

سدّ فجوة التمويل: لماذا تحتاج السعودية إلى الائتمان الخاص غير المصرفي؟

أول مقال ضمن سلسلة من مقالات الرأي والقيادة الفكرية التي تقدّمها Channel Capital بالتعاون مع أكاديميين وطلّاب حول دور التمويل في اقتصاد الابتكار

د. والتر جونتاريك، Channel Capital — وزير الجبر، جامعة الأمير سلطان

تنقذ المملكة العربية السعودية أضخم تحوّل اقتصادي في تاريخها.

وتتطلّب رؤية 2030 رأس مال على نطاق واسع وبوتيرة سريعة، وعبر قطاعات يواجه فيها التمويل المصرفي التقليدي قيودًا هيكلية.

ولم يعد الائتمان الخاص غير المصرفي، ولا سيّما التمويل القائم على الأصول المتوافق مع الشريعة الإسلامية، مجرد خيار تكميلي للنظام المصرفي، بل أصبح ضرورة استراتيجية.

زياد الجبر: «من اللافت أنه، رغم مكانة المملكة العربية السعودية كأحد كبار مصدّري الطاقة عالميًا، لا يزال سوق الائتمان غير المصرفي فيها محدود التطوّر نسبيًا خارج نطاق المصارف التجارية والمقرضين المتخصّصين».

فجوة التمويل: فرصة بقيمة 44 مليار دولار لرأس المال العامل في السعودية

حدّدت دراسة PWC لرأس المال العامل في الشرق الأوسط لعام 2023، التي شملت 424 شركة من دول مجلس التعاون الخليجي، رأس مال عامل بقيمة 44 مليار دولار أمريكي؛ وهو رأس مال كان ينبغي أن يُسهم في تمويل النمو، لكنّه عالق بدلاً من ذلك في دورات غير كفؤة لتحويل النقد. وتبلغ تكلفة التمويل السنوية المقدّرة لهذه السيولة العالقة وحدها 2.2 مليار دولار أمريكي وفق أسعار الفائدة السائدة.

وتُعدّ الصورة في السعودية الأكثر حدّةً بين دول مجلس التعاون الخليجي. إذ تعمل الشركات السعودية بأطول دورة لرأس المال العامل في المنطقة، بمتوسّط 158 يومًا في عام 2022، مقارنةً بـ 51 يومًا في البحرين. كما تحتفظ الشركات السعودية بالمخزون لمُدّة متوسّطها 122 يومًا، وهي المُدّة الأطول بين جميع أسواق دول مجلس التعاون الخليجي.

ولا تعكس هذه الديناميكيات مجرد عدم كفاءة متوارث لدى الشركات، بل تعكس خصائص هيكلية للاقتصاد السعودي، منها دورات السداد الحكومية الأطول، والمشاريع ذات آجال السداد الممتدّة للموردين، وقاعدة صناعية تتطلّب مخزونات احتياطية كبيرة لمواجهة اضطرابات سلاسل الإمداد، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية الذي يتعامل مع ذمم مدينة معقّدة لدى جهات مرتبطة بالحكومة. وتحديدًا، فإن القطاعات الأكثر تعرّضًا لهذه التحدّيات هي تلك التي تقع في صميم خطط الرؤية طويلة الأجل: التصنيع الصناعي، الذي بلغ صافي دورة رأس المال العامل فيه 181 يومًا في عام 2022 مع تدهور هذا المؤشّر؛ والإنشاءات والهندسة (210 أيام)؛ والأدوية وعلوم الحياة (198 يومًا)؛ والتكنولوجيا (162 يومًا). وهذه ليست قطاعات هامشية، بل ركائز تنوع الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في السعودية. ومع ذلك، لا تحصل على ما يكفي من رأس المال المصرفي التقليدي.

