

بندي ابعاد السياسات الاجتماعية والاقتصادية في فلسطين

مصادر تمويل الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية

قبل اتفاق اوسلو ٩٣ وبعده: دراسة مقارنة

نصر عبد الكريم
رشيد الكخن
مفید الظاهر

دن ثاني

200842

منتدى ابحاث السياسات الاجتماعية والاقتصادية في فلسطين

HG

4235.2

A52

1998

مصادر تمويل

الشركات المساهمة العامة

الفلسطينية غير المالية

قبل اتفاق أوسلو 1993 وبعده

دراسة مقارنة



نصر عبدالكريم

رشيد الكخن

مفید الظاهر

كانون الثاني 1998



مصادر تمويل الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية قبل اتفاق اوسلو 93 وبعده: دراسة مقارنة

تأليف: نصر عبد الكريم: عميد كلية الاقتصاد والعلوم الادارية - جامعة النجاح الوطنية.

رشيد الكخن: مدرس في قسم المحاسبة - جامعة النجاح الوطنية.
مفيد الظاهر: مدرس في قسم ادارة الاعمال - جامعة النجاح الوطنية.

منتدى أبحاث السياسات الاجتماعية والاقتصادية في فلسطين
بواسطة: معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس)
القدس ورام الله
كانون ثاني 1998
حقوق الطبع والنشر محفوظة © (المنتدى)



شكر وعرفان

يقدم الباحثون بجزيل الشكر لمنتدي أبحاث السياسات الاجتماعية والاقتصادية في فلسطين على الدعم المالي الذي قدموه والذي كان ضرورياً لإنجاز هذه الدراسة. كما يشكر الباحثون كل من مساعدي البحث الذين ساعدوا في جمع المعلومات والبيانات الخاصة بالدراسة، والشركات المساوية العامة التي استجابت وتعاونت في تقديم قوائمها المالية، وعمادة البحث العلمي في جامعة النجاح الوطنية التي قدمت الدعم الاداري والمعنوي.



تقديم

من أهداف منتدى أبحاث السياسات الاجتماعية والاقتصادية في فلسطين نشر الدراسات التي يمولها، وهذه هي الدراسة الأولى التي يقوم المنتدى بنشرها من ضمن سلسلة من الدراسات. وتتلخص أهمية نشر هذه الدراسة والدراسات القادمة في المساهمة بتحديد وفهم جوانب من الواقع الاجتماعي والاقتصادي الفلسطيني في الضفة الغربية وقطاع غزة، والانطلاق من هذا الفهم لرسم سياسات مستقبلية تخدم في عملية التنمية.

تأتي هذه الدراسة في مرحلة مبكرة لم تتضح فيها بعد هيكلية النظام المالي الفلسطيني، لهذا قد يبدو بعض ما تعالجه في خلفيتها النظرية أو التطبيقية وبعض من نتائجها غير مألف أو غير عملي. على الرغم من ذلك، فإن لهذه الدراسة أهمية كبيرة كونها الأولى من نوعها، وكونها تعالج هيكلية النظام المالي الفلسطيني وهو في حداثة تأسيسه للمساهمة في عملية بناء هيكلية هذا النظام على أساس سليم.

ياسر شلبي
منسق المنتدى



المحتويات

1	ملخص
3	1- مقدمة
5	1-1 أهداف الدراسة
7	2-1 أهمية الدراسة
8	3-1 منهجية الدراسة
11	2- الخلفية النظرية والدراسات السابقة
11	1-2 هيكل التمويل في الشركات المساهمة العامة: مفهومه وأهميته
	2-2 نظريات الهيكل التمويلي
13	THEORIES OF CAPITAL STRUCTURE
13	1-2-2 النظرية التقليدية
14	2-2-2 نظرية (<i>M & M</i>)
	3-2-2 نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل
17	(<i>THE PECKING-ORDER THEORY</i>)
18	4-2-2: الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال
20	3- المسلك التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية
	2-4 التمويل غير الظاهر في القوائم المالية
30	(<i>OFF-BALANCE SHEET FINANCING</i>)
35	3- القطاع المالي الفلسطيني بعد اتفاق أوسلو 1993
43	1-3 واقع الشركات المساهمة العامة في الأراضي الفلسطينية



4- نتائج الدراسة

47	1-4 هيكل التمويل للشركات المساهمة العامة الفلسطينية
47	قبل العام 1993
48	2-4 مصادر التمويل الحالية للشركات المساهمة العامة غير المالية في فلسطين
53	3-4 مصادر التمويل غير الرسمية
53	4-4 التوجهات التمويلية المستقبلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية
55	5-4 اعتبارات اختيار مصادر التمويل المستقبلية من وجهة نظر إدارات الشركات الفلسطينية
57	5- ملخص النتائج والتوصيات
63	المراجع
67	ملحق رقم (1)
73	ملحق رقم (2)



ملخص

عملت هذه الدراسة على تحقيق الأهداف الرئيسة التالية: أولاً- إجراء مراجعة شاملة للأدبيات المتعلقة بموضوع الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية. ثانياً- رصد وتشخيص المسالك التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية الفلسطينية ومقارنته بمسالك مثيلاتها في اقتصادات الدول المتقدمة والدول النامية. ثالثاً- تقييم التغيرات التي طرأت على المسالك التمويلي لهذه الشركات. رابعاً- استشراف الاتجاهات التمويلية المستقبلية للشركات الفلسطينية في المرحلة القادمة على ضوء التطورات التي شهدتها الاقتصاد الفلسطيني بشكل عام والقطاع المالي بشكل خاص في أعقاب اتفاق أوسلو.

وقد أظهرت نتائج تحليل محتوى أحد القوائم المالية المنشورة لعينة مختارة من الشركات المساهمة العامة غير المالية العاملة في فلسطين اعتماد هذه الشركات على إصدارات الأسهم العادي كمصدر أول للتمويل، وعلى الأرباح المحجوزة كمصدر ثانٍ، أما الاقتراض بأنواعه فيأتي في المرتبة الأخيرة. وقد ساد هذا المسار في الفترتين قبل العام 1993 وبعده. ولا ينسجم هذا الترتيب إطلاقاً مع مزيج التمويل الأمثل الذي تدعوه إليه النظريات الحديثة، والذي نجحت الشركات المساهمة في الدول المتقدمة في تحقيقه، ولكنه في المقابل، ينسجم مع المسالك التمويلي لشركات الدول النامية. ولم تدل نتائج المقابلات التي أجريت مع مدراء عينة من هذه الشركات ومع أصحاب عدد من محلات الصرافة القوية والمؤثرة في مدن الضفة الغربية الرئيسية على استخدام الشركات المساهمة للتمويل غير



٢٤

ال رسمي ، والذي لا يظهر ، عادة ، في القوائم المالية المنشورة في الفترتين قبل العام 1993 وبعده . وتشير هذه النتائج بوضوح إلى وجود تشویه ضار في هيكل تمويل هذه الشركات ، مما يرفع من متوسط تكلفة أموالها المستثمرة ويضعف ، وبالتالي ، من قدرتها التنافسية . وفيما يتعلق بالتوجهات التمويلية المستقبلية للشركات الفلسطينية ، تشير نتائج المسح الميداني بهذا الخصوص إلى توجه إدارات هذه الشركات للاستمرار في اتباع المسالك التمويلي الذي اعتادت عليه في الفترة الماضية ، وذلك بالرغم من التشوّهات الموجودة فيه ، مما قد يدل على استمرار غياب الوعي المالي والاستثماري لدى كثير من إدارات هذه الشركات .

١- مقدمة

تعرض الاقتصاد الفلسطيني إبان الاحتلال الإسرائيلي للأراضي الفلسطينية في العام 1967 إلى تشوّهات جوهرية في جميع قطاعاته، وفي مقدمة هذه القطاعات القطاع المالي الذي يعتبر عصب الحياة الاقتصادية وعمودها الفقري في أيّة دولة حديثة. إذ قامت السلطات الإسرائيلية، وبعد الاحتلال مباشرةً، بإغلاق جميع البنوك العربية التي كانت تعمل في الأراضي الفلسطينية وحولت جميع أرصدة هذه البنوك إلى حساب خاص في البنك المركزي الإسرائيلي (انظر الأمر العسكري رقم 7، 1967). وفي المقابل سمحـت سلطـات الاحتلال للبنوك الإسرائيلية بفتح فروع لها في الأراضي المحتلة، وذلك تكريساً لسياسة إلحاق الاقتصاد الفلسطيني بالاقتصاد الإسرائيلي، حتى بلغ عدد فروع البنوك الإسرائيلية في هذه الأراضي 32 فرعاً. وبالرغم من انتشار هذه الفروع في جميع المدن الرئيسية في الضفة الغربية وقطاع غزة (الضفة والقطاع) إلا أن عملها انحصر بالوظائف المصرفية التقليدية دون أن تلعب أي دور يذكر في توفير الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الفلسطيني (عبدالكريم والظاهر، 1996 و 1989، UNCTAD)، وهذا ما يمكن قوله، أيضاً، عن البنوك العربية التي أعيد افتتاحها خلال الثمانينيات كبنك فلسطين في العام 1981، وبنك القاهرة - عمان في العام 1986. وانتشرت، بشكل موازٍ، محلات الصرافة في المناطق الفلسطينية المحتلة والتي كانت في أغلب الأحيان تتنافس فروع البنوك الإسرائيلية والعربية على حد سواء في تقديم الخدمات المصرفية التقليدية كتنفيذ الحوالات، وقبول الودائع، ومنح القروض أحياناً، وغيرها.

باختصار بقي القطاع المصرفي الفلسطيني حتى العام 1993 شبه مسلول وغير متوازن. أما بخصوص باقي حقات النظام المالي الفلسطيني فلم



تكن أحسن حالاً. فسوق التأمين بقي مقصوراً على نشاط شركة محلية واحدة فقط إلى جانب العديد من الوكالات لشركات إسرائيلية وأجنبية. وتركز النشاط في هذا السوق على خدمات تأمين السيارات. أما فيما يتعلق بمؤسسات سوق رأس المال فقد كانت غائبة عن النشاط الاقتصادي الفلسطيني طيلة تلك الفترة. وقد حرم هذا الضعف في بنية القطاع المالي الفلسطيني المشاريع الاستثمارية، ولا سيما الشركات المساهمة العامة منها، من مصادر تمويلية مهمة كالاقتراض طويل الأجل بمختلف أشكاله (بنكي وسندات)، وبالتالي، فقد اقتصر تمويل استثمارات هذه الشركات على المصادر الذاتية كالأموال الخاصة (أسهم واقتراض غير رسمي قصير الأجل) والأرباح المحجوزة.

وبعد توقيع اتفاقية أوسلو في العام 1993 بين منظمة التحرير الفلسطينية والحكومة الإسرائيلية بدأت جهود القطاعين العام والخاص تتجه نحو إعادة هيكلة مؤسسات القطاع المالي في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية التي شكلت نتيجة هذه الاتفاقية. ومن أبرز ملامح هذه المرحلة تامي عدد فروع البنوك التجارية وشركات التأمين، وتضاعف عدد الشركات المساهمة العامة غير المالية والتي لا يزال بعضها في طور التأسيس. ولعل التطور الأهم في هذا القطاع هو افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية مع بداية العام 1997. ووضعت هذه التطورات والتغيرات المتتسارعة في البنية المالية الباحثين وراسمي السياسة الفلسطينية أمام تساؤل مهم، هو: أيهما أفضل بناء نظام مالي يعتمد في جوهره على دور سوق الأوراق المالية (البورصة) (Market-Based System) أم بنائه على النشاط المصرفي (Bank-Based System). وللإجابة على هذا التساؤل بصورة موضوعية، لا بد أولاً من تشخيص دقيق للمسار التمويلي الراهن للشركات المساهمة العامة غير المالية العاملة في فلسطين واتجاهات هذا

المسالك المستقبلية، ويرجع ذلك لسبعين، هما: أولاً- يعتبر الوزن النسبي لكل مصدر من مصادر التمويل في هيكل رأس مال هذه الشركات (The Capital Structure) من أهم أسس التفريق بين هذين النظامين، حيث ثبتت الدراسات المقارنة التي أجريت على هيأكل تمويل الشركات المساهمة العامة في دول مختلفة بأن هذه الهيأكل تختلف باختلاف شكل النظام المالي السائد في البلد المعنى (إنظر على سبيل المثال: Allen, 1993 & Singh, 1995). وثانياً- إن الشركات المساهمة العامة هي الطرف الأكثر انتفاعاً من المصادر المتاحة للتمويل طويل الأجل، إضافة إلى كونها المساهم الأكبر في التنمية الاقتصادية والناتج القومي لأي اقتصاد حديث. وبالتالي فإن تحديد حجم المساهمة النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل المتاحة لهذه الشركات في هيأكلها المالية الحالية والمستقبلية سيساعد في تحديد الملامح الأولية للنظام المالي الفلسطيني المنشود.

١-١ أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأغراض التالية:

أولاً- إجراء مراجعة شاملة لأدبيات التمويل المتعلقة بموضوع هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة بدءاً بالنظرية التقليدية في الخمسينات، ومروراً بنظرية (M & M) في السبعينات، وانتهاءً بنظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (Pecking-Order Theory) التي قدمها مايرز (Myers) في الثمانينات. وتهدف هذه المراجعة إلى وضع إطار نظري للدراسة يقوم على مجموعة من المعايير المقبولة قبولاً عاماً بخصوص المسالك التمويلي الأمثل للشركات، وهو المسالك الذي يضمن أقل التكاليف وأعلى العوائد لحملة أسهمها.

