



من يملك ومن يستأجر

بنية الأصول وتحليلها المالي في قطاع الإنشاءات السعودي

المحتوى

03	ملخص تنفيذي
05	سياق قطاع الانشاءات
06	التبعات التشغيلية والمالية على شركات المقاولات
08	المؤشرات المالية
13	تفكيك العائد: تحليل دوبونت (DuPont)
16	أين تذهب السيولة النقدية؟
18	عوائد مرتفعة، وهوامش أمان محدودة
20	ماذا يعني ذلك للمشروعات المرتقبة؟
21	ماذا يقدم كل قطاع؟
22	على مستوى التوصيات
23	المصادر وفق النص الأصلي باللغة الإنجليزية

قائمة الأشكال

08	المقاول: أعلى عائد بأقل رأس مال
09	ارتفاع الهوامش لا يضمن ارتفاع العوائد
11	كل دولار مقترض يدّ عائدًا يفوق تكلفته بكثير
12	تضخيم أثر الرفع المالي: دولار مُستثمر مقابل 10% هبوط في الإيرادات
14	تحليل دوبونت: محركات العائد التشغيلي على حقوق الملكية
15	الميزانية العمومية: تركيبة الأصول لدى كل قطاع
16	شركات المقاولات تنتظر تحصيل مستحقاتها ثلاثة أضعاف المدة التي تستغرقها في السداد
18	نسبة الدين إلى حقوق الملكية حسب القطاع بين 2022 و2024

ملخص تنفيذي

المنجزة واعتمادها وإتمام إجراءات الصرف، وهي دورة تستغرق شهورًا.

وهكذا تنشأ الفجوة: نفقات تخرج في أسابيع، وإيرادات تدخل بعد شهور. وكل يوم من أيام هذه الفجوة يحتاج إلى مال يغطيه.

فالشركات التي تعتمد على الاستئجار لا تحتاج إلى تمويل ضخم لبدء أعمالها، وبالتالي يظل حجم الاستثمار المطلوب من ملاكها صغيراً، فلا يبقى لتمويل الفجوة إلا الاقتراض المصرفي.

وليس ذلك قصورًا إداريًا. فمن يستأجر طاقته الإنتاجية يمول أعماله بالدين، سواء أحسن إدارته أم لم يحسنها.

والأثر يتراكم مع النمو لا مع التراجع. فكل عقد جديد يضيف إلى رصيد الأعمال المنجزة غير المحصلة، وكل زيادة في هذا الرصيد تحتاج إلى تمويل. وهكذا يرتفع الاقتراض في سنوات التوسع، لا في سنوات الضعف.

من هنا، تتحمل شركات المقاولات العبء الأكبر للمديونية في القطاع؛ وهي مديونية لم تتراكم في سنوات الركود، بل تشكّلت في سنوات الرواج. فهوامش الربح لم تتراجع قط، وإنما نما رصيد الأعمال المنجزة والمستحقات قيد التحصيل، وبوتيرة فاقت نمو رأس مال الملاك والمستثمرين الذي يسنده.

هذا الانخفاض في رأس المال المستثمر يفسر بقية المشهد؛ فهو السبب وراء تحقيق هذه الشركات لأعلى معدلات عائد على حقوق الملكية في القطاع، وهو ما يفسره السوق عادةً كدليل على نجاح وتميز نموذج عملها. ومع ذلك، فإن هذا الصغر في رأس المال الذي يمنح المؤشرات المالية مظهرها الجذاب، هو نفسه الذي يجرّد الشركة من شبكة الأمان المالي عند حدوث الأزمات.

وتأتي طبيعة الضمانات لتعقّد هذا التفاوت؛ فبينما تقترض شركات الأسمنت بضمان مصانعها، وتعتمد شركات التطوير العقاري على أراضي تنامي قيمتها، تقترض شركات المقاولات بضمان تعاقدتها مع العميل الحكومي.

تتناول هذه الدراسة 69 شركة تعمل في قطاع البناء والتشييد في السعودية، تشمل 6 شركات تطوير عقاري، و33 شركة مقاولات، و15 شركة أسمنت، و9 شركات حديد وأنياب، و6 شركات مواد بناء.

وقد اختيرت هذه الشركات من بين 37 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودية (تداول)، و32 شركة غير مدرجة لكنها تُفصح عن قوائم مالية مدققة. وتخلص الدراسة إلى أن القطاع ينقسم عند خط فاصل واحد: من يملك الأصول، ومن يستخدمها دون أن يملكها.

فشركة الأسمنت تملك ما تعمل به؛ بل إنها أصولها. فالفرن (أو الإسطوانة الفولاذية الضخمة في قلب عملية الإنتاج)، والمحجر والمصنع هي النشاط ذاته، وهي أصول يراها البنك ويقرض بضمانها.

أما شركة المقاولات فلا تكاد تملك أصولاً إنتاجية، إذ تستأجر ما تحتاجه لمدة المشروع: مقاولي الباطن، والعمالة، والمعدات، والشراء بالأجل من الموردين. وهذا يعني أن قدرتها على البناء تقوم على العقود لا على الأصول.

ولا يعود هذا إلى خلل في إدارة شركات المقاولات، بل إلى طبيعة العمل نفسها. فالمشاريع تأتي في موجات متباعدة لا في تدفق منتظم، وقد يتجاوز حجم العقد الواحد حجم الشركة التي تنفذه، كما تنتقل مواقع العمل بين أنحاء المملكة من سنة إلى أخرى.

والمنشأة التي تملك العمالة والمعدات تتحمل تكاليفها طوال فترات التوقف بين العقود، ثم تتحمل مجدداً كلفة نقلها إلى موقع المشروع التالي. أما الاستئجار فيعفيها من الكلفتين، ويقلل من حجم الأصول الثابتة في ميزانيتها.

وهو ما يغير طبيعة الالتزامات المالية بين المقاول والمالك والمؤجر. فالمقاول الرئيسي لا يتقاضى مستحقاته إلا بعد فحص الأعمال المنجزة واعتمادها وإتمام إجراءات صرفها، وهو ما يستغرق شهورًا. أما مقاولو الباطن والموردون فيتقاضون مستحقاتهم في غضون أسابيع. والمقاول هو من يتحمل هذه الفجوة، إذ يمول أعمالاً سلمها بالفعل بالدين المصرفي.

وشركة المقاولات (التي سنشير إليها بالمقاول مجازاً) التي تستأجر طاقتها الإنتاجية تتحمل نفقات نقدية قصيرة الأجل: مستحقات مقاولي الباطن، وإيجار المعدات، وفواتير الموردين — وكلها تُسدّد في غضون أسابيع. أما مستحقاته هو فلا تُصرف إلا بعد فحص الأعمال

وبذلك لا يكون القيد الحاكم على التنفيذ هو العمالة، فهي متاحة بوفرة، ولا المواد، ولا الخبرة الفنية التي توفرها الشركات الدولية. القيد هو رأس المال العامل.

ونُختتم هذه الدراسة بملاحظة مهمة: تقصير دورة السداد لا يستلزم أموالاً إضافية، وإنما يعيد توزيع كلفة الانتظار بين أطراف السلسلة. فالمقاول يمول اليوم أعمالاً أنجزها بتسهيلات مصرفية ذات كلفة تجارية، في حين تستطيع الجهة الحكومية صاحبة المشروع تمويل المدة نفسها بكلفة أقل بكثير. أي أن كلفة الانتظار تقع حالياً على أضعف ميزانيات السلسلة وأعلاها كلفةً في التمويل، ويمكن أن تنتقل إلى أقلها كلفة.

وقد خطت المملكة في هذا الاتجاه خطوات ملموسة. فقد أسهمت حسابات الضمان ونماذج الدفع الملزمة، منذ استحداثها عام 2020، في تقليص الفجوة فعلاً، وهي تجربة يمكن البناء عليها. ويبقى استكمال المسار في اتجاه واحد: تحديد مدة قصوى للسداد والالتزام بها على امتداد السلسلة، بما في ذلك ما بين المقاول الرئيسي ومقاولي الباطن، مع تسوية أسرع للخلافات على الأعمال المنجزة.

تعتمد شروط الدفع على مَنْ يملك النفوذ الأكبر في المفاوضات. ففي الأسواق العالمية، تفرض شركات المقاولات الكبرى شروطها وتؤجل السداد للموردين، وبذلك تموّل مشاريعها مجاناً من بضائع الآخرين. أما في السوق السعودية، فالوضع معكوس تماماً؛ لأن العميل الأقوى هنا هو الدولة والشركات الحكومية التابعة لها، وبالتالي تصبح هي المتحكم الأول في مواعيد وآلية الصرف.

بناءً على ذلك، فإن أي تعديل في خطط المشاريع الكبرى ينعكس بشكل مباشر على المنظومة التشغيلية لشركات المقاولات؛ لإعادة جدولة المواعيد، أو مراجعة نطاق الأعمال، أو التمهّل في ترسية العقود، يحدث أثراً تتابعياً على مستويات السيولة في السوق. هذا التتابع يؤدي في نهاية المطاف إلى انتقال العبء التمويلي تدريجياً، ليتحول إلى التزامات مالية إضافية تقع على عاتق شركة المقاولات.