أبرز البيانات

- 44 مليار دولار أمريكي من رأس المال العامل الفائض عالق لدى 424 شركة في الشرق الأوسط (PwC، 2023).
- متوسط دورة صافي رأس المال العامل في السعودية: 158 يومًا، وهي الأطول في دول مجلس التعاون الخليجي (PwC، 2023).
- الديون قصيرة الأجل للشركات: نمو سنوي مركب بنسبة 15% منذ عام 2018 (PwC، 2023).
- تراجعت هوامش EBITDA بنسبة 2.5% سنويًا منذ عام 2018، مما يحدّ من قدرة الشركات على التمويل الداخلي (PwC، 2023).
- رغم صغر حجمه حاليًا، بلغ سوق الائتمان الخاص في السعودية 3.7 مليار دولار في عام 2024، بعد نموّه عشرة أضعاف (S&P، 2025).
- تُعدّ الشركات الصغيرة والمتوسطة محركًا رئيسيًا للنمو في سوق الائتمان الخاص (S&P، 2025).
- من المتوقع أن تسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة بنسبة 35% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2030، ارتفاعًا من 22% في عام 2023 (S&P).
- من المتوقع أن يصل الإقراض المصرفي في السعودية إلى 65 مليار دولار في عام 2026، في حين أن احتياجات التمويل أعلى بكثير.
- تبلغ فجوة تمويل التجارة العالمية نحو 2.5 تريليون دولار أمريكي (البنك الآسيوي للتنمية).

المصادر: PwC، S&P، البنك الآسيوي للتنمية.

ومن أفضل الإحصاءات المتاحة تلك الواردة في بيانات البنك المركزي السعودي بشأن الشركات الصغيرة والمتوسطة. ومع استهداف رؤية 2030 وصول إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى 15-20%، لم تتجاوز نسبة إقراضها، حتى الربع الثالث من عام 2024، 9.1% من إجمالي الائتمان المصرفي، ما يشير إلى فجوة إجمالية قدرها 170 مليار ريال سعودي. وقد ارتفع دعم البنوك للقطاع الخاص من 61% إلى 69% بحلول عام 2024، إلا أن هذا النمو يُرجّح ألا يكون مستدامًا من دون أن يتحمّل الائتمان الخاص غير المصرفي جزءًا من هذا العبء.

وعلاوةً على ذلك، في حين تتمكّن المؤسسات المالية وقطاعات الطاقة من الوصول إلى أسواق الصكوك، يقلّ حضور قطاعات رئيسية أخرى، ومنها شركات الاتصالات، والسلع الرأسمالية، وتجارة التجزئة، والنقل والخدمات اللوجستية، والتكنولوجيا والتقنيات المالية، والخدمات الاستهلاكية. ومن اللافت أنه، رغم مكانة المملكة العربية السعودية كأحد كبار مصدري الطاقة عالميًا، لا يزال سوق الائتمان غير المصرفي فيها محدود التطوّر نسبيًا خارج نطاق المصارف التجارية والمقرضين المتخصصين.

وتواجه البنوك السعودية، رغم تمتّعها برؤوس أموال قوية وخضوعها لتنظيم محافظ، قيودًا هيكلية تحدّ من قدرتها على سدّ هذه الفجوة. إذ تفرض قواعد كفاية رأس المال بموجب بازل 3 قيودًا على توظيف الميزانيات العمومية بما يكفي لتوفير مستويات مناسبة من رأس المال العامل وتمويل التجارة قصير الأجل. وتبلغ الفجوة بين ما تحتاج إليه الشركات السعودية وما يستطيع شاغلو السوق الحاليون توفيره بكفاءة عشرات المليارات من الدولارات سنويًا.

الأدوات المناسبة: أدوات التمويل القائم على الأصول للسوق السعودية

يتطلّب سدّ هذه الفجوة مجموعة من الجهات الفاعلة في أسواق رأس المال وأدوات تتلاءم مع طبيعة رأس المال العامل لدى الشركات السعودية: قصيرة الأجل، ومدعومة بالأصول، وذاتية التصفية، ومتوافقة مع مبادئ الشريعة.