ثانياً تشخيص سلوك الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير

المالية تجاه مصادر التمويل التي كانت متاحة لها حتى نهاية العام 1993. وبالتحديد فإنه سيتم ذلك بمقارنة الأهمية النسبية لمصادرين أساسيين للتمويل طويل الأجل هما: **التمويل الخارجي والتمويل الخارجي** ومن المتوقع أن يكون التمويل الخارجي قد أخذ أحد الشكلين التاليين: 1) إصدارات أسهم ملكية و 2) الاقتراض من خلال مؤسسات النظام الرسمي التي كانت تعمل خلال تلك الفترة أو الاقتراض غير الرسمي من محلات الصرافة التي انتشرت بكثافة في الفترة نفسها، أو ربما من خلال أفراد لهم صلات عائلية بإدارة الشركة. وأما التمويل الداخلي فإنه يتم من خلال قيام إدارة الشركة باحتجاز نسبة من الأرباح المتحفظة سنويًا. ويعتقد الباحثون أن مصادر التمويل طويل الأجل الأخرى كقروض السنادات والمشتقات المالية الأخرى قد غابت في تلك الفترة بسبب ما عاناه القطاع المالي الفلسطيني من خلل بنوي كبير. وستقود هذه المقارنة إلى تشخيص أولي لسياسات هذه الشركات في توزيع أرباحها (Dividend Policy)، مما سيوضح مدى إدراك هذه الشركات لأفضلية الأرباح المحجوزة كمصدر تمويلي على رأس مال الأسهم العادية.

ثالثاً تقييم التغيرات التي طرأت على المسار التمويلي لهذه الشركات

بعد توقيع اتفاقية أوسلو في العام 1993 وحتى إعداد الدراسة، ويستند هذا الهدف إلى حدوث تحسن ملحوظ على بنية النظام المالي الفلسطيني من خلال اتساع النشاط المصرفي والتأميني والاستثماري كما ونوعاً في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية.

رابعاً استشراف الاتجاهات المستقبلية بخصوص المسار التمويلي

لهذه الشركات في مرحلة يفترض فيها اكتمال البنية التحتية المالية الفلسطينية،



الأمر الذي قد يتحقق مع بدء تطبيق مرحلة التسوية النهائية. ويستند هذا الهدف إلى الاقتراضات التالية:

- 1- ستتمكن الشركات المساهمة العامة غير المالية من زيادة رأس مال أسهمها إن رغبت، وذلك في ظل وجود سوق فلسطينية نشطة للأوراق المالية،
- 2- وسيكون بامكانها الاقتراض من خلال سوق الأوراق المالية بإصدار سندات دين للاكتتاب العام،
- 3- وسيصبح بإمكانها أن تعتمد بشكل أكبر على البنوك العاملة في فلسطين في توفير احتياجات تمويلية طويلة الأجل. وهذا سيتحقق إما عندما يتم تأسيس بنوك متخصصة إلى جانب البنوك التجارية أو تطوير البنوك التجارية لعمل كبنوك شاملة.

ستتيح هذه الاقتراضات للباحثين إجراء المفاضلة النظرية من وجهة نظر هذه الشركات بين جميع أشكال مصادر التمويل طويلاً الأجل المتاحة، مما قد يساعد على وضع مؤشرات حول حجم الطلب المتوقع على هذه المصادر.

2-1 أهمية الدراسة

تبرز أهمية هذه الدراسة من كونها تبحث في أحد أهم القضايا التي تواجه واضعي الاستراتيجيات والسياسات المالية في السلطة الوطنية الفلسطينية، حيث ستسهم نتائجها في توفير قواعد استرشادية للجهات الفلسطينية المختصة في رسم معلم القطاع المالي بصورة ملائمة. إضافةً إلى أن هذه الدراسة ستكون ذات فائدة لمدراء الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في تحديد أفضل السبل لتمويل توسعاتهم الاستثمارية في المستقبل، مما سينعكس إيجاباً على تكلفة رأس مال هذه الشركات وبالتالي قدرتها التافسية. ولا يقل أهمية عن هذه الفوائد



المحتملة كون هذه الدراسة الأولى من نوعها في فلسطين، وبالتالي فإنها ستفتح المجال أمام الباحثين والمخصصين لمزيد من النقاش الهدف والبناء وصولاً إلى مستوى أفضل من الوعي العام بالقضايا التمويلية على الساحة الفلسطينية.

١-٣ منهجة الدراسة

من أجل تحقيق الأهداف المذكورة سابقاً، تم استخدام منهجة متعارف عليها في مثل هذه الدراسات تتكون من الخطوات التالية:

- 1 إجراء مراجعة شاملة للأدبيات والدراسات السابقة حول مفهوم هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة غير المالية وأهميته والنظريات المتصلة بهذا الموضوع.
- 2 تحليل أحدث القوائم المالية المنشورة لجميع الشركات المساهمة العامة غير المالية التي كانت تعمل في الأراضي الفلسطينية قبل العام 1993. هذا وسيتم اعتماد سجلات مراقب الشركات في رام الله كمصدر للمعلومات والبيانات غير المالية عن هذه الشركات. ويوضح الجدول رقم (1) حجم عينة الدراسة وأسس اختيارها.
- 3 تحليل أحدث القوائم المالية المنشورة لجميع الشركات المساهمة العامة غير المالية المسجلة والعاملة في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية حتى 96/12/31.
- 4 إعداد استبانة وتوزيعها على جميع الشركات المساهمة العامة غير المالية المسجلة والعاملة في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية للتعرف على توجهاتها التمويلية المستقبلية.
- 5 إجراء مقابلات مع بعض أصحاب محلات الصرافة القوية والمؤثرة للتعرف على حجم مساهمتها في توفير الاحتياجات التمويلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية في الفترتين قبل العام 1993 وبعده، حيث



تمت مقابلة أصحاب ستة محلات صرافية في مدن نابلس ورام الله والخليل.

6- إجراء مقابلات مع المدراء التنفيذيين في عدد من الشركات المساهمة العامة التي كانت تمارس نشاطها قبل العام 1993 واستمرت في العمل بعد ذلك. وقد شملت المقابلات ثمانية شركات في مدن رام الله ونابلس والخليل. وهدفت هذه المقابلات إلى التعرف على مدى اعتماد هذه الشركات على مصادر التمويل غير الرسمية كمحلات الصرافة والاقراض الشخصي في الفترة قبل العام 1993 عندما غابت مصادر التمويل الرسمي بشكل شبه تام، وإلى التعرف على درجة اعتماد هذه الشركات على هذه المصادر بعد العام 1993 بالرغم من التحسن الذي طرأ على نشاط مؤسسات القطاع المالي الفلسطيني.

الجدول (1) حجم وأسس اختيار عينة الدراسة

العدد	البيان
64 29	عدد الشركات المساهمة العامة المسجلة لدى مراقب الشركات في رام الله حتى 13/8/1997
13	عدد الشركات المساهمة العامة التي تأسست قبل العام 1993 يطرح الشركات المالية والتعاونية التي تأسست قبل العام 1993
16	العينة الأولى للدراسة
35	الشركات المساهمة العامة التي تأسست بعد العام 1993
16	يطرح الشركات المالية والتعاونية التي تأسست بعد العام 1993
19	العينة الثانية للدراسة
16	شركات العينة الأولى للدراسة
19	يضاف شركات العينة الثانية للدراسة
35	العينة الثالثة للدراسة

وتكون الدراسة من أربعة أقسام إلى جانب المقدمة. يحتوي الأول منها على مراجعة شاملة لأدبيات موضوع هيكل رأس المال ونظرياته المختلفة والممارسات المتتبعة في تمويل استثمارات الشركات في الدول المتقدمة والنامية. ويعمل القسم الثاني على تشخيص أبرز ملامح واقع القطاع المالي الفلسطيني بعد العام 1993 في ظل التطورات السياسية والاقتصادية الأخيرة، ويعرض القسم الثالث نتائج المسح الميداني حول سلوك الشركات المساهمة العامة غير المالية المشمولة في عينة الدراسة في تمويل استثماراتها وتوجهاتها المستقبلية بخصوص مساهمات مصادر التمويل المختلفة ويحل هذه النتائج. أما القسم الأخير فيلخص نتائج الدراسة ويعرض مجموعة من التوصيات المتعلقة بإعادة هيكلة القطاع المالي الفلسطيني بطريقة تتسمج مع أولويات التمويل الحالية المستقبلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية.



2- الخلفية النظرية والدراسات السابقة

1- هيكل التمويل في الشركات المساهمة العامة: مفهومه وأهميته

يشير مفهوم الهيكل التمويلي (The Capital Structure) إلى مزيج مصادر التمويل طويل الأجل في الشركات المساهمة العامة. ويتم تصنيف هذه المصادر، عادة، إلى مصدرين اساسيين: **أموال الملكية** (Equity Financing)، وأموال الاقتراض (Debt Financing)، حيث يشمل المصدر الأول الأسهم العاديّة (Common Stocks) والأرباح المحجوزة (Retained Earnings)، والاحتياطيات القانونية (Reserves) إن وجدت. أما المصدر الثاني فيشمل القروض البنكية طويلة الأجل (Long Term Bank Loans)، وإصدارات سندات الدين (Corporate Bonds). وهناك، أيضاً، بعض الأدوات التمويلية الهجينة (Hybrids) التي تحمل بعض صفات المصدرين السابقين كالسندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertibles). ويمكن تصنيف مصادر التمويل إلى مصادر داخلية كالأرباح المحجوزة والاحتياطيات، ومصادر خارجية كالإصدارات الجديدة للأسهم والسندات والقروض البنكية على اختلاف أنواعها. وباختصار يمكن لهيكل التمويل في الشركات المساهمة العامة أن يأخذ أحد الأنماط الثلاثة التالية، وذلك حسب مستوى تعقيده:

أولاً: **الهيكل التمويلي الأساسي** (Basic Capital Structure) والذي يتكون من عناصر حقوق المساهمين العاديّين فقط.

ثانياً: **الهيكل التمويلي البسيط** (Simple Capital Structure) والذي يتكون من عناصر حقوق المساهمين بشكليها العاديّة والممتازة، وكافة أشكال الاقتراض طويل الأجل.

صفحة

ثالثاً: الهيكل التمويلي المعقد (Complex Capital Structure) والذي يتكون من جميع مصادر التمويل طويل الأجل وأشكاله بما فيها الأدوات المالية القابلة للتحويل.

تختلف تكاليف مصادر التمويل باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملاً بالطبيعة القائلة بالعلاقة الطردية بين العائد والمخاطر، وتقاس تكلفة مصدر التمويل بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل العائد الداخلي (IRR)، إذ تكون من وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى عنده القيمة الحالية للعوائد النقية المتوقع أن يستلمها طيلة فترة افتائه للورقة المالية مع مبلغ التمويل الذي زوّده أصلًا للشركة. ومع اختلاف الهيكل التمويلي من شركة لأخرى يختلف المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، ويعتبر هذا المقياس ذو أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية الرأسمالية للشركة (Capital Budgeting)، فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار أو كمعيار لرفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة. وبالتالي، فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، والتي هي في الغالب فرص محدودة. ومن هنا تتبع أهمية العلاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى. ولتعظيم هذه القيمة، والذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيسي، لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف. ولعل السؤال الذي يجب أن يطرح هنا هو: هل يوجد ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل في الشركات المساهمة العامة؟ وإن تمت الإجابة بـ“نعم”，فما هي، عندئذ، آليات الوصول إلى ذلك؟ تستدعي الإجابة على هذه التساؤلات استعراض النظريات المختلفة للهيكل التمويلي التي ظهرت في أدبيات التمويل خلال النصف الثاني من هذا القرن.



2-2 نظريات الهيكل التمويلي Theories of Capital Structure

بدأت الطروحات حول الهيكل التمويلي بالتبور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال، والتي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل التمويلي (Durand, 1952) وقد تم تطوير هذه النظرية في نهاية الخمسينيات وبداية السبعينيات على يد الثنائي ميلر ومديجلياني (Modigliani F. & Miller M.) اللذان عرضاهما على شكل مقترنين مهمين شكلاً فيما بعد حجر الأساس لكل ما كتب حول هذا الموضوع. (Modigliani & Miller, 1952; 1963) وظهرت حديثاً في أواسط الثمانينات نظرية تعرف باسم نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (Pecking Order Theory) التي عرضها Myer في العام 1984 وقد أدخلت عليها بعض التعديلات في العام 1989. وفيما يلي عرض بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

2-2-1 النظرية التقليدية The Traditional Theory

ترى هذه النظرية أن بإمكان الشركات الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي، وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للشركة، ولم تذهب هذه النظرية إلى تحديد كمية الاقتراض المعقولة، وإنما دعت الشركات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة، والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى. وذلك لأن الخطير التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول، وفقاً لهذه النظرية. وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقاً بمفهوم الرفع المالي Financial Leverage)، ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر.



2-2-2 نظرية (M & M)

تعتبر هذه النظرية من أبرز الابحاث في أدبيات التمويل، إذ تتفى هذه النظرية أية علاقة للهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للشركة. وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للشركة أو ارتفاعها، وإنما يحدده القرار الاستثماري فقط.

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين، ظهر أولهما في العام 1952 وظهر الثاني في العام 1963. ويقوم المقترح الأول على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:

- وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.
- يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات الرخيصة لهم جميعاً وفي الوقت نفسه.
- ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.
- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها.
- يتطور لدى جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم المتداولة فيها.

