

دراسة لنموذج ألتمان للتنبؤ بفشل الشركات بالتطبيق على الشركات المساهمة الكويتية

طلاع محمد الديحاني

مدرس، قسم إدارة الأعمال

كلية التجارة والاقتصاد والعلوم السياسية

جامعة الكويت - الكويت

المستخلص: تحاول هذه الدراسة التعرف على مدى كفاءة الشركات المساهمة والملازم التي تميزها مقارنة بالمقاييس العالمية للفترة من ١٩٨٨ حتى ١٩٩٢ م. وقد تم اختيار نموذج ألتمان للتنبؤ بفشل الشركات معياراً لذلك. ويدخل في تركيب هذا النموذج خمس نسب مالية معبرة عن خمسة جوانب مختلفة لأداء الشركات ومرتبطة ببعضها. وقد نتج عن هذه الدراسة تصنيف الشركات إلى ضعيفة وناجحة على مدى الأربع سنوات. وقد لوحظ أن درجة الفشل لكلا الصنفين قد تأثرت بنسبتين فقط لدون غيرهما هما: النسبة التي تقيس القيمة السوقية والنسبة التي تقيس الإنتاجية. جاءت نتائج النسب الخمس للشركات الناجحة والضعيفة. أقل من متوسطات النسب النمطية لألتمان.

وتوضح الدراسة أنه إذا كانت النسب الخمس لدى الشركات المصنفة "الناجحة" منخفضة عن المتوسطات النمطية بما في ذلك النسبة الخامسة التي تقيس الإنتاجية، حيث كانت أقل من المتوسط النمطي للشركات "الفاشلة" ما عدا النسبة الرابعة المعبرة عن القيمة السوقية المرتفعة بشكل غير طبيعي، فهذا يقودنا إلى القول بأنه حتى الشركات المصنفة "الناجحة" هي في واقع الحال تميل إلى الضعف. وهذا أيضا يقودنا إلى القول بأن الشركات الكويتية ضعيفة بشكل عام وخاصة في قدرتها على توليد المبيعات، وأن قيمتها السوقية لا تعبر عن قيمتها الحقيقية. ويعتبر هذا مؤشرا خطيرا ومغايرا لما قد يفهم من مقياس ألتمان، كما يمثل عيبا واضحا في توازن النموذج سببه تطرف واضح في سلوك السوق الكويتي الذي من أهم ملاحظه المغالاة في القيمة السوقية للشركات.

المقدمة والهدف

إن المحنة التي مرت بها دولة الكويت من جراء الاحتلال العراقي طيلة سبعة أشهر خلفت دون شك دمارا هائلا على جميع مناحي الحياة فيها. وقد تعثر الوضع الاقتصادي للبلاد بشكل واضح نتيجة لذلك. فقد ظهرت مشكلات مالية كبيرة مثل مشكلة المديونيات الصعبة التي ترجع جذورها إلى أزمة سوق الأوراق المالية عام ١٩٨٢ (أزمة سوق المناخ). وقد تأصلت هذه المشكلة بعد الاحتلال، حيث وصل مجمل الديون المشكوك في تحصيلها للشركات المتأثرة إلى ما يقارب ٢٠ مليار دولار. ومن المشاكل الأخرى سرقات المال العام المتمثلة في التلاعب بأموال الاستثمارات من خلال مكتب الاستثمار الكويتي بلندن (KIO) ومؤسسات استثمارية وصناعية أخرى. وقد وصل مجمل الأموال التي تم التلاعب بها إلى أكثر من ٥ مليارات أخرى، هذا بالإضافة إلى الأعباء الأخرى التي تحملتها الدولة نظير تكاليف تحرير البلاد وإعاشة المواطنين الكويتيين خلال فترة الاحتلال، التي وصلت إلى أكثر من ٤٠ مليار دولار (Kuwait: Country Report, The (Economist Intelligence Unit, 1991-1993.

إن هذا التغيير الجذري في الوضع الاقتصادي للدولة يستدعي إلقاء الضوء على مدى تأثير الشركات الكويتية المساهمة المسجلة في سوق الكويت للأوراق المالية. وللقيام بهذا العمل لابد من إيجاد نوع من المقارنة والمفاضلة بين الوضع قبل الاحتلال وبعده. وبما أننا محدون بسنتين بعد الاحتلال وهما ١٩٩١ و١٩٩٢، لذلك فقد رأينا أن نختار السنتين ١٩٨٨ و١٩٨٩ قبل الاحتلال حتى تتمكن من المقارنة الموضوعية. ويعكس لنا البنك المركزي الكويتي الوضع الاقتصادي للكويت في عام ١٩٨٨، حيث ذكر بأن معدلات نمو الإنفاق العام الداخلي قد تراجعت في الأعوام الأولى من عقد الثمانينات إثر تدني العائدات النفطية، وبالتالي الإيرادات العامة للدولة. ولما كان الإنفاق العام هو المحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي في الكويت فأن تراجع ذلك الإنفاق، مصحوبا بالعديد من التطورات المحلية والخارجية غير المواتية، أدى إلى تدني مستويات الأداء في بعض القطاعات الرئيسية. وقد جاء تقرير غرفة تجارة وصناعة الكويت لعام ١٩٨٨ مؤيدا لرأي البنك المركزي حول تدني الأداء، حيث وصفه بالتواضع ومشيرا ضمنا إلى عدم تأقلم مسار الاقتصاد الكويتي وفق أهداف واقعية وموضوعية محددة، وعدم قدرة القطاعات الإنتاجية على النمو المتوازن واستجابتها المتواضعة للمتغيرات المحلية التي برزت على الساحة خلال تلك الفترة.

فإذا كان الوضع خلال عام ١٩٨٨ كما تعكسه التقارير الرسمية إلى هذه الدرجة من السوء، فما هو حال الشركات الكويتية بعد التحرير؟ بل أين الخلل في فترة ما قبل التحرير وما بعده؟ وكما يقال، فإن تشخيص المرض يعد أهم مراحل الاستشفاء منه. وعلى ذلك، فإن الباحث يأمل أن تساهم هذه الدراسة في مرحلة التشخيص، بل جزء من هذه المرحلة التشخيصية لشريحة معينة من الاقتصاد هي الشركات المساهمة.

فالهدف من هذه الدراسة إذن هو توضيح بعض الصفات التي تميز أداء الشركات الكويتية بالمقارنة بالمقاييس العالمية، وذلك من خلال تطبيق نموذج ألتمان للتنبؤ بفشل الشركات (Altman, 1968). والمؤلف لا ينوي بأي شكل من الأشكال بناء نموذج مماثل أو التعديل عليه. وإنما ما يأمله هو أن تساهم هذه الدراسة في توضيح الأداء الفعلي لهذه الشركات على مستوى واضعي السياسات فيها وعلى المستوى الأعلى (اقتصاد الدولة). فكما سنرى فيما بعد، فإن دالة نموذج ألتمان تتكون من خمس نسب ولكل نسبة وزن، ومن نتائج ألتمان أنه حدد متوسط كل نسبة لكل من الشركات "المفلسة" والشركات "غير المفلسة". وعلى ذلك فسوف تمثل متوسطات النسب، المقياس الذي سوف نقارن به أداء الشركات الكويتية. ومن ثم تحديد ما يميز أداء هذه الشركات الكويتية عن المقاييس العالمية.

دراسات في هذا المجال

أدرك ألتمان (١٩٨٦) تمهيدا لدراسته المشهورة أن الأكاديميين في مجال التمويل والمحاسبة بدأوا يميلون إلى الاستغناء عن تحليل النسب (Ratio Analysis) كأداة تحليلية لتقييم الأداء الكلي لشركات الأعمال. فكان هناك شعور عام بأن النسب المالية مفيدة بذاتها لتقييم جوانب معينة في أداء الشركات ولكن لا يمكن الاعتماد عليها لتقييم أداء الشركة العام. أي أنه لا توجد نسبة واحدة يمكن الاعتماد عليها للقيام بهذه الوظيفة. وعلى ذلك فقد كانت دراسة ألتمان تعد محاولة لدمج الأدوات التحليلية البسيطة المتمثلة بالنسب المالية والأدوات الأكثر تعقيدا والمتمثلة في الطرق الإحصائية الأخرى والتي يمكن استخدامها في أعمال التصنيف مثل التحليل التمييزي (Discriminant Analysis).

إن عملية مراقبة الصعوبات التي تواجهها الشركات في الجوانب المالية والنشاط كانت ولا زالت تتم من خلال تحليل النسب المالية. ولكن قبل تطور الطرق الكمية المختلفة التي تقيس مستوى أداء الشركات، أنشئت مؤسسات مهمتها الأساسية توفير المعلومات الكمية الضرورية

لقياس جدوى الاعتمادات المالية المقدمة لتجار معينين. على سبيل المثال (Dun & Bradstreet, Inc.) التي أنشئت في عام ١٨٤٩م لتقديم خدمات مستقلة لتقصي الحقائق بشأن الاعتمادات المالية (Foulke, 1961). كما أن إحدى الدراسات المقدمة في ذلك الوقت (Merwin, 1942) بينت أن الشركات الفاشلة تتميز بمقادير نسب تختلف جوهريا عن الشركات الناجحة، بالإضافة إلى لدراسة أخرى (Hickman, 1958) كانت تتركز حول استخدام النسب في الشركات كبيرة الحجم في الأصول والتي كانت قد واجهت مشكلات في وفاء التزاماتها. وقبل دراسة ألتمان بعام واحد تقريبا قام بيفر (Beaver, 1967) دراسة لمقارنة قائمة نسب منفصلة لشركات فاشلة ومقابلتها بشركات أخرى ناجحة. وقد لاحظ بيفر أنه بالإمكان استخدام النسب بشكلها المنفصل للتوقع بفشل الشركات. وقد أدرك ألتمان أن جميع هذه الدراسات تدل على أن مجال تحليل النسب مفيد في التوقع بفشل الشركات. وبوجه عام فإن أهم المقاييس المستخدمة في معظم الدراسات تتركز في نسب الربحية والسيولة والملاءة.

وبعد أن خرج ألتمان بالنموذج المشهور والذي سنستعرضه فيما بعد، خضع هذا النموذج إلى الكثير من الدراسات التطبيقية وبعض الانتقادات. ولكن أشهر هذه الانتقادات ذلك الموجه من موير (Moyer, 1977) والذي بني على أساس ضعيف جدا، أدى إلى قيام ألتمان (Altman, 1968) بالتعليق عليه حيث بين مواقع الضعف التي وقع فيها موير كأساس لانتقاده والتي من بينها، ضعف العينة الاختبارية وعدم أهلية منهجيته البحثية وعدم الالتزام بقيود ومحددات لدراسة ألتمان.

وفي عام ١٩٧٧ انتهى التمان وهالدمان وناراينان (Altman, Haldeman & Narayanan, 1977) من بناء نموذج تصنيفي جديد لإفلاس المسمى بـ "نموذج زيتا (Zeta Model)" والمعتمد أيضا على التحليل التمييزي (Discriminant Analysis). ويختلف هذا النموذج عن سابقه بميزتين، الأولى هي العينة. فقد كانت العينة أكبر ولم تعتمد على الشركات الصناعية (Manufacturers) فقط ولكن تضمنت أيضا شركات بيع الجملة. وأما الثانية فهي أن البيانات الأساسية للعينة تم تعديلها حتى يؤخذ في الحسبان بعض الاعتبارات المحاسبية. وقد اختار المؤلفون السبعة متغيرات الأكثر مساهمة في تصنيف الشركات في العينة بالمقارنة بالخمسة متغيرات التي في النموذج السابق. ومن نتائج هذه الدراسة أن أهم النسب المساهمة في التصنيف في النموذج الجديد هي نسبة الأرباح المحتجزة/ مجموع الأصول، وأن أضعفها هي نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ مجموع الأصول. وعلى الرغم من أن هذا النموذج يعتبر أكثر ملاءمة بالنسبة لعينة هذا البحث إلا أن الباحث لم

يعتمد عليه بسبب حجب المؤلفين لأوزان المتغيرات السبعة لدواعي البراءة وبطلب من الجهات الداعمة. فعدم الإفصاح عن هذه الأوزان يعطي للباحث فرصة ضئيلة لإجراء المقارنات الضرورية لتأكيد فرضية البحث أو رفضها.

نموذج ألتمان، ١٩٦٨

فحوى هذا النموذج هو أن النسب المالية إنما تعطي مؤشرات عن مدى القوة المالية للمؤسسة. وتبرز محدودية تحليل النسب من حقيقة أنها تطبق بشكل منعزل. أي أن المؤشر قد تم الحصول عليه من خلال تطبيق نسبة معينة بشكل منفصل عن باقي النسب. وهذا يعني بأن تأثير النسب مجتمعة إنما يخضع لحكم ورأي المحلل المالي. لذلك، وللحد من مساوئ تحليل النسب، جاءت الحاجة إلى تجميع النسب المختلفة في نموذج تنبؤ ذي معنى. ففي عام ١٩٦٨ استخدم ألتمان ما يعرف بتحليل التمايز (Discriminant Analysis) لبناء نموذج للتنبؤ بفشل الشركات (الإفلاس). وقد كانت عينة دراسة ألتمان تتكون من ٦٦ شركة صناعية، نصفها مفلسة والنصف الآخر غير مفلسة. وقد أخذ في اعتباره ٢٢ نسبة مالية من واقع التقارير المالية لهذه الشركات، حيث اكتشف أن خمسة فقط التي تساهم بشكل واضح في نموذج التنبؤ. وهذه النسب هي:

النسبة الأولى $X_1 = \text{رأس المال العامل} / \text{مجموع الأصول}$

النسبة الثانية $X_2 = \text{الأرباح المحتجزة} / \text{مجموع الأصول}$

النسبة الثالثة $X_3 = \text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب} / \text{مجموع الأصول}$

النسبة الرابعة $X_4 = \text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها} / \text{القيمة الدفترية للديون}$

النسبة الخامسة $X_5 = \text{المبيعات} / \text{مجموع الأصول}$

(X_1) رأس المال العامل / مجموع الأصول

هذه النسبة عادة ما يستخدمها دارسو مشاكل السيولة في الشركات (Merwin, 1942). ويعرف رأس المال العامل بالفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة. وكما هو واضح، فهذه النسبة تأخذ بالاعتبار عامل السيولة وحجم الشركة. ومن خلال هذه النسبة يستطيع المرء أن يرى بأن حجم الأصول المتداولة للشركة منخفضة إذا كانت هناك خسائر تشغيلية والعكس صحيح. وقد جاء نموذج ألتمان ليحدد هذه النسبة دون غيرها من نسب السيولة تأكيداً لدراسة (Merwin) التي تولي أهمية قصوى لهذه النسبة كمؤشر للفشل.

(X₂) الأرباح المحتجزة/ مجموع الأصول

وهي نسبة الأرباح المجمعة على مدى عمر الشركة إلى مجموع أصولها وهي ضرورية جدا لقياس احتمال فشل الشركة. فلو أن شركتين متماثلتين في الأداء ولكن عمر أحدهما ١٠ سنوات والأخرى سنة واحدة فهذا يعني بأن الأولى سوف تراكم أرباحا على مدى العشر سنوات بينما الثانية قد جمعت أرباح سنة واحدة فقط. لذلك فإن مواجهة الشركة الأولى لكارثة ما سوف تكون أكثر فاعلية من الشركة الثانية. حيث أن الأرباح المتراكمة سوف تلعب دورا هاما في التقليل من الآثار السلبية وبذلك تتجنب الفشل والإفلاس. وهذا ما تؤكدّه الإحصائيات عن الشركات المفلسة. انظر على سبيل المثال (Dun & Bradstreet, 1976) والذي يبين أن أكثر من (٥٠٪) من الشركات الصناعية المفلسة فشلت خلال الخمس سنوات الأولى من عمرها.