ولأن الإقراض يتركز في عدد محدود من البنوك التي تتعامل مع المجموعات الكبرى نفسها، فإن تعثر شركة كبرى واحدة لا يبقى محصوراً في نطاقها، بل ينتقل إلى مقاولي الباطن العاملين تحتها.

ملاحظة تحريرية



أرقام دورة السداد في هذه الدراسة استخرجتها وحدة أرقام إنتلجينس للأبحاث من القوائم المالية للشركات عبر قاعدة بيانات مستقلة، بالاعتماد على مؤشرين: أيام التحصيل (days sales outstanding)، أي متوسط المدة التي تستغرقها الشركة لتحصيل مستحقاتها، وتحتسب بقسمة الذمم المدينة التجارية على الإيرادات مضمومة في 365؛ وأيام السداد (days payable outstanding)، أي متوسط المدة التي تستغرقها في سداد مستحقات مورديها.

وعلى هذه الأرقام ثلاثة قيود: فالقيم الوسيطة مبنية على عينة الدراسة من أكبر 33 شركة مقاولات لا على القطاع كله. وأيام التحصيل تقيس النتائج عند تاريخ قوائم مالية واحد، فتتأثر بدورات الفوترة في نهاية السنة المالية، وهي دورات متفاوتة في الأعمال القائمة على المشاريع. وأرصدة الذمم المدينة قد تشمل محتجزات تعاقدية ومبالغ محل نزاع، وكلاهما يطيل الدورة التي تم قياسها دون أن يعي تأخرًا في السداد.



سياق قطاع الانشاءات

المعطيات الفعلية للكلفة والجدول الزمني. وقد أعلنت الجهات المعنية أنها ستوسّع نطاق بعض المشروعات وتؤجل غيرها وتعيد ترتيب مراحل التنفيذ بما يتفق مع الأولويات الوطنية – وهي مراجعة طبيعية في برامج بهذا الحجم، وتمارسها الدول كافة عند الانتقال من مرحلة الإعلان إلى مرحلة التنفيذ.

غير أن لكل مراجعة أثرًا ماليًا يسري في سلسلة التعاقد. فقد أعيد النظر في نطاق عدد من العقود القائمة، ووطيت أخرى قبل استكمالها، وأعيدت جدولة أعمال كان المقاولون قد حشدوا لها طاقاتهم بالفعل. وهذه المراجعات هي موضوع هذه الدراسة: لا في أسبابها، فهي قرارات تخطيطية سيادية، بل في أثرها على البنية المالية لشركات المقاولات المكلفة بالتنفيذ.

تشهد السعودية وتيرةً من أعمال التشييد والبناء لم يسبق لها مثيل في العصر الحديث. حيث التزمت المملكة في إطار رؤية 2030، بتنفيذ مشروعات إنشائية تتجاوز قيمتها 1.5 تريليون دولار، تشمل نيوم، منتجعات البحر الأحمر، القدية، بوابة الدرعية، المكعب، إلى جانب برنامج إسكاني يستهدف توفير السكن لجيل كامل.

وقد استقطبت المشروعات الحضرية الكبرى التي أُعلن عنها في السنوات الأخيرة اهتمامًا عالميًا واسعًا، وأقبلت على العمل فيها كبرى الشركات الاستشارية ومكاتب التصميم وشركات المقاولات الدولية، في واحدة من أضخم عمليات الإنشاء التي شهدتها المنطقة.

ومع تقدم التنفيذ، جرت مراجعة الافتراضات التمويلية الأولى في ضوء



التبعات التشغيلية والمالية على شركات المقاولات

الذين غالبًا ما يشكلون تحالفات مشتركة مع شركات دولية لتنفيذ أكبر الحزم الإنشائية. وتندرج تحت هؤلاء آلاف الشركات المتخصصة من الباطن (Subcontractors) التي تتولى تنفيذ الأعمال الإنشائية على أرض الواقع.

ليست جميع الشركات الكبرى في القطاع مدرجة في تداول السعودية، إذ لا تزال مجموعة بن لادن الدولية القابضة، نسما وشركاهم، والسيف مهندسون مقاولون شركات خاصة غير مدرجة، وغالبًا ما تفوق نظيراتها المدرجة من حيث الحجم.

تضم عينة الدراسة 69 شركة، منها 37 شركة مدرجة في تداول السعودية و32 شركة غير مدرجة لديها قوائم مالية مدققة. وتمثل هذه الشركات مجتمعة الجزء الذي تتوافر عنه بيانات مالية مدققة ضمن سلسلة القيمة لقطاع الإنشاءات السعودي.

تنقسم الشركات إلى خمس مجموعات على امتداد سلسلة القيمة: ست شركات تطوير عقاري، 33 شركة مقاولات، 15 شركة أسمنت، تسع شركات لتصنيع الحديد والأنابيب، وست شركات لمواد البناء.

تنتقل التدفقات المالية من المطورين وشركات التطوير العامة عبر المقاولين وصولاً إلى موردي المواد، بينما تتشكل الخصائص المالية لكل مجموعة بحسب موقعها في سلسلة القيمة.

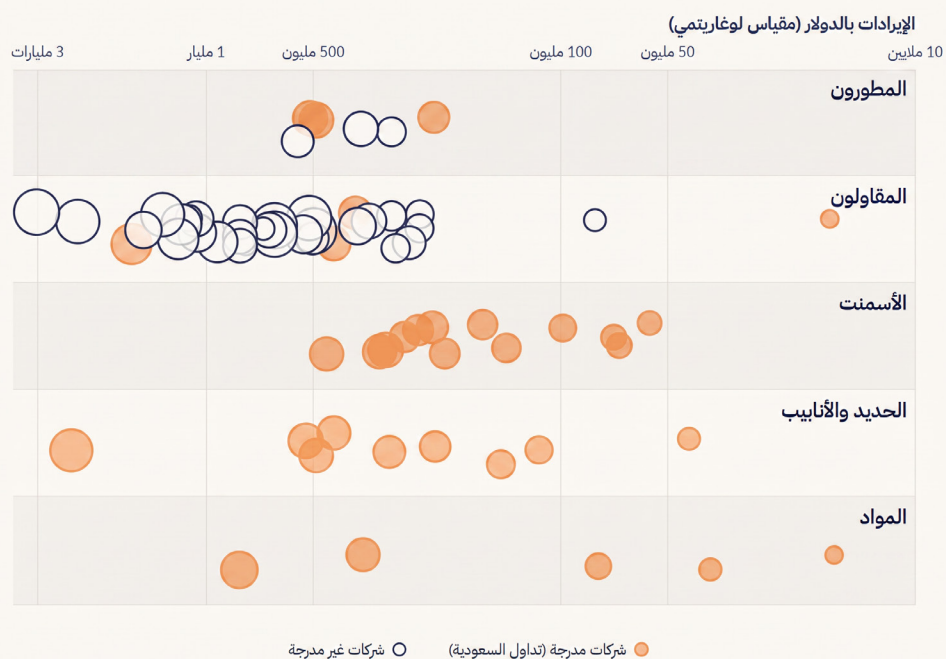
لا تزال محفظة المشروعات المرتقبة ضخمة حتى بعد تقليص نطاقها. إذ يسهم قطاع الإنشاءات بنحو 7.7% من الناتج المحلي الإجمالي، ويوظف حوالي 2.1 مليون عامل، يمثل الوافدون 92% منهم، وينحدر معظمهم من جنوب آسيا، ليصبح بذلك أكبر قطاع من حيث عدد العاملين في المملكة.

ويقود الاستثمار العام 71.5% من إجمالي نشاط قطاع الإنشاءات، فيما يقدّر محللون مستقلون حجم الإنتاج السنوي الحالي بما يتراوح بين 100 و134 مليار دولار.

إلا أن التوقف المفاجئ للمشروعات البارزة يطرح تساؤلاً جدير بالتحليل الرصين: ما مصير المقاولين الذين حشدوا مواردهم بالفعل عندما تتقلص محفظة المشروعات المرتقبة؟ فهامش ربحهم المرتفع لا يعني بالضرورة تحقيق عوائد مرتفعة، كما أنهم يعتمدون أصلاً على الرفع المالي.

يتميز نموذج تنفيذ المشروعات بطابع حكومي واضح. إذ يمول صندوق الاستثمارات العامة المشروعات العملاقة من خلال شركات التطوير التابعة للقطاع العام، مثل روشن، البحر الأحمر الدولية، وشركة الدرعية.

ثم تقوم هذه الشركات بدورها بترسية العقود على المقاولين الرئيسيين،



المصدر: وحدة أرقام إنتليجينس للأبحاث

ملاحظة على الشكل: استخدمنا المقياس اللوغاريتمي لأن الشركات التسع والستين متباعدة تباعدًا شديدًا في الحجم والإيرادات. ولو رُسمت على محور عادي لالتصقت عشرات الشركات الصغيرة والمتوسطة في شريط واحد عند حد الصفر، ولانفردت شركتان أو ثلاث في أعلى الشكل، فلا يُقرأ منه شيء عن بقية العينة.