وقد خلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية إلى استنتاج مفاده بأن الشركات المتماثلة في كل أوجهها، ولكنها تتميز في هيكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية. وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية. إلا أن واضعي النظرية عادا في العام 1963 وحرراها من قيد الضرائب وخلصا إلى أن القيمة



السوقية للشركة المفترضة تفوق مثيلتها المعتمدة فقط على أموال الملكية، وتبعد هذه الميزة عن ما يعرف بالدرع الضريبي لفوائد الاقتراض (Tax Shelter). وعلى إيه فإن أقصى قيمة سوقية للشركة تتحقق عندما يقتصر تمويل الشركة على أدوات الاقتراض فقط وذلك حسب المقترن الثاني.

تعرضت هذه النظرية لانتقادات عديدة على أرضية مثالية لافتراضاتها، وعدم واقعية هذه الافتراضات. ومن أبرز هذه الانتقادات تلك المتعلقة بإمكانية إحلال الاقتراض الشخصي محل اقتراض الشركات وبمعدلات الفوائد نفسها، وانعدام تكاليف الصفقات، وتجاهل تكاليف الإفلاس (Bankruptcy Costs) وتكاليف الوكالة (Agency Costs) الناجمة عن فصل الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة الحديثة. (Brigham & Gapenski, 1996) وعلى الرغم من هذه الانتقادات، إلا أن هذه النظرية شكلت ولا تزال تشكل إحدى الدعامات الأساسية لنظرية الهيكل التمويلي وللعديد من النظريات والدراسات اللاحقة في أدبيات التمويل. ففي العام 1977 طور ميلر (Miller)، وبشكل منفرد، نموذجاً عرفاً باسمه وتناول فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل الأفراد من جهة، ودخل الشركات المساهمة العامة من جهة أخرى، وأشار ذلك على تكلفة الاقتراض لكلا المجموعتين. وخلص ميلر إلى أنأخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار يقلل من منافع الاقتراض المطلق للشركات المساهمة العامة، وعليه فإنه من الممكن تعظيم القيمة السوقية للشركات من خلال وجود الرفع المالي. وفي دراسة أخرى قام بها جنسن وميكلنغ (Jensen & Meckling) في العام 1976 حول علاقة تكاليف الوكالة بالهيكل التمويلي تبين أن هناك تأثيراً سلبياً للاقتراض على القيمة السوقية للشركة، وهذا ناجم عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال إدارة الشركة وتكاليف ناجمة عن ضعف في الكفاءة الإدارية (Barnea et al., 1996). وأضافت دراسة بيرني وزملاؤه (Efficiency Costs)



(1981) عصراً جديداً للتحليل وهو تكاليف مخاطر الإقلاس، حيث بينت الدراسة أن تكاليف الاقتراض تزداد بنوع جديد من التكاليف وهو مخاطر الإقلاس، فكلما توسيع الشركة بالاقتراض ارتفع هذا النوع من التكاليف وبالتالي ارتفع المتوسط المرجح لهيكل رأس المال (WACC). وفي دراسة ميدانية قام بها التمان (Altman, 1984) لعشرات الشركات التي أعلنت إفلاسها تبين أن هذا النوع من التكاليف مرتفع جداً، حيث يفوق في غالب الأحيان القيمة السوقية للشركة. وقام جنسن (Jensen, 1986) بتطوير مفهوم تكاليف الوكالة فيما يتصل بهيكل التمويلي ليشمل تكاليف سوء استخدام السيولة الزائدة في حالة توفرها من قبل إدارة الشركة لخدمة مصلحتها الشخصية على حساب مصالح المساهمين. وهذا ما أسماه بنظرية فائض النقدية (Free Cash Flow Theory). وطبقاً لهذه النظرية فإن الاقتراض سيوفر فرصاً أفضل للرقابة على إدارة الشركة، إذ من المتوقع أن تستخدم الأموال المقترضة بداية في الاستثمارات الجديدة ومن ثم في شراء جزء من أسهم الشركة المتداولة في السوق وفي النهاية ستوجه الأموال المتبقية لخدمة ديون الشركة، وعليه فستقل أمام الإدارة فرص سوء استخدام النقدية الزائدة. ومن جهة أخرى، فإنه طبقاً لهذه النظرية فإن إدارة الشركة ستعمل دوماً في حالة الاقتراض تحت تهديد الفشل المالي، مما يملي عليها أن تعمل بكفاءة أكبر لتجنب ذلك، الأمر الذي سيخفض تكاليف الوكالة. إلا أنه يؤخذ على مقتراحات جنسن أنها لم تعط الإجابة عن السؤال المهم التالي: ما هو حجم الاقتراض الأمثل في هيكل رأس المال؟ واستكمالاً لجهود جنسن في هذا المجال، قام برنانكي (Bernanke, 1989) بمراجعة نظرية فائض النقدية في محاولة منه لتقسيير وتشخيص نطاق استخدام الرفع المالي في الشركات خلال عقد الثمانينات.



٣-٢ نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل

(*ehT redrO-gnikceP ehT*)

قدم مايرز هذه النظرية (Myers, 1984)، وتعود جذورها إلى دراسة

مسحية قام بها دونالسن (Donaldson) في العام 1960 حول مسلك الشركات

التمويلية. واستناداً إلى هذه النظرية فإن ترتيب مصادر التمويل طويل الأجل

حسب افضليتها للشركات سيكون على النحو التالي:

① أولاً- التمويل الذاتي (الأرباح المحجوزة والاحتياطيات).

② ثانياً- في حالة وجود حاجة للتمويل الخارجي فعلى الشركة أن تقوم
أولاً بإصدار سندات دين، وأن تلجأ بعدها لإصدار الأدوات المالية الهجينية
كالسندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، ويأتي إصدار الأسهم العادي كملاء
أخير.

ربطت هذه النظرية، أيضاً، سياسة توزيع الأرباح بسلسل المسلك
التمويلي سالف الذكر، حيث أكدت على أنه يجب على إدارات الشركات أن تكيف
سياستها في توزيع الأرباح مع الفرص الاستثمارية المتاحة. فإذا فاقت التدفقات
النقدية الداخلة التدفقات النقدية الخارجية، فإن الشركة ستحتفظ بالفائض على شكل
نقدية أو على شكل استثمارات مؤقتة أو تقوم بتوزيع الأرباح أو استرداد جزء
من أسهمها المتداولة أو سداد ديون عليها. أما إذا حصل العكس، فإن الشركة
ستستخدم فائض النقدية لديها، أو تبيع جزءاً من استثماراتها المؤقتة، أو تلجأ
للقرض من الخارج أو أنها ستقوم في نهاية المطاف بإصدار أسهم عادية.
وعليه فإن هذه النظرية بينت العلاقات التبادلية بين توزيع الأرباح والقرارات
الإدارية والتمويلية.



ويمكن القول أن هذه النظرية تسجم مع نظرية الرفع المالي (Ross, 1977)، ومع نظرية المحتوى الإعلامي غير المتوازن (Asymmetric Information Signaling Theory) (Miller & Rock, 1985; Myer & Majluf, 1984)، حيث تشير النظرية الأولى إلى أنه إذا قاد التغير في الهيكل التمويلي إلى زيادة، (أو نقصان) في درجة الرفع المالي فإن ذلك سيكون له انعكاسات إيجابية (أو سلبية) على أسعار أسهم الشركة المتداولة في السوق. وبالتالي فإن التمويل بالاقتراض هو أفضل من التمويل بالملكية. أما النظرية الثانية فيبيت أن اختيار الشركة لمصادر التمويل الخارجية يحمل في طياته للسوق دلالات معلوماتية غير إيجابية حول ربحية الفرص الاستثمارية المتاحة لها حالياً، مما سينعكس سلباً على أسعار أسهمها المتداولة في السوق. وبالتالي فإن مصادر التمويل الداخلية (أرباح محجوزة) لها الأفضلية على مصادر التمويل الخارجية. إضافة إلى ذلك، فإن النظرية الثانية تشير إلى أن اختيار الشركة لإصدارات أدوات ملكية يحمل في طياته رسالة (Signal) إلى السوق مفادها أن أسعار أسهم هذه الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية (Overvalued) التي تعلمها إدارة هذه الشركة فقط. وعليه فلمصدر التمويل الخارجي بالاقتراض أفضلية على التمويل بالملكية.

2-2-2: الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال

أشارت نتائج العديد من الدراسات والأبحاث (Aquish & Mulins, 1986; Mikkelson & Partch, 1986; Pinegar & Lease, 1986; Janjigian, 1987)، والتي اختبرت النظريات السابقة حول المسار التمويلي للشركات المساهمة العامة وانعكاساتها على أسعار أسهمها السوقية، إلى ما يلي:

1- يؤدي إصدار أدوات الاقتراض إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المصدرة.



- 2- يؤدي إصدار أدوات الملكية إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.
- 3- يؤدي إصدار الأدوات المالية القابلة للتحويل (و خاصة السندات) إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.

تسجم نتائج الاختبارات الميدانية السابقة جميعها مع توقعات نظرية الرفع المالي المشار إليها سابقًا باستثناء تلك المتعلقة بإصدار السندات القابلة للتحويل، فبالرغم من أن هذه الإصدارات تبدو وكأنها تزيد من درجة الرفع المالي للشركات المصدرة، إلا أنها تقابل بردة فعل سلبية من قبل السوق. دعا هذا التناقض الظاهري بين هذه النتائج ونظرية الرفع المالي العديد من الباحثين إلى إجراء الدراسات لتفسيره، حيث أشارت دراسات ميدانية لاحقة Janjigian, (1990; Kim, 1987) إلى أن السندات القابلة للتحويل تحمل في جوهرها خصائص أموال الملكية، وبالتالي فهي تؤدي إلى انخفاض الرفع المالي وليس إلى زياسته. ومن هنا فقد أعادت هذه الدراسات الانسجام بين نظرية الرفع المالي وردة فعل السوق تجاه هذا النوع من الإصدارات، أما نظرية المحتوى الإعلامي والتي تتوقع أن تحمل جميع إصدارات الملكية إشارات (دلائل) سلبية للسوق وبالتالي تخفيض سعر سهم الشركة المصدرة، والعكس صحيح بالنسبة لإصدارات الدين، فقد أثبتت الدراسات التي اخترتها صحة هذه التوقعات. ففي دراسة ترافلوس (Travlos, 1987) حول أثر نوع التمويل في عمليات الاندماج والانضمام على قيمة أسهم الشركات القابضة عند الإعلان عن الصفقة، تبين أن السوق يستجيب بشكل سلبي (أو يجافي) لإصدارات الأسهم (أو السندات) في تمويل عمليات الاندماج. باختصار فإن الدليل المتوفر حول تأثير نوع الإصدار التمويلي على قيمة أسهم الشركة بالسوق يؤيد ما ذهبت إليه توقعات النظريتين السابقتين (نظرية الرفع المالي ونظرية المحتوى الإعلامي) بخصوص أفضليات مصادر التمويل.



ويبقى السؤال المطروح هنا هو: هل تسجم مسلكيات الشركات المساهمة العامة في دول العالم المختلفة مع هذه النظريات والنتائج؟ بمعنى آخر: ما هي أولويات مصادر التمويل على أرض الواقع؟ هل تتوافق هذه الأولويات مع ما طرحته النظريات السابقة وأيدته الاختبارات الميدانية؟

للإجابة عن هذه الأسئلة لا بد من استعراض الدليل المتوفر حول المسالك التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية في اقتصادات كل من الدول المتقدمة والدول النامية.

* 3-2 المسالك التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية

قبل الشروع في بحث المسالك التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية في الاقتصادات المختلفة، لا بد أولاً من التمييز بين نوعين من الأنظمة المالية المعتمد بها في دول العالم. يدعى النظام الأول بالنظام المستند إلى البنوك (Bank-Based System)، وتلعب فيه البنوك دوراً أساسياً في تسهيل وظيفة الوساطة المالية من خلال قبولها للودائع ومنحها للإئتمان بجميع أشكاله وآجاله. وتساهم هذه البنوك، أيضاً، في ملكية كثير من الشركات المساهمة العامة وتمثل في مجالس إدارتها. وتعمل بهذا النظام العديد من الدول أهمها اليابان وألمانيا. أما النظام الثاني، والمعروف باسم النظام المالي المستند إلى الأسواق المالية (Market-Based System)، فإن سوق الأوراق المالية فيه ومؤسساتها تقوم بالدور الرئيسي في أداء وظيفة الوساطة المالية، ويبقى دور البنوك محدوداً وتقليدياً. ويعمل بهذا النظام العديد من الدول وخاصة مجموعة الدول الأنجلو-سكنزونية كالولايات المتحدة، بريطانيا، وكندا. ولمزيد من التفاصيل حول الاختلاف بين النظائرين انظر الجدول رقم (2).



ولا بد هنا من الإشارة إلى أن المسلك التمويلي للشركات في دول العالم يتأثر وبدرجة كبيرة بشكل النظام المالي السائد في الدولة (إنظر على سبيل المثال Borio, 1990; Allen, 1993; and OECD, 1992; 1989).

وكذلك يختلف هذا المسلك باختلاف درجة تعقيد الاقتصاد الذي تعمل فيه هذه الشركات وتقدمه، مما يجعل المسلك التمويلي للشركات العاملة في الاقتصادات المتقدمة مختلفاً عنه في تلك العاملة في الاقتصادات النامية (إنظر على سبيل المثال: Singh, 1995 & Fry, 1998).