(X₃) الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ مجموع الأصول

وتدل هذه النسبة على الإنتاجية الحقيقية للشركة وذلك قبل خصم الفوائد والضرائب. وما دامت القوة الإرادية للشركة مهمة لبقائها، فلاشك بأن هذه النسبة تمثل مؤشرا للدلالة على احتمال فشلها أو نجاحها. علاوة على ذلك، فإن عدم الكفاية (عدم الملاءة) في مفهوم الإفلاس يحدث عندما تتعدى مجموع الخصوم قيمة إجمالي الأصول والتي تُقيّم عادة بالقوة الإرادية.

(X₄) القيمة السوقية لحقوق المساهمين/ القيمة الدفترية لإجمالي الديون

حقوق المساهمين تقاس بإجمالي القيمة السوقية لجميع الأسهم الممتازة والعادية، بينما يتضمن الدين الخصوم المتداولة والديون طويلة الأجل. وهذا المؤشر يوضح كم يمكن لقيمة أصول الشركة أن تنخفض بالقيمة السوقية لحقوق الملكية + الديون) قبل أن تتعدى قيمة التزاماتها قيمة أصولها فتفشل. وعلى سبيل المثال لو كانت القيمة السوقية لحقوق الملكية في شركة ما تعادل ١٠٠ دينار والدين يعادل ٥٠ دينار فإنها تستطيع أن تتحمل انخفاضا يصل إلى ثلثي قيمة الأصول قبل أن تواجه الفشل. تضيف هذه النسبة بعدا جديدا وهو القيمة السوقية، أي قيمة الشركة كما يراها الآخرون في البيئة الخارجية.

(X₅) المبيعات/ مجموع الأصول

وهي نسبة تدل على مدى قدرة الشركة على توليد المبيعات. وهي إحدى الأدوات التي تقيس مدى إمكانية الإدارة على التعامل مع الظروف التنافسية للأسواق. وهي نسبة مهمة جدا

لعلاقتها الفريدة بالمتغيرات الأخرى في النموذج كما أنها تأتي بالمرتبة الثانية من حيث مساهمتها في تمييز الشركات المفلسة من غير المفلسة في هذا النموذج.

وأما دالة النموذج فهي كالتالي:

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 1 X_5$$

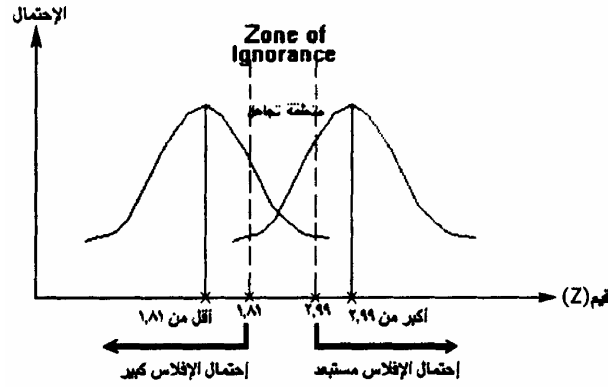
ويمثل الجدول رقم (١) المتوسطات التي خرجت بها دراسة ألتمان لكل نسبة من النسب الخمسة وذلك لمجموعتي الشركات المفلسة وغير المفلسة:

جدول رقم (١) متوسط الوزن

المتغير	مفلسة	غير مفلسة
X_1	-0.061	0.414
X_2	-0.626	0.355
X_3	-0.318	0.154
X_4	-0.401	2.477
X_5	1.5	1.9

وقد وضحت دراسة ألتمان بشكل صريح بأن أكثر النسب مساهمة في فصل مجموعة الشركات المفلسة عن غير المفلسة هي X_3 وتمثل نسبة قياس الربحية. وهذا أمر منطقي ومسلم به، حيث إن من أهم الأهداف التي تسعى إليها الشركات هو الربح، لاسيما شركات الأعمال في القطاع الخاص. وان لم يتحقق هذا الهدف فسوف يدل ذلك صراحة أو ضمنا على أن الشركة عاجزة عن تغطية تكاليفها وبذلك فهي عاجزة عن سداد التزاماتها للغير وهذا ما يحكم إن كانت مفلسة أو غير مفلسة.

أما النتيجة الأساسية لنموذج ألتمان بالنسبة لوضع مجموعتي الشركات المفلسة والشركات غير المفلسة فيتمثل بالتوزيع الاحتمالي الموضح بالشكل رقم (١):



شكل رقم (١) توزيع ألتمان الاحتمالي

ويعني هذا الشكل أن قيمة (Z) لا بد أن تقع ضمن واحدة من ثلاث مناطق، كما هو موضح

بالتالي رقم (٢) التالي:

جدول رقم (٢)

مناطق قيم Z

أقل من ١,٨١ منطقة فشل	احتمال إفلاس الشركة مؤكد وبذلك يمكن توقع فشل الشركة في المستقبل
بين ١,٨١ و ٢,٩٩ منطقة تجاهل	من الصعب الجزم بفشل الشركة من عدمه ولكن إذا كان لا بد من تحديد الموقف بالنسبة للشركات التي تقع ضمن هذه المنطقة فإنه وفقاً للتوزيع الاحتمالي فإن قيمة ٢,٦٧٥ سوف تستخدم كحد فاصل للتمييز بين الشركات المفلسة وغير المفلسة.
أكبر من ٢,٩٩ منطقة نجاح	احتمال إفلاس الشركة مستبعد وبذلك يمكن توقع نجاح الشركة في المستقبل

ولعل من الضروري أن نذكر بأن من أهم الأسباب التي دعت الباحث إلى اعتماد نموذج

ألتمان كأداة رئيسة في هذه الدراسة، الصلاحية (Validity) ودرجة الكفاءة التي يتمتع بها

(Reliability) على النطاقين البحثي والتطبيقي. ويؤكد الباحثان ويستون وبرغهام (Weston &

Brigham, 1981, p. 193) ذلك بقولهما أن النموذج يصنف بشكل صحيح (٩٥٪) من مجموع

العينة من خلال مصفوفة الدقة التالية:

التصنيف المتوقع باستخدام نموذج ألتمان

تصنيف حقيقي	مفلسة	غير مفلسة
مفلسة	٣١	٢
غير مفلسة	١	٣٢

وهذا يعني أن من بين ٣١ شركة توقعها النموذج أن تكون مفلسة، كانت في الواقع جميعها

مفلسة ماعدا اثنتين. ومن بين ٣٢ شركة توقعها النموذج أن تكون ناجحة، كانت في الواقع ناجحة

ماعدا واحدة. وبذلك فإن نسبة الخطأ هي $63/3 = ٢١,٧٪$ وهو مؤشر مشجع جداً. وقد جاء

على لسان ألتمان (Altman, 1978) نفسه في مقالة ردا على انتقاد موير (Moyer, 1977)، أنه:

" على الرغم من مرور عقد من الزمان على نموذجي التصنيفي للإفلاس، فما زالت الانتقادات

تتوالى في الأدبيات. ومن ضمن أسباب هذا، سهولة فهمه وتطبيقه ومحاكاته وتعديله، وتكرار

ظهوره ومناقشته في الكتب الدراسية، وزيادة الاهتمام بموضوع فشل الشركات، ... الخ "

وقد أكد ألتمان في رده على أن نموذج الأول مازال يعتبر أداة جيدة لقياس لدرجة فشل الشركات وهذا ما يؤكد الكثرة من الباحثين الماليين ومن بينهم وستون وبرغهام (Weston & Brigham, 1978, 1984) وبريلي ومايرز (Brealy & Myers, 1981, 1984) .

وتجدر الإشارة في هذا المجال، إلى أنه بعد أزمة الأوراق المالية ١٩٨٢، كان هناك اهتمام بضرورة دراسة مسببات الأزمة وبيئتها على الرغم من وضوح رؤية هذا الجانب لدى عامة الناس المتعاملين بالسوق. وكان من أهم ما قدم في هذا الجانب دراسة الدكتور هشام حسبو ١٩٨٥، الذي تبع إلى حد كبير أسلوب ألتمان في إيجاد أداة لقياس مدى تعرض الشركات للأزمات المالية في البيئة الكويتية. وفيما يلي نموذج القياس لحسبو:

$$م = ١,٨٨ لو١س + ٠,٣٤١ س٢ - ٤,٧٤$$

حيث :

م = مؤشر يوضح مدى تعرض الشركة المساهمة للأزمة المالية ومتوسط قيمته = صفر.
فإذا أخذ المؤشر رقم موجب فهذا دليل على تفاقم الأزمة لدى الشركة بعكس الحال عندما لا تعاني الشركة من الأزمة فتزداد القيمة السالبة للمؤشر.

س١ = نسبة الاستثمارات/رأس المال العامل، وتمثل أثر رأس المال العامل. (يعرف حسبو الاستثمارات بالأصول الاستثمارية التي لا تقع ضمن الأصول المتداولة أو الثابتة. انظر حسبو ١٩٨٥، ص ١٨).

س٢ = نسبة العائد/حقوق الملكية إلى العائد/إجمالي الأصول وتمثل أثر التوازن في الهيكل التمويلي.
١,٨٨ و ٠,٣٤١ هي معاملات التمييز (Discriminant Coefficients) للوغاريتم النسبة الأولى وللنسبة الثانية على التوالي.

٤,٧٤ تمثل ثابت النموذج (Constant)

وإن من أهم ما يميز نموذج حسبو ١٩٨٥ عن نموذج ألتمان ١٩٦٨ هو أن نموذج حسبو اعتمد في تمييز الشركات الفاشلة (التي تواجه أزمات مالية) عن الناجحة (التي لا تواجه أزمات مالية) على ثلاث نسب هي: الأصول الثابتة/ حقوق الملكية- تنخفض وقت الأزمات- وحقوق الملكية/ رأس المال المدفوع- ترتفع وقت الأزمات- و الربح من العمليات الأخرى/ صافي الربح- ترتفع وقت الأزمات. وتجدر الإشارة هنا، إلى أن نسبة حقوق الملكية إلى رأس المال المدفوع

"توضح مدى التوازن في الهيكل التمويلي باعتبارها توضح القيمة الحقيقية للشركة بالنسبة إلى قيمتها الدفترية، وزيادة هذه القيمة بدون داع يمثل أحد الأعراض المميزة للأزمات المالية من جانب الشركات المساهمة المقيدة بالسوق، ومن البديهي أن زيادة هذه القيمة يرجع لأسباب عديدة منها الاستحواذ على عناصر من الأصول غير الجيدة أو تغيير أسس تقييم هذه الأصول بدون مبرر مقبول في العرف المحاسبي" (حسبو ١٩٨٥، ص ١٣٦).

وقد لاحظ حسبو في دراسته زيادة هذه النسبة في أوقات الأزمات المالية. هذه على أية حال هي المعايير التي تم من خلالها اختبار النموذج بينما اعتمد ألتمان في بناء نموذج واختباره على بيانات حقيقية لشركات واجهت أزمات ثم أعلنت إفلاسها وخرجت من السوق. بالإضافة إلى أن نسبة الخطأ لنموذج حسبو تصل إلى (١٢٪) (انظر حسبو ١٩٨٥، ص ١٨١) بينما لا تتعدى (٤,٧٪) لنموذج ألتمان (Altman 1968, p. 599). ومن الواضح أيضا أن نموذج ألتمان أكثر شمولية من نموذج حسبو وذلك لوجود خمس نسب تعكس كل منها جانبا ماليا هاما للمؤسسات لم يتضمنها حساب نموذج حسبو، وهذا هو أهم الأسس التي تعتمد عليها هذه الدراسة لاختبار فرضياتها. لقد ذكرنا فيما سبق بأننا لسنا بصدد بناء نموذج جديد وإنما الوقوف على أهم الصفات التي تميز أداء الشركات الكويتية بالمقارنة بالمقاييس الدولية. ولا يفوتنا أن نذكر بأن الأوزان التي حددت لكل نسبة هي الأدوات التي تخلق عملية التوازن في بناء النموذج. فمنطق السوق يفترض على سبيل المثال أن هناك علاقة طردية بين إنتاجية الشركة X_5 وقيمتها السوقية X_4 فكلما زادت قيمة X_5 عن متوسط السوق كلما أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة X_4 . فعندما يدل النموذج على نجاح الشركة من خلال مقياس Z ويعود السبب إلى ارتفاع هائل في قيمة X_4 عن المتوسط مقابل انخفاض في قيمة X_5 عن المتوسط فهذا بلا شك يخرج عن مبدأ الاتزان ولا بد من تحديد الخلل.

وعلى ذلك فإن النموذج الأصلي لألتمان (Altman, 1968) مازال يعتبر نموذجا يمكن الاعتماد عليه كأداة للتوقع بفشل الشركات على الرغم من اختلاف البيئات، وما يدعم ذلك وجود صفة الاتزان. وهذا ما تؤكدته الكتب المتميزة في مجال التمويل. انظر بريلي ومايرز (Brealy & Myers, 1984, 1988). ولذلك فقد وقع اختيارنا على هذا النموذج كأداة أساسية. لهذه الدراسة. وسوف نقوم أيضا باستخدام نموذج حسبو قدر الإمكان لنرى مدى توافق مع النتائج لاسيما بالنسبة للسنتين التاليتين للتحرير حيث الصعوبات المالية الكبيرة على مستوى الدولة والاقتصاد (انظر Kuwait: Country Report, 1991, No. 3, 1992, No. 1, 1993). ونحن نستخدم عبارة "

قدر الإمكان " لأن نموذج حسبو لا يمكن استخدامه في جميع الأحوال، وذلك عائد إلى قصور واضح في حساب دالته، حيث يستنتج القارئ للمعادلة الأساسية لنموذج حسبو أنه سوف ينتج خطأ في حساب قيمة "م" في بعض الحالات منها:

(١) عندما تكون قيمة الاستثمارات تساوي صفراً، حيث إن هذه القيمة تمثل البسط لقيمة س_١. عندها قيمة س_١ سوف تكون صفراً بغض النظر عن قيمة المقام (رأس المال العامل)، وهذا ما سوف يسبب القصور عند استخراج لوغاريتم س_١.

(٢) عندما تكون قيمة الاستثمارات أكبر من صفر بينما رأس المال العامل يمثله رقم سالب. في هذه الحالة أيضاً سوف يكون هناك خطأ في استخراج لوغاريتم س_١.

(٣) في حالة ما إذا فرضنا - جدلاً - أن قيمة س_١ تساوي صفراً و س_٢ تساوي صفراً، عندها سوف تتمثل قيمة "م" بالثابت من معادلة حسبو وهو -٤,٧٤، وهذا يعني بأن الشركة لا تعاني من أزمة مالية.