المؤشرات المالية

تختلف الملامح المالية لهذه المجموعات الخمس اختلافاً كبيراً؛ إذ تعمل كل منها في بيئة اقتصادية خاصة بها، رغم عملها ضمن سلسلة القيمة نفسها.

المقاول: أعلى عائد بأقل رأس مال

المطورون	المقاولون	الأسمنت	الحديد والأنابيب	المواد	
52%	27%	51%	14%	29%	هامش الربح الإجمالي
29%	13%	23%	10%	4%	هامش الربح الصافي
10%	43%	8%	25%	2%	العائد على حقوق الملكية
10%	32%	7%	21%	2%	العائد على رأس المال المستخدم
1.3	1.3	2.6	1.4	1.7	النسبة الجارية
1	2.1	0.3	1.2	0.4	نسبة الدين إلى حقوق الملكية
0.19x	1.01x	0.27x	1.22x	0.50x	معدل دوران الأصول

القيم الوسيطة لعام 2024. يُحتسب العائد التشغيلي على حقوق الملكية (ROE) والعائد على رأس المال المستخدم (ROCE) باستخدام الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) المصدر: وحدة أرقام إنتلجینس للأبحاث

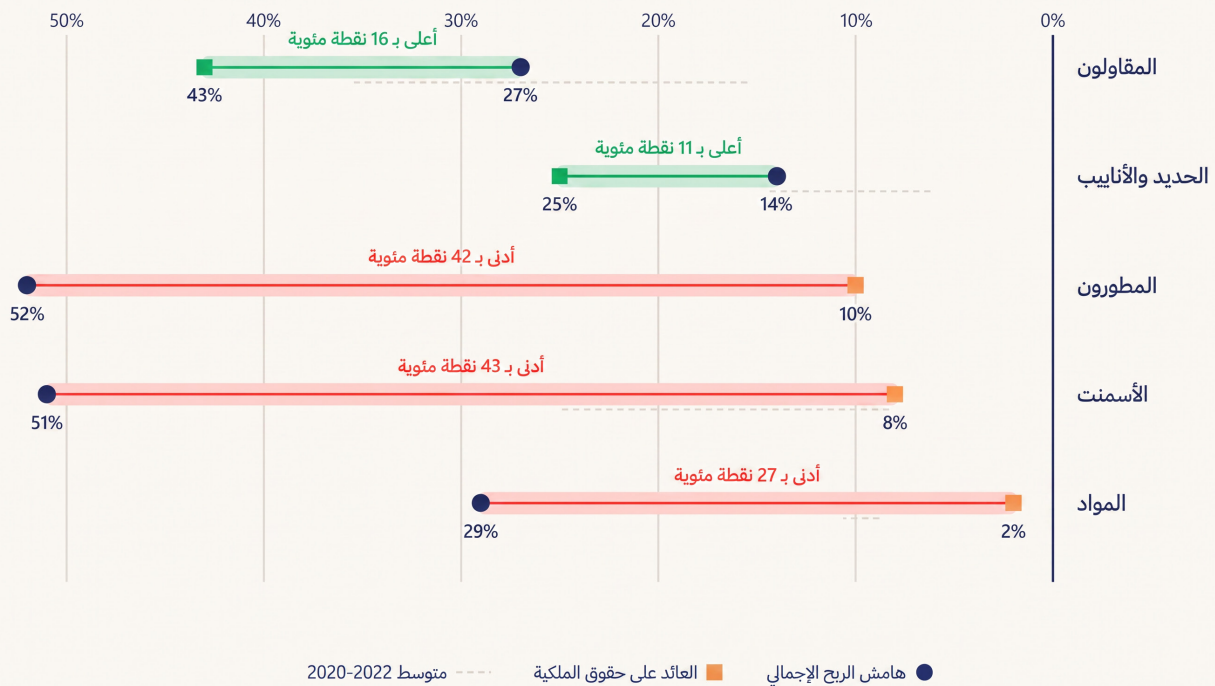
ومع ذلك، فإن شركات المقاولات - وليست شركات الأسمنت - هي التي تحقق أعلى عائد على حقوق الملكية؛ والذي جرى احتسابه في هذه الدراسة بقسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب والزكاة (EBIT) على حقوق المساهمين لعزل أثر الهياكل التمويلية والضريبة المختلفة.

ويبلغ هذا العائد 43%، أي خمسة أضعاف العائد المسجل لدى شركات الأسمنت والبالغ 8%. وهذا يعني أن ارتفاع هوامش الربح الإجمالية لا يترجم إلى عوائد مرتفعة، بل إن العلاقة بينهما عكسية.

تحتفظ شركات الأسمنت بما يقارب النصف من كل دولار من إيراداتها كربح إجمالي، وهو هامش تحميه طبيعة الأسمنت نفسها؛ إذ يصعب اقتصاديًا استيراده بسبب ثقل وزنه، ما يجعل كل مصنع يخدم نطاقه الجغرافي بوصفه احتكاريًا طبيعيًا.

على الجانب الآخر، تحتفظ شركات المقاولات بنحو 27% كربح إجمالي، مما يُعد هامشًا قويًا وفقًا للمعايير الدولية. فمثلًا، تحقق شركات المقاولات البريطانية في العادة أرباحًا صافية تتراوح بين 3% و5%، إلا أن هذا الهامش يتحقق من خلال تنسيق أعمال أطراف أخرى، وليس عبر امتلاك أصول نادرة.

ارتفاع الهوامش لا يضمن ارتفاع العوائد



ومن ثم، فإن انخفاض حقوق الملكية لدى المقاول لا يمثل ضعفًا ماليًا بالمعنى التقليدي، بل يعكس نموذج أعمال يتطلب بالفعل قدرًا محدودًا من رأس المال الدائم.

ويستبعد العائد على رأس المال المستخدم (ROCE) – الذي يُحتسب بقسمة الربح التشغيلي على رأس المال المستخدم – أثر الرفع المالي، ويقيس مدى كفاءة استخدام رأس المال الدائم.

حيث تحقق شركات المقاولات عائدًا على رأس المال المستخدم بنسبة 32%، مقابل 7% لشركات الأسمنت. ويؤكد ذلك أن شركات المقاولات تتمتع بكفاءة أعلى في استخدام رأس المال، وليس فقط نتيجة اعتمادها على رافعة مالية أكبر.

وبعكس الفارق بين العائد على رأس المال المستخدم (32%) والعائد التشغيلي على حقوق الملكية (43%) أثر تضخيم الرفع المالي؛ إذ يدفع المقاول الوسيط في العينة نحو 3% كتكلفة فوائد مقارنة برأس المال المستخدم، وهو مستوى أقل بكثير من عائد البائع 32%. ويعني هذا الفارق البالغ 29 نقطة مئوية أن كل دولار من رأس المال المقرض يحقق عائدًا يفوق تكلفته بكثير.

وطالما ظل العائد على رأس المال المستخدم أعلى من تكلفة الدين، فإن الرفع المالي يرفع العائد التشغيلي على حقوق الملكية فوق مستوى العائد على رأس المال المستخدم.

أما عندما لا يحدث ذلك – كأن تؤدي تأخيرات السداد إلى خفض الهوامش إلى ما دون تكلفة الاقتراض – فإن الآلية نفسها تستنزف حقوق الملكية بسرعة.

وبالنسبة لشركات الأسمنت، فإن الفارق بين العائد على رأس المال المستخدم (7%) والعائد التشغيلي على حقوق الملكية (8%) ضئيل للغاية، نظرًا لغياب الرفع المالي تقريبًا. فالعائد التشغيلي على حقوق الملكية لديها يعكس في الأساس العائد على رأس المال. ولهذا تُعد شركات الأسمنت أكثر أمانًا لكنها أبطأ نموًا؛ إذ لا توجد لديها آلية تضخيم، سواء في الاتجاه الصعودي أو الهبوطي، أي أن الشركة لا تستخدم الديون (القروض وأموال الموردين) لتكبير حجم أعمالها وأرباحها.

تحقق شركات الأسمنت هامش ربح إجمالي يبلغ 51%، لكن العائد التشغيلي على حقوق الملكية لديها لا يتجاوز 8%. في المقابل، تحقق شركات المقاولات هامش ربح يبلغ 27%، لكنها تسجل عائدًا على حقوق الملكية بنسبة 43%. ومن ثم، تكشف هذه الأرقام عن علاقة عكسية بين هامش الربح والعائد التشغيلي على حقوق الملكية.

وهذه العلاقة العكسية ليست عرضية، فهي تعكس الفرق الجوهرى بين امتلاك الأصول وتنسيق استخدام أصول مملوكة لأطراف أخرى.

وفي عام 1981، وصف الباحث الاقتصادي روبرت إيكلس (Robert Eccles) مقاول الإنشاءات بأنه «شبه شركة» (Quasifirm)؛ أي أنه نموذج تنظيمي لا يعتمد على امتلاك أصول إنتاجية، وإنما على شبكة من العلاقات المتكررة مع مقاولين من الباطن.