تشير الدراسات التي أجرتها منظمة الاتحاد الأوروبي للتطوير والتعاون للأعوام 1989 - 1992، إلى اختلافات عديدة في هيكل تمويل الشركات المساهمة العامة غير المالية في الاقتصادات المتقدمة تبعاً لاختلاف في النظام المالي السائد في هذه الدول. فقد أعدت المنظمة في العام 1992 دراسة قسمت فيها الاقتصادات المتقدمة إلى مجموعتين، ضمت المجموعة الأولى اليابان ومعظم الدول الأوروبية باستثناء بريطانيا فيما ضمت المجموعة الثانية الولايات المتحدة وبريطانيا وكندا. وقد أظهرت هذه الدراسة النتائج التالية:

- 1 - شكلت إصدارات السندات جزءاً مهماً من إجمالي الديون طويلة الأجل في شركات دول المجموعة الثانية، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، بينما شكل الاقتراض البنكي نسبة كبيرة في هيكل التمويل طويل الأجل لشركات المجموعة الأولى، وخاصة لدى الشركات اليابانية. وتتسجم هذه النتائج مع نتائج دراسة ميدانية أخرى أجرتها المنظمة على شركات الدول المتقدمة حيث لوحظ تفاوت بين شركات هذه الدول في اعتمادها على الاقتراض كما هو مبين في الجدول رقم (3).



- ارتفاع نسبة الرفع المالي (ديون طويلة الأجل / القيمة الدفترية لصافي الموجودات) في شركات دول المجموعة الأولى مقارنة مع شركات دول المجموعة الثانية، إذ بلغت هذه النسبة 81% في الشركات اليابانية، و45% في الشركات الأمريكية.



الجدول (2)

مقارنة بين النظام المالي المستند إلى البنوك والنظام المستند إلى الأسواق المالية

أوجه التمييز	النظام المالي المستند إلى البنوك	النظام المالي المستند إلى الأسواق
وجود البنوك الشاملة	نعم	لا
عدد البنوك المهمة والمؤثرة	قليل	كبير
العلاقات الاستراتيجية (طويلة الأجل) بين البنوك	كبيرة وواسعة	محدودة
المنافسة بين البنوك والأسواق المالية	قليلة	كبيرة جداً
التفاعل بين الوسطاء والأسواق المالية	قليل	كبير جداً
عدد الشركات المساهمة العامة المدرجة	قليل	كبير
خصائص الأسواق المستقبلية	لا تتصف بالسيولة	تصف
المعلومات حول الشركات المدرجة	محدود	كبير جداً
عمليات الاندماج والاستيلاء من أجل السيطرة	لا	نعم
السوقية لأسهم الشركات المحلية كنسبة منوية من الناتج المحلي الإجمالي في العام 1992	20.3%	77.3%
حجم النشاط البنكي (مجموع الموجودات في الميزانية العمومية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)	%189	%87
الملكية في الشركات المساهمة العامة 1990-1991		
%0.3	%8.9	البنوك
%5.2	%10.6	شركات التأمين
%24.8	-	صناديق التقاعد
%9.5	-	شركات الاستثمار
-	%39.2	الشركات غير المالية
%53.5	%16.8	الأفراد
%0	%6.8	الحكومة
%6.8	%17.7	الأجانب

Sources: Maccarinelli, 1993, Table 12.1, p. 303; Report of German Stock Exchanges 1992; and Kester (1993a), Table 4, p. 33.

الجدول (3)

نسبة الرفع المالي * لعينة من الشركات
المشاركة العامة غير المالية في بعض الاقتصادات المتقدمة

نسبة الرفع المالي	الدولة
%81	البلدان
%63	فرنسا
%61	ألمانيا
%56	بريطانيا
%52	كندا
%45	الولايات المتحدة

Source: OECD, Financial Statistics, 1989

- * اجمالي الديون / القيمة الدفترية لصافي الموجودات

وفي دراسة ميدانية مقارنة لعينة من الشركات الأمريكية واليابانية (Kester, 1986) لوحظ ارتفاع نسبة الاقتراض / الملكية لدى الشركات اليابانية مقارنة مع الشركات الأمريكية، إذ بلغت النسبة 73% لدى الشركات اليابانية و89% لدى مثيلاتها في الولايات المتحدة. في الوقت الذي تؤكد فيه الدراسات السابقة التفاوت الملحوظ بين شركات الدول المتقدمة في الاعتماد على الاقتراض إلا أنها تبرز أهمية وأفضلية الاقتراض كمصدر تمويل للشركات المساهمة العامة على التمويل الخارجي بالملكية. وتنسجم هذه النتائج مع نتائج العديد من الدراسات الميدانية الأخرى، إذ بينت إحدى الدراسات (Curran, 1990) أن نسبة الرفع المالي (الديون/الملكية) للشركات المساهمة غير المالية في الدول المتقدمة خلال عقد الثمانينات قد ارتفعت من 34% إلى 49%. وتشير تلك البيانات التي جاءت في تقرير (Compustat Industrial Data, 1995) حول الوزن النسبي لمصادر التمويل الخارجي لعينة من الشركات المساهمة العامة غير المالية الأمريكية كما يبين ذلك الجدول رقم (4).



الجدول (4)

الهيكل التمويلي لعينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية

مصدر التمويل	متوسط الوزن النسبي
أموال اقراض طويل الأجل	%38.7
أموال ملكية (أسهم عادية)	%37.7
أموال اقراض قصير الأجل	%22.1
أموال ملكية (أسهم ممتازة)	%1.5
المجموع	%100

Source: Compustat Industrial Data, 1995

وفي التقرير الاقتصادي السنوي المرفوع لمكتب الرئيس الأمريكي تظهر أهمية الاقتراض كمصدر خارجي في تمويل الشركات المساهمة العامة مقارنة مع المصادر الخارجية الأخرى على مدار السنوات العشرين الماضية، حيث وصل متوسط نسبة الاقتراض إلى حجم التمويل الخارجي الكلي في هذه الشركات إلى 75%

(Economic Report of the President, 1989 ; Fedral Reserve Bulletin, 1992).

تظهر الدراسات السابقة أفضلية الاقتراض في تمويل استثمارات الشركات المساهمة العامة غير المالية في الاقتصادات المتقدمة على التمويل الخارجي بالملكية، أما بخصوص دور التمويل الداخلي والمتمثل بالأرباح المحجوزة كمصدر تمويل هناك العديد من الدراسات الميدانية التي تؤكد أفضليته مقارنة مع مصادر التمويل الأخرى. إذ أشارت إحدى الدراسات الميدانية حول مصادر التمويل لعينة من الشركات في بعض الدول المتقدمة خلال الأعوام 1984-1989 إلى احتلال الأرباح المحجوزة المرتبة الأولى من حيث مساهمتها في تغطية الاحتياجات التمويلية في تلك الفترة لهذه الشركات، كما يبين ذلك الجدول رقم (5).



الجدول (5)

المساهمة النسبية لمصادر التمويل المختلفة في تغطية الاحتياجات التمويلية لعينة من الشركات المساهمة في بعض الدول المتقدمة: 1985 - 1989

المنطقة	كندا	المانيا	بريطانيا	اليابان	الولايات المتحدة	المصدر
49.2%	45%	77.2%	48.9%	35%	72.5%	الأرباح المحجوزة
27.5%	11.5%	11.4%	27%	35.1%	7.8%	تمويل قصير الأجل
14.8%	11.6%	-	13%	6.5%	(10.5%)	أموال ملكية (إصدارات)
%8.5	%2	11.4%	11.1%	23.5%	30.2%	أموال اقتراض طويلة

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, Division of Research and Statistics, Flow of Account, Various Issues.

تسجم هذه النتائج مع نتائج دراسة ميدانية أخرى للمصدر نفسه حول مصادر تمويل عينة من الشركات المساهمة العامة غير المالية الأمريكية خلال الأعوام 1969-1989، إذ بلغ الوزن النسبي للأرباح المحجوزة كمصدر تمويل حوالي 65% بال المتوسط من إجمالي المصادر خلال الأعوام العشرين الماضية. وفي التقرير الاقتصادي المرفوع لمكتب الرئيس الأمريكي، والمشار إليه سابقاً، كان متوسط هذه النسبة على مدار الأعوام العشرين الماضية حوالي 70%. وقد وصلت إلى النتائج نفسها سلسلة من الدراسات الميدانية قام بها مايرز (Mayers) في الأعوام 1988، 1989، 1990 على عينة من الشركات المساهمة العامة غير المالية في عدد من الدول المتقدمة.

يستدل من نتائج الدراسات المعروضة سابقاً مجتمعة بأن الأرباح المحجوزة هي المصدر الأول بين مصادر تمويل استثمارات الشركات، ويحتل الاقتراض المركز الثاني من بين مصادر التمويل، فيما تأتي إصدارات أسهم



الملكية في المرتبة الأخيرة. وتسجم هذه النتائج مع ما تدعو إليه الطرورات النظرية حول التسلسل الأمثل لبدائل التمويل المتاحة للشركات المساهمة العامة.

إذا كان المسار التمويلي للشركات المساهمة العامة في الدول المتقدمة ينسجم مع النظريات الحديثة في التمويل والتي بدورها تحدد هيكل التمويل الأمثل للشركات المساهمة العامة، فهل تسلك الشركات المساهمة العامة في الدول النامية هذا المسار نفسه؟

أولى الملاحظات على موضوع الهيكل التمويلي للشركات في الدول النامية هي قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، فلم يظهر في الأدب التمويلي، حسب علم الباحثين، خلال الأعوام الثلاثين الماضية إلا دراستان معروفتان حول الهيكل التمويلي للشركات في الدول النامية في إطار النظم المالية السائدة في هذه الدول (Singh & Hamid 1992, Singh 1995)، وتشابه منهجية هاتين الدراستين ونتائجهما، لذلك يعتبر عرض منهجية ونتائج الدراسة الثانية كافياً. شملت عينة الدراسة أكبر مائة شركة مساهمة عامة غير مالية في تسعة دول نامية هي البرازيل، والهند، والأردن، وماليزيا، والمكسيك، وكوريا الجنوبية، وتركيا وزيمبابوي، وغطت هذه الدراسة الفترة 1980-1990. وتشير نتائج الدراسة، بشكل عام، إلى أن مسارات الشركات المساهمة العامة في الدول النامية يختلف عن مسارات مثيلاتها في الدول المتقدمة وذلك في الأوجه التالية:

-1 تعتمد الشركات في هذه الدول على إصدارات أسهم الملكية كمصدر أول في تمويل استثماراتها حيث تشكل أموال الملكية ما نسبته 41% في الهيكل التمويلي لهذه الشركات بينما لا تتعدي نسبة الاقتراض 16%. ويبيّن الجدول رقم (6) الفروقات الفردية بين الدول المشمولة في عينة الدراسة.



-2 لا يحتمل التمويل الداخلي (أرباح محجوزة) مرتبة متقدمة بين مصادر التمويل لهذه الشركات إذ تشكل نسبة مساهمته بالمتوسط إلى حجم التمويل الكلي حوالي 32% ، وهي نسبة منخفضة إذا قورنت مع النسبة في الولايات المتحدة (77%) وفي ألمانيا (67%).

تبين نتائج الدراسة أن المسلك التمويلي لشركات الدول النامية يتافق في جوهره مع الطر宦ات النظرية، وبالتالي مع مسلك مثيلتها في الدول المتقدمة. ويستدعي هذا التافق مزيداً من الاهتمام من الباحثين ومن إدارات الشركات على حد سواء. لأن دعم المركز التافسي لهذه الشركات في عالم يسوده الانفتاح الاقتصادي يتطلب بالضرورة تغيير المسلك التمويلي لها لما لذلك من انعكاسات على متوسط تكلفة رأس المال (WACC) وقد تكون نقطة البداية في عملية التغيير هذه هي البحث عن الأسباب التي أدت إلى اختلاف المسلك التمويلي لهذه الشركات عن مسلك الشركات في الاقتصادات المتقدمة. واستناداً إلى دراسة سنغ (Singh, 1995) فإن أسباب هذا الاختلاف في المثل التمويلي لهذه الشركات كثيرة، منها:

-1 ضعف أسواق الاقتراض وخاصة غياب سوق سندات فعال في غالبية هذه الدول.

-2 غياب الإطار القانوني المناسب الذي يحكم العلاقة بين المقرضين من جهة والشركات من جهة أخرى. حيث تعاني معظم هذه الدول من ليونة قوانين الإقلاس والتصفية مما يجعل تكلفة الأموال المقترضة مرتفعة نسبياً. وقد قدمت دراسة نشرت حديثاً دليلاً ميدانياً على العلاقة بين النشاط الاستثماري والتمويلي للشركات من جهة، وسلامة ووضوح الإطار



القانوني الذي يحكم هذا من الجهة الأخرى (La Porta et al., 1997)، فقد بينت الدراسة المذكورة أن الشركات المساهمة العامة التي تعمل في دول يتوفّر فيها تشاريعات وقوانين تحمي المستثمرين والمقرضين بشكل ملائم تتمتع بقدرة أكبر على توفير احتياجاتها التمويلية سواء من خلال اللجوء إلى الاقتراض أو اللجوء إلى إصدارات أسهم ملكية جديدة.

-3 التمييز الضريبي في معظم هذه الدول لصالح حملة الأسهم مقارنة مع حملة السندات أو المقرضين الآخرين.