انظر مثال الميزانية التالي:

أصول	خصوم
نقدية	١٠
حسابات مدينة	١٥
أصول متداولة	٢٥
استثمارات	٠
أصول ثابتة	٧٥
إجمالي الأصول	١٠٠
	حسابات دائنة
	١٥
	مستحقات
	١٨
	خصوم متداولة
	٣٣
	قروض طويلة الأجل
	٢٧
	حقوق ملكية
	٤٠
	إجمالي الخصوم
	١٠٠

الاستثمارات = ٠

رأس المال العامل = ٨-

وبفرض أن العائد = ٥ دنانير فإن:

العائد على حقوق الملكية = ٠,١٢٥

العائد على إجمالي الأصول = ٠,٠٥

س_١ = ٠ ، س_٢ = ٢,٥

تلك بعض الحالات التي تقلل من قيمة هذا النموذج وأهميته كأداة يمكن الاعتماد عليها في تمييز الشركات التي تعاني من أزمات مالية من التي لا تعاني من أزمات. ولكن كما قلنا آنفاً، فإن نموذج حسبو سوف يستخدم قدر الإمكان لمعرفة مدى قدرته على التوافق مع نتائج تطبيق نموذج ألتمان، وذلك في غير الحالات السابق ذكرها. حيث أننا نفترض بأن متوسط قيمة "م" للشركات المصنفة "ضعيفة" سوف يكون أقل من متوسط قيمة "م" للشركات المصنفة "ناجحة" على مدار سنوات الدراسة.

إطار الدراسة وأسلوبها

على الرغم من أن نموذج ألتمان قد لقي قبولا واسعا في النظرية والتطبيق في المجتمع الغربي المتميز باقتصاد وسوق مستقرين، إلا أنه لم يستخدم لقياس مستوى أداء الشركات في سوق غير مستقر المتمثل في البيئة الكويتية. وأهم ما يميز هذا الاقتصاد، ووقوع كارثة سوق الأوراق المالية في عام ١٩٨٠ (كارثة سوق المناخ) التي مازالت آثارها واضحة على الاقتصاد الكويتي حتى الآن. بالإضافة إلى اندلاع الحرب العراقية الإيرانية التي استمرت مدة سبع سنوات انتهت قبل الغزو العراقي لدولة الكويت بستين تقريبا. بالإضافة إلى عدم الاستقرار الأمني الداخلي والذي أدى إلى حل مجلس الأمة عام ١٩٨٦. وأخيرا الغزو العراقي واحتلال الكويت من أغسطس ١٩٩٠ حتى فبراير ١٩٩١ وما ترتب على ذلك من تأصيل للمشكلات المالية مثل المديونيات الصعبة وسرقات أموال الاستثمارات.

فإذا كان نموذج ألتمان قد خرج بمتوسطات معينة للنسب لكل من الشركات المفلسة والشركات غير المفلسة، ففرضيتنا المنطقية الأولى هي أن متوسطات هذه النسب سوف تكون قريبة من النسب الخاصة بالشركات الكويتية على الرغم من اختلاف البيئة. وأما فرضيتنا الثانية فتتعلق بتاريخ تعامل السوق الكويتي بالأوراق المالية في السوق الموازي. فبعد أزمة سوق الأوراق المالية (المناخ) عام ١٩٨٢ والذي كان سببها الرئيسي المغالاة في قيمة الأسهم المتداولة بالسوق الموازي (جاسم السعدون ١٩٨٤)، قامت الحكومة بوضع ضوابط ومعايير لمراقبة حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية. إلا أن هناك شكاً في جدوى تلك الضوابط، كما أن قيمة الشركات الكويتية مازالت متأثرة ببعض أمراض تلك الأزمة، مما يدعونا إلى أن نفترض بأن الشركات المصنفة "ناجحة" حسب نموذج ألتمان سوف يعزى نجاحها إلى قيمتها في السوق التي فيها نوع من المغالاة.

تم تقسيم الشركات إلى صنفين. الصنف الأول هو الشركات "الضعيفة" وهي التي تقع ضمن منطقة الفشل أو منطقة التناهل. وأما الصنف الثاني في الشركات "الناجحة" وهي التي تقع ضمن

منطقة النجاح (انظر الجدول رقم ٢). والسبب في اختيار اللفظ "ضعيف" هو للجمع بين الفشل المؤكد (قيمة Z أقل من ١,٨١) والفشل المحتمل (قيمة Z بين ١,٨١ و ٢,٩٩)، كما أن هذا اللفظ يعيدنا عن الوقوع في خطأ التعبير عن مدى قوة أداء هذه الشركات. فنحن لا يمكن أن نصف الشركات الكويتية بالفشل أو الإفلاس وهي مازالت تعمل في السوق، لذلك فقد وجدنا أن اللفظ "ضعيف" أبلغ للوصف. إلا أنه سوف يتم مضاهاة نتائج هذا الصنف بمتوسط ألتمان للشركات الفاشلة. ونرى بأن هذا التطرف في التصنيف من شأنه التأكيد على نتائج الدراسة.

إن اختبار هاتين الفرضيتين يحتم إطاراً ثابتاً للدراسة وهو مقارنة معطيات دراسة ألتمان فيما يخص متوسطات النسب (الأطراف الخمسة للنموذج) وقيمة (Z) بالنسبة للشركات "المفلسة" والشركات "غير المفلسة" بنتائج هذه الدراسة، بحيث يتم تصنيف الشركات الكويتية إلى "ضعيفة" و"ناجحة" وذلك بعد تطبيق النموذج واستخراج النسب الخمسة التي تكون النموذج لكل شركة بشكل منفصل والوصول لقيم (Z) على مستوى الشركات. وعند الانتهاء من هذه العملية، سوف يتم حساب المتوسطات للنسب الخمسة وقيم (Z) للصنفين ومقارنتها بنتائج ألتمان، ومن ثم تأكيد الفرضيتين أو رفضهما.

إن من الضروري أن نذكر بأن هذه الدراسة أخذت بالاعتبار معظم الشركات الكويتية المساهمة المسجلة بسوق الكويت للأوراق المالية في جميع القطاعات وعمدها ٢١ شركة ماعدا القطاع المالي (البنوك، الاستثمار، والتأمين). وهذه القطاعات هي الصناعة والعقار والأغذية والخدمات. أما استبعاد شركات القطاع المالي المسجلة بالسوق فيعود أساساً إلى الأسباب التالية:

(١) أن القطاع المالي أبعد هذه القطاعات الاقتصادية عن الشركات الصناعية (Manufacturers)، التي بنى ألتمان نموذجها على أساسها.

(٢) بعض البيانات الضرورية مثل إجمالي الإيرادات غير متوفرة في التقارير العامة للبنوك وشركات الاستثمار لأسباب خاصة بتلك الشركات.

وعلى ذلك فإن تعبير "الشركات" أو "الشركات الكويتية" المستخدمين في هذه الدراسة لا يتضمنان في معنيهما البنوك وشركات الاستثمار وشركات التأمين.

ولعل من الضروري أيضاً أن نبين أن بيانات هذه الدراسة هي البيانات المتوفرة حتى نهاية عام ١٩٩٢ والمتثلة ببيانات السنتين المنتهيتين ١٩٨٨ و ١٩٨٩ (فترة ما قبل الاحتلال) وبيانات السنتين المنتهيتين ١٩٩١ و ١٩٩٢ (فترة ما بعد الاحتلال).

من الواضح أن هناك عمليات حسابية كثيرة ومتكررة لجميع الشركات المساهمة مما يتطلب الاستعانة بتكنولوجيا المعلومات والحسابات الحديثة والمستخدمة في مجال الأعمال والمتمثلة بما يعرف الآن ببرامج اللوحات الجدولية (Spreadsheets Programs). وهي عبارة عن ورقة إلكترونية تعطي مستخدمها القدرة على بناء النماذج الرياضية بشكل يسير، وتوفر الكثير من الوقت والجهد في الحساب. وقد انتشر استخدام هذه البرامج مع ظهور الحاسب الآلي الشخصي مع بداية الثمانينات. وقد وقع اختيارنا على أحدث هذه البرامج (Software)- في وقت الدراسة - وهو برنامج كواترو برو (Quattro Pro for Windows) للقيام بهذا العمل.

أما بيانات الدراسة فقد تم الحصول عليها من واقع القوائم المالية للشركات موضع الدراسة والمتاحة للعامّة. كما تم الاستعانة بال نشرات الدورية الصادرة عن سوق الكويت للأوراق المالية وبخاصة "دليل المستثمر" القطاعات الأربع. فقد كان هذا الدليل خير عون للباحث في الوصول اليسير للبيانات المالية التي كانت مرتبة ومنظمة ومبوبة بحيث كانت المصدر الرئيس. وبما أن هذا المصدر يعتبر خارجي للشركات الخاضعة للدراسة، لذا كان لابد من تأكيد صحة البيانات من التقارير الأصلية والصادرة عن هذه الشركات.

الشركات الكويتية وواقع الحال

يوضح الجدول رقم (٣) واقع حال الشركات الكويتية لعام ١٩٨٨. وينقسم هذا الجدول إلى ثلاثة أقسام رئيسة، الأول يمثل متوسطات أطراف النموذج الخمسة وذلك للصنفين "ناجحة" و"ضعيفة" حسب ما خرجت بها دراسة ألتمان. أما القسم الثاني فيمثل تفصيل كل نسبة من نسب النموذج للشركات الكويتية "الضعيفة" ومن ثم المتوسطات لجميع هذه النسب. وأما القسم الثالث فيمثل تفصيل كل نسبة من نسب النموذج للشركات الكويتية "الناجحة" ومن ثم متوسطات جميع هذه النسب. كما أن الجدول رقم (٣ أ) يؤكد ما افترضناه حول انخفاض متوسط مقياس حسبو (قيمة "م") بالنسبة للشركات المصنفة "ضعيفة" عن الشركات المصنفة "ناجحة". كما أنه فشل بتمييزها حسب المتوسط الذي وضعه حسبو وهو صفر. حيث يؤكد حسبو كما ذكرنا في جزء سابق بأن الشركات التي تواجه أزمات مالية تكون قيمة "م" موجبة وأن الشركات التي لا تواجه أزمات مالية تكون قيمة "م" سالبة.

جدول رقم (٣)

الوضع الاقتصادي لعام ١٩٨٨

مبيعات/ الأصول	القيمة السوقية/ ديون دفترية	أرباح قبل فوائد وخصائب/ الأصول	أرباح محتجزة/ الأصول	رأس المال العامل/ الأصول	درجة الإفلاس	
X ₅	X ₄	X ₃	X ₂	X ₁		
١,٩	٢,٤٧٧	٠,١٥٤	٠,٣٥٥	٠,٤١٤		متوسط ألتمان "غير مفلس"
١,٥	٠,٤٠١	٠,٣١٨-	٠,٦٢٦-	٠,٠٦١-		متوسط ألتمان "مفلس"
مبيعات/ الأصول	القيمة السوقية/ ديون دفترية	أرباح قبل فوائد وخصائب/ الأصول	أرباح محتجزة/ الأصول	رأس المال العامل/ الأصول	درجة الإفلاس	
X ₅	X ₄	X ₃	X ₂	X ₁	Z	ضعيفة
٠,١٤٥٨٥٨٤	٣,٤٢٢٠٦٣٩	٠,٠٠٠٤٩٧	٠,١٤٦٨٥٨٤	٠,٤٥٧٨	٢,٩٥٦٧	! الأنايب المعدنية
٠,٣٧٥٤٨١٨	١,٤٢٩٣٦٠٢	٠,٠٠١٠٦٦٤	٠,٣٧٥٤٨١٨	٠,٤٩٥٢٩	٢,٣٥٦٤	! الخدمات البحرية
٠,٠٦٣٩٧١٣	١,٨٢٤٩٤٦٥	٠,٠٠٠٣٤٣٦	٠,٠٦٣٩٧١٣	٠,١١٥٠-	١,١١٥٨	* عقارات الكويتية
٠,٠٧٦٣٢٦٩	١,٧٩٤٦٩٤٥	٠,٣٩٤٣٦١-	٠,٠٧٦٣٢٦٩	٠,٠٠٩٠٩	٠,٠٣-	* العقارات المتحدة
٠,١٢٠٣٣٨٢	٠,٧٢٧٨٦٢٣	٠,٠١٢٩٩	٠,١٢٠٣٣٨٢	٠,٠٣٨٨-	٠,٦٣٦١	* الصالحية
٠,٢٢٨١٥٣٦	٠,٨٤٤٩٩٢٧	٠,١٠٩٢٠٢-	٠,٢٢٨١٥٣٦	٠,١٩١٣-	٠,٤٦٤٦	* لنقل البري
٠,١٥٤٠٥٠٩	٣,١٥٠٠٨١٢	٠,٠٢٥٩٣٣	٠,١٥٤٠٥٠٩	٠,٠٥٩١٧	٢,٤١٦٤	! السينما الكويتية
٠,٠٨٥٩٦٧١	٠,٩٠٢٣٢٩٣	٠,٠٥٠٩٢٠١	٠,٠٨٥٩٦٧١	٠,١٣٠٣٦	١,٠٧٢٢	* مجتمعات الأسواق
٠,١٥٦٣٩٣٥٣	١,٧٦٢٠٤١٣	٠,٠٥٤٧٣٢-	٠,١٥٦٣٩٣٥	٠,١٠١٢٥	١,٣٧٣٥	متوسط

مبيعات/ الأصول	القيمة السوقية/ ديون دفترية	أرباح قبل فوائد وخصائب/ الأصول	أرباح محتجزة/ الأصول	رأس المال العامل/ الأصول	درجة الإفلاس	
X ₅	X ₄	X ₃	X ₂	X ₁	Z	ناجحة
٠,٢٤٨٧١١١	٥,٠٠٥٣١٥٢	٠,٠٠٠٣٧٤٤	٠,٢٤٨٧١١١	٠,٢٣٩١٣	٣,٨٨٨٣	الصناعات الوطنية
٠,٣٢٤٧٥٤	٣,٨٣٩٣٣٦٢	٠,٠٠٠٣٢٣٤	٠,٣٢٤٧٥٤	٠,٠٢٠١٣	٣,١٠٨٢	إسمنت الكويت
٠,٢٧١٢٦٦٦	٣,٥٢٢٢٣٣٢	٠,٠٠٢١٩٩٥	٠,٢٧١٢٦٦٦	٠,٣٥٥٠٩	٣,١٩٧٧	صناعات التبريد
٠,٣٣٤١٥٩٤	٦,٣٨٣٩١٦٣	٠,٠٠٠٥١٢٣	٠,٣٣٤١٥٩٤	٠,١٩١٥٢	٤,٨٦٣٨	الخليج للكييلات
٠,٠٧٨٥٢٥٧	٧,١٦٥٩٦٨٩	٠,٠٤٠٣٣٧٥	٠,٠٧٨٥٢٥٧	٠,١١١٨٥	٤,٧٥٥٤	الوطنية
٠,٦٤٩٥٤٠٧	٩,٤٢٣٣٦٠١	٠,٠٠٠٢٦١٨	٠,٦٤٩٥٤٠٧	٠,٥٥٨٦٤	٧,٨٨٤١	نقل المواشي
٠,٦٠٢١٨٢٦	٥,٥٢٥٣١٣	٠,٠٠٢٢٧٥٩	٠,٦٠٢١٨٢٦	٠,٤٢٦٦٤	٥,٢٧٩٩	الأسماك
٠,٣٣٩١٥٥٣	١١,١٤٣٤٤٥	٠,٠٠١٧١٧٤	٠,٣٣٩١٥٥٣	٠,٥٨١٩٣	٨,٢٠٤	الدواجن
٠,٩٨٥٦٥٦٦	١,٩١٩٨٣١١	٠,٠٠٠٣٦٦٦	٠,٩٨٥٦٥٦٦	٠,١٧٦٢٨	٣,٧٣٠٢	الأغذية
٠,٣٨٧٠٧٢٢	٣,٣٣٤٦٩٧٢	٠,٠٣٥٤٢٦٢	٠,٣٨٧٠٧٢٢	٠,٤٩٨٣٦	٣,٦٤٤٧	الفنادق
٠,١٠٢٥٦٢	٥,٦٣٤٤٠٣٩	٠,٠٠٩٩٦٦٤	٠,١٠٢٥٦٢	٠,٠١٨١٧	٣,٦٨١٥	المخازن
٠,٢٤٨٠٥٦	٨,٥٣١٥٨٨٧	٠,١١٢٥٦٥٢	٠,٢٤٨٠٥٦	٠,٥١٦١٨	٦,٧٠٥٩	الاتصالات
٠,٢٤٧٢٢٥٩	١١,٧٨٦٧٣٧	٠,٠٤٢٧٥٧٨	٠,٢٤٧٢٢٥٩	٠,٤٨٥٤٣	٨,٣٨٩	الحاسبات
٠,٣٧٠٦٨٢١٧	٦,٤٠١٢٤١٩	٠,٠١٩١٦٠٣	٠,٣٧٠٦٨٢٢	٠,٣٢١٥٤	٥,١٧٩٥	متوسط

