصنيفات

لاحظ التقرير ان وكالة التصنيف العالمية «موديز» خفضت تصنيفها مؤخرا لمجموعة الصناعات الوطنية الى B1، من Ba3 مع نظرة مستقبلية سلبية، وخفضت الوكالة الأخرى ستاندرد آند بوز تصنيف كيبكو الائتماني الى -BBB على المدى الطويل، و-a2 على المدى القصير ووضعت الشركة ضمن مؤشر الرقابة الائتمانية مع تأثيرات سلبية. وبررت موديز سبب التخفيض الى أنه يعود الى ان مجموعة الصناعات الوطنية لم تتخذ ما ينبغي لتحسين المرونة المالية وتعزيز هيكلة رأسمال الديون. وبالنسبة لكيبكو عزت ستاندرد آند بورز سبب تخفيضها للتصنيف الى ضعف سمات المحفظة المالية اضافة الى الدعم المتواضع المرجح من مالكي حصص الأغلبية وبسبب ارتفاع مستوى المخاطر في كبرى شركات المجموعة هي بنك الخليج المتحد وشوتايم أوربت ومع ذلك، تتوقع «كابيتال ستاندردز» دعما قويا من حاملي الأسهم في المجموعة نظرا الى الدعم الذي قدموه في السابق.