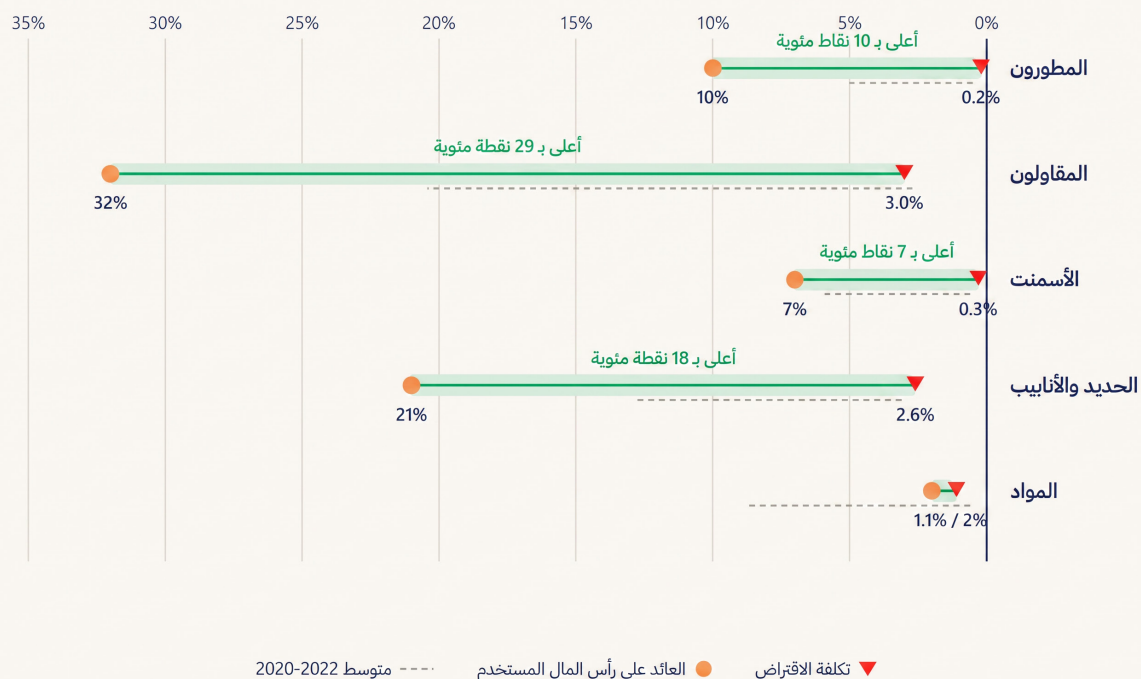
ويستند هذا النموذج إلى هيكل تكاليف خاص؛ فالطلب المتقلب القائم على المشاريع، والعقود الضخمة غير القابلة للتجزئة، وتوزع الأعمال جغرافيًا، كلها عوامل ترحح الاستعانة بالمقاولين من الباطن بدلًا من التوظيف الدائم.

ولذلك، لا تكمن الطاقة الإنتاجية للمقاول – أي قدرته على تنفيذ أعمال الإنشاء – في الميزانية العمومية، بل في شبكة العلاقات التي يحافظ عليها.

وبنعكس ذلك على متطلبات رأس المال. فمصنع الأسمنت يحتاج مليارات الدولارات في أصول ثابتة قبل أن يتمكن من بيع طن واحد، ويجب تمويل هذه الأصول بمزيج من حقوق الملكية والديون طويلة الأجل. وبشكل هذا المزيج رأس المال المستخدم (إجمالي الأصول ناقص الالتزامات المتداولة)، وهو رأس المال الدائم المستثمر في النشاط.

أما المقاول، فهو لا يحتاج تقريبًا إلى رأس مال دائم؛ إذ تقتصر متطلباته الأساسية على مقر إداري، وبعض المركبات، وشبكة من العلاقات التشغيلية. وتتركز احتياجاته المالية في تمويل قصير الأجل، يشمل الذمم المدينة والأعمال قيد التنفيذ، ويُعطى عادةً عبر التسهيلات الائتمانية المتجددة والدائنين التجاريين. ونظرًا لأن هذه الالتزامات متداولة، فإنها تُستبعد من احتساب رأس المال المستخدم.

كل دولار مقرض يدرّ عائداً يفوق تكلفته بكثير



تشير المثلثات الحمراء إلى تكلفة الفائدة المدفوعة كنسبة من رأس المال المستخدم، بينما تمثل النقاط السوداء العائد على رأس المال المستخدم (الربح التشغيلي ÷ رأس المال المستخدم). ويستخدم كلا المؤشرين المقام نفسه، ما يجعل الفارق بينهما ذا دلالة مباشرة. وطالما ظل العائد على رأس المال المستخدم أعلى من تكلفة الفوائد، فإن كل دولار من الدين يحقق عائداً يفوق تكلفته.

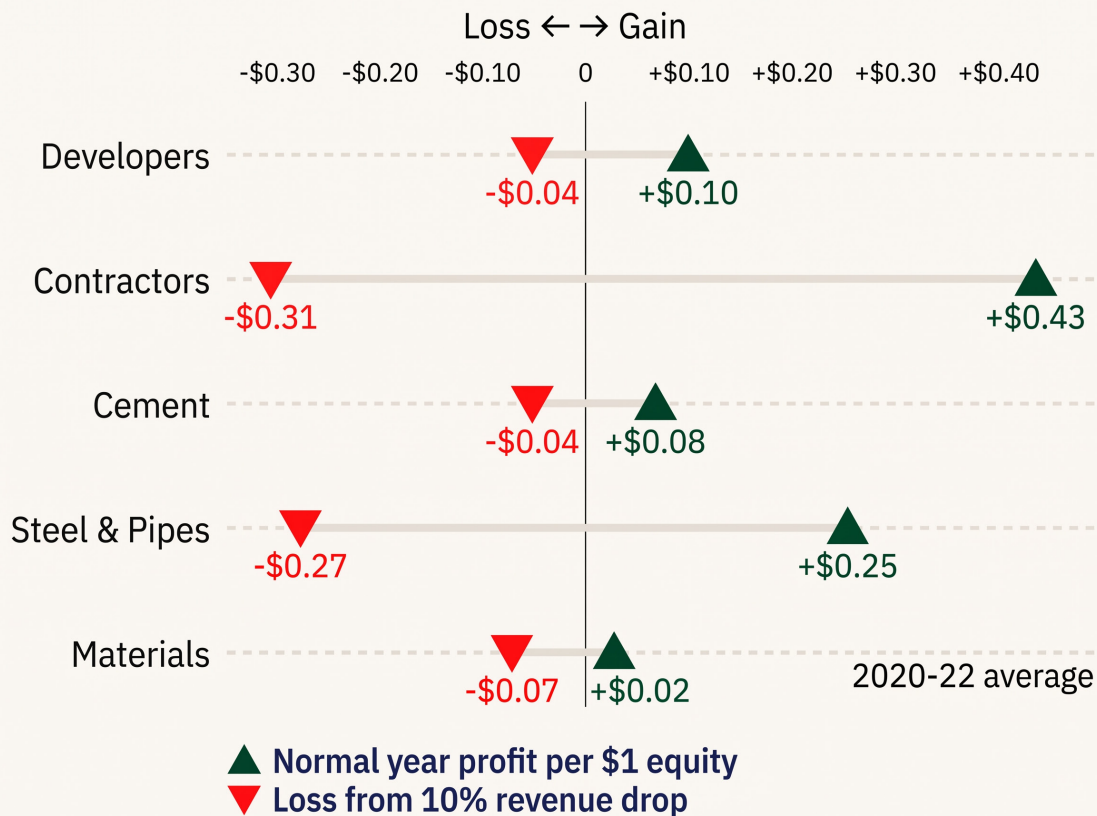
من منظور آخر: إذا انخفضت الإيرادات بنسبة 10%، فإن المستثمر في شركة الأسمنت يتكبد خسارة قدرها 0.036 دولار، وهي 10% من إيراداته البالغة 0.36 دولار، بما يؤدي إلى تراجع حقوق ملكيته بنسبة 4%.

أما في شركة المقاولات، فإن نفس هذا الانخفاض (10%) يُكبد المستثمر خسارة تبلغ 0.31 دولار (وهي 10% من إيراداته البالغة 3.10 دولار). وإذا انعكس نصف هذا الانخفاض فقط على الأرباح، فإنه يمحو أكثر من ثلث أرباحها السنوية. أما إذا انعكس الانخفاض بالكامل — كما يحدث عند تأخر السداد حيث تتحمل الشركة التكاليف دون تحصيل الإيرادات — فإن حقوق الملكية تتآكل بنسبة 31% خلال عام واحد فقط.

لتوضيح الصورة: كل دولار من حقوق الملكية في شركة الأسمنت يدعم أصولاً بقيمة 1.33 دولار. ويولد هذا الدولار إيرادات بقيمة 0.36 دولار، ويحقق ربحاً قدره 0.08 دولار. وهذا يعني أن العائد التشغيلي على حقوق الملكية يبلغ 8%؛ وهو عائد آمن لكن نموه بطيء.