جدول رقم (١٣)

مقياس حسبو لعام ١٩٨٨

درجة التعويض إلى أزمة مالية	عائد إلى ملكية/ عائد إلى الأصول	استثمارات/ رأسمال عامل	
م	س	س	ضعيفة (حسب تصنيف ألتمان)
(٣,٦٤٠٨)	١,٧٧٨٠	١,٨٢٨٨	الأنابيب المعدنية
(٣,٩٥١٣)	٢,٠٠٣٧	١,١٣٧٨	الخدمات البحرية
(٢,٨٣٦٢)	١,٧٢٣٣	٨,٦٩٨٨	عقارات الكويت
(٢,٤٣٠٨)	٢,٠٢٣٥	٧,٢٦٥٣	العقارية المتحدة
(٢,٧٣٧٤)	٢,٠٦٨٤	٤,٨٩٨٢	الصالحية
(١,٦٣٣٥)	١,٦٠١٠	٢٣,٠١٣١	إسمنت الكويت
(٢,٦٨٣٥)	١,٢٢٥٠	٧,٤٤١٩	مجمعات الأسواق
(٢,٧٨٠٥)	١,٧٧٤٧	٧,٧٥٤٩	المتوسط
م	س	س	ناجحة (حسب تصنيف ألتمان)
(٤,١٣٠٧)	١,٦٧٤٢	١,٠٤٨١	صناعات التبريد
(٣,٤٧٤٥)	١,٣٣٧٢	٢,٦٩٥٢	الصناعات الوطنية
(٣,١٧٩٢)	١,٢٧٨٣	٣,٩٦٥٩	كبيلات الخليج
(٣,٦٧٠٠)	١,٩٤١٨	١,٦٤٧٩	الأغذية
(٣,٢١٥٦)	١,٢١٢٣	٣,٨٩٩١	الوطنية العقارية
(٣,٤٧٩٢)	١,٢٧٥٨	٢,٧٤٩٤	المخازن العمومية
(٥,٧٥٠٥)	٢,٩٠٥٢	٠,٠٨٦٢	الفنادق
(٤,٠٦٨٧)	١,٣٥٨٧	١,٢٩٠٢	الإتصالات
(٤,٤٨٤٦)	١,١٤٩٠	٠,٨٤٦٢	نقل المواشي
(٤,١١٧١)	١,٢٠٦٨	١,٢٩٥٦	الأسماك
(٤,٣٠٤٦)	١,١٦٢٠	١,٠٤٩٢	الدواجن
(٢,٩٨٠٥)	١,٣٦٣٩	٤,٨٨١٠	السينما الكويتية
(٤,٤١٤٤)	١,١٣١٦	٠,٩٢٨٨	الحاسبات
٣,٩٤٣٨	١,٤٦١٣	٢,٠٢٩٤	المتوسط

وفيما يلي مقارنة الجزء الأول من الجدول بالجزئين الثاني والثالث. أي مقارنة متوسطات ألتمان بالنسب المتخرجة من هذه الدراسة لكل من صنفى الشركات "الضعيفة" و "الناجحة".

إن أول الملاحظات هي أن متوسط درجة الإفلاس، أي قيمة (Z) لجميع الشركات المصنفة "ضعيفة" بعد تطبيق نموذج ألتمان على هذه الشركات، أكبر بكثير من متوسط نفس الدرجة للشركات التي صنفتها ألتمان "مفلسة". المنطق يقول بأن هذه القيمة يجب أن تكون قريبة من

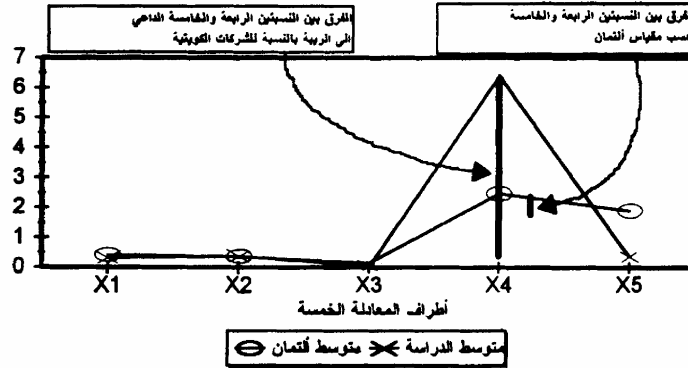
متوسط ألتمان وهو (٠,٢٥٩٩) - هذا الرقم بالسالب - بينما أتى متوسط الشركات الكويتية الضعيفة لهذه القيمة (١,٣٧٣٥) - هذا الرقم موجب -. تفسير هذه الظاهرة يأخذ احتمالات منطقية، منها، أن تصنيفنا للشركات الضعيفة يشمل الشركات "المفلسة" بالإضافة إلى الشركات الواقعة ضمن "منطقة التجاهل" - حسب تعبير ألتمان -، وهذا يعني أننا عندما أخذنا باعتبارنا الشركات الواقعة ضمن "منطقة التجاهل" في التصنيف فإننا قد رفعنا متوسط قيمة (Z) بالنسبة للشركات المصنفة "ضعيفة" ولكن يمكن أن نحسم هذا التفسير بالنظر إلى قيمة (Z) لكل شركة بشكل منفصل. ومن هنا يمكن أن نرى أن جميع الشركات الكويتية المصنفة "ضعيفة" هي في الواقع تتمتع بقيمة (Z) أكبر من متوسط ألتمان لنفس القيمة ما عدا واحدة. السؤال المنطقي في هذه الحالة إذن هو؛ هل الشركات الكويتية المصنفة "ضعيفة" تتمتع بظروف أفضل من مثيلاتها في البيئة الغربية؟ هناك احتمالان لهذا السؤال، أحدهما ضعيف والآخر منطقي ومتوافق مع فرضيتي الدراسة. أما الاحتمال الأول والضعيف فهو أن تكون الشركات الكويتية تتمتع فعلاً بظروف أفضل من ظروف الأسواق الغربية والقريبة إلى حد كبير من السوق المتكامل (Perfect Market) وهذا الاحتمال مستبعد جداً. وذلك لأن نظرية التمويل تفترض بأن أسهم الشركات يتم تداولها في إطار سوق رأسمالية صرفة ومتكاملة أي أن هناك حرية متكاملة في عملية الإقراض والاقتراض وأن هدف الشركات أياً كانت طبيعة نشاطها هو تعظيم أرباح ملاكها (حملة الأسهم). هذا التعريف للسوق الرأسمالي المتكامل لا ينطبق على الكثير من الأسواق العالمية الغربية - عدا الولايات المتحدة القريبة إلى حد كبير - ناهيك عن سوق صغيرة مثل السوق الكويتية التي لا تتعدى شركاتها المساهمة ٥٠ شركة والتي تحكمها الكثير من القيود الداخلية والخارجية والسياسية. وأما الاحتمال الآخر فهو أن ارتفاع قيمة (Z) قد جاء نتيجة ارتفاع كبير لنسبة أو نسب معينة من النسب الخمسة. وهذا أيضاً احتمال منطقي فيما أن قيمة (Z) الناتجة عن الدراسة أكبر من متوسط قيمة (Z) عند ألتمان فتوقع - حسب نموذج ألتمان - بأن تكون النسب الخمسة أكبر من مثيلاتها في النموذج. ولكن الجدول يوضح بأنه على الرغم من أن النسب الثلاث الأولى متوافقة مع هذا المنطق، إلا أن هناك تطرفاً مريباً في النسبتين الرابعة والخامسة وهما على العكس تماماً. فنجد بأن القيمة السوقية إلى قيمة الديون تصل إلى ١,٧٦ بينما متوسط ألتمان لهذه النسبة للشركات "المفلسة" تصل إلى ٠,٤٠١ فقط، مما يعطي انطباعاً عن احتمال وجود مغالاة في قيمة أسهم هذه الشركات في سوق الأوراق المالية. وما يؤكد هذا الاحتمال هو أن النسبة الخامسة (المبيعات إلى

مجموع الأصول) تقل بشكل كبير عن متوسط ألتمان. هذه النسبة هي ٠,١٥٦، بالمقارنة بـ ١,٥ حسب متوسط ألتمان. وهذا مما يعطي الانطباع بأن قدرة أصول هذا الصنف من الشركات على توليد المبيعات منخفضة جداً وإلى حد بعيد. وهذا بالطبع ما يناقض قوة الأسهم في السوق. فكما ذكرنا آنفاً، فإن هذه النسبة هي ثاني أهم نسبة للتمييز بين الشركات الفاشلة والناجحة، أي أن احتمال نجاح الشركة يكون أكبر وكذلك قيمتها السوقية عندما تكون لديها القدرة على توليد المبيعات. إلا أن هذا المنطق لم ينطبق على القيمة السوقية لأسهم الشركات الكويتية، فنجد التناقض واضحاً بين عدم القدرة على توليد المبيعات من جانب وقوة السهم في السوق من جانب آخر. من هذا التحليل نجد أن هناك نتيجة واضحة - على الأقل فيما يخص الشركات المصنفة "ضعيفة" - وهي أن هناك مغالاة في قيمة الأسهم لهذه الشركات. إلا أننا لا يمكن أن نعمم هذا الرأي إلا بعد تحليل الصنف الآخر من الشركات.

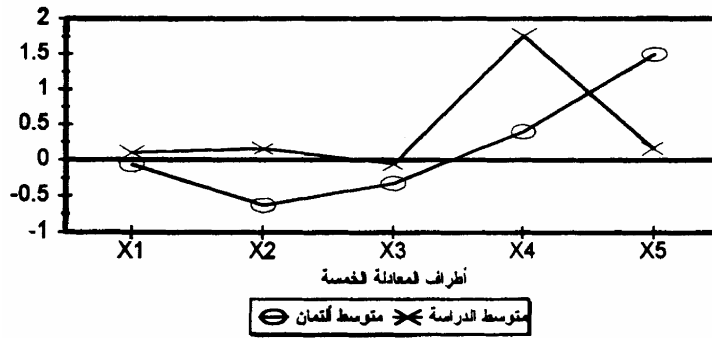
أما بالنسبة للشركات المصنفة "ناجحة" فإن أول ملاحظة هي أن درجة الإفلاس (Z) تصل تقريباً إلى ٥,١٨، وهذا نجد ذاته قريب جداً من متوسط الدرجة (Z) لدى ألتمان وهي تقريباً ٤,٩، حيث أن هناك ٨ شركات أقل من متوسط ألتمان و ٥ شركات أكبر من هذا المتوسط. وهذه نتيجة منطقية مادامنا نتكلم عن نموذج ألتمان الذي بني أساساً على عينة ممثلة للصنفين "مفلس" أو "غير مفلس". ولكن ما نحن بصدده في الدراسة هو أطراف النموذج الخمسة، التي وضعنا فرضيتي الدراسة بشأنها. ونذكر القارئ بأن فرضيتي الدراسة تتعلقان بـ (١) عدم انطباق متوسطات نسب ألتمان و(٢) أن قوة (Z) سوف تتركز في نسبة X_4 . لذلك فعندما ننظر إلى متوسطات الأطراف الخمسة للشركات المصنفة "ضعيفة" مجتمعة، نجد أنها جميعاً أقل من متوسطات ألتمان ما عدا نسبة الأرباح المحتجزة/مجموع الأصول فهي قريبة من متوسط ألتمان وكذلك القيمة السوقية/القيمة الدفترية للديون فهي مرتفعة بشكل كبير ومريب (انظر الشكل رقم (٢)). وهذا ما يؤكد نتيجة تحليلنا السابق للشركات المصنفة "ضعيفة"، حيث ذكرنا بأن هناك احتمال كبير بوجود مغالاة في قيمة الأسهم لهذه الشركات. وهذا أيضاً يؤكد فرضيتنا الثانية بأنه سوف يكون هناك تركيز لنسبة X_4 التي تؤدي بدورها إلى ارتفاع قيمة (Z). أما الفرضية الأولى فقد تم تأكيدها ضمناً، حيث أن متوسطات ألتمان لم تنطبق على أي من صنفي الشركات.

ومن النتائج غير الطبيعية والخطيرة في نفس الوقت بالنسبة لهذا الصنف من الشركات "ناجحة" إذا كانت هناك ثلاثة من متوسطات النسب الخمسة أقل من متوسطات ألتمان بشكل

ملحوظ بينما النسبة الرابعة وصفت بأنها كبيرة بسبب المغالاة الواضحة في قيمة الأسهم بالسوق، فإن هذا يدل دلالة قاطعة على ضعف هذا الصنف من الشركات أيضاً. وهذا ما يجرنا إلى القول بأن وضع السوق الكويتي ضعيف جداً. فقد صنفت هذه الدراسة مجموعة الشركات إلى صنفين "ضعيفة" أو "ناجحة" حسب النتيجة بعد تطبيق نموذج ألتمان لتوقع فشل الشركات، فكانت النتيجة أن ٨ شركات "ضعيفة" أو ١٣ شركة "ناجحة". ولكن حتى الشركات الناجحة هي في واقع الحال "غير ناجحة" تماماً - حسب نموذج ألتمان - في جميع النسب (أقل من متوسطات ألتمان) ما عدا نسبة واحدة وهي القيمة السوقية/ القيمة الدفترية للديون. وقد جاءت هذه النسبة أكبر بكثير من متوسط ألتمان وبشكل يدعو إلى الشك والريبة. وما يؤكد ذلك هو الانعدام الكامل لقابلية جميع الشركات الكويتية على توليد المبيعات حسب مقياس ألتمان. فالتيمان يربط بشكل واضح بين القدرة على توليد المبيعات وقيمة الشركة في السوق. وهذا الربط - بطبيعة الحال - متوافق تماماً مع المنطق وقوانين الأسواق المالية.



شكل رقم (٢). مقارنة متوسطات ألتمان بمتوسطات الدراسة للشركات الناجحة.



شكل رقم (٣). مقارنة متوسطات ألتمان بمتوسطات الدراسة للشركات الضعيفة.