-4 التحولات الاقتصادية التي تشهدها هذه الدول باتجاه خصخصة مؤسسات القطاع العام وما صاحب ذلك من زيادة في حجم وعدد إصدارات أسهم الملكية لتسهيل تنفيذ عمليات الخصخصة.

تدعو هذه الأسباب مجتمعة الباحثين للوصول إلى نتيجة مفادها أن أحد أسباب هذا الاختلاف في المسار التمويلي للشركات المساهمة العامة في الدول النامية يتصل بالتشريعات المالية والنقدية النافذة في هذه الدول. وهذا ما أكد عليه سنج في دراسته المشار إليها أعلاه.

الجدول (6)

المسلك التمويلي للشركات المساهمة العامة غير المالية في بعض الاقتصادات النامية

التمويل الخارجي			
نيون طويلة الأجل (%)	ملكية (%)	(%)	
5.6	37.2	46	البرازيل
38.9	16.3	38.1	الهند
5.8	25.5	54.8	الأردن
12	48	29.7	مالزيا
1	64.7	23.1	المكسيك
23.9	5.2	67.5	الباكستان
30.4	46.9	15.8	كوريا الجنوبية
16.6	66.6	13.4	تركيا
0	43.5	57	زيمبابوي
16	41.1	32	المتوسط

Source: Singh A. (1995). "Corporate Financing Patterns in Industrializing Economics" International Finance Corporation, Technical Paper No.2 Washington.

4- التمويل غير الظاهر في القوائم المالية (gnicnaniF teehS ecnalaB-ffO)

تناولت الأقسام السابقة مصادر التمويل التي يمكن رصدها من خلال
القوائم المالية المنصورة للشركات أو من خلال الإحصائيات الرسمية أو غير
الرسمية، إلا أن هناك أدوات تمويلية أخرى لا يمكن رصدها بسهولة لكونها لا
تظهر في السجلات الرسمية للشركة، وبالتالي في قوائمها المالية المنصورة، والتي
أصبحت تعرف بـ "التمويل غير الظاهر في القوائم المالية (Off-Balance Sheet Financing)"
وقد شاع استخدام هذه الأدوات وتنوعت أشكالها من قبل



الشركات الكبيرة في عقد الثمانينات، وبالتالي أصبحت موضع اهتمام العديد من الهيئات المحاسبية التشريعية وخبراء التمويل في العالم. ولعل من الأسباب التي ساعدت على تزايد الإقبال على استخدام هذا النمط التمويلي غياب التشريعات المحاسبية التي تحكم طريقة معالجته في الدفاتر باستثناء ما يتصل بالاستثمار التمويلي كأحد أشكال هذا النوع من التمويل (FASB No. 13, 1976)، مما ترك المجال أمام إدارات الشركات للتحكم في تأثيرات استخدامه على ربحية وسيولة الشركة التي تظهر في القوائم المالية (Sticky Samuels et al. 1995, and Smith 1992).

- وتتفق عدة دوافع وراء اللجوء إلى هذه الأدوات التمويلية، من أبرزها:
- الحفاظ على مستوى معقول من المديونية الدفترية (الظاهرة) للشركة مما يزيد من فرصها في الحصول على احتياجاتها التمويلية من خلال الاقتراض وهذا ما يعرف بالقدرة الاستيعابية المالية لديها (Financial Slack).
 - تخفيض تكاليف الاقتراض بسبب انخفاض مستوى المخاطرة المالية (Financial Risk) والتي تترجم عن توسيع الشركة بالاقتراض.
 - رغبة الشركة بعدم إظهار الأعمال الجانبية التي تقوم بها إلى جانب نشاطها الرئيسي في سجلاتها الرسمية.
 - الحفاظ على مستوى مقبول من العائد المحاسبي، وبالتالي خلق انطباع إيجابي للمستثمرين الحاليين والمحتملين من خلال استبعاد مصاريف فوائد الاقتراض من القوائم المالية، خاصة في السنوات الأولى للمشاريع والاستثمارات التي تقوم بها الشركة مما يسهم بدوره في المحافظة على استقرار أداء أسعار أسهمها في السوق.

ويرز من أشكال هذا النوع من التمويل الأشكال التالية:

- 1 الاستجار التمويلي (Finance/Capital Leasing) وهو عقد بين الشركة المستأجرة والشركة المؤجرة تلتزم بموجبه الشركة المستأجرة بدفع أقساط مالية لمالك الأصل تساوي مجموع قيمة الأصل وفوائد نظير استعمال هذا الأصل، ويستمر هذا الاستجار طوال العمر الانتاجي للأصل.
- 2 الاقراض من خلال شركات تابعة (Quasi-Subsidiary)، ويتم ذلك من خلال قيام الشركة القابضة باستخدام نفوذها الفعال في الطلب من شركة تابعة لها، والتي تمتلك فيها 20-50٪، أن تقوم بالاقتراض من أحد البنوك، وتقوم الشركة القابضة باستخدام حصيلة القرض في تمويل عملياتها المختلفة. وطبقاً للتشريعات المحاسبية السائدة وخاصة في دول كبريطانيا، لا تلتزم الشركة القابضة بإعداد قوائم مالية موحدة، وبالتالي لا يظهر القرض ضمن الالتزامات في الميزانية العمومية للشركة القابضة.
(Smith, 1992)
- 3 البيع ثم إعادة الشراء (Sale and Repurchase of Assets)، ويتم ذلك في حالة قيام الشركة، والتي تخصص، غالباً، بإنتاج بعض المنتجات التي يتطلب تخزينها مدة طويلة لكي تكون قابلة للبيع كالمشروبات الروحية مثلاً، ببيع المنتج إلى إحدى المؤسسات المالية كالبنوك عند إتمام الانتاج نقداً على أن تقوم الشركة بإعادة شراء المنتج نفسه والذي يبقى في مخازن الشركة طوال مدة التخزين بسعر معين يتفق عليه مسبقاً بتاريخ البيع ويمثل هذا السعر قيمة القرض والفوائد.
(Griffiths I., 1992).

إضافة إلى الأشكال المذكورة هناك العديد من الأمثلة الأخرى السائدة في العالم كعملية بيع ديون الشركة لشركة مالية (Sale of



Receivable with Recourse) وترتيبات تتعلق بنفقات البحث والتطوير (R&D)، وعقود الدفع الفوري والتسليم المؤجل (Take-or-Pay Contracts or D&P)، السائدة في شركات البترول، وغيرها من المشتقات Throughput Contracts) المعقدة التي يزيد شيوخها في الدول الصناعية. ولا توفر للباحثين حالياً بيانات دقيقة حول مساهمات هذا النوع من التمويل، سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية. إلا أنه يمكن الاستنتاج بأن هذه الأشكال أكثر شيوعاً في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية، لكون الثانية لا تزال تعاني من تشوّهات كبيرة في أنظمتها المالية وتعيش حالة من النهوض ويصعب على أسواقها المالية التعامل مع هذه الأشكال في ظل غياب مؤسسات مالية متخصصة. فلسطين ليست استثناء، بل على العكس فقد تكون من أبعد الدول عن استخدام هذه الأنماط إلا بالأشكال البسيطة جداً كالاقتراض الشخصي أو العائلي.

إذا كان الدليل المتوفر في الأدب التمويلي يشير إلى صحة مسلك الشركات المساهمة العامة في الاقتصادات الحديثة وبشكل ينسجم مع مصالح مالكيها، وإذا كان يشير إلى عكس ذلك بالنسبة لمسلك الشركات في الدول النامية، فماذا عن مسلك الشركات المساهمة العامة غير المالية الفلسطينية؟ ويبز في هذا الإطار سؤال ذو دلالة مهمة للاقتصاد الفلسطيني على المستويين الرسمي والأكاديمي، هو: أين تقع الشركات المساهمة العامة غير المالية الفلسطينية في مسلكها التمويلي من مسلك مثيلاتها في الدول المتقدمة والدول النامية؟

وهذا السؤال هو محور الجانب الميداني من الدراسة، وستتم الإجابة عنه في الجزء التالي منها. ولكن قبل تناول هذا السؤال ميدانياً، ستنстعرض الدراسة أبرز سمات القطاع المالي الفلسطيني في المرحلة الراهنة والانعكاسات المتوقعة للتطورات الجارية على المسلك التمويلي للشركات المساهمة العامة.

3 - القطاع المالي الفلسطيني بعد اتفاق أوسلو 1993

سمحت اتفاقية باريس الموقعة بين منظمة التحرير الفلسطينية وحكومة إسرائيل في العام 1994 بتأسيس سلطة النقد الفلسطينية ل تقوم بجميع وظائف البنك المركزي باستثناء إصدار عملة مستقلة. وتشمل هذه الوظائف الرقابة والإشراف على الجهاز المصرفي، والاحتفاظ بالاحتياطات النقية من العملة الأجنبية للسلطة وتمثيلها أمام الجهات الخارجية. وقد أجلت هذه الاتفاقية موضوع إصدار عملة فلسطينية إلى محادثات المرحلة النهائية، مما سيضعف قيام سلطة النقد بـدور المقرض الأخير للبنوك العاملة في فلسطين خلال المرحلة الانتقالية.

ومنذ قيامها بذلك السلطة الوطنية الفلسطينية جهوداً جدية ل توفير الشروط الملائمة لعمل البنوك في الضفة والقطاع، وتمثل ذلك في منكراً القاهم التي تم توقيعها بين السلطة الوطنية الفلسطينية والأردن، تلك المذكورة التي أعقبت الاتفاقية الموقعة بين البنك المركزي الأردني وبنك إسرائيل، والتي سمح بموجبها للعديد من البنوك التي كانت تعمل في الضفة والقطاع قبل العام 1967 بإعادة فتح فروعها، كما شجعت كثيراً من أصحاب رؤوس الأموال الفلسطينية والأجنبية على تأسيس بنوك محلية. وتزايد عدد فروع البنوك العاملة في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية بشكل متسارع منذ نهاية العام 1993. أما قطاع التأمين فقد تأثر، هو الآخر، بالتطورات التي أعقبت توقيع اتفاق أوسلو حيث زاد عدد شركات التأمين العاملة في أراضي السلطة الوطنية الفلسطينية بشكل ملحوظ، كما توعدت خدماتها وأنشطتها. كما أثمرت الجهود المبذولة عن افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية مع بداية العام 1997 في مدينة نابلس. ويمكن

١٢٥ - ٢٠٠٤ صفرة

عرض أبرز سمات القطاع المالي الفلسطيني في المرحلة الراهنة على النحو التالي:

1- وصل عدد البنوك في نهاية شهر نيسان من العام 1997 إلى 19 بنكاً، وبشبكة فروع منتشرة في معظم المدن الرئيسية للضفة والقطاع وعدها 76 فرعاً (سلطة النقد الفلسطينية، شهر تموز 1997). معظم هذه البنوك هي بنوك أردنية أعيد افتتاحها بموجب الاتفاق الذي تم توقيعه بين البنك المركزي الأردني وبنك إسرائيل. ويبلغ عدد البنوك المحلية 6 فقط، وعدد فروعها 24 فرعاً، وتقدر حصتها من السوق المصرفي بحوالي 10%. ومن المتوقع أن يصل عدد البنوك في الأراضي الفلسطينية خلال الفترة الانتقالية إلى حوالي 22 بنكاً وبشبكة فروع عددها 98 فرعاً، حيث حصلت كثير من البنوك الأردنية على موافقات من البنك المركزي الأردني للعمل في الأراضي الفلسطينية. ومن المهم الإشارة إلى أن جميع هذه الفروع منتشرة في المدن الرئيسية في مناطق السلطة الفلسطينية مع غيابها بالكامل عن الريف الفلسطيني، وهذا أمر يستحق اهتمام سلطة النقد الفلسطينية.

2- مع إعادة فتح هذا العدد من البنوك التجارية في الأراضي الفلسطينية، واجه كثير من محلات الصرافة منافسة شديدة في عملياتها التقليدية المتمثلة في التحويلات النقدية حيث أصبح عمل هذه المحلات يقتصر على تبديل العملة فقط. وقد يكون من الضروري الآن تدخل سلطة النقد لتنظيم نشاط محلات الصرافة بطريقة تضمن سلامة النظام المصرفي بشكل عام.

3- طرأ نمو كبير على حجم الودائع لدى البنوك العاملة في الأراضي الفلسطينية، فقد كان حجم هذه الودائع في كانون الأول 1993 حوالي 210 مليون دولار، بينما وصلت في نهاية نيسان 1997 إلى أكثر من 1.8



بليون دولار، ولم يتعد نصيب البنوك المحلية من مجمل هذه الودائع 10%. وتتركز معظم هذه الودائع في عدد قليل من البنوك، حيث بلغت حصة البنوك الثلاث الكبرى (العربي، الأردن، القاهرة - عمان) من هذه الودائع في نهاية العام 1996 حوال 90%.

- 4 بخصوص القروض الممنوحة من قبل هذه البنوك فقد زادت من 42 مليون دولار في العام 1993 إلى حوالي 500 مليون دولار في تموز 1997، معظمها على شكل جاري مدين، حيث شكل هذا الحساب ما نسبته 70% من جميع القروض المعطاة كما كان عليه الحال في تموز 1997. وعلى الرغم من هذه الزيادة الواضحة في حجم القروض في الأرضي الفلسطينية، إلا أن نسبة القروض إلى الودائع ما زالت منخفضة، حيث كانت هذه النسبة 20% في نهاية العام 1993، وفي نهاية تموز 1997 لم تتجاوز هذه النسبة 52%.