والخبر الجيد هو أن هذه الأدوات راسخة في الأسواق المتقدمة، ويجري توظيفها بصورة متزايدة في دول مجلس التعاون الخليجي، في حين شاركت Channel Capital نفسها في معاملات لتمويل رأس المال العامل في دول مجلس التعاون وهياكل توريق متوافقة مع الشريعة، بما في ذلك مشاركتها في صفقة FlapKap ABS لعام 2025.

وتشمل هذه الأدوات:

تمويل الذمم المدينة والتخصيم

وهو الأداة الأكثر مباشرة لمعالجة أوجه عدم الكفاءة في دورة تحصيل الذمم المدينة (DSO). إذ تباع الشركات محافظ ذممها المدينة لتحرير السيولة النقدية فوراً، مستبدلةً دورات تحصيل تمتد من 89 إلى 100 يوم بسيولة متاحة خلال الأسبوع نفسه.

وتشير PWC إلى أن بيع محافظ الذمم المدينة وترتيبات التخصيم يجري بالفعل لدى الشركات الخليجية الأكثر نضجاً، لكن مستوى انتشارها لا يزال منخفضاً. وفي السعودية، تخلق مجموعة الجهات الملزمة بالسداد المرتبطة بالحكومة، والتي تتمتع عادةً بجودة ائتمانية من الدرجة الاستثمارية أو ماثلة للجودة السيادية، إلى جانب آجال السداد الطويلة، قاعدة ضمانات واعدة لبرامج تمويل الذمم المدينة على نطاق واسع. وهنا يمكن لدور Channel في الاستفادة من التغطية التأمينية لهذه الفئة من الأصول أن يساعد في الحد من بعض مخاطر الاستثمار التي يتعرض لها الشركاء محدودو المسؤولية (LPS).

تمويل سلاسل الإمداد (SCF)

يُعدّ تمويل سلاسل الإمداد من أكثر الأدوات استدامةً في عصر إعادة تشكيل سلاسل الإمداد والتفتت الجيوسياسي. وفي السعودية، حيث تمتلك الجهات المشترية المحورية المرتبطة برؤية 2030، مثل أرامكو، وسابك، وشركة الاتصالات السعودية، ونيوم، وطيران الرياض، والمشاريع العملاقة، منظومات واسعة من الموردين، تتيح برامج تمويل المدفوعات المعتمدة للموردين الذين تقلّ تصنيفاتهم الائتمانية عن الدرجة الاستثمارية الوصول إلى السيولة وفق الجودة الائتمانية للمشتري المحوري.

ويمثّل ذلك تحوّلًا جذريًا لقاعدة الشركات الصغيرة والمتوسطة الموردة التي تدعم الأهداف المحلية.

تمويل المخزون

مع احتفاظ الشركات السعودية بالمخزون لمدة متوسطة 122 يومًا، فإن تمويل السلع قيد النقل والمخزون المخزن عبر هياكل المراجعة السلعية أو التورق يمثّل خيارًا ملائمًا بطبيعته.

الإقراض القائم على الأصول المتوافق مع الشريعة

بالنسبة إلى شركات التكنولوجيا والرعاية الصحية والشركات الصناعية التي تعتمد نماذج أعمال خفيفة الأصول، لكنها تتمتع بإيرادات متكررة قوية، يمكن أن يوفّر الإقراض القائم على الأصول والمتوافق مع الشريعة، بضمان الذمم المدينة أو المعدات أو التدفقات النقدية المتعاقد عليها، رأس مال للنمو من دون تخفيف حصص الملكية، وهو تمويل لا يتوافر من البنوك التقليدية.

ونرى أن الالتزام بأحكام الشريعة ليس قيدًا؛ بل يمكن، في السياق السعودي، أن يشكّل عامل تميّز تنافسي.