هذا الوضع يمكن استنتاجه من الشكلين (٢) و (٣). ويود الباحث أن يبين بأن الخط المستقيم الذي يصل النسب الخمسة ببعضها لا يمثل دالة حسابية معينة وإنما هو لسهولة التمييز بين متوسطات نسب دراسة ألتمان ومتوسطات نسب هذه الدراسة. والشكل رقم (٢) يركز على توضيح الفرق بين النسبتين الرابعة والخامسة حسب مقياس ألتمان من جهة والشركات الكويتية موضع الدراسة من جهة أخرى. وقد ذكرنا آنفاً أن النسبة الخامسة مهمة جداً في التمييز بين صنفى الدراسة حسب نموذج ألتمان. كما ذكرنا بأن لها علاقة بقيمة الشركة (النسبة الرابعة تعبر عن هذه القيمة)، حيث إن قدرة أصول الشركة على توليد المبيعات تتناسب طردياً مع قيمة الشركة في السوق. فإذا كانت النسبة الخامسة أكبر من متوسط نفس النسبة لدى ألتمان فتتوقع أن تنخفض النسبة الرابعة إلى أدنى من متوسط ألتمان. وإن لم يكن كذلك فهناك أمر غير طبيعي. فمن غير المنطقي أن تنخفض المبيعات بشكل كبير وترتفع بعد ذلك قيمة الشركة بالسوق بشكل كبير جداً. وهذا هو الوضع الذي يعكسه الشكل (٢). فلو نظرنا إلى الشكل (٢) لوجدنا أن العمود الذي يمثل الفرق بين النسبتين الرابعة والخامسة بالنسبة للشركات الكويتية أكبر بكثير من العمود الذي يمثل الفرق بين النسبتين الرابعة والخامسة حسب مقياس ألتمان. هذه النتيجة غير الطبيعية للشركات الكويتية لا تنحصر في الشركات "الناجحة" فقط، فهي أيضاً جلية في الشركات "الضعيفة". مرة أخرى، الشكل (٣) يؤكد رأينا حول المغالاة الواضحة بأسعار الأسهم الكويتية والذي يعكس بدوره على قيمة الشركة. فالخط الذي يمثل متوسطات ألتمان للنسب الخمسة يبين بأن النسبة الخامسة وهي قدرة الشركات "الضعيفة" على توليد المبيعات هي ١,٥ بينما النسبة الرابعة والتي تمثل قيمة الشركة في السوق تصل إلى ٠,٤٠١. ولو طبقنا منطق العلاقة الطردية الذي ذكرناه، لافترضنا أنه إذا انخفضت قابلية أصول الشركات الكويتية "الضعيفة" على توليد المبيعات عن مستوى ألتمان فسوف تنخفض النسبة الرابعة أيضاً عن ذلك المتوسط. ولكن الشكل (٣) يوضح العكس تماماً. فقد انخفضت النسبة الخامسة، كما انخفضت جميع النسب الأخرى عن متوسطات ألتمان وارتفعت النسبة الرابعة بشكل كبير وطبيعي عن متوسط ألتمان.

يعكس الجدول رقم (٤) صورة الاقتصاد الكويتي بعد عام واحد. هذا الجدول يوضح صورة عامة للاقتصاد الكويتي لا تختلف عنها كثيراً في عام ١٩٨٨. حيث أن هناك تطرفاً واضحاً في النسبة الرابعة والخامسة لكلا الصنفين من الشركات الكويتية. وكذلك الحال بالنسبة لمقياس حسبو فقد جاءت قيمة "م" متوافقة مع ما افترضناه، حيث أن متوسط هذه القيمة أقل بالنسبة للشركات المصنفة "ضعيفة".

جدول رقم (٤)

الوضع الاقتصادي لعام ١٩٨٩

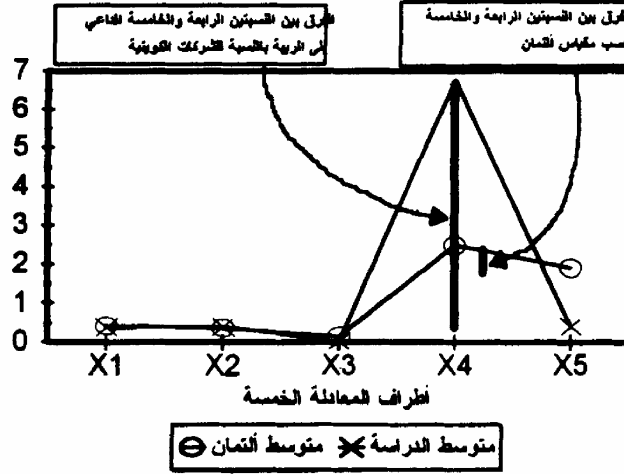
مبيعات/ الأصول	القيمة السوقية/ ديون دفترية	أرباح قبل فوائد وخصائبات/ الأصول	أرباح محتجزة/ الأصول	رأس المال العامل/ الأصول	درجة الإفلاس	
X_5	X_4	X_3	X_2	X_1	Z	
١,٩	٢,٤٧٧	٠,١٥٤	٠,٣٥٥	٠,٤١٤		متوسط ألتمان "غير مفلسة"
١,٥	٠,٤٠١	٠,٣١٨-	٠,٦٢٦-	٠,٠٦١-		متوسط ألتمان "مفلسة"
ضعيفة						
٠,٣٥٤٢٦٣	٢,٤١٠٤٦٨	٠,٠٠٠٣٥٥	٠,٣٥٤٢٦٣	٠,٠٤٣٣٢٢	٢,٣٤٩٦٨٣	! اسمنت الكويت
٠,٣٢٣١١٦	١,٧٨٥٩٧٦	٠,٠٠٠٦٤٣	٠,٣٢٣١١٦	٠,٥١٥٧٩٣	٢,٤٦٨١٣٨	! الخدمات البحرية
٠,٠٥٣٦٧٣	١,١٤٢٠١٧	٠,٠٠٠٥٥	٠,٠٥٣٦٧٣	٠,٠٨٨١٧-	٠,٧١٠٠٣١	* عقارات الكويت
٠,٥٢٤٦٩٣	٠,٩٧٠٧٣١	٠,٠٤٦٦٤٧	٠,٥٢٤٦٩٣	٠,١٦٢٠٥-	١,٨٠٢٣٧٣	* العقارية المتحدة
٠,١٥٢٣٧٨	٠,٧٢٤٥٨	٠,١٠٨٤٦-	٠,١٥٢٣٧٨	٠,٠٧٥٨٦٢	٠,٥٣٣٥٥٩	* الصالحية
* النقل البري على الرغم من عدم إشهار إفلاسها، إلا أنها أبحرت على الخروج من قائمة الشركات المساهمة في السوق لسوء وضعها المالي.						
٠,١٣٨٩٨٥	٣,٤١٧١٣٤	٠,٠٢٨٩٣	٠,١٣٨٩٨٥	٠,٠٩٤٨٩	٠,٥٩٣١٨٢	! السينما الكويتية
٠,١٣٧٧٩٤	٣,٦٥٨٦٢٩	٠,٠٣٢٤٨٨	٠,١٣٧٧٩٤	٠,٠٠٧٧١-	٢,٦٢٣٨٤٢	! المحازن
٠,٢٤٠٧	٢,١٥٩٣٤	٠,٠٠٠١٦٤	٠,٢٤٠٧	٠,٠٦٧٤٢	١,٦٣٥١٠٢	متوسط
ناجحة						
٠,٢٥٣٢١	٦,٧٨٤٢٢٨	٠,٠٠٠٤٢	٠,٢٥٣٢١	٠,٢١٨٩٩١	٤,٩٤٢٤١٥	الصناعات الوطنية
٠,٤٢٦٦٥٩	٥,٠٩٢٣٩٤	٠,٠٠٠٩٨	٠,٤٢٦٦٥٩	٠,٥٤٨٠٤٤	٤,٧٤٠٣٠٥	الأنابيب المعدنية
٠,٤٣٨٧١١	٢,٧٧٧١	٠,٠٠١٠٧٨	٠,٤٣٨٧١١	٠,٣٦٤٧٦	٣,١٦٠٤١٧	صناعات التبريد
٠,٤٩٥٠٨	٥,٤٥٠٥٤٦	٠,٠٠٠٣٩١	٠,٤٩٥٠٨	٠,٣٧٦١١٢	٤,٩١١١٤٤	الخليج للكيبلات
٠,٠٦٠٢٢٥	٦,٣٠٨٠٧٩	٠,٠٢٦٥١٢	٠,٠٦٠٢٢٥	٠,٠٧٨٥٦٨	٤,١١١١٥٩	الوطنية
٠,٧٠٧٠٦٤	١٠,٢٢٩٦٢	٠,٠٠٠١٩٨	٠,٧٠٧٠٦٤	٠,٦٨٤٨١٩	٨,٦٥٧١٦	نقل المواشي
٠,٥٢٠٦٠٢	٤,٠٩٦٠٤٥	٠,٠٠٢٤٩٩	٠,٥٢٠٦٠٢	٠,٤٤٠٣٦٨	٤,٢٤٣٧٥٩	الأسماك
٠,٣٢٦٧٦٤	١١,٦٥١٨١	٠,٠٠١٩١٣	٠,٣٢٦٧٦٤	٠,٥٧٦٦٦٢	٨,٤٧٣٦٢٧	الدواجن
٠,٩٦٧٤٣٨	١,٣٥٠٧٧٥	٠,٠٠٠٣٣٣	٠,٩٦٧٤٣٨	٠,٠٩٧١٠٦	٣,٢٤٩٩٤٣	الأغذية
٠,٣٩٣٧٣	١٠,٧٥١٩٨	٠,٠٢٦٠١٥	٠,٣٩٣٧٣	٠,٥٥٩٤٤٣	٨,١٥٣٣٢١	الفنادق
٠,٢٦٤٤٠٦	٥,٩١٧٩٨٨	٠,١٣٦٧٥٤	٠,٢٦٤٤٠٦	٠,٤٩٦٠٦٢	٥,٢٣١٩٢٩	الاتصالات
٠,٠٥٧٣٩٨	٨,٨٢٣٣٤٨	٠,٠١٨٧١٨	٠,٠٥٧٣٩٨	٠,٠٥٧٣٩٨	٥,٥٦٢٤١٣	مجمعات الأسواق
٠,٢٨٨٦٢٧	٨,٥٩١٢٥٩	٠,٠٥٧٦٦٧	٠,٢٨٨٦٢٧	٠,٤٧٩٨٣١	٦,٦١٣٥٥٨	الحاسبات
٠,٣٩٩٩٩٣	٦,٧٥٥٧٨٢	٠,٠٢١٠٣٧	٠,٣٩٩٩٩٣	٠,٣٨٢٩٣٥	٥,٥٤٢٣٩٦	متوسط

جدول رقم (٤أ)

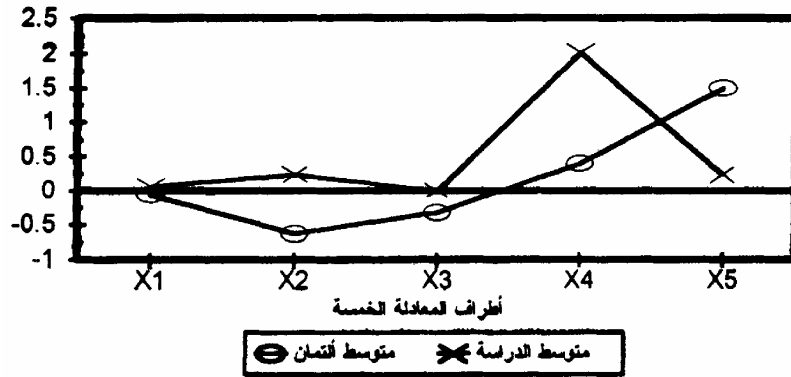
مقياس حسبو لعام ١٩٨٩

درجة التعويض إلى أزمة مالية	عائد إلى ملكية/ عائد إلى الأصول	استثمارات/ رأسمال عامل	
٣	٢س	١س	ضعيفة (حسب تصنيف ألتمان)
(٢,٢٢٦١)	١,٦١٨٧	١١,٠٥٥٥	اسمنت الكويت
(٣,٩٤٥١)	١,٩٦٢٦	١,١٦٦٤	الخدمات البحرية
(١,٢٢٢٧)	١,٧٢٦٩	٣٦,١١٢٥	عقارات الكويت
(٠,٩٦٨٣)	١,٨٠٧٧	٤٧,٦٨١٧	العقارية المتحدة
(٣,٠٣٩٤)	١,٢٠٧٢	٤,٨٤٨٤	الوطنية العقارية
(٢,٥٢٧٨)	٢,٣٤٨٧	٥,٦٣١٩	الصالحية
(٣,٩٠٧٢)	١,٤٦٧٩	١,٥٠١٣	الأنابيب المعدنية
(٣,٣٥٠٢)	١,٣٣٢٥	٣,١٤٤٦٥	السينما الكويتية
(٢,٠٤٩١)	١,٠٨٥٢	١٧,١٥٨٨	مجمعات الأسواق
(٢,٥٨١٨)	١,٦١٧٥	١٤,٢٥٥٧	المتوسط
٣	٢س	١س	ناجحة (حسب تصنيف ألتمان)
(٣,٣٦٨٧)	١,٢٥٧٣	٣,١٧٢٢	الصناعات الوطنية
(٣,٧٣٦٨)	١,٣٤٠٧	١,٩٥١٧	كييلات الخليج
(٣,٢١٧٨)	٢,٢١٤٨	٢,٥٥٨١	الأغذية
(٤,١١٩٦)	١,٧٢٤٣	١,٠٤٠٦	صناعات التبريد
-	١,٣٢٥٨	(٨,٨٩٠١)	المخازن العمومية
(٤,١٧٨٢)	١,٣٦٣٢	١,١٢٦١	الفنادق
(٣,٩٤٩٥)	١,٣٩٠٦	١,٤٧٣١	الاتصالات
(٤,٤٨٨٣)	١,٠٧٥٧	٠,٨٦٨٥	نقل المواشي
(٤,١٨٤٩)	١,٢٦١٢	١,١٦٥٥	الأسماك
(٤,٣٠٦٧)	١,١٦٨٤	١,٠٤٣٦	الدواجن
(٤,٤٢٠٣)	١,١٤٦٦	٠,٩١٦٤	الحاسبات
(٣,٦٣٣٧)	١,٣٨٨١	٠,٥٨٤٢	المتوسط

هذا التطرف الواضح يمكن مشاهدته من خلال الشكلين (٤) و(٥) اللذين يبينان بصورة واضحة العلاقة اللانطقية بين النسبة الرابعة والخامسة وهي متماثلة إلى حد كبير مع الوضع لعام ١٩٨٨ كما وضحا فيما سبق.



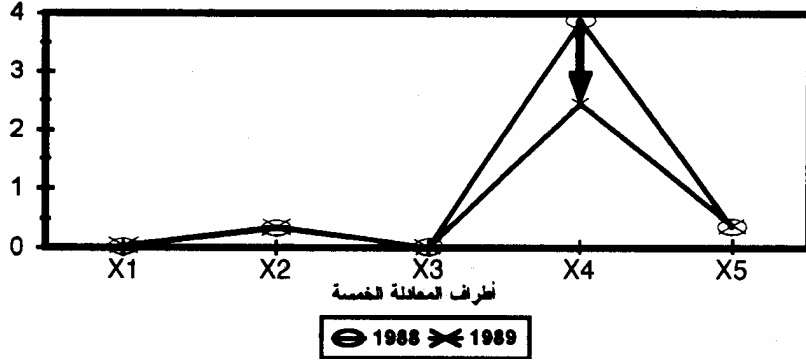
شكل رقم (٤). مقارنة متوسطات ألتمان بمتوسطات الدراسة للشركات الناجحة ١٩٨٩.