- 5 إضافة إلى الشركة العربية للتأمين التي تأسست في العام 1975 كشركة مستقلة، تأسست 4 شركات تأمين فلسطينية بعد العام 1993: اثنان منها في قطاع غزة (شركة غزة الأهلية للتأمين، وشركة فلسطين للتأمين)، واثنان في الضفة الغربية (الشركة الوطنية للتأمين، وشركة المشرق)، إضافة إلى أن عدداً من الشركات الأجنبية فتحت فروعاً في الأرضي الفلسطينية مثل الشركة الأهلية المصرية، وشركة ترست، وشركة العرب للتأمين، وشركة اليكو الأمريكية. ويتوقع أن تسهم مشاريع المقاولات والبنية التحتية بزيادة نسبتها 51% في سوق التأمين الفلسطيني. ويقدر حجم سوق التأمين المحلي الحالي بأكثر من 40 مليون دولار. ويلاحظ أن الشركات الكبيرة والفنادق العربية والمؤسسات العامة العاملة في الأرضي الفلسطينية قد بدأت تحول عقودها التأمينية إلى الشركات الفلسطينية بدلاً من الإسرائيلية. كما بدأت



شركات التأمين الفلسطينية تلعب دوراً أكبر في مجال الاستثمار والمساهمة في تأسيس شركات جديدة، وأخذت أنشطتها المختلفة تمتد أكثر فأكثر باتجاه التأمين على الحياة.

- فيما يتعلق بسوق رأس المال، فقد تم مؤخراً افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية في مدينة نابلس، ورافق ذلك ترخيص 6 شركات وساطة مالية لعمل في هذا السوق. وتشير آخر التقارير والدراسات إلى أن عدد الشركات المساهمة العامة المرشحة للإدراج في هذا السوق حوالي 60 شركة وبحجم قيمة سوقية لأسهمها تقدر بحوالي 500 - 600 مليون دولار، في حين بلغ عدد الشركات المدرجة فعلياً في السوق 16 شركة وبقيمة سوقية 280367500 دينار وذلك حتى 13/8/1997، كما يبين ذلك الجدول رقم (7). وتمثل هذه القيمة حوالي 8% من الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وهي متقارنة بالنسبة نفسها لأسواق مالية ناشئة كالاردن، ومالزيا، والأرجنتين، والهند.. الخ.

ومنذ الافتتاحالجزئي لسوق فلسطين للأوراق المالية في 18/2/1997 بمعدل جلسة واحدة أسبوعياً وحجم التداول فيه يتذبذب صعوداً وهبوطاً تبعاً لحالة عدم الاستقرار السياسي التي تسود المنطقة. فمع بداية تشغيل السوق شهد حجم التداول ارتفاعاً تدريجياً حيث وصل إلى أعلى مستوى له بمقدار 800,000 دينار في جلسة 28/6/1997. وبسبب التآزمات السياسية في الأشهر الأخيرة في العلاقة الإسرائيليّة الفلسطينيّة أخذ حجم التداول بالتراجع حيث وصل إلى أدنى مستوى في جلسة 30/8/1997 إذ بلغ حوالي 26,000 دينار (المزيد من التفاصيل إنظر في الملحق الجدول رقم م/1)، وانعكس ذلك سلباً على مؤشر أسعار السوق الذي تم اعتماده مؤخراً باسم مؤشر القدس (الجدول رقم م/2). وفي جميع الحالات تبقى نسبة حجم التداول إلى حجم السوق والناتج المحلي



الإجمالي الفلسطيني منخفضة نسبياً. ويسود الاعتقاد أن حجم التداول سيرتفع إلى مستوى مماثل لأحجام التداول في الأسواق الناشئة وذلك مع التقدم في المسيرة السلمية وزيادة الوعي المالي والاستثماري لدى جمهور المستثمرين الفلسطينيين وتحسين بيئة عمل السوق القانونية وتحسين جاهزية السوق الفنية والإدارية والتسويقية.

لا يزال الأداء الائتماني للبنوك العاملة في الضفة والقطاع ضعيفاً كما يتضح من انخفاض معدل القروض إلى الودائع وإلى الأصول، وكذلك في ضعف هيكلية الائتمان (أنواع القروض وأجالها والقطاعات المنوحة لها). وبالرغم من أن هذا الضعف ناجم بشكل ملحوظ عن عوامل موضوعية إلا أنه أقوى بظاهره على قدرة هذه البنوك على القيام بوظيفتها الأساسية التنموية، إلا وهي الوساطة المالية المنظمة بين جمهور المدخرين وقطاع المستثمرين. ومع الإدراك بأن تحسين أداء القطاع المصرفي بشكل خاص، والقطاع المالي بشكل عام، يعتمد بصورة كبيرة على مدى التقدم في الموضوع السياسي وبالتالي الأمني وما يحمله ذلك من انعكاسات إيجابية على مناخ الاستثمار بشكل عام في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية. وينبغي بذل كل الجهد للتغلب على المعوقات الذاتية أمام إعادة تنظيم النظام المالي وتطويره لرفع مستوى أدائه، وبالتالي مساهمته في جهود التنمية، والتي تحتاجها فلسطين حاجة ماسة.

يعتبر تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المشاريع الاستثمارية، ولا سيما الشركات المساهمة العامة منها والتي تقف في مقدمة مستخدمي الأموال في الاقتصاديات الحديثة، من أهم انعكاسات تنامي القطاع المالي المنظم بمؤسساته المختلفة. وقد ركزت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة دون غيرها لعدة أسباب، هي: أولاًـ المرونة التمويلية التي تتمتع بها هذه الشركات مقارنة



بغيرها من حيث قدرتها على استخدام أسواق الأوراق المالية إلى جانب المصادر البنكية الأخرى في تمويل استثماراتها. ثانياً - أهمية الدور الذي يتوقع أن يلعبه هذا النوع من الشركات في جهود التنمية الفلسطينية. وثالثاً - دورها في الحفاظ على سلامة أداء النظام المالي الفلسطيني.

وتمهيداً لعرض الجزء الميداني من الدراسة والمتصل بتشخيص واقع المسالك التمويلي لهذه الشركات والتباو بمستقبله، ستعرض الدراسة في الجزء التالي ملخصاً لأهم ملامح قطاع الشركات المساهمة العامة في فلسطين والتطورات التي حدثت على هذا القطاع المهم بعد توقيع اتفاقية أوسلو، وذلك من أجل استخلاص استنتاجات حول حجم واتجاهات الطلب المتوقع على مصادر التمويل المتاحة في النظام المالي الفلسطيني المترامي حالياً ومستقبلاً، وذلك للخروج بتصورات أولية حول وضع استراتيجية لهيكلة القطاع المالي الفلسطيني بشكل مناسب.

الجدول (٧)

بيانات الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية حتى 1997/8/13

اسم الشركة	رأس المال الإجمالي	رأس المال المدفوع	نوع الأوراق	عدد الأسهم المتداولة	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
شركة العريبة	500,000	500,000	دينار	1,465,000	1
شركة العريبة لصناعة	1,500,000	1,500,000	دينار	2,055,000	1
شركة فلسطين للاستثمار	11,250,000	11,250,000	دينار	10,950,000	1
شركة المؤسسة العقارية	1,000,000	1,000,000	دينار	970,000	1
شركة الرعاية الطبية للخدمات الطبية	500,000	500,000	دينار	750,000	1
شركة غزارة الأهلية للتأمين	5,250,000	5,250,000	دينار	6,250,000	0,7
شركة سمايلز القدس	3,000,000	3,000,000	دينار	14,760,000	1
شركة القابضة للمستحضرات الطبية	2000,000	2000,000	دينار	11,500,000	1
شركة التأمين الوطنية	3,850,000	3,850,000	دينار	7,507,500	1

مكتبة جامعة بير زيت



القيمة ⁽³⁾ السوقية لـ دينار	رأس المال للسهم (دينار)	رأس المال للسهم (دينار)	رأس المال المدفوع	رأس المال المدفوع	رأس المال	اسم الشركة
عدد الأسماء المدارلة	سعر الإصدار	سعر الإصدار	رأس المال المدفوع	رأس المال المدفوع	رأس المال	رأس المال
66,000,000	2,000,000	33	50	70,000,000	70	140,000,000 شركة فلسطين للتنمية ¹
						والاستثمار ¹
7,800,000	6,000,000	1,3	75	4,500,000	1	6,000,000 شركة الاصح للاستثمار
18,600,000	15,000,00	1.24	100	15,000,00	1	15,000,000 شركة الاسمنت الفلسطينية
11,060,000	14,000,00	0.79	75	10,500,00	1	14,000,000 بنك فلسطين الدولي ¹
114,660,000	14,000,000	8.19	100	14,000,00	0	بنك الاستثمار الفلسطيني ¹
5,340,000	6,000,000	0.89	100	6,000,000	1	6,000,000 شركة الفاس طنطورة
700,000	2,000,000	0.35	50	7,000,000	0,7	14,000,000 بنك القدس للتنمية والاستثمار
280,367,500				155,850,000		المجموع
						243,850,00

المصدر : سجلات سوق فلسطين للأوراق المالية في 30/8/1997.

1- القيمة الاسمية بالدولار وتم تحويلها بالدينار على أساس 7,0 دينار لكل دولار.

2- تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركة المدارلة تم باستخدام المعادلة التالية: (سعر الإغلاق - القسط المتبقى) × عدد الأسهم المدارلة.



3-1 واقع الشركات المساهمة العامة في الأراضي الفلسطينية

كغيرها من أطراف العلاقة في الاقتصاد الفلسطيني، تأثر نشاط الشركات المساهمة العامة بقيود وعرقلة كثيرة وممنهجة مارستها السلطات العسكرية الإسرائيلية على مدار سنوات الاحتلال الطويلة. وقد كان الهدف من هذه الإجراءات الإبقاء على تبعية الاقتصاد الفلسطيني للاقتصاد الإسرائيلي. وقد اتّسعت هذه الفترة بغياب المناخ الاستثماري الملائم وما صاحب ذلك من مخاطر سياسية عالية، وصغر حجم الاقتصاد الفلسطيني، وعدم توفر الخبرات الإدارية الكفؤة، وعدم توفر مصادر التمويل غير الشخصية، وضعف الإطار القانوني المرجعي للنشاط الاستثماري في فلسطين. وقد أدت هذه العوامل مجتمعة إلى انتشار نموذج المشاريع الفردية القائمة على الملكية العائلية. لم يزد عدد الشركات المساهمة العامة العاملة في الأراضي الفلسطينية المحتلة، حتى توقيع اتفاقية أوسلو في العام 1993، عن 29 شركة وبرأسمل مدفوع لم يزد عن 40 مليون دينار أردني، كما يبين ذلك الجدول رقم (8).

نـفـر الرـئـولـانـد

مع دخول المرحلة السياسية الجديدة بعد العام 1993، بدأ الكثير من العراقيين تأسيس هذا النوع من الشركات بالتلالي، فازداد الاستقرار السياسي والأمني النسبي، وبدأت ملامح هيكل الاقتصاد الفلسطيني من الناحيتين القانونية والمؤسسية تتتشكل، ووضعت خطط إعادة بناء هذا الاقتصاد موضع التنفيذ. وتبعاً لذلك فقد برزت بعد الاتفاق توقعات مترافقه بخصوص النشاط الاستثماري في فلسطين، العام والخاص منه على حد سواء، حيث أشارت هذه التوقعات إلى نمو حقيقي سنوي في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5 - 6 % خلال الفترة 1996 - 1998، وهذا يتطلب زيادة في حجم الاستثمارات العامة من 4 إلى 13% من الناتج المحلي الإجمالي ومن 9 % إلى 17 % في حجم الاستثمارات الخاصة، مع الإبقاء على معدل تضخم بحدود 6 % (البنك الدولي، 1993). وكانعكساً لهذه

التوقعات شهدت الفترة الانتقالية نشاطاً ملحوظاً في تأسيس الشركات المساهمة العامة، فقد ارتفع عدد الشركات المساهمة العامة المسجلة لدى مراقب الشركات في رام الله من 29 شركة إلى 64 شركة، وارتفع معها رأس المالها الإسمى من حوالي 60 مليون دولار إلى حوالي 600 مليون دولار.

ويجب هذا الحديث

إلا أن هذه التوقعات لم تتحقق، وذلك بسبب المأزق التفاوضي والاضطرابات الأمنية خلال السنتين الماضيتين، إذ لم ت تعد الاستثمارات الفعلية الخاصة خلال العامين الماضيين 95-96 مبلغ 400 مليون دولار (وزارة الاقتصاد والتجارة الفلسطينية، دائرة الاستثمار، 1996). وبقي عدد كبير من الشركات المساهمة العامة التي تأسست بعد أوسلو 1993 تحت التأسيس ولم يمارس أي منها نشاط استثماري فعلي حتى اللحظة. أما بخصوص الإنفاق العام للسلطة الوطنية الفلسطينية فقد جاء دون التوقعات، وذلك نتيجة تكؤ الدول المانحة بالوفاء بالتزاماتها، إذ لم تتعذر نسبة الأموال المدفوعة من هذه الدول إلى مجموع تعهدياتها 36% في العام 1995، ونتيجة تردي الأوضاع الاقتصادية العامة في فلسطين والذي انعكس سلباً على إيرادات السلطة من الضرائب، ولهذين السببين لم تتجاوز موازنة السلطة الوطنية الفلسطينية للعامين 95-96 أكثر من 1.2 مليار دولار جاءت في غالبيتها على شكل نفقات جارية، ولم تشكل النفقات الاستثمارية إلا نسبة محدودة جداً منها (وزارة المالية الفلسطينية، 1996، PICDAR، 1995). وتعكس المؤشرات الاقتصادية الصادرة عن كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بخصوص أداء الاقتصاد الفلسطيني في العامين 1995 و 1996 تدني مستويات الاستثمار الفعلى في فلسطين. ومن أمثلة هذه المؤشرات تدني الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 25% على الأقل، مما أدى إلى انخفاض نصيب الفرد من الدخل إلى 256 دولاراً سنوياً، وفي المقابل ارتفع معدل البطالة إلى حوالي 40%.