تمويل التجارة في المملكة

مع نمو الواردات السعودية بالتوازي مع برامج الإنشاء والتصنيع في إطار رؤية 2030، ومع تعمق ممر التجارة بين السعودية وآسيا، إذ تتوقع HSBC نمو التجارة الثنائية في السلع من 800 مليار دولار أمريكي في عام 2024 إلى 1.7 تريليون دولار بحلول عام 2035، يمكن أن تصبح أدوات تمويل التجارة غير المصرفية التي تعمل خارج قيود الميزانيات العمومية للبنوك بنيةً تحتية أساسية.

كما تعمل تقنيات تقييم المخاطر المدعومة بالذكاء الاصطناعي والرميز الرقمي للأصول بالفعل على تقليل الاحتكاك في هذا المجال، وفقًا لما يشير إليه تقرير Citi حول تمويل سلاسل الإمداد، ويمكن لمديري الائتمان الخاص الذين يمتلكون قدرات على إنشاء الصفقات مدعومة بالبيانات توظيف رأس المال بكفاءة وعلى نطاق واسع.

تعبئة رأس المال المؤسسي للائتمان الخاص في السعودية

لا يزال سوق الائتمان الخاص في السعودية في مراحله الأولى مقارنةً بحجم احتياجات التمويل.

فقد نمت الأصول العالمية المدارة في قطاع الائتمان الخاص من أقل من 500 مليار دولار أمريكي في عام 2012 إلى أكثر من 2.1 تريليون دولار اليوم، لكن الشرق الأوسط لا يستحوذ إلا على جزء ضئيل من هذا الاستثمار، في حين تدعم صناديق الثروة السيادية الخليجية مديري الأصول في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة من خلال تخصيصات استثمارية خارجية.

وتتمثل الفرصة أمام مخصصي رؤوس الأموال في دخول السوق مبكرًا مع شركاء أقوياء وذوي معرفة، يمتلكون قدرات في مجال التمويل المتوافق مع الشريعة، بعوائد جذابة وضمانات قوية على مستوى الأصول، وبما يتماشى مع الأولويات الاقتصادية للدولة.

المؤسسات المتوافقة مع توجّهات الحكومة (PPA، GOSI، Sanabil، PIF)

تشمل ولاية صندوق الاستثمارات العامة تحفيز أسواق تمويل القطاع الخاص. ومن شأن تخصيص الاستثمارات لصناديق ائتمان خاص متوافقة مع الشريعة، توظف رؤوس أموالها في قطاعات متوافقة مع رؤية 2030، تحقيق هدف مزدوج: عائد تجاري وأثر تنموي اقتصادي.

المكاتب العائلية ورؤوس أموال الأفراد ذوي الملاءة المالية الفائقة

لطالما خصّصت المكاتب العائلية السعودية والخليجية نسبةً أقلّ من استثماراتها للائتمان الخاص مقارنةً بنظيراتها العالمية. ومع تواضع معدلات الفائدة على الودائع المصرفية، تمثل صناديق الائتمان الخاص التي تقدّم عوائد صافية تتراوح بين 8% و12%، ضمن هيكل متوافقة مع الشريعة وذات آجال قصيرة، بديلًا جذابًا.

والأمر نفسه ينطبق على الائتمان الخاص؛ إذ إن المساحة غير المستغلّة أمام مخصصي رؤوس الأموال الأوائل حقيقية.

شركات التأمين ومشغلو التكافل

يشهد قطاع التأمين السعودي نموًا سريعًا، مدفوعًا بالتوسع في التأمين الصحي إلزامي وإصلاحات نظام مجموعات التشخيص ذات الصلة (DRG). وتواجه شركات التكافل وشركات التأمين التقليدية تحدي مواءمة الالتزامات طويلة الأجل مع أصول متوافقة مع الشريعة ومدرة للعوائد.