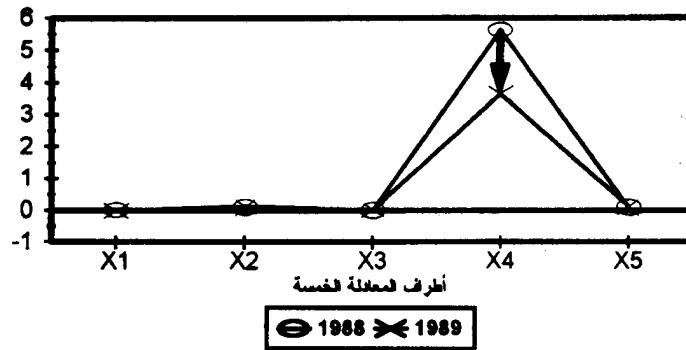
شكل رقم (٥). مقارنة متوسطات ألتمان بمتوسطات الدراسة للشركات الضعيفة ١٩٨٩.

وعلى الرغم من التغير في قيم (Z) و في بعض النسب، إلا أن هناك ملاحظات هامة تؤكد استنتاجات خرجنا بها عند تحليل الوضع لعام ١٩٨٨. أولها، أن متوسط درجة الإفلاس (Z) قد ازدادت قليلاً لكلا الصنفين، وأن أكثر النسب تأثيراً على هذا المتوسط هي النسبة الرابعة أيضاً. فقد كان متوسط قيمة (Z) للشركات "الضعيفة" ١,٣٧٣٥ في عام ١٩٨٨، فأصبح ١,٦٣٥ في عام ١٩٨٩، بينما كان متوسط قيمة النسبة الرابعة ١,٧٦ فأصبحت ٠,٢٠٢ وكان متوسط قيمة (Z) للشركات "الناجحة" في عام ١٩٨٨ ٥,٥٤ فأصبح ٥,٥٤ في عام ١٩٨٩، بينما تغيرت النسبة الرابعة من ٦,٤ إلى ٦,٨ تقريباً. ولكن السؤال هنا هو، إذا كانت قيمة (Z) لكلا الصنفين قد

ازدادت بسبب الزيادة في القيمة السوقية لهذه الشركات، فهل كان ذلك نتيجة للزيادة في قدرة أصولها على توليد المبيعات؟ تبين الأرقام بأنه فعلاً كانت هناك زيادة في هذه القدرة ولكنها طفيفة جداً ولا يمكن التعميم بأنها السبب الرئيس في ارتفاع القيمة السوقية، حيث إن هناك ارتفاع أكبر في متوسطات نسب أخرى. ولكن للتأكيد على هذا الرأي فقد وجدنا من الضروري أن نعود في تحليلنا إلى مستوى الشركات، لاسيما تلك التي تغير تصنيفها في العام التالي. فهناك شركتان تغير تصنيفهما من "ناجحة" إلى "ضعيفة"، وهما اسمنت الكويت والمخازن العمومية. انظر الشكلين (٦) و(٧).



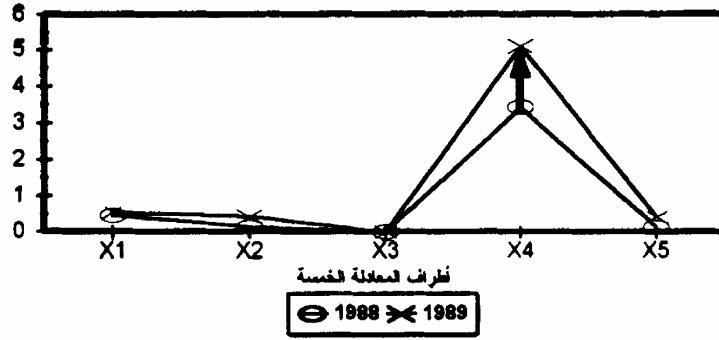
شكل رقم (٦) مقارنة متوسطات الدراسة لعامي ١٩٨٩-٨٨، إسمنت الكويت.



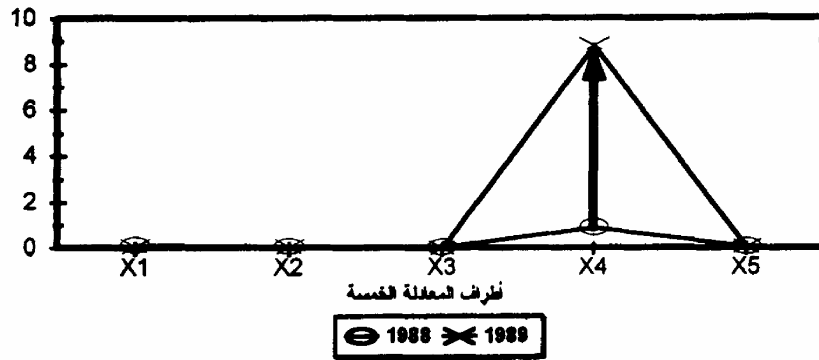
شكل رقم (٧) مقارنة متوسطات الدراسة لعامي ١٩٨٩-٨٨، المخازن العمومية.

يستطيع القارئ أن يلاحظ أنه على الرغم من الانخفاض الواضح في النسبة الرابعة للشركتين، فإن التغير الطفيف في باقي النسب لا يكاد يظهر. وهذا ما يدعم رأينا السابق عندما كنا نحلل الوضع على مستوى متوسط الاقتصاد بأن هناك مغالاة في قيمة الشركات السوقية لا يمكننا تبريرها من خلال منطق اقتصاديات السوق ونموذج ألتمان المستخدم في هذه الدراسة. وللتأكيد على هذا

الرأي فقد رأينا أنه من الضروري أيضاً أن ننظر إلى وضع الشركتين اللتين تغير تصنيفهما من "ضعيفة" إلى "ناجحة". هذا الوضع يصورانه لنا الشكلان (٨) و (٩).



شكل رقم (٨) مقارنة متوسطات الدراسة لعامي ١٩٨٩-٨٨، الأنايب المعدنية.



شكل رقم (٩) مقارنة متوسطات الدراسة لعامي ١٩٨٩-٨٨، مجوعات الأسواق.

فعلى الرغم من التغير الواضح في قيمة (Z) لكلتا الشركتين بل والكبير لإحدهما، إلا أن ذلك لم يعزز بتغير ملحوظ في النسب الأخرى. وبالتالي فإن هذا التحليل يؤكد ما خلصنا إليه آنفاً بشأن فرضيتي الدراسة كما سنلخص فيما بعد، كما أنه يبين انعكاسات حادة لمتخذي القرار على مستوى الاقتصاد الكويتي، وهذا ما سوف نتطرق له في الجزء الأخير من هذه الدراسة. ولكن قبل ذلك رأينا من الضروري النظر ولو بشكل سريع إلى أداء هذه الشركات بعد تحرير البلاد من الاحتلال العراقي. لاسيما وقد تسبب العدوان في تناقص كبير في الاحتياطات المالية على مستوى الدولة إضافة إلى ظهور أزمات مالية تفوق إلى حد كبير أزمة سوق الأوراق المالية ١٩٨٢ (أزمة المناخ). فقد وصلت تقديرات الخسائر المتراكمة المباشرة إلى ما يقارب ٦ مليارات دينار كويتي

(٢٠ مليار دولار) إلى جانب مصروفات حرب التحرير التي بلغت أكثر من ٤٠ مليار دولار. كل هذا يعطي صورة معتمدة عن الوضع الاقتصادي بعد الأزمة. وسوف نقوم بعرض أداء هذه الشركات خلال عامي ١٩٩١ و ١٩٩٢ التاليين للدمار الذي تسبب فيه الغزو العراقي على الرغم من بعض القيود التي تقف عثرة أمام إمكانية القيام بتحليل مالي منظم. فمن هذه القيود توقف سوق الكويت للأوراق المالية عن العمل حتى سبتمبر ١٩٩٢، وعجز معظم المؤسسات عن تحصيل ديونها، وما تسبب عن ذلك في وجود حالة من عدم الاتزان والتذبذب الواضح كما سنرى بالجزء التالي. ويلاحظ أيضا عدم توفر بعض البيانات لبعض الشركات مما أدى إلى تقليص عدد الشركات المتضمنة بالدراسة.

الوضع بعد أزمة الاحتلال العراقي

يوضح الجدول رقم (٥) بصورة شاملة أداء الشركات خلال عام ١٩٩١ م. ويبين هذا الجدول انخفاضاً واضحاً في الربحية والاحتياطيات (x_2 و x_3) على التوالي وارتفاع في قيمة x_5 وكذلك x_4 بالمقارنة بأرقام عام ١٩٨٩ م. كما أن متوسط قيمة x_4 مازال مثيراً للريبة حيث وصل إلى ٢,٠٥٨٨ بينما متوسط ألتمان لهذه النسبة للشركات المفلسة لا يتعدى ٠,٤٠١ بل أن المتوسط للشركات الناجحة لدى ألتمان لم يتعد ٢,٤٧٧ لنفس النسبة. والنتيجة الواضحة هي أن وضع الشركات الضعيفة بقي على ما هو عليه قبل الغزو العراقي. وتجدد الإشارة إلى أن القوائم المالية المستخدمة لعام ١٩٩١ هي قوائم مالية لعامي ١٩٩٠ و ١٩٩١ مجمعة بسبب توقف الشركات عن العمل خلال الاحتلال العراقي. ومن الملاحظ أيضاً خلال عام ١٩٩١ زيادة عدد الشركات المصنفة "ضعيفة"، حيث وصل العدد إلى ١٠ شركات بالمقارنة بـ ٨ شركات لعام ١٩٨٩ على الرغم من عدم توفر بيانات كافية لشركات ضعيفة أخرى. ومن أهم الأسباب التي أدت إلى تحول الشركات من ناجحة إلى ضعيفة هو انخفاض قيمة الاحتياطيات والأرباح وهذا مجد ذاته أمر طبيعي، حيث أن معظم الشركات تكبدت خسائر لمقابلة مرحلة إعادة التشغيل والإعمار بعد الاحتلال. ولكن بعض هذه الشركات كان لديها احتياطيات وإيرادات أكبر من غيرها فاستطاعت المحافظة على تصنيفها، ولكن في كلتا الحالتين غالباً ما يكون هناك انخفاض واضح في الاحتياطيات والأرباح وربما رأس المال العامل أيضاً، وهذا ما تعكسه أرقام الشركات الناجحة.

جدول رقم (٥)

الوضع الاقتصادي لعام ١٩٩١

درجة الإفلاس	مبيعات/ الأصول	القيمة السوقية/ ديون دفترية	أرباح قبل فوائد وخصائض/ الأصول	أرباح محتجزة/ الأصول	رأس المال العامل/ الأصول	
Z	X ₅	X ₄	X ₃	X ₂	X ₁	
ضعيفة:						
٢,٦٠٥١	٠,٣٨٧٩	٣,٤٧٦٨	٠,٠٣١١	٠,٠٦٣١	(٠,٠٥٠٠)	السينما الكويتية
٢,٨٩٨٢	٠,٤٣٤١	٢,٧٧٦٢	(٠,٠٣٩٩)	٠,٢٨٨٤	٠,٤٣٨٥	صناعات التبريد
(١,٠٦١٠)	٠,٠٨٩٩	٧١٨٤	(٠,٣٦٦)	(٠,١٥٩١)	(٠,١٢٥٧)	عقارات الكويت
٠,٦٢٢٨	٠,١٠٦٧	٠,٣٩٤٥	٠,٠٦٩٥	٠,٠١١٥	٠,٠٢٨٣	العقارات المتحدة
٢,٩٥٨٢	٠,١١٠٦	٣,٨٣٩٣	(٠,٠٢٣١)	٠,٢٣٦٣	٠,٢٤١٣	الوطنية العقارية
١,٤٢٣٢	٠,١٩٧٠	٢,٢٣٣٨	(٠,٠٤٤١)	(٠,٠١١٨)	٠,٠٢٨٢	المخازن العمومية
١,٨٥٦١	١,٢٦٧٩	٠,٧١٨٩	٠,٠٠١٢	٠,١٠٥٥	٠,٠٠٤٣	الأغذية
٢,٥٤١٨	٠,١٧٧٣	٣,٢٣١٢	(٠,١٠٤٦)	٠,٠٥٨٢	٠,٥٧٤٧	الأنايب المعدنية
٢,٨١٣١	٠,٦٣٥٩	٢,٧٦٩٥	(٠,١٧٥٧)	٠,١٧٤٩	٠,٧٠٨٥	الخدمات البحرية
٠,٦٦٦٥	٠,٢٣١٤	٠,٤٢٩٠	(٠,٠٢٠٨)	(٠,٠٠٨٥)	٠,٢١٥١	الصالحية العقارية
١,٧٣٢٤	٠,٣٦٣٩	٢,٠٥٨٨	٠,٠٦٧٢-	٠,٠٧٦٨	٠,٢٠٦٣	المتوسط
ناجحة						
٥,١٠١٠	٠,٢٣٢٤	٥,٩٧٠٣	٠,٠٤٢٢	٠,٤٨٤٧	٠,٣٩٠٥	الصناعات الوطنية
٣,٤٧٩٢	٠,٥١٥١	٣,١٣٤٣	(٠,٠١٣٠)	٠,٥٥٦٢	٠,٢٨٩٩	كيبيلات الخليج
٧,٢٢٠٠	٠,٠٩٦٠	١٠,٣١٥٦	(٠,٠١٦٣)	٠,٢٣٢٠	٠,٥٥٣٢	الفنادق
٤,٣٢١٥	٠,٢٢٧٣	٥,٢٦٩٣	٠,٠١٠٧	٠,١٦٨٦	٠,٥٥٠٩	الاتصالات
٧١,٩٧٥٦	٠,٠٦٤٨	١١٩,٧٦١٥	(٠,٠٠٧٧)	٠,٠٢٠٨	٠,٠٤١٩	مجمعات الأسواق
٤,٤١٥٥	٠,٢٧٤٢	٣,٩٩٨٣	٠,١٠٥٢	٠,٣٦١٤	٠,٧٤٠٩	نقل المواشي
٥,٣٧٧٨	٠,٧٣٢٠	٧,٠٣٤٥	(٠,١٤٩٠)	٠,١٢٠١	٠,٦٢٣٩	الأسماك
١٥,٨٩١٥	٠,٤٠٢٠	٢٥,٠٥٥٧	(٠,١٦٤٩)	٠,٠٧٤٦	٠,٧٤٦٥	الدواجن
٥,٣٣٢٥	٠,٤٢٤٣	٦,٥٧٩٧	٠,٠٢٨٦	٠,١٦٠٧	٠,٥٣٤٠	الحاسبات
١٣,٦٧٩٤	٠,٣٢٩٨	٢٠,٧٩١٠	٠,٠١٨٢-	٠,٢٤٢١	٠,٤٩٦٩	المتوسط

جدول رقم (١٥)