الجدول (8)

البيانات العامة للشركات المساهمة العامة حتى 1997/8/13

بعد العام 1993			قبل العام 1993			القطاع
رأس المال المدفوع (مليون دينار)	رأس المال المصرح به (مليون دينار)	عدد الشركات	رأس المال المدفوع (مليون دينار)	رأس المال المصرح به (مليون دينار)	عدد الشركات	
165,202	171,725	14*	24,225	24,3	13	الصناعي والتجاري
37,5	75	4	0.765	0.765	2	المواصلات والخدمات
164	164	16	13	13	3	المالي
5	5	1	1	1	1	المقاولات والبناء
-	-	-	0.4	0.4	10	شركات تعاونية
371,702	415,725	35	39,39	39,465	29	المجموع

المصدر: سجلات مراقب الشركات في رام الله لغاية 1997/8/13.

* من ضمن هذه الشركات شركة باديكو برأسمال إسمى قدره 140 مليون دينار كشريكه قابضة.



4 - نتائج الدراسة

يمكن تقسيم نتائج هذه الدراسة إلى أربعة أجزاء. يعرض الجزء الأول منها نتائج تحليل هيكل التمويل للشركات المساهمة العامة الفلسطينية التي كانت تعمل قبل العام 1993، ويعرض الجزء الثاني الأوزان النسبية لمصادر التمويل الحالية في شركات العينة النهائية، ويقارن بعد ذلك بين هذه الأوزان وتلك المتوفرة في أبييات التمويل الحديثة للشركات في كل من الدول المتقدمة والدول النامية. ويناقش الجزء الثالث اعتماد شركات عينة الدراسة على مصادر تمويل غير رسمية والتي أصبحت جزءاً من السياسات التمويلية لكثير من الشركات في الاقتصادات المتقدمة. أما الجزء الرابع والأخير فيناقش الاتجاهات المستقبلية للسلوك التمويلي لهذه الشركات من واقع المعلومات التي تم الحصول عليها من الاستبانة التي تم توزيعها على شركات عينة بالدراسة.

1- هيكل التمويل للشركات المساهمة العامة الفلسطينية قبل العام 1993

بيّنت دراسة البنك الدولي نشرت في أيلول 1993 بخصوص هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية أن نسبة التمويل بالملكية تساوي 100٪، مما يعني أن نسبة المديونية كانت تساوي صفراء، وأن اعتماد هذه الشركات على الأرباح المحجوزة كمصدر من مصادر تمويل استثماراتها المختلفة كان متداولاً أيضاً. وقد تم الاعتماد على نتائج هذه الدراسة بسبب صعوبة الحصول على عدد كافٍ من ميزانيات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية للفترة قبل العام 1993 وذلك بسبب تحفظ غالبية هذه الشركات من نشر ميزانياتها خوفاً من الملاحقات الضريبية لسلطات الاحتلال الإسرائيلي. وقد أكدت البيانات المالية الواردة في هذا الصدد النتائج التي ظهرت في تقرير البنك الدولي. ويمكن تسجيل الملاحظات



أولاً- لم يميز هذا التقرير بين الشركات المساهمة العامة والمشاريع الفردية وشركات التضامن. لذلك يبدو من الصعوبة بمكان تعميم هذه البيانات على الشركات المساهمة التي تبحثها هذه الدراسة، إلا أنه يمكن القول أن التمويل طويل الأجل كان معدوماً تماماً لكل أنواع الشركات. أما التمويل قصير الأجل، والذي لم يشير التقرير إليه صراحة واعتبره ضمن التسهيلات الإنتمانية التجارية، فقد شكل ما نسبته 15-20% من إجمالي الموجودات. وعليه يمكن القول بأن مصادر التمويل قصير الأجل في الشركات الفلسطينية لا تزيد عن 20% وأخذ الباقي شكل أدوات ملكية.

ثانياً - تشير التقديرات في ذلك التقرير إلى انخفاض مستوى ربحية الشركات المساهمة العامة الفلسطينية خلال سنوات الاحتلال، مما جعل مساهمة الأرباح المحجوزة كمصدر تمويلي ذاتي ضعيف نسبياً. حيث تراوحت نسبة صافي أرباح (خسائر) هذه الشركات إلى مبيعاتها ما بين (10% - 15%)، مما يعني بأن متوسط ربحيتها لا يتجاوز 10% طيلة تلك الفترة، فإذا أخذ بعين الاعتبار قيام بعض هذه الشركات بتوزيع جزء من أرباحها المتبقية على شكل دفعات نقدية لمساهميها، فإن مساهمة هذا المصدر لم تكن يوماً ذات أهمية تذكر.

4-2 مصادر التمويل الحالية للشركات المساهمة العامة غير المالية في فلسطين

يبين الجدول رقم (9) ترتيب مصادر تمويل (مكونات الهيكل التمويلي) الشركات المساهمة العامة غير المالية الفلسطينية من حيث نسبة مساهمتها في التمويل الكلي لمجموع استثماراتها (أصولها) في العامين 94 - 95. يتضح من



هذا الجدول أن أكثر من 50% من إجمالي استثمارات (أصول) شركات العينة في العامين المذكورين ممولة عن طريق إصدار أسهم ملكية، ويتألف مصدر التمويل الداخلي (أرباح محجوزة) والاقتراض قصير الأجل على احتلال المركز الثاني بنسبة مساهمة 24% و 22% على التوالي، أما الاقتراض طويل الأجل فمساهمته محدودة جداً ولا تتعدي 3%， ويظهر تحليل الميزانيتين المقارنتين للعامين 1994-1995 حدوث توسيع في استثمارات شركات العينة بما نسبته 16% (حوالي 5.5 مليون دينار) تم تمويل 51% منها عن طريق الاقتراض البنكي والاتمان قصير الأجل، وحوالي 40% عن طريق استدعاء الأقساط المتبقية من القيمة الإسمية للأسهم المصدرة، وجاء ما نسبته 8% على شكل أرباح متحققة وغير موزعة خلال العامين المذكورين، أما نسبة مساهمة الاقتراض طويل الأجل في تمويل هذا التوسيع فلم تتجاوز 1%. وأخيراً لا بد من الإشارة هنا إلى أن هذه النتائج لا تعكس المسار التمويلي لهذه الشركات خلال السنين المذكورتين فقط، وإنما تعكسه أيضاً خلال السنوات السابقة من عمر هذه الشركات لأن هذه البيانات هي محصلة لقرارات تمويلية تم اتخاذها منذ لحظة التأسيس.

الجدول (9)

الوزن النسبي لمصادر التمويل الحالية في الهيكل التمويلي
لشركات العينة في الهيكل التمويلي لشركات العينة

التغير	الوزن النسبي		مصدر التمويل
	1995	1994	
-2%	51%	53%	تمويل بالملكية
-2%	23%	25%	تمويل داخلي
+3%	23%	20%	تمويل بالديون قصيرة الأجل
+1%	3%	2%	تمويل بالديون طويلة الأجل



يتضح من الجدول (10) الذي يقارن ترتيب أولويات مصادر التمويل في فلسطين وفي كل من الدول النامية والدول المتقدمة أن الترتيب أعلاه لأولويات مصادر التمويل في الشركات الفلسطينية لا ينسجم مع مكونات الهيكل التمويلي الأمثل الذي حدّته نظريات التمويل الحديثة، ونجحت في تحقيقه الشركات في الدول المتقدمة من خلال مسلكها التمويلي الفعلي، ولكنه في المقابل ينسجم مع ترتيب مصادر التمويل في الدول النامية.

(10) الجدول

مؤشرات المسلك التمويلي للشركات المساهمة العامة في كل من فلسطين والدول المتقدمة والدول النامية

مصدر التمويل	فلسطين	الترتيب	النسبة	دول متقدمة*	دول نامية*	الترتيب	النسبة	دول متقدمة**	الترتيب	النسبة
التمويل بالملكية	52%	الأول	41%	الرابع	10%	الأول	41%	الرابع	10%	النسبة
التمويل الداخلي	24%	الثاني	32%	الأول	42%	الثاني	32%	الأول	42%	النسبة
التمويل بالديون قصيرة الأجل	21,5%	الثالث	11%	الثالث	18%	الرابع	11%	الثالث	18%	النسبة
التمويل بالديون طويلة الأجل	2,5%	الرابع	16%	الثاني	30%	الثالث	16%	الثاني	30%	النسبة

* الجدول رقم (6)

** الجدولان (3) و (5)

يتضح من النتائج السابقة أن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية تعتمد بالدرجة الأولى على مصادر التمويل الأكثر كلفة مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط تكلفة رأس المال المستثمر (WACC)، وهذا بدوره ينعكس سلباً على قدرة هذه الشركات التنافسية لكون هذا المتوسط هو العامل الحاسم في تقييم المشاريع الاستثمارية لهذه الشركات، أي على أساسه يتم قبول الفرص الاستثمارية المتاحة أو رفضها. ويمكن الافتراض بأن الأسباب التي أدت إلى هذا المسلك التمويلي



للشركات الفلسطينية تتشابه إلى حد كبير مع الأسباب التي ذكرها سنغ في دراسته (Singh, 1995) حول المسار التمويلي للشركات في البلدان النامية. ويعود المسار التمويلي للشركات الفلسطينية إلى الأسباب التالية:

- 1 من الطبيعي أن يكون التمويل بالملكية هو المصدر الأول بالنسبة للشركات المساهمة العامة الفلسطينية، نظراً لأن معظم إدارات هذه الشركات وملكيتها ذات صبغة عائلية، وإن كانت شركات عامة، مما أثر بشكل واضح على مصادر تمويلها.
- 2 انخفاض الأرباح التي حققتها الشركات في سنوات الاحتلال. حيث يتضح من قائمة الدخل للعامين 94-95 أن متوسط نسبة مجموع أرباحها إلى مجموع أصولها لا يزيد عن 10%， وليس من المتوقع أن تكون أرباح هذه الشركات أفضل حالاً في سنوات الاحتلال، ويمكن أن يعزى ذلك إلى العراقيل التي واجهتها هذه الشركات طيلة تلك الفترة، سواء على صعيد الضرائب أو القيود المفروضة على حركة البضائع والأموال والعمالة بذرائع أمنية مختلفة. حتى أنه لم يكن بمقدور إدارات هذه الشركات أن تحول هذه الأرباح القليلة المتحققة بسهولة إلى مصدر تمويلي داخلي بسبب الضريبة المفروضة على رسماتها وهي بنسبة 15% حسب القوانين النافذة. وهذه الضريبة جعلت في الخيار الآخر، وهو توزيعها على شكل أرباح نقدية للمساهم، يبدو الخيار الأكثر جاذبية.
- 3 غياب مصادر الاقتراض طويلاً الأجل حتى تاريخه، حيث غالب سوق الأوراق المالية عن النشاط الاقتصادي الفلسطيني، وبالتالي لم يكن بإمكان الشركات إصدار سندات، ولكنها استمرت في إصدار أسهم عاديّة من خلال سوق موازية وغير منتظمة، هذا إضافة إلى أن القطاع المصرفي

أبدى ترددًا واضحًا في منح قروض طويلة الأجل للمشاريع على اختلاف أنواعها في فلسطين، حيث كانت معظم التسهيلات المقدمة في القطاع المصرفي الفلسطيني على شكل الجاري المدين وشكل هذا الحساب ما نسبته 70% من جميع التسهيلات الإنمائية الممنوحة من قبلها. وقد يبدو هذا أمرًا طبيعياً على اعتبار أن البنوك العاملة الفلسطينية هي بنوك تجارية تعتمد على الودائع في تمويل استثماراتها ليست بنوكاً تموية متخصصة.

-4 غياب الوعي الاستثماري والمالي لدى كثير من إدارات هذه الشركات، حيث تبين من البيانات التي جمعت عن طريق الاستبانة التي تم توزيعها أن جميع شركات العينة تعتبر تكالفة مصدر التمويل من أهم العوامل التي تحكم اختيارها، وفي الوقت نفسه أفاد حوالي 60% منها أن عامل الاستفادة من مزايا الرفع المالي في اختيار مصدر التمويل غير مهم (انظر الجدول رقم (10))، وهذا مؤشر على عدم وعي إدارات هذه الشركات بمزايا الاقتراض في تخفيض تكالفة رأس المال، بمعنى آخر هناك غياب لفهم الدقيق للعلاقة بين هيكل رأس المال ومتوسط تكلفته.

-5 تحيز القوانين والتشريعات النافذة في فلسطين، والتي تعود في جذورها إلى الحقبة الأردنية، إلى جانب مصادر التمويل بالملكية (الأسهم العادي)، ويظهر هذا التحيز بشكل واضح في الإعفاء الضريبي على أرباح الأسهم الجارية والرأسمالية، وفي المقابل فرض ضريبة على فوائد الاقراض التي يجنيها المستثمر، كما أن غياب القوانين الواضحة والصارمة والتي تضمن حقوق المقرضين في حالة إفلاس الشركات جعل من تكالفة الاقتراض مرتفعة نسبياً.