في المقابل، الدولار نفسه الذي يتم استثماره في شركة مقاولات يدعم أصولاً أكبر بكثير بقيمة 3.07 دولار، حيث يأتي الجزء المتبقي عبر التمويل بالدين. ويولد هذا الدولار إيرادات تصل إلى 3.10 دولار، ليحقق ربحاً قدره 0.43 دولار؛ وهو عائد مجزٍ لكنه هش.

تضخيم أثر الرفع المالي: دولار مُستثمر مقابل 10% هبوط في الإيرادات



تُظهر النقاط السوداء الربح المحقق في الظروف التشغيلية العادية لكل دولار من حقوق الملكية، بينما تشير النقاط الحمراء إلى أسوأ سيناريو لتآكل حقوق الملكية في حال عدم تحصيل 10% من الإيرادات بالكامل (كما في حالة تأخر السداد، حيث تُتكبد التكاليف دون وصول المدفوعات).

تفكيك العائد: تحليل دوبونت (DuPont)

لا يكشف العائد التشغيلي على حقوق الملكية وحده عن مصدره؛ فقد تبلغ شركتان النسبة نفسها بطريقتين مختلفتين تمامًا. ويعالج نموذج دوبونت (DuPont) ذلك بتفكيك العائد إلى عوامله، ليبين ما إذا كان مصدره قوة التسعير، أم كفاءة تشغيل الأصول، أم الاعتماد على الاقتراض.

العائد على حقوق الملكية = هامش الربح التشغيلي × معدل دوران الأصول × مضاعف حقوق الملكية

$$\frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \times \frac{\text{الإيرادات}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الإيرادات}}$$

الرافعة المالية الكفاءة الربحية

أما شركات الحديد فتحقق 25% رغم أن هامشها هو الأدنى (7%)، إذ يعوض ذلك أسرع معدل دوران للأصول في العينة (1.22 مرة) إلى جانب رافعة مالية متوسطة (2.2 مرة).

وتجدر الإشارة إلى أن ضرب القيم الوسيطة بعضها في بعض يعطي عائدًا أعلى من العائد الوسيط الفعلي، لاتساع التباين داخل كل قطاع. ومع ذلك يبقى الاستنتاج واحدًا: الرفع المالي هو ما يفصل عوائد المقاولين عن عوائد شركات الأسمنت.

والمكونات الثلاثة ليست مستقلة بعضها عن بعض، بل تنبع جميعها من نموذج الأعمال نفسه. فبنية «شبه الشركة» تبقى المقاول كيانًا خفيف الأصول، ويترتب على ذلك أثر في كل مكون: فقلة الأصول الثابتة ترفع معدل الدوران، وضآلة حقوق الملكية ترفع المضاعف، وافتقار المقاول إلى طاقة إنتاجية مملوكة يجعل هامشه عائد تنسيق لا عائد ندره.

ويتضح ترابط المكونات عند محاولة تغيير أحدها وحده: فلو اقتنى المقاول أصولًا ثابتة ليخفض اعتماده على الاقتراض، لأبطأ معدل دوران أصوله في الوقت نفسه، ولأنتهى بعائد أقرب إلى عائد شركات الأسمنت.

وهكذا يرد النموذج الأمر إلى خيار واحد: إما امتلاك الأصول أو تنسيقها. وتتكرر الصورة نفسها في قطاع الإنشاءات البريطاني، مما يرجح أنها سمة ملازمة لنشاط المقاولات عمومًا وليست خاصية سعودية.

ويقسّم النموذج العائد التشغيلي على حقوق الملكية (ROE) إلى ثلاثة مكونات يضرب بعضها في بعض؛ وهو يتناول هذا المؤشر دون العائد على رأس المال المستخدم (ROCE) لأن أثر الاقتراض يظهر في الأول وحده:

- هامش التشغيل (الربح التشغيلي ÷ الإيرادات). أي مقدار ما يتحول من كل دولار إيرادات إلى ربح تشغيلي، وهو ما يعكس قوة التسعير.

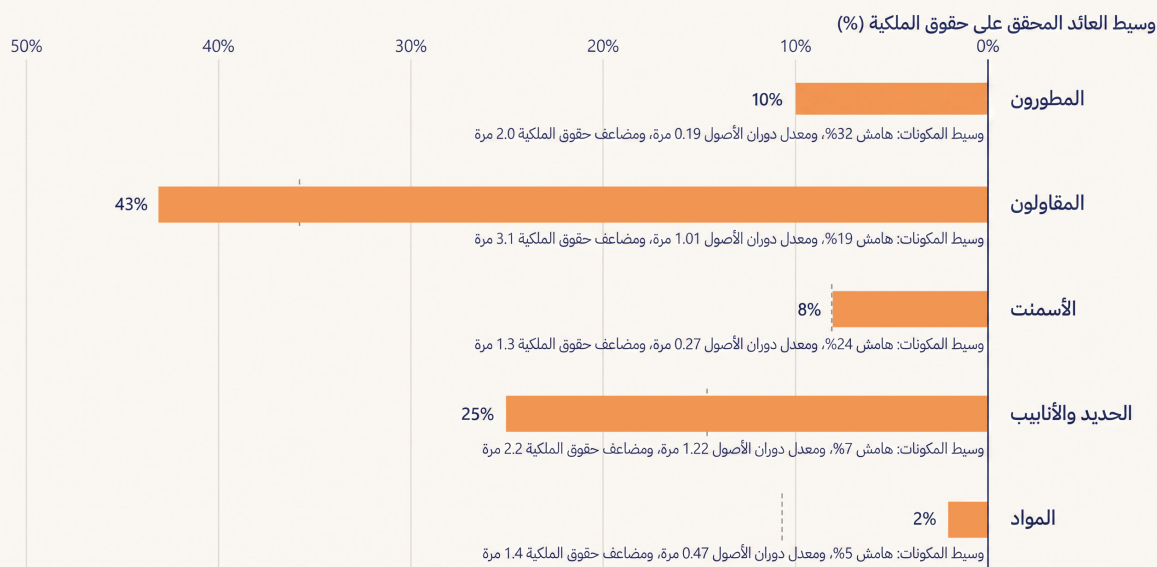
- معدل دوران الأصول (الإيرادات ÷ إجمالي الأصول). أي مقدار ما يولده كل دولار من الأصول من إيرادات، وهو ما يعكس كفاءة تشغيل الأصول.

- مضاعف حقوق الملكية (إجمالي الأصول ÷ حقوق المساهمين). أي مقدار ما يدعمه كل دولار من حقوق الملكية من أصول، وهو ما يعكس حجم الاعتماد على الاقتراض.

تحقق شركات المقاولات عائدًا وسيطًا على حقوق الملكية بنسبة 43%، لا من هامشها الذي يبلغ 19% فحسب، بل من المكوّنين الآخرين: معدل دوران مرتفع للأصول (1.01 مرة) ورافعة مالية هي الأعلى في العينة (3.1 مرة).

ولا تتجاوز شركات الأسمنت 8% رغم أن هامشها هو الأعلى (24%)، إذ يسحب المكوّنان الآخران العائد إلى أسفل: دوران بطيء للأصول (0.27 مرة) ورافعة مالية محدودة (1.3 مرة).

تحليل دوبونت: محركات العائد التشغيلي على حقوق الملكية



متوسط 2020-2022

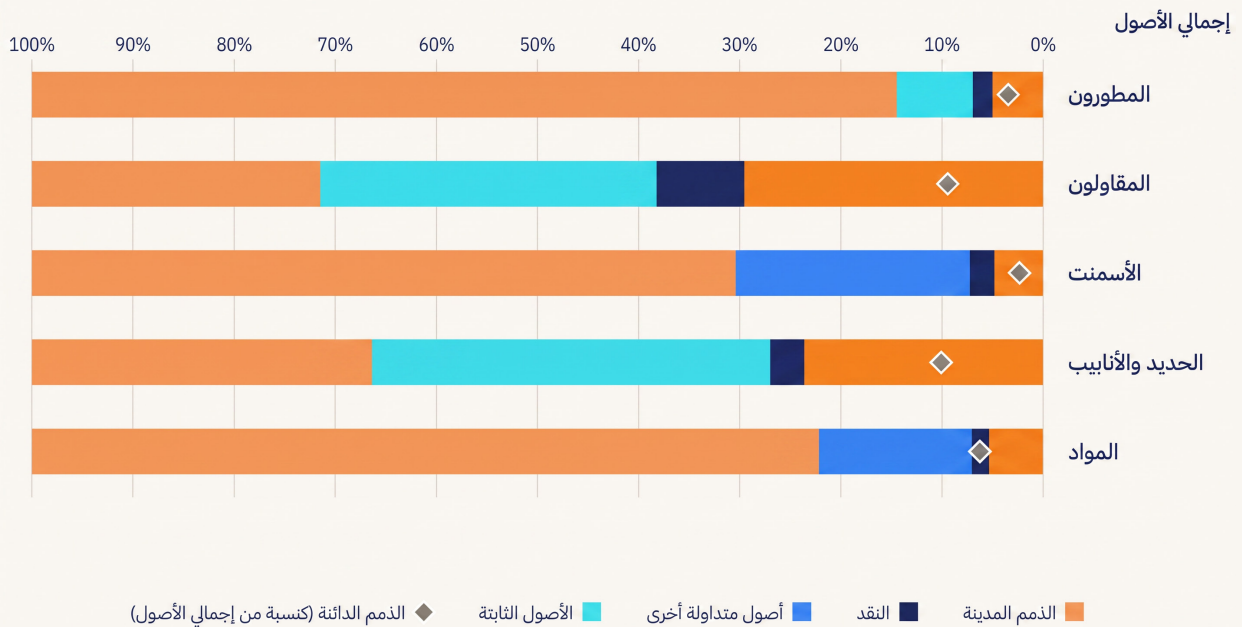
العائد التشغيلي على حقوق الملكية (ROE) = هامش صافي الربح × معدل دوران الأصول × مضاعف الرفع المالي. يُظهر الرسم البياني العائد الوسيط الفعلي على حقوق الملكية، بينما تستعرض البيانات المرفقة القيمة الوسيطة لكل مكون. ويُعد ضرب هذه القيم بعضها في بعض تقريبًا لا أكثر، إذ إن وسيط حواصل الضرب لا يساوي حاصل ضرب الوسائط. وتحقق شركات المقاولات عائدًا مرتفعًا على حقوق الملكية بفضل سرعة دوران أصولها وارتفاع اعتمادها على الاقتراض، تعويضًا عن هامش معتدلة.