مقياس حسبو لعام ١٩٩١

درجة التعويض إلى أزمة مالية	عائد إلى ملكية/ عائد إلى الأصول	استثمارات/ رأسمال عامل	
م	س ^٢	س ^١	ضعيفة (حسب مقياس ألتمان)
(٢,٩٠٣٧)	١,٦١٩٧	٤,٨١٨٩	السينما الكويتية
(٣,٩٢١٨)	١,٤٥٩٠	١,٤٨١١	صناعات التبريد
-	٣,١٢٦٢	(٧,٦٤٨٩)	عقارات الكويت
(١,٣٣٥٣)	٢,٠٨٨٦	٢٧,٠٥٠٠	العقارات المتحدة
(٣,٢١٠٧)	١,١٧٦٧	٣,٩٨١٠	الوطنية العقارية
(٣,٩٨٢٤)	١,٣٥٠٠	١,٤٣٩١	المخازن العمومية
(٠,١١٥٢)	٣,٦٥١٤	٦٢,٧٥٩٥	الأغذية
(٣,٨٩٦٦)	١,٢٧٠٣	١,٥٨٥٢	الأنابيب المعدنية
(٣,٧٠١٤)	١,٤٥٥٧	١,٩٤٢٨	كيبيلات الخليج
(٣,٩٧٠٠)	١,٩٠٣٢	١,١٥٩٧	الخدمات البحرية
(٢,٧١١٩)	٢,٣٣١٤	٤,٥٢٧٩	الصالحية
(٢,٧٠٤٥)	١,٩٥٧٥	٩,٣٧٢٤	المتوسط
م	س ^٢	س ^١	ناجحة (حسب مقياس ألتمان)
(٣,٨٦٦٢)	١,٢٩٣٦	١,٦٩٨٨	الصناعات الوطنية
(٤,١٣٦٣)	١,١٤٢٥	١,٢٩٩٩	الفنادق
(٤,١١٨٤)	١,٤٣١٩	١,١٧٧٤	الاتصالات
(١,٤٥٠٩)	١,٠٠٦٨	٣٦,٨٨٨٨	مجمعات الأسواق
(٤,٣٩٠٨)	١,١٨٥٩	٠,٩٣٤٦	نقل المواشي
(٤,١٣٠٧)	١,١٣٥١	١,٣١٢٨	الأسمك
(٤,٣٩٧٣)	١,٠٧٣٤	٠,٩٧١٨	الدواجن
(٤,٠٤٤٧)	١,٣٢٢٢	١,٣٤٨٩	السينما الكويتية
(٤,٦٢٠٨)	١,١٢٤٥	٠,٧٢٣٥	الحاسبات
(٣,٩٠٦٢)	١,١٩٠٦	٥,١٥٠٧	المتوسط

إن الناظر إلى متوسطات الأرقام الخاصة بالشركات الناجحة يشعر للوهلة الأولى بأن هناك ارتفاعاً كبيراً في قيمة (Z) حيث وصل هذا المتوسط إلى ١٣,٦٨ تقريباً بالمقارنة بـ ٥,٥٤٤ لعام ١٩٨٩م. ولو دققنا النظر لوجدنا أن المتسبب في ارتفاع هذا المتوسط هو ارتفاع كبير جداً في قيمة (Z) لشركتين فقط من الشركات الناجحة. فقد ارتفع هذا الرقم لشركة مجمعات الأسواق

من ٥,٥ لعام ١٩٨٩ إلى ٧١,٩٨ لعام ١٩٩١م، وكذلك الحال بالنسبة لشركة الدواجن، فقد ارتفع هذا الرقم من ٨,٤٧ إلى ١٦ تقريباً لعام ١٩٩١، والسبب الوحيد هو تخلص هاتين الشركتين من معظم ديونهما خلال هذا العام. ولو استبعدناهما من الحساب لوصل متوسط قيمة Z للشركات الناجحة إلى ٥,٠٣٦، وهو معقول، وأقل منه لعام ١٩٨٩ حيث كان ٥,٥. وهذا أمر طبيعي كما ذكرنا آنفاً بسبب الحاجة إلى إعادة التشغيل. وهذا ما يؤكد الجزء الخاص بالشركات الناجحة من الجدول رقم (٥). فقد انخفضت الاحتياطات (X_2) من ٠,٤٠ إلى ٠,٢٤ في عام ١٩٩١ وانخفضت الأرباح من ٠,٠٢١ إلى ٠,٠٢ في عام ١٩٩١م.

ويوضح الجدول رقم (٥أ) أن نموذج حسبو ما زال يؤكد تصنيفنا للشركات - كما هو موضح - حيث ما يزال متوسط النسبة أقل بالنسبة للشركات الضعيفة منه بالنسبة للشركات الناجحة، على الرغم من تغير تصنيف بعض الشركات على مدار السنوات السابقة. كما أن قصور النموذج قد تجلّى في العملية الحسابية عندما تعرض للحالات التي افترضناها نظرياً عند تطرقنا لنقد هذا النموذج في جزء سابق من هذه الورقة.

ويعكس الجدول رقم (٦) الوضع الاقتصادي للشركات المساهمة بعد أكثر من عام من إعادة تشغيل سوق الكويت للأوراق المالية بعد تحرير البلاد من الاحتلال العراقي. كما يوضح أن الوضع العام لمتوسط القيمة السوقية إلى قيمة الديون الدفترية مازال يعكس نفس الصورة المبالغ فيها لسنوات الدراسة السابقة. ولكن ما هو مهم لهذا العام هو أن متوسط درجة الإفلاس للشركات الناجحة قد انخفض بشكل كبير عن السنوات الماضية وذلك بعد استبعاد الشركتين اللتين تخلصنا من ديونهما. والسبب هو انخفاض الأرباح (X_2) و الإنتاجية (X_5).

أما بالنسبة لنموذج حسبو فمازال يؤكد تصنيفنا للشركات باستخدام مقياس ألتمان، ولكن بيانات هذا العام تؤكد انتقاداتنا له وتوصلها، حيث تعرضت عملية حساب مقياس "م" إلى القصور الذي أشرنا إليه والعمود الثالث للجدول رقم (٦أ) يؤكد ذلك، فكلما زاد عدد الشركات المصنفة ضعيفة كلما أدى ذلك إلى مشاكل في حساب قيمة "م".

جدول رقم (٦)

الوضع الاقتصادي لعام ١٩٩٢

درجة الإفلاس	مبيعات/ الأصول	القيمة السوقية/ ديون دفترية	أرباح قبل فوائد وضرائب/ الأصول	أرباح محتجرة/ الأصول	رأس المال العامل/ الأصول	
Z	X ₅	X ₄	X ₃	X ₂	X ₁	
						ضعيفة:
٢,٨٧١٦	٠,٣٣٩٨	٠,٨٠٢٩	٠,١٨٥٦	٠,١٠٧٣	٠,٠٧٢٨	إمخنت الكويت
٢,٨٦٨٢	٠,١٦٠٤	٢,٣٧٧٢	٠,١٢٢٦	٠,٣٠٨٦	٠,٣٧٠٧	صناعات التبريد
٠,١٥٦٧	٠,٠٦١٤	٠,٢٨٥٤	٠,٠١٠٥	٠,٠٠٠٥	(٠,٠٩٢٩)	عقارات الكويت
١,٨٨٤٧	٠,٠٦٠٦	٢,٣٢٧٥	(٠,٠٣٣٨)	٠,٠٢٠٢٦	٠,٢١٢٨	الوطنية العقارية
١,٨٤٨٤	٠,٢١٤٢	١,٩٤٦٨	٠,١٠٠٤	٠,٠٥٨٠	٠,٠٤٤٦	المخازن العمومية
١,٥٠٩٥	٠,٨١٧٣	٠,٦٠٩٤	٠,٠٧٥٧	٠,١٣٥٢	(٠,٠٩٣٨)	الأغذية
٢,٩٤٢٨	٠,٠٩٧٢	٣,٠٩١٠	٠,٠٤٥١	٠,٠٩٧٥	٠,٥٨٨١	الأنابيب المعدنية
٢,٨٦٩٤	٠,٢٧١٣	٢,٤٧٥٣	٠,١٤٦٩	٠,١٨٠٢	٠,٣١٣٣	الاتصالات
٢,١١٨٩	٠,٢٥٢٨	١,٩٨٩٤	٠,٠٨١٦	٠,١٣٦٢	٠,١٧٧٠	المتوسط
						ناححة
٤,٣٩٩٠	٠,١٧٤٠	٤,٦٤٤٢	٠,٠٧٥٢	٠,٤٦٩٨	٠,٤٤٤٠	الصناعات الوطنية
٣,٢٧٢١	٠,٢٥٧٣	٢,٧٧٨٩	٠,٠٩٥٨	٠,٥١٤١	٠,٢٥٩٧	كبيلات الخليج
٣,٥٥٣٤	٠,٢٠٦٠	٣,٠٧٧٠	٠,٠٩٤٥	٠,٢٠٠٤	٠,٧٥٧٢	الخدمات البحرية
٤,٢٣٠١	٠,٢٥٦٤	٤,٤٩٨٤	٠,٠٩١٣	٠,٢٢٣٤	٠,٥٥٠٥	الفنادق*
٧٧,١٧٧٥	٠,٠٦٢٣	١٢٨,٢٢٢٧	٠,٠١٥٦	٠,٠٣٥٤	٠,٠٦٧١	مجمعات الأسواق
٣,٠٣٩٥	٠,٣٤٥٧	٣,٢٨٧٧	٠,٠٤٨٢	٠,١٤٥٥	٠,٢٩٨٧	الأسماك
١٣,٦٧٦٨	٠,٢١٨٩	٢٠,٥٨٠٨	٠,٠٦٢٢	٠,١٣٢٤	٠,٥٩٩١	الدواجن
٣,٤٧٢٦	٠,٣٢٨٧	٣,٥٧٨١	٠,٠٦٢٧	٠,١٣٩٨	٠,٤٩٥٢	الحاسبات
١٤,١٠٢٦	٠,٢٣١٢	٢١,٣٣٣٥	٠,٠٦٨٢	٠,٢٣٢٦	٠,٤٣٣٩	المتوسط

جدول رقم (أ٦)

مقياس حسبو لعام ١٩٩٢

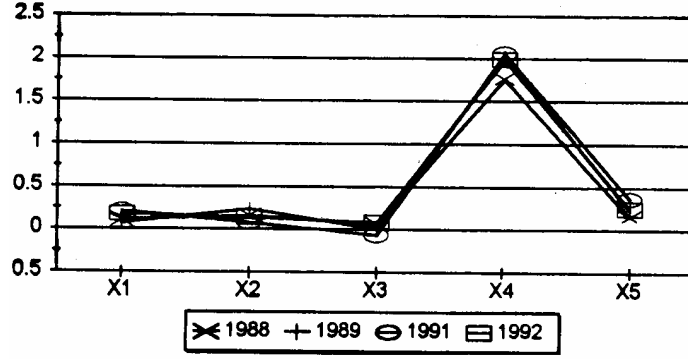
درجة التعويض إلى أزمة مالية	عائد إلى ملكية/ عائد إلى الأصول	استثمارات/ رأسمال عامل	
م	س ^٢	س ^١	ضعيفة (حسب مقياس أتمان)
(٢,٢١٢٤)	١,٧٧٩٤	١٠,٥١٢٦	السينما الكويتية
(٣,٧٧٠٣)	١,٥٤٨٩	١,٧١٧٣	صناعات التبريد
-	-	(١٠,٣٣٣٣)	عقارات الكويتية
-	-	-	العقارات المتحدة
(٣,٠٧٩٧)	١,٢٢٦١	٤,٥٧٨٦	الوطنية

ضعيفة (حسب مقياس ألتمان)	استثمارات / رأسمال عامل	عائد إلى ملكية/ عائد إلى الأصول	درجة التعويض إلى أزمة مالية
المخازن العمومية	س ^١ ١,٥٧٤٨	س ^٢ ١,٣٧٨١	م ٣,٨٩٩٣
الأغذية	(٢,٢٦١٨)	٣,٦٠٦٤	-
الأنايب المعدنية	١,٤٩٤٨	١,٣٦٤٦	(٣,٩٤٦٤)
الخدمات البحرية	١,٠٩٥٥	١,٧٨٣١	(٤,٠٥٧٥)
الصلحية	-	-	-
المتوسط	٠,٨٣٧٩	١,٢٦٨٧	(٢,٠٩٦٦)
ناجحة (حسب مقياس ألتمان)	س ^١	س ^٢	م
الصناعات الوطنية	١,٧٨٥٣	١,٣٤٧٦	(٣,٨٠٨٢)
كيبيلات الخليج	٢,٥٦٦٧	١,٥٨٥٥	(٣,٤٢٩٧)
الفنادق	١,٠١٥٩	١,٣١٤١	(٤,٢٧٩٠)
الاتصالات	١,٧٨٤٢	١,٩٦٥٣	(٣,٥٩٧١)
مجمعات الأسواق	١٤,٤٨٧٦	١,٠٠٦٠	(٢,٢١٤٣)
نقل المواشي	-	-	-
الأسماك	١,٧٧٦٣	١,٢٧٢٦	(٣,٨٣٧٠)
الدواجن	٠,٩٢٨٥	١,٠٨٣٢	(٤,٤٣١٢)
السينما الكويتية	٠,٩٧٥٧	١,٢٨٨٨	(٤,٣٢٠٦)
الحاسبات	٠,٩٧٨٤	١,٢٣١٤	(٤,٣٣٧٩)
المتوسط	٢,٦٢٩٩	١,٢٠٩٥	(٣,٤٢٥٤)

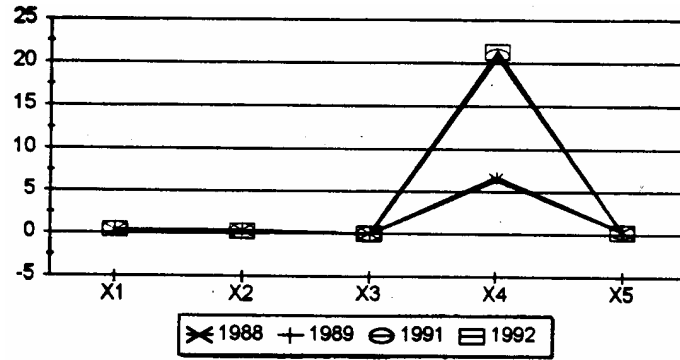
جدول رقم (٧)

النسب المجمع لجميع سنوات الدراسة

ضعيفة	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅
١٩٨٨	٠,١٠١٣	٠,١٥٦٤	٠,٠٥٤٧	١,٧٦٢	٠,١٥٦٤
١٩٨٩	٠,٠٦٧٤	٠,٢٤٠٧	٠,٠٠٠٢	٢,٠١٥٩	٠,٢٤٠٧
١٩٩١	٠,٢٠٦٣	٠,٠٧٦٨	٠,٠٦٧٢-	٢,٠٥٨٨	٠,٣٦٣٩
١٩٩٢	٠,١٧٧	٠,١٣٦٢	٠,٠٨١٦	١,٩٨٩٤	٠,٢٥٢٨
ناجحة	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅
١٩٨٨	٠,٣٢١٥	٠,٣٧٠٧	٠,٠١٩٢	٦,٤٠١٢	٠,٣٧٠٧
١٩٨٩	٠,٣٨٢٩	٠,٤	٠,٠٢١	٦,٧٥٥٨	٠,٤
١٩٩١	٠,٤٩٦٩	٠,٢٤٢١	٠,٠١٨٢-	٢٠,٧٩١	٠,٣٢٩٨
١٩٩٢	٠,٤٣٣٩	٠,٢٣٢٦	٠,٠٦٨٢	٢١,٣٣٣٥	٠,٢٣١٢



شكل رقم (١٠) تغيرات أثمان لسنوات الدراسة : شركات ضعيفة



شكل رقم (١١) تغيرات أثمان لسنوات الدراسة : شركات ناجحة

يدرك الباحث الصعوبة التي قد يواجهها القارئ في التمييز بين السنوات في الشكلين ١٠ و ١١ وذلك للتقارب الكبير بين الأرقام، إلا أن المهم على أية حال هو الاتجاه العام لنسب معينة دون الدخول في التفاصيل التي سبق الخوض فيها في جزء سابق من هذه الورقة. إن القفزة الكبيرة لقيمة X_4 بالنسبة للشركات المصنفة "ناجحة" لعامي ١٩٩١ و ١٩٩٢ تعود إلى أحد سببين: إما ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم، أو انخفاض في القيمة الدفترية للديون. وما هو واضح من التحليل التفصيلي أن الشركات الناجحة وعلى الرغم من أن لديها قدرة أكبر في خفض قيمة ديونها بعد الاحتلال بالمقارنة بالشركات الضعيفة، إلا أن هذه القدرة لا يمكن أن تقفز في الأحوال العادية بقيمة X_4 (القيمة السوقية/ الديون) لإحدى الشركات من ٠,٩ في عام ١٩٨٨ إلى ٨,٦ في عام ١٩٨٩ ومن ثم إلى ١١٩,٨ في عام ١٩٩١ و ١٢٨,٢ في عام ١٩٩٢، إلا أن يكون قد قابل

ذلك خفض في رأس المال للتخلص من الديون أو زيادة في الإنتاجية والأرباح، وبالتالي تحقيق التوازن من خلال الأرباح أو الاحتياطيات أو الاثنين معاً. وما يوضحه التحليل لهذه الشركة أنه لم يطرأ تغير جذري على نسب الاحتياطيات والأرباح و الإنتاجية، وإنما جاء التخلص من الدين من خلال رأس المال مصاحباً لانخفاض واضح في نسبة السيولة (X_1). أنظر إلى تذبذب نسبي X_4 و X_1 لشركة مجتمعات الأسواق على مدى الأعوام الأربعة. هذا بشكل عام، إلا أننا لا بد أن نذكر، في هذا المجال، أن هناك تذبذب في قيمة X_4 لكثير من الشركات المصنفة "ناجحة" وهي النسبة التي تمثل طبيعة السياسة التمويلية من خلال هذا النموذج مما يدل على عدم استقرارها.