4-3 مصادر التمويل غير الرسمية

لفحص إمكانية أن تكون هذه الشركات قد لجأت إلى مصادر تمويل غير رسمية كمحلات الصرافة مثلاً، قام الباحثون بإجراء مقابلات شخصية مع أصحاب عدد من محلات الصرافة المؤثرة والقوية وكذلك مع إدارات بعض الشركات المساهمة العامة التي كان تعمل قبل العام 1993 واستمرت بالعمل بعده، اعتقاداً منهم بأن لجوء هذه الشركات لمصادر تمويل غير رسمية كان في السابق مبرراً بشكل أكبر بسبب الأوضاع التي كانت سائدة في الأرضي الفلسطينية، وبسبب غياب دور الجهاز المصرفي في تلك الفترة كمصدر تمويلي مهم تجأ إليه الشركات المساهمة العامة.

ومن خلال تلك المقابلات تبين بأن هذه الشركات لم تجأ إلى أي مصادر غير رسمية للتمويل، سواء من محلات الصرافة أو غيرها. وحسب وجهة نظر كل من أصحاب محلات الصرافة وإدارات الشركات فإن هناك عدة موانع حالت دون لجوئها إلى هذه المصادر، كان من أبرزها عدم قانونية مثل هذا الإجراء وارتفاع المخاطر المتصلة بهذا النوع من الصفقات.

4-4 التوجهات التمويلية المستقبلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية

تظهر نتائج المسح الميداني من خلال الاستبانة التي تم توزيعها على شركات العينة الثانية أن الأفضلية في اختيار مصادر التمويل المستقبلية في ظل الظروف الحالية تأخذ الترتيب التالي:

- 1- التمويل الداخلي (الأرباح المحجوزة) وحصل على المرتبة الأولى في إجابات الشركات بتكرار نسبي 55%.



- بـ- التمويل بالملكية (أسهم عادية) وحصل على المرتبة الأولى في إجابات الشركات بتكرار نسبي 36%.
- جـ- التمويل عن طريق الاقتراض قصير الأجل وحصل على المرتبة الأولى في إجابات الشركات بتكرار نسبي 9%.
- دـ- التمويل عن طريق الاقتراض طويل الأجل ولم يحصل على المرتبة الأولى في أي من إجابات الشركات.

تؤكد هذه النتائج، بشكل عام، على توجه إدارات هذه الشركات بالاستمرار في اتباع المسلك التمويلي الذي اعتادت عليه في الفترة الماضية بالرغم من التشوهدات الموجودة فيه والتي أشير إليها سابقاً، ويبدو أن الاختلاف الجوهرى بين المسلك التمويلي الحالى والمستقبلى لهذه الشركات سيكون فى حرص هذه الشركات على الاستخدام النسبى الأكبر للأرباح كمصدر تمويلي ذاتى مقارنة بما كان عليه في السابق. ويدل هذا التوجه على أن إدارات هذه الشركات تدرك أهمية هذا النوع في التمويل ولكنها لم تستخدمه في السابق بشكل كبير لعدم تمكناها من تحقيق أرباح كافية.

وفي رصد وتحليل إجابات هذه الشركات على أحد أسئلة الاستبانة حول توجهاتها المستقبلية بخصوص توزيع الأرباح تبين أن 55% من عينة الدراسة تميل لاعتماد سياسة توزيع أرباح محافظة جداً لا يزيد متوسط نسبة توزيعاتها عن 5% من القيمة الإسمية لأسهمها، وتتوافق 28% من شركات العينة توزيع أرباح بنسبة تتراوح بين 10-20% من القيمة الإسمية، وتخطط 17% فقط من شركات العينة لتوزيع أرباح بنسبة تزيد عن 20% من القيمة الإسمية لأسهمها. وتدعم هذه المؤشرات ما ذهبت إليه الدراسة في الفقرة السابقة بخصوص توجهات الشركات للاعتماد بشكل أكبر في المستقبل على التمويل الذاتي:



٤-٥ اعتبارات اختيار مصادر التمويل المستقبلية من وجهة نظر إدارات الشركات الفلسطينية

يوضح الجدول رقم (11) الأهمية النسبية للاعتبارات التي تحكم اختيار هذه الشركات لمصادر تمويلها، ويظهر في هذا الجدول أن شركات عينة الدراسة تولي أهمية مطلقة لاعتبار تكلفة المصدر، وتولي أهمية كبيرة لعامل مستوى المخاطرة المرتبط بمصدر التمويل حيث اعتبرت أكثر من 63% من شركات العينة أن هذا العامل مهم جداً واعتبره الباقى مهماً نوعاً ما، أما بالنسبة لعامل الانتفاع من مزايا الرفع المالى الذى يتحققه الاقتراض فاعتبرته 17% فقط من شركات العينة مهماً في اختيار مصدر التمويل ، والشركات الباقية اعتبرته غير مهم، أما العوامل الأخرى وهي الحرص على سرية المعلومات وتشتت الملكية فلم تكن مهمة من وجهة نظر إدارات هذه الشركات. وتحمل هذه النتائج تناقضًا واضحًا بين حرص الشركات على تخفيض تكلفة أموالها المستثمرة من جهة وعدم إدراكها لأهمية عامل الرفع المالى في تخفيض هذه التكلفة من جهة أخرى.

(11) الجدول

الأهمية النسبية للاعتبارات الأساسية لاختيار مصدر التمويل المناسب

الاعتبارات	الأهمية النسبية	مهم جدًا	مهم نوعاً ما	غير مهم
تكلفة مصدر التمويل		100%	-	-
درجة المخاطرة		63%	37%	-
الاستفادة من مزايا الرفع المالى		17%	25%	58%
الخوف على سرية المعلومات		18%	45%	37%
تشتت الملكية		18%	54%	28%



—?

5 - ملخص النتائج والتوصيات

يمكن تلخيص النتائج التي توصلت إليها الدراسة على النحو التالي:

لم يختلف المسار التمويلي للشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية في الفترة التي سبقت توقيع اتفاق أوسلو في العام 1993 عنه في الفترة التي أعقبت الاتفاق، حيث استمرت الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية طيلة سنوات الاحتلال وحتى الآن بالاعتماد على إصدارات الأسهم العادية كمصدر أول لتمويل استثماراتها. واحتلت الأرباح المتتحققة غير الموزعة (التمويل الذاتي) المرتبة الثانية كمصدر تمويل لهذه الشركات. أما مصادر الاقتراض، ولا سيما طول الأجل، فبقيت مساهمتها التمويلية محدودة جداً، إن لم تكن معدومة، في معظم الأحيان. وهذا الترتيب لمصادر التمويل لا ينسجم مع ما تدعو إليه نظريات التمويل الحديثة ونجحت في تحقيقه الشركات المساهمة في الدول المتقدمة والذي يكون عنده متوسط تكلفة رأس المال أقل مما يمكن. ووفقاً لهذه النظريات فإن الترتيب الأمثل لهذه المصادر يكون على النحو التالي: التمويل الداخلي ومن ثم التمويل بالاقتراض وأخيراً التمويل بالملكية. وليس غريباً أن يتتشابه هذا المسار التمويلي لشركات الدراسة مع مسار مثيلاتها في الدول النامية حسب ما توصلت إليه دراسة سنغافورة (Singh, 1995).

(1995)

لم تتوفر نتائج الدراسة أي دليل على أن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية قد لجأت إلى مصادر تمويلية غير رسمية كالاقتراض من محلات الصرافة أو من الأقارب والأصدقاء في الفترتين قبل اتفاق أوسلو وبعده. ولكن ذلك لا يعني أن يكون استخدام هذا التمويل لم يكن شائعاً من قبل مؤسسات الأعمال الفردية والتضامنية نظراً لخضوع



غيرها من مؤسسات الأعمال.

نَبَيُ الْمَذَانِ الْقَوْلِيُّ لِلثَّرَاتِ الْفَلَطِينِيَّةِ

-3- يمكن أن يعزى هذا المسلك التمويلي للشركات الفلسطينية إلى عدة أسباب،

من أهمها:

أ- ضعف بنية النظام المالي الفلسطيني والذي تجسد في غياب مؤسسات الإقراض طول الأجل في الفترتين قبل العام 1993 وبعده، على الرغم من افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية مع بداية العام 1997، والذي اقتصر نشاطه حتى إعداد هذه الدراسة على التداول الثاني للأسهم العاملة.

بـ- تبني القوّة الإمبريالية لهذه الشركات نظراً للظروف الصعبة التي عاشتها ولا تزال تعيشها الأراضي الفلسطينية بسبب السياسات والممارسات الاحتلالية الإسرائيليّة.

جـ- غياب الوعي الاستثماري والمالي لدى غالبية إدارات هذه الشركات واعتمادها على الأنماط الإدارية التقليدية ذات الصبغة العائلية.

د- تحفظ التشريعات والقوانين النافذة لصالح أدوات التمويل بالملكية في الوقت الذي غابت فيه قوانين تحمي حقوق المقرضين، هذا من جهة، ومن جهة أخرى عانى الجهاز القضائي الفلسطيني من خلل بنوي انعكس سلباً على دوره في حل النزاعات الجزائية، مما أفقد مؤسسات الإقراض المتوفرة على قلتها والأفراد العاديين الثقة في هذا الجهاز.

تشير التوجهات المستقبلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية
بخصوص مسلكها التمويلي إلى الاستمرار في الاعتماد على التمويل
بالمالكية (أسهم عادية) كمصدر أول لسد احتياجاتها التمويلية. وتشير نتائج
الاستبانة كذلك إلى اتجاه إدارات هذه الشركات إلى زيادة الاعتماد على
الأرباح المحجوزة في تمويل استثماراتها المختلفة. وفي الوقت نفسه تشير

نتائج الدراسة إلى أنه ليس لدى إدارات هذه الشركات النية أو التوجه لزيادة اعتمادها على الاقتراض طويل الأجل كمصدر تمويلي، مما يعني أنها لا زالت غير مدركة لمزايا الاقتراض (الرفع المالي) في تخفيض متوسط تكلفة أموالها المستثمرة (WACC) وإذا لم يتم تصويب هذه التوجهات ^{تم دلالة}
بغرض الوصول إلى مزيج تمويلي أفضل في المستقبل فلن ^{ذلك يعني} استمرار ضعف القدرة التنافسية للشركات المساهمة الفلسطينية وخصوصاً في ظل التحديات الاقتصادية التي فرضتها المرحلة السياسية الجديدة.

ترى إدارات هذه الشركات أن التكلفة أولاً، ودرجة المخاطرة ثانياً، هما من الاعتبارات المهمة في اختيار مصادر التمويل. وأما العوامل الأخرى مثل مزايا الرفع المالي والمحافظة على سرية المعلومات، وشتت الملكية المحتملة فلم تر إدارات هذه الشركات بأن لها أهمية تذكر عند اختيار مصدر التمويل، وقد تعكس هذه النتيجة ضعف وعيها بالمفاهيم والتطبيقات الحديثة في علم التمويل.

من النتائج السابقة يمكن الخروج بمجموعة من التوصيات التي يعتقد الباحثون أن الأخذ بها من قبل المعنيين سيترك أثراً إيجابياً على أداء الشركات الفلسطينية بشكل عام وسيعزز قدرتها التنافسية بشكل خاص، وهذه التوصيات هي: بجانب التوصيات التي سترى أثراً إيجابياً على آداء الشركات

-1 على مجالس إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية إدخال إصلاحات على أسلوب عملها الإداري، وقد يتطلب ذلك منها أن تعمل على رفع المستوى المهني للموظفين الذين يحتلون موقع إدارية متقدمة. وقد يكون من المناسب، أيضاً، رفد هذه الإدارات بكفاءات جديدة مؤهلة. ونكتسب هذه التوصية أهمية خاصة في ظل التغييرات التي طرأت على بيئة أعمال هذه الشركات في الآونة الأخيرة.



-2 ضرورة قيام مجالس إدارات الشركات المساهمة العامة غير المالية الفلسطينية بإعادة النظر في سياساتها التمويلية. فيجب عليها عدم المغالاة في توزيع الأرباح النقدية على المساهمين وإذا كان لا بد من قيامها بذلك، فالأفضل أن يأخذ ذلك شكل الرسملة (توزيعات أسهم). ويجب عليها البحث بشكل جدي عن مصادر التمويل بالاقتراض طويل الأجل لمزيداً من المخالفة مقارنة بمصادر التمويل بالملكية. وذلك من خلال العمل مع سلطة النقد على توفير آلية ضمان مناسبة تسهل على هذه الشركات الاقتراض طويل الأجل أو التنسيق مع السوق المالية والهيئة المشرفة عليها للإسراع في العمل بسوق السندات.

-3 ضرورة قيام سلطة النقد الفلسطينية بالنظر في إمكانية تبني إما نموذج البنوك الشاملة أو ترخيص بنوك تنموية متخصصة تعمل إلى جانب البنوك التجارية الحالية، وذلك بغرض إتاحة المجال أمام الشركات الفلسطينية، ولا سيما المساهمة، منها للاقتراض لأجل طويلة حتى تستطيع الاستفادة من مزايا الرفع المالي عن طريق التغيير في هيكل تمويلها القائم مما سيعزز من قدرتها التنافسية.

-4 تخفيف إجراءات البنوك الائتمانية وتخفيف متطلبات الرهن والضمان في مجال الاقتراض، وأن تبدأ هذه البنوك بالاعتماد بشكل أكبر على ربحية المشروع وجدية القائمين