وتنقلب الصورة تمامًا لدى الشركات التي يقوم نشاطها على أصول ضخمة؛ فالمستحقات لدى العملاء لا تتجاوز 5% من أصول شركات الأسمنت، بينما تشكل الأصول الثابتة 67% منها، وترتفع هذه النسبة إلى 85% لدى شركات التطوير العقاري.

وتؤكد هذه المقارنة أن المقاولات في جوهرها مسألة إدارة سيولة ومستحقات، وإن بدت في ظاهرها تنسيقًا لأعمال البناء.

وتظهر هذه الطبيعة بوضوح فيما تملكه شركات المقاولات من أصول؛ فنحو ثلثها (32%) مستحقات لدى العملاء عن أعمال أنجزتها الشركات ولم تقبض ثمنها بعد (الذمم المدينة التجارية)، و36% أصول متداولة أخرى قصيرة الأجل، و9% نقد، بينما لا تتجاوز الأصول الثابتة، من معدات ومباني ونحوها، 23%. أي أن أكثر من ثلثي أصول المقاول أموال تدور في دورة التشغيل اليومية، وهو ما يعرف برأس المال العامل قصير الأجل.

الميزانية العمومية: تركيبة الأصول لدى كل قطاع

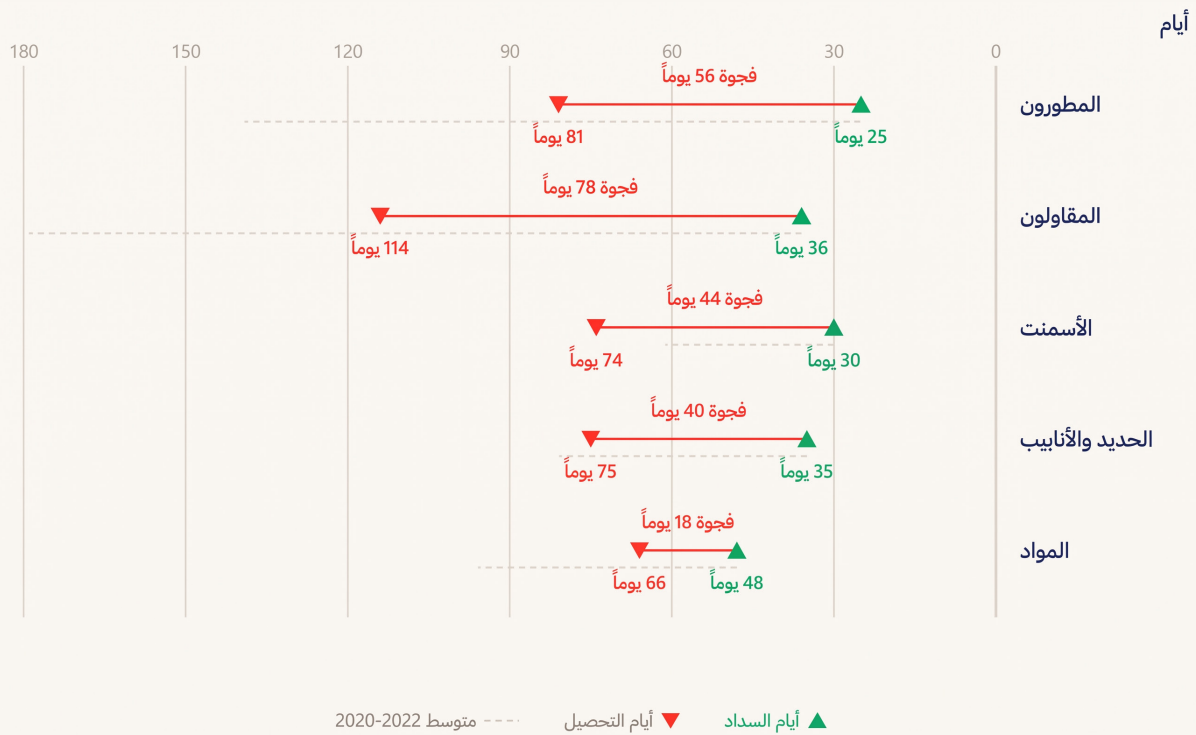


ما يملكه المقاول في معظمه مستحقات لدى عملائه (32%)، ولا تتجاوز أصوله الملموسة من معدات ومباني 23%. والعكس لدى شركات الأسمنت: 67% معدات ومباني، و5% فقط مستحقات لدى العملاء. وترتفع النسبة إلى نحو 90% لدى شركات التطوير العقاري.

أين تذهب السيولة النقدية؟

يفسر رأس المال العامل سبب ارتفاع الرفع المالي لدى شركات المقاولات، وسبب كون هذا الارتفاع لازماً لا اختيارياً.

شركات المقاولات تنتظر تحصيل مستحقاتها ثلاثة أضعاف المدة التي تستغرقها في السداد



التسهيلات المصرفية، لتظهر تكلفة ذلك في الميزانية العمومية في صورة ارتفاع الرفع المالي.

على الجانب الآخر، تتطلب احتياجات رأس المال العامل لدى شركات الأسمنت تمويلًا أقل، إذ تبلغ فترة تحصيل مستحقاتها 74 يومًا؛ فالمصنع الوحيد في نطاق 200 كيلومتر يملك القدرة على تحديد شروط السداد.

أما شركات التطوير العقاري، فتواجه وضعًا أكثر حدة، إذ تستغرق 81 يومًا لتحصيل مستحقاتها، مع فجوة نقدية تبلغ 56 يومًا، لكنها تمتلك أراضي، وهي أصول تزايد قيمتها ويمكن للبنوك تقديم التمويل بضمانها. في المقابل، لا يستند الرفع المالي لدى شركات المقاولات إلى شيء سوى وعد العميل بسداد مستحقاتها مستقبلًا.

وقد تحسنت الفجوة النقدية منذ عام 2020، عندما استحدثت الهيئة السعودية للمقاولين (SCA) حسابات الضمان ونماذج سداد ملزمة، إلا أن النزاعات لا تزال تؤثر على أكثر من ثلث المشاريع.

ويختلف النمط السعودي عن نظيره البريطاني، حيث تعمل أكبر شركات المقاولات في المملكة المتحدة بموجب صافي مديونية تجارية سالبة، أي أن ذممها الدائنة تفوق ذممها المدينة، مستفيدة من ائتمان المقاولين من الباطن لتمويل عملياتها. أما في السعودية، فينعكس الاتجاه: تسدد شركات المقاولات مستحقاتها بسرعة وتُحصل مستحقاتها ببطء، وتحمل فجوة التوقيت لأن الحكومة هي العميل المهيمن.

تُظهر النقاط السوداء مدى سرعة سداد كل قطاع لمستحقات مورديه (الذمم الدائنة)، بينما توضح النقاط الحمراء المدة التي يستغرقها القطاع لتحصيل مستحقاته من العملاء (الذمم المدينة). وتمثل الفجوة المظلة بينهما المبلغ الذي يتعين تمويله. فكلما زادت هذه الفجوة، زادت الحاجة إلى رأس المال العامل، وارتفع الرفع المالي.

تستغرق شركات المقاولات في المتوسط 111 يومًا لتحصيل مستحقاتها من العملاء، مقابل 36 يومًا فقط لسداد التزاماتها للموردين، مما يخلق فجوة تمويلية زمنية تبلغ 75 يومًا تتطلب تأمين سيولة لتغطيتها.