ويعالج الائتمان الخاص المتوافق مع الشريعة، ولا سيّما أدوات التمويل المدعوم بالأصول قصيرة الأجل، فجوة العائد ومتطلب التوافق مع الشريعة على حدّ سواء.

كما تعزّز الهياكل المدعومة بالتأمين، مثل تأمين الائتمان التجاري الذي يوفّر تغطية لمحافظ الذمم المدينة، ملفّ المخاطر والعوائد بالنسبة إلى المستثمرين في قطاع التأمين الساعين إلى مواءمة الأصول والالتزامات.

صناديق الثروة السيادية وصناديق التقاعد

يمكن أن يكون الائتمان الخاص المدعوم بالأصول، بفضل انخفاض ارتباطه بتقلّبات الأسواق العامة وقدرته على توليد تدفّقات نقدية يمكن التنبؤ بها، ملائمًا بطبيعته لإدارة أصول والالتزامات صناديق التقاعد.

ويُعدّ مستوى التقلّب السنوي البالغ 0.55% لاستراتيجية Corniche، الذي تحقّق مع تسجيل عوائد إيجابية في 100% من الأشهر على مدى 60 فترة، تحديدًا ما يبحث عنه كبار مسؤولي الاستثمار في صناديق الثروة السيادية وصناديق التقاعد عند تنويع استثماراتهم بعيدًا عن الصكوك وأدوات الدخل الثابت التقليدية.

ونرى أن المواءمة التنظيمية ستكون محورية لنجاح تطوير سوق الائتمان الخاص في السعودية. وينبغي تصميم الاستراتيجيات التي تشمل تمويل الذمم المدينة، وتمويل سلاسل الإمداد، والإفراض القائم على الأصول، وهياكل الصناديق، مع مراعاة دقيقة للوائح الصناديق لدى هيئة السوق المالية، وأنشطة التمويل الخاضعة لإشراف البنك المركزي السعودي، والحوكمة الشرعية، ومتطلبات ملائمة الاستثمارات للمستثمرين، ونماذج الشراكة المحلية.

وبالنسبة إلى المديرين الدوليين، فمن المرجّح أن يتمثّل المسار الأكثر عمليّة في التعاون مع المؤسسات المحلية المرخّصة، والبنوك، وشركات التأمين، ومنشئي الأصول، والمستشارين الشرعيين، بدلًا من دخول السوق مباشرةً بمفردهم.

ومن شأن ذلك أن يسمح لرأس مال الائتمان الخاص بأن يكمل البنوك السعودية، بدلًا من منافستها، مع دعم التطوير الأوسع للبنية التحتية لأسواق رأس المال في المملكة.

دور المديرين المتخصّصين: كيف تدعم Channel Capital الفرصة السعودية

يتطلّب تطوير سوق للائتمان الخاص في السعودية أكثر من رأس المال؛ فهو يحتاج إلى خبرة متخصصة في إنشاء الصفقات، والهيكلية، وإدارة المخاطر، والالتزام بأحكام الشريعة.

وهنا يمكن لشركات مثل Channel Capital أن تؤدّي دورًا محوريًا.

Channel Capital هي شركة لإدارة الأصول البديلة مقرّها لندن وخاضعة لتنظيم هيئة السلوك المالي البريطانية (FCA)، وتتخصّص في التمويل المدعوم بالأصول والائتمان الخاص قصير الأجل، وتمتلك منصّة استثمارية متوافقة مع الشريعة تعمل منذ عام 2019.

ومنصّة Channel Capital المتوافقة مع الشريعة ليست تكيّفًا تسويقيًا لهيكل تقليدي، بل بُنيت من الأساس، وحصلت على اعتماد مستقل، وحظيت باعتراف هيئات الرقابة الشرعية والمستشارين التنظيميين في دول مجلس التعاون الخليجي. وتكتسب هذه المسألة أهمية كبيرة في سوق قد يكون الالتزام الأصيل بأحكام الشريعة فيه شرطًا مسبقًا للقبول المؤسسي. وفي هذا الصدد، نعرب عن امتناننا لشركائنا في Khalij Global على دعمهم خلال السنوات الخمس الماضية.