من كل ما سبق، اتضح أن أداء الشركات الكويتية ضعيف جداً قبل عامين من الغزو العراقي وحالها أسوأ بعد عامين منه، بسبب انخفاض قيم معظم النسب لمعظم الشركات المصنفة "ناجحة" عن المتوسط القياسي. و اتضح أيضاً عدم وجود علاقة متزنة بين الإنتاجية والأرباح من جهة، والقيمة السوقية من جهة أخرى، مما يدل على وجود مغالاة لا مبرر لها في أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية. ولكن ما هو العامل الذي يحدد مدى نجاح أو ضعف المؤسسات. لا بد أن نذكر في هذا المجال، أن من أهم العوامل الجديرة بالاهتمام هو سياسة الدولة في حماية المؤسسات الحكومية، ووضع ما يسمى بجواز الدخول أمام الشركات الجديدة التي تسعى إلى منافسة الشركات القائمة (Al-Deehani, 1990). والجدول رقم (٨) يوضح أهمية عامل نسبة مساهمة الحكومة في تصنيف الشركات من ناجح إلى ضعيف لعام ١٩٩٢.

جدول رقم (٨)

نسب مساهمة الحكومة في تصنيف الشركات

نسبة مساهمة الحكومة	الشركات الضعيفة:
٪٢٨,٠٥	إسمنت الكويت
٪٢٧,٥٧	صناعات التبريد
٪٤,٨١	عقارات الكويت
٪١٩,٠٨	الوطنية العقارية
٪٤٠,١٠	المخازن العمومية
-	الأغذية
٪١,١٩	الأنابيب المعدنية
٪٤٨,٠٠	الاتصالات
٪٢١,١٠	المتوسط

الشركات الناجحة:	نسبة مساهمة الحكومة
الصناعات الوطنية	٥١,٣٧٪
كبيلات الخليج	٢٤,٢٤٪
الخدمات البحرية	٤٥,٠٠٪
الفنادق*	٦١,٨٥٪
مجمعات الأسواق	١٦,٠٢٪
الأسماك	٤٨,٣٤٪
الدواجن	٢٣,٨٦٪
الحاسبات	-
المتوسط	٣٥,٠٩٪

من الواضح أن متوسط نسبة مساهمة الحكومة في الشركات المصنفة "ضعيفة" أقل بكثير (٢١٪) من نسبة مساهمة الحكومة في الشركات المصنفة "ناجحة" (٣٥٪). وهذا ما يؤكد دور الدعم الحكومي الأكبر للشركات المصنفة "ناجحة". وإن هذا الدور الداعم لهذه الشركات لا يقتصر فقط على منح عطاءات أكثر ومشاريع أكبر لهذه الشركات، وإنما أيضاً المحافظة على قيمتها السوقية من خلال شركات استثمارية مهمتها الأساسية المضاربة في سوق الأوراق المالية لتحقيق السياسات المالية الحكومية (Yavas et al., 1990).

الخلاصة

قبل الشروع في استخلاص نتائج هذه الدراسة وانعكاساتها، يجب أن نذكر بأننا بينا في مقدمة هذا البحث أن الهدف من الدراسة هو توضيح مدى كفاءة أداء الشركات الكويتية المساهمة، والصفات التي تميز هذا الأداء بالمقارنة بالمقاييس العالمية، من خلال تطبيق نموذج ألتمان للتنبؤ بإفلاس الشركات. وقد افترضنا أنه نظراً لآثار النموذج، وبغض النظر عن الاختلاف البيئي لهذه الدراسة عن السوق الغربي، فإن متوسطات نموذج ألتمان سوف تطابق النسب الخاصة بالشركات الكويتية بشكل عام. كما افترضنا أن ارتفاع درجة الإفلاس (Z) أو انخفاضها بالنسبة لصنفي الشركات "الضعيفة" و"الناجحة" يعود إلى نسبة X_4 لأسباب تاريخية تعود إلى زمن أزمة المناخ.

وقد جاءت نتائج البحث متوافقة مع الفرضية الثانية ولكن مختلفة مع الأولى. فبالنسبة للفرضية الأولى، ورأينا من تحليل الجزء السابق وكما هو موضح بالشكلين رقم (٢) ورقم (٣) أن متوسطات النسب الخمسة لصنفي الشركات الكويتية، وبشكل عام، جاءت أقل من متوسطات ألتمان ماعدا القيمة السوقية إلى الديون التي كان مبالغ فيها. وكذلك الحال بالنسبة لتركز التأثير على درجة

الإفلاس (Z) فقد بين التحليل أن التأثير على هذه الدرجة يتركز في النسبتين الرابعة والخامسة دون غيرهما. إلا أن التركيز في التأثير له نتيجة جانبية خطيرة وجليية في نفس الوقت، خاصة بالنسبة للشركات المصنفة "ناجحة". وهي أنه إذا كانت النسب الخمسة لدى هذا الصنف من الشركات منخفضة بشكل عام عن متوسط ألتمان بما في ذلك النسبة الخامسة والتي تنخفض إلى أقل من متوسط الشركات "الضعيفة" في بعض الحالات ماعدا النسبة الرابعة المرتفعة بشكل غير طبيعي، فهذا يقودنا إلى القول بأنه حتى الشركات المصنفة "ناجحة" هي في واقع الحال تميل إلى الضعف. وهذا ما يقودنا -بما لا يترك مجالاً للشك- إلى القول بأن الشركات الكويتية ضعيفة بشكل عام وخاصة في قدرتها على توليد المبيعات، وأن قيمتها السوقية لا تعبر عن قيمتها الحقيقية. فقيمة X_5 (معدل دوران الأصول) وهي النسبة التي تعكس مدى قدرة أصول الشركات على توليد المبيعات، كانت ضعيفة إلى حد كبير جدا عن متوسط ألتمان، ليس فقط بالنسبة للشركات المصنفة ضعيفة ولكن حتى بالنسبة للشركات المصنفة ناجحة، فقد انخفضت هذه النسبة ليس فقط لأقل من متوسط الشركات الناجحة حسب مقياس ألتمان، ولكن أيضاً لأقل من متوسط الشركات الفاشلة. هذا يجد ذاته يعطي مؤشراً خطيراً ومغايراً لما قد يفهم من مقياس (Z). فهو بذلك يمثل عيباً واضحاً في توازن النموذج سببه تطرف واضح في سلوك السوق الكويتي الذي من أهم مخفزاته المغالاة في قيمة الشركات، والدعم الحكومي لبعض الشركات. فمن النتائج الهامة أنه كلما زادت حصة الحكومة في رأسمال الشركات كلما أدى ذلك إلى مزيد من الدعم. وقد كان لهذا العامل دور مساعد في تصنيف الشركات إلى ضعيف وناجح. فقد ثبت من الجدول رقم (٨) أن نسبة مساهمة الحكومة في رأسمال الشركات الناجحة أكبر بكثير منه للشركات الضعيفة. وهذا يقودنا إلى التساؤل، ماذا لو كانت هذه الشركات مملوكة للقطاع الخاص بالكامل. ومن ثم انقطاع الدعم الحكومي. هل سيتدهور أداء الشركات نتيجة لذلك؟ أم أن ذلك سيؤدي إلى تغير كامل في أسلوب العمل والإدارة وتحسين الأداء؟ هذه أسئلة تحتاج إلى جهد بحثي كبير حتى نستطيع الإجابة عليها.

ومن النتائج التي لا يمكن تجاهلها أيضاً، والتي تعطي انطبعا عن تحبط اتخاذ القرارات بشأن السياسات التمويلية على مستوى الشركات، تذبذب قيمة X_4 وهي نسبة القيمة السوقية إلى الديون عند بعض الشركات. إن هذه النسبة تعكس مدى إمكانية تعرض الشركات للمخاطر التمويلية، وبما أن المخاطر تستدعي التوازن في اتخاذ قرارات هامة مثل قرارات السياسة التمويلية ومصادر

تمويل الأصول، فإن هذا التذبذب يعرض هذه الشركات لمخاطر الرفع المالي، خاصة مع انخفاض قدرة الأصول على توليد المبيعات.

إن الانعكاسات النظرية لهذه الدراسة لا تتعدى إثبات عدم جدوى نموذج حسبو لقياس مدى تعرض الشركات الكويتية المساهمة للأزمات المالية من خلال التطبيق الحسابي البسيط للمعادلة المقترحة. ولكن هذه الدراسة لها انعكاسات أكثر أهمية لمتخذي القرار على مستوى الاقتصاد الكلي، كما تؤكد ضعف الاقتصاد الكويتي، وتركز على جانبين مهمين. الأول، أن الشركات الكويتية ضعيفة، والثاني، أن قيمتها في السوق لا تعبر عن قيمتها الحقيقية وذلك لعدم ارتباط أسعار الأسهم بنشاط الشركة وقدرتها على توليد المبيعات. فإذا كانت قدرة الشركات على توليد المبيعات من جانب، وربحيتها من جانب آخر لا تؤثران على قيمتها في السوق، فهذا يعني أننا في الكويت قد خرجنا عن قوانين وقواعد أسواق المال والأعمال العالمية. وهذا يعني أن شركاتنا المساهمة تعمل في ظل قواعد وظروف خاصة بها. ولكن هذه النتائج إلى جانب أنها لن تسر متخذي القرار على مستوى الاقتصاد الجزئي والكلي، فهي إنما تدق ناقوس الخطر.

وهذا ما يجرنا إلى تساؤلات كثيرة تحتاج إلى إجابات لا يمكن أن نصل إليها إلا من خلال إجراء المزيد من الدراسات والبحوث العلمية في هذا المجال. فالأسئلة التي تطرح نفسها ويجب أن تؤخذ مأخذ الجد بالنسبة لمتخذ القرار الاقتصادي هي:

- (١) لماذا إنتاجية الشركات الكويتية منخفضة.
- (٢) ومع ذلك، لماذا لا تؤثر على قيمتها في السوق.
- (٣) ما الذي يؤثر على قيمة أسهم الشركات الكويتية في سوق الأوراق المالية.
- (٤) ما سبب المغالاة بأسعار الأسهم الكويتية.

وفي الختام نتمنى بأن تكون هذه الدراسة خطوة في طريق الإصلاح الاقتصادي، الذي يحتاج إلى جانب الإجابة على تلك الأسئلة، دراسات وأبحاث جادة في المجالات الاقتصادية الأخرى.

المراجع

أولاً : المراجع العربية

- السعدون، جاسم، مناخ الأزمة وأزمة المناخ، شركة الربيعان للنشر ١٩٨٤.
- حسبو، هشام، "استخدام النسب المحاسبية في التنبؤ بالأزمات المالية: نموذج كمي مقترح لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت"، جامعة الكويت، كلية التجارة، لجنة البحوث والتدريب (١٩٨٥).
- تقارير مالية للشركات المعنية، لسنوات ١٩٨٨، ١٩٨٩، ١٩٩١، ١٩٩٢.

ثانياً : المراجع الأجنبية

- Al-Deehani, Talla**, *Understanding Corporate Capital Investment Decisions in Kuwait*, PhD. Thesis, Bath University, UK (1990).
- Altman, E.**, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the prediction of corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, **23** (September 1968).
- Altman, E.**, *Examining Moyer's Re-examination of Forecasting Financial Failure*, Financial Management Association, 1978.
- Altman, E., Haldeman, R. and Narnyanan, P.**, ZETA Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations, *Journal of Banking and Finance* (June 1977).
- Beaver, W. H.**, Financial Ratios as Predictors of Failure, *Empirical Research in Accounting, Selected Studies*, 1966, Institute of Professional Accounting, January, 1967.
- Brealy, R. and Myers, S.**, *Principles of Corporate Finance*, 2nd edition, McGraw-Hill, 1984.
- Brealy, R. and Myers, S.**, *Principles of Corporate Finance*, 3rd edition, McGraw-Hill, 1988.
- Dun and Bradstreet**, *The Failure Record* (New York), 1976.
- Foulke, Roy**, *Practical Financial Statement Analysis*, 5th Ed., New York, McGraw-Hill, 1961.
- Hickman, W. B.**, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1958.
- Kuwait: Country Report**, *The Economist Intelligence Unit*, (1991, 1992, 1993)
- Merwin, C.**, "Financing Small Corporations", New York: Bureau of Economic Research, 1942.
- Moyer, R. C.**, "Forecasting Financial Failure: A Re-examination", *Financial Management* (Spring 1977).
- Weston, J. F. and Brigham, E.**, *Managerial Finance*, The Dryden Press, 1978.
- Weston, J. F. and Brigham, E.**, *Managerial Finance*, The Dryden Press, 1981.
- Weston, J. F. and Brigham, E.**, *Managerial Finance*, The Dryden Press, 1984.
- Yavas, U., Yasin, M., Wafa, M. and Al-Qudsi**, "Kuwait Commercial Banks: Challenges and Strategic Responses", *International Journal of Bank Marketing*, **8:1**, 1990.

An Implementation of Altman's Model for the Prediction of Corporate Bankruptcy: The Case of Kuwait

TALLA M. AL-DEEHANI

Assistant Professor

Department of Business Administration

College of Commerce, Economics & Political Science

Kuwait University, Kuwait

ABSTRACT. This study attempts to explain the extent of efficiency of Kuwait shareholding companies and their characteristics in comparison with western standards for the period 1988-1992. Altman's model has been chosen as a measurement to achieve that. There are five ratios representing its components which explain five different types of company performance related to each other. The study classifies companies into two groups: "successful" and "weak" along the four years. It is noticed that the degree of failure of both groups is affected by only two ratios, one relating to market value and the other relating to productivity. The resulting five ratios for both groups are below Altman standards. It also shows that our ratios for "successful" companies are below the standards including the one related to productivity which is even below Altman's "failure" standard. If this is the case, then it can fairly be argued that even the "successful" companies are in fact "weak". This leads to the argument that Kuwait companies are generally weak, especially in their ability to generate sales and there market value doesn't reflect the actual value. A clear fault in the balance of the model is caused by an exaggeration in the behavior of the Kuwait market represented by over-valuation of companies, market values which then led to classifying some companies as "successful".