فعلى سبيل المثال، بالنسبة لشركة مقاولات يبلغ حجم أعمالها السنوي 500 مليون دولار، فإن هذه الفجوة تترجم ماليًا إلى 156 مليون دولار كذمم مدينة معلقة تحت التحصيل، مقابل ذمم دائنة للموردين بقيمة 49 مليون دولار فقط. ونتيجة لذلك، يواجه رأس المال العامل عجزًا مستمرًا يقدر بنحو 103 ملايين دولار، يتعين على الشركة تمويله عادةً عبر الاقتراض المصرفي.

وهذا لا يمثل فشلًا إداريًا، بل هو من طبيعة عمل القطاع نفسه. إذ تحصل شركات المقاولات الرئيسية على مستحقاتها عند اعتماد الأعمال المنجزة، وهي عملية تتضمن الفحص، الموافقة، واستكمال الإجراءات الإدارية، وقد تستغرق نحو أربعة أشهر.

في الوقت نفسه، يطالب المقاولون من الباطن وموردو المواد بالسداد وفق آجال أقصر بكثير. لذا تسد شركة المقاولات هذه الفجوة من خلال



عوائد مرتفعة، وهوامش أمان محدودة

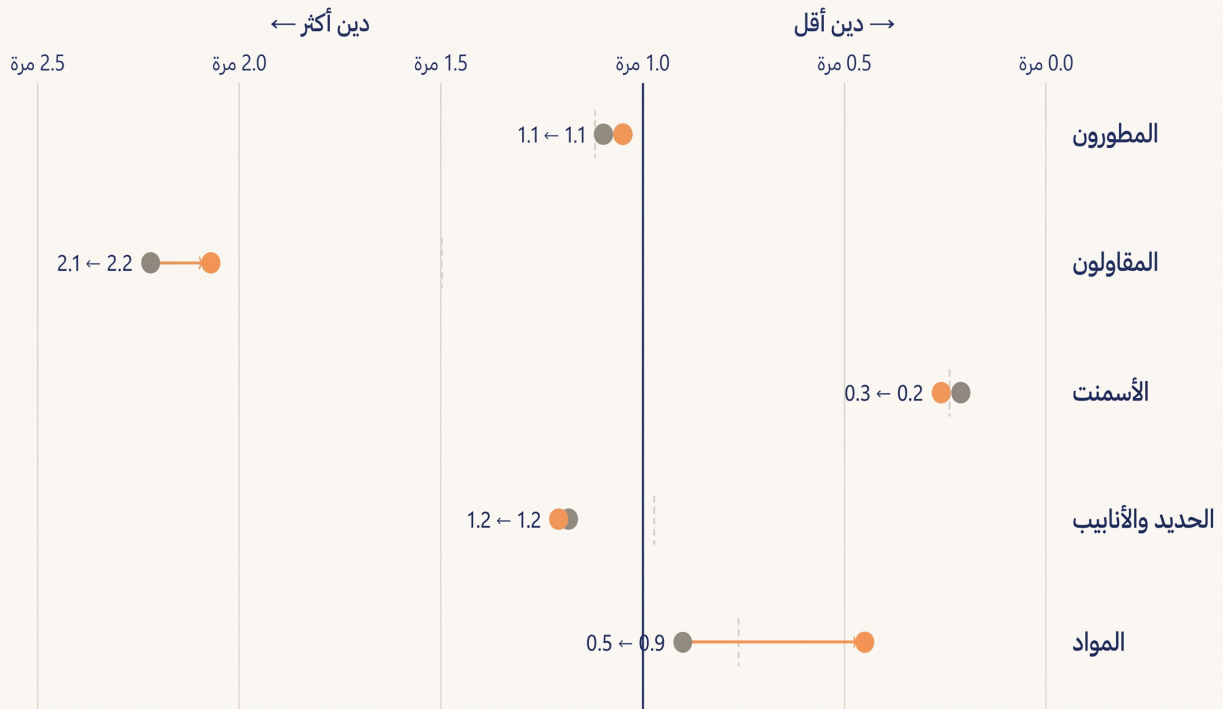
في المقابل، تبلغ هذه النسبة 0.3 مرة لدى شركات الأسمنت. وهذا المستوى المرتفع لدى المقاولين ثابت في بنية القطاع، لا عارضاً يزول بزوال الدورة، إذ يعكس فجوة رأس المال العامل المشار إليها أعلاه. فكل عقد جديد يضيف إلى رصيد الذمم المدينة، ويُموَّل هذا النمو بالاقتراض.

لم يرتفع الرفع المالي لدى شركات المقاولات بسبب تراجع هوامش الربح - إذ ظلت مستقرة عند حوالي 27% على أساس هامش الربح الإجمالي - بل لأن الشركات زادت أرصدة ذممها المدينة بوتيرة أسرع من نمو قواعد حقوق الملكية لديها.

وتلك هي مفارقة المقاول: عائد مرتفع على حقوق الملكية، لكن سبب ارتفاعه هو ضالة هذه الحقوق نفسها. وضالة الحقوق تعني غياب هامش أمان عند اشتداد الظروف. ومع غياب هذا الهامش، يتحول أي اضطراب في التدفقات النقدية، ولو كان عارضاً، إلى مسألة بقاء.

وينعكس هذا الاعتماد على الاقتراض في البيانات المقطعية؛ إذ يتصدر قطاع المقاولات جميع القطاعات برفع مالي يبلغ 2.1 مرة (نسبة الدين إلى حقوق الملكية).

نسبة الدين إلى حقوق الملكية حسب القطاع بين 2022 و2024



ومؤدى ذلك أن سقف اقتراض المقاول قد يُغلق أمامه في اللحظة ذاتها التي يشد فيها احتياجه إلى رأس المال العامل.

ولا يزال تمويل سلسلة التوريد، الذي يتيح لشركات المقاولات بيع ذممها المدينة إلى جهات تمويل من أطراف ثالثة بخصم، خاضعاً لتنظيم محدود إلى حد كبير، وقد يحجب حقيقة الرفع المالي.

وقد أظهر انهيار شركة كاريلون (Carillion) البريطانية للمقاولات عام 2018 وشركة جرينسل كابيتال (Greensill Capital) للتمويل ومقرها في المملكة المتحدة عام 2021 كيف يحجب تمويل سلسلة التوريد تدهور التدفقات النقدية حتى يقع الانهيار مفاجئاً وشاملاً، وأصبحت خسائر جرينسل مستثمرين في سويسرا وجهات مودعة في ألمانيا. وينتقل أثر أي تعثر في السداد إلى قطاع الإنشاءات والنظام المصرفي في آن واحد.

أما شركات الأسمنت، التي يبلغ الرفع المالي لديها 0.3 مرة ونسبة التداول لديها 2.6 مرة، فلديها أصول سائلة تغطي 2.6 مرة من التزاماتها قصيرة الأجل. ويوفر هذا الهيكل، الذي ينتج عنه عائد متواضع على حقوق الملكية يبلغ 8%، أيضاً قدرة عالية على الصمود تكاد تجعل انهيارها مستبعداً.

وتبرز تجربة شركة سعودي أوجيه (Saudi Oger) كنموذج يوضح المخاطر الشديدة للاعتماد المفرط على الديون عند حدوث الركود. فعندما جرى تقليص الإنفاق الحكومي بين عامي 2014 و2016، توقفت التدفقات النقدية للشركة بالرغم من امتلاكها مستحقات بمليارات الدولارات عن مشاريع أنجزتها. وفي المقابل، بقيت التزاماتها المليارية تجاه البنوك والموردين ثابتة ومستحقة الدفع فوراً. وبسبب غياب قاعدة رأسمالية صلبة أو مدخرات كافية تمكنها من الصمود وامتصاص هذه الصدمة، عجزت الشركة عن السداد، مما أدى إلى توقف عملياتها بالكامل خلال عامين.

وبفارق تركّز القطاع المصرفي السعودي هذه المخاطر؛ إذ تتولى سبع مؤسسات الجانب الأكبر من التمويل، وتوجهه في الغالب إلى المجموعات الكبيرة مقابل ضمانات مدعومة حكومياً.

وبعد أن كشفت حالات تعثر مجموعة سعد ومجموعة أحمد حمد القصبي وإخوانه في عام 2009 عن خسائر مصرفية مركزة بقيمة خمسة إلى سبعة مليارات دولار، قام البنك المركزي السعودي (ساما) بتشديد القيود على حجم التمويل الذي يمكن لأي بنك تقديمه إلى مجموعة أعمال واحدة.



ماذا يعني ذلك للمشروعات المرتقبة؟

افتترضت محفظة المشروعات المرتقبة البالغة قيمتها 1.5 تريليون دولار قدرة شركات المقاولات على حشد الموارد بالحجم والوتيرة المطلوبين.

ومع مراجعة جداول التنفيذ في عدد من المشروعات الكبرى في المملكة مطلع عام 2026، انتقل هذا القيد من إطار التحليل النظري إلى أثر يمكن تتبعه في حسابات الشركات المنفذة.

حتى مع تنفيذ برنامج مخفض إجمالي نشاط سنوي يبلغ 100 مليار دولار، ستظل شركات المقاولات مطالبة بأن تمول بصورة دائمة نحو 78 يومًا من الأعمال قيد التنفيذ، أي عشرات المليارات من الدولارات في أي وقت، اعتمادًا على قاعدة حقوق ملكية محدودة وتسهيلات ائتمانية متجددة قصيرة الأجل.