وعملياً، تشمل أنشطة Channel في السوق السعودية العمل مع أطراف مقابلة محلية، وشركات تأمين، وعلاقات مصرفية فيما يتعلق بتمويل الذمم المدينة، وتمويل سلاسل الإمداد، والتمويل المدعوم بالأصول. وتدعم هذه الأنشطة عمليات Channel الداخلية لتحليل الائتمان وإدارة المخاطر، إلى جانب ترتيبات هيكلية مصممة لتلبية متطلبات الحوكمة والامتثال وإعداد التقارير ذات الصلة.

ونرى أن منظومة سوق الائتمان الخاص الأوسع في السعودية سُنّى في نهاية المطاف من خلال مزيج من البنوك المحلية التي تعمل كمنشئي صفقات، ومديري الأصول غير المصرفيين المتخصصين الذين يوفرون خبرة الهيكل ورأس المال المؤسسي، ومستثمرين مستعدين لبناء سوق رأسمالية أكبر مما هو قائم اليوم، بدءاً من المؤسسات المتوافقة مع توجهات صندوق الاستثمارات العامة وصولاً إلى المكاتب العائلية، بما يوفّر مصادر تمويل أقوى.

ولا يتمثل دور المدير الدولي في منافسة البنوك السعودية، بل في استكمال دورها: من خلال توظيف رأس المال حيث تكون الميزانيات العمومية للبنوك مقيدة، وهيكل الأدوات التي لا تستطيع البنوك الاحتفاظ بها بكفاءة أو تفتقر إلى الخبرة اللازمة لهيكلتها، وتوفير البنية التحتية لإدارة المخاطر والمراقبة القائمة على البيانات التي تتطلبها أسواق الائتمان الخاص الآخذة في النمو.

الخلاصة: الفرصة متاحة الآن

ينمو الاقتصاد السعودي غير النفطي بأسرع وتيرة له منذ جيل، مدفوعاً ببرامج رأس المال المرتبطة برؤية 2030، والنمو السكاني، والتحول العالمي في أنماط التجارة الذي يضع المملكة عند نقطة التقاء التدفّقات التجارية بين آسيا والشرق الأوسط وأوروبا.

ونرى أن هذا النمو يتطلب رأس مال على نطاق وبشكل لا تستطيع الأنظمة المالية القائمة وحدها توفيرها.

ونرى أن الائتمان الخاص المدعوم بالأصول، ولا سيّما الأدوات المتوافقة مع الشريعة والمدعومة بالأصول وقصيرة الأجل، ليس حلاً متخصصاً لهذا التحدي، بل ركيزة ضرورية للبنية التحتية لأسواق رأس المال في المملكة.

ففجوة التمويل قابلة للقياس، والأدوات قوية، وشهية المستثمرين آخذة في النمو.

وما نعتقد أن السوق يحتاج إليه الآن هو مديرون متخصصون يمتلكون القدرة على إنشاء الصفقات، والخبرة في الشريعة، والمصداقية المؤسسية اللازمة للجمع بين جانبي السوق.

وبالنسبة إلى المؤسسات السعودية، والمكاتب العائلية، والمستثمرين الدوليين ذوي التفويضات الاستثمارية في دول مجلس التعاون الخليجي، فإن فرصة بناء مراكز استثمارية مبكرة في هذا السوق، إلى جانب مديري ذوي خبرة يجمعون بين الانضباط الائتماني الغربي والخبرة الممتدة لسنوات، وبين الخبرة الحقيقية في التمويل الإسلامي والشركاء المتخصصين، تمثل، في رأينا، واحدة من أهم فرص الاستثمار في الائتمان البديل اليوم.