وبالتالي فإن أي تشديد في شروط الائتمان، أو تزامن عدد كبير من حالات تأخر السداد، أو تعثر أي شركة كبيرة واحدة، قد ينقل التداعيات عبر شبكة المقاولين من الباطن.

وتتضح هذه الآلية في الحالات التي يُعاد فيها النظر في عقد قائم قبل استكمالها. فالمقاول يكون قد أنجز جزءًا معتبرًا من الأعمال وتكبّد كلفتها، وتبقى مستحقته عن هذا الجزء قائمة إلى أن تُستكمل إجراءات التسوية. وهي أعمال أنجزت فعلًا، ونفقات صُرفت فعلًا، وعائد يتأخر وصوله.

وما دام الأمر حالة منفردة فأثره محدود. لكن مع تعدد الشركات التي حشدت مواردها في الوقت نفسه، يصبح تزامن التسويات مسألة تستحق المتابعة على مستوى القطاع لا على مستوى الشركة الواحدة.

والقيد إذن هو رأس المال العامل. فالعمالة متاحة بالحجم المطلوب من أسواق العمل الخارجية، والمواد متاحة مع توسع الطاقة الإنتاجية للأسمنت وإمكان استيراد الصلب، والخبرة الفنية تتيحها المشروعات المشتركة مع الشركات الدولية. أما القدرة على تمويل الأعمال المنجزة حتى تُحصل مستحقاتها فهي الحد الفعلي على ما يستطيع القطاع استيعابه من أعمال جديدة.

وقطاع يمول عملاءه 114 يومًا من قاعدة حقوق ملكية محدودة هو أشد القطاعات تأثرًا بالتنفيذ المتقطع (Stop-start)، وهو النمط الذي تشهده محفظة بعض المشروعات حاليًا.

أما شركات الأسمنت فقيدها مختلف؛ فطاقتها الإنتاجية قائمة لا تزيد إلا بمصانع جديدة تستغرق إقامتها من ثلاث إلى خمس سنوات.

ماذا يقدم كل قطاع؟

أما شركات الأسمنت فالاستثمار فيها يقوم على العائد المستقر: هوامش ربح مرتفعة، وميزانيات قوية تكاد تخلو من الديون، وحماية طبيعية من المنافسة لأن كل مصنع يخدم منطقته وحده. ففوة الميزانية تحميها من الخسائر الكبيرة إذا تراجع السوق، لكن طاقتها الإنتاجية المحكومة بعدد أفرانها تحد من قدرتها على اغتنام أي طفرة في الطلب.

وأما الصلب والأنابيب فقطاع يتحرك مع دورات الإنفاق على البنية التحتية، ويعتمد الاستثمار فيه على حسن التوقيت. فكل دولار من أصوله يولد 1.22 دولار من الإيرادات سنوياً، ولذلك تنعكس أي زيادة أو تراجع في الطلب على إيراداته فوراً. وهو قطاع يعتمد ربحه على ضخامة الكميات المباعة لا على ارتفاع هامش الربح، فهوامشه محدودة.

وتبقى شركات مواد البناء الأضعف مالياً بين المجموعات الخمس: فهي لا تحتفظ من إيراداتها إلا بـ 4% ربحاً صافياً، ولا يتجاوز عائدها على رأس المال المستخدم 2%، وتواجه في الوقت نفسه منافسة من المنتجات المستوردة. ولذلك يتوقف أداؤها على حجم أعمال التشطيبات في السوق لا غير.

لكل قطاع فرعي فرصة استثمارية تختلف عن غيرها في طبيعتها لا في درجتها:

شركات التطوير العقاري رهان طويل الأجل على التوسع الحضري في السعودية؛ فدوران أصولها البالغ 0.19 مرة يعني أن رأس المال يبقى محتجزاً سنين.

ومنذ عام 2020، تضاعفت أسعار الشقق في الرياض، فيما ارتفعت الإيجارات بأكثر من 50%، وهو عامل داعم لشركات التطوير العقاري التي تمتلك أراضي بالفعل، إلا أن فرض تجميد للإيجارات لمدة خمس سنوات يشير إلى قيود على العوائد.

أما شركات المقاولات فتربط نتائجها ارتباطاً مباشراً بمصير مشروعات كبرى. وأقرب وصف لها أنها تشبه خيار الشراء (call option)، وهو عقد يعطي حامله حق شراء أصل بسعر محدد دون إلزامه بذلك، فلا يربح صاحبه إلا إذا تحرك السعر لصالحه. فإذا استمرت محفظة بعض المشروعات المرتقبة، حققت هذه الشركات عوائد تفوق المعتاد، تماماً كما يربح حامل الخيار إذا جاءت حركة السوق في صالحه قبل انتهاء أجل العقد. أما إذا توقفت المحفظة، فتواجه هذه الشركات خطر خسارة شبه كاملة، كما يخسر حامل الخيار كل ما دفعه إذا انتهى أجل العقد دون أن يتحقق ما كان يتوقعه.



على مستوى التوصيات

وبالنسبة للمراجعة للجداول الزمنية في عام 2024 لبعض المشاريع في المملكة، ثم تباطؤ في وتيرة الترسيات وتمدد في دورة الصرف خلال عام 2026 في ضوء أولويات المالية العامة، وهي قرارات مالية مفهومة، لكن أثرها النقدي ينتقل في السلسلة نزولاً إلى الأطراف الأقل قدرة على استيعابه.

وتتفاوت قدرة الشركات على استيعاب هذا الأثر تفاوتاً كبيراً، ومرجع التفاوت إلى بنية ميزانياتها لا إلى حجمها ولا إلى كفاءة إدارتها.

إذا كانت شروط السداد، لا القدرة الفنية، هي العائق أمام قطاع الإنشاءات، فإن ما يترتب على ذلك من سياسات واضح وقابل للتنفيذ.

فتقليص دورات السداد من 111 يومًا إلى نحو 60 يومًا كقيل بتحرير مليارات الدولارات من رأس المال العامل، وخفض مستويات الرفع المالي، وتوسيع الطاقة الاستيعابية للقطاع.

وتشريعات السداد الفوري، وهي معمول بها على نطاق واسع في المملكة المتحدة وأستراليا، أجدى في دعم تنفيذ محفظة المشروعات من أي حزمة دعم مالي أو برنامج تدريبي.



المصادر وفق النص الأصلي باللغة الإنجليزية

Data

Orbis (Bureau van Dijk / Moody's), 69 Saudi construction firms, 2005-2025. All figures in USD at SAR 3.75 peg. Cross-sectional medians use all firms with data for 2024. Time series charts use a balanced panel of firms with continuous .(data 2008-2025 (10-11 cement, 2-4 contractors, 3-5 steel, 3-4 materials, 2 developers

References

- › AGBI (2024) 'Saudi Arabia pushes to end construction payment issues', Arabian Gulf Business Insight, 12 March.

→

› Allam, A. (2013) 'Saudi small business remains reliant on friends and family for funds', Financial Times, 28 May.

→
- › Al Omran, A. (2024) 'Saudi Arabia's \$2tn splurge faces a reality check', Financial Times, 14 May.

→

› England, A. and Campbell, C. (2026) 'Saudi Arabia to scale back Neom megaproject', Financial Times, 25 January.

→
- › Al Omran, A. (2026a) 'Saudi Arabia cancels building contracts for desert ski resort', Financial Times, 27 March.

→

› Killing, A. (2025) 'End of The Line: how Saudi Arabia's Neom dream unravelled', Financial Times, 6 November.

→
- › Al Omran, A. (2026b) 'Saudi Arabia opens \$1bn theme park as kingdom pushes ahead with megaprojects', Financial Times, 11 January

→

› England, A., Massoudi, A. and Kissin, E. (2026) 'Saudi Arabia stops new work for consultants as war rattles finances', Financial Times, 21 May.

→
- › General Authority for Statistics (2024) National Accounts and Labour Market Statistics. Riyadh: GASTAT.

› New Civil Engineer (2026) '£3.7bn mega-project cancelled: artificial lake, dam and winter sports resort in Saudi Arabia scrapped', New Civil Engineer, 10 April.
- › Eccles, R.G. (1981) 'The quasifirm in the construction industry', Journal of Economic Behavior and Organization, 2(4), pp. 335-357.

› Saudi Central Bank (2024) Monetary policy decisions. SAMA.
- › Green, S. (2023) Making sense of construction improvement. 2nd edn. Abingdon: Routledge.

› The Economist (2016) 'Building on sand: the kingdom's young reformers are meeting old obstacles', The Economist, 5 November.
- › IMARC Group (2025) Saudi Arabia Construction Market Size, Share, Trends and Forecast by Sector and Region, 2026-2034.

› The Economist (2021) 'The Line in Saudi Arabia is an urbanist's dream', The Economist, 14 January.
- › Mordor Intelligence (2026) Saudi Arabia Construction Market Size and Share 2031.

› The Economist (2026) 'Why Saudis feel squeezed even as the economy booms', The Economist, 10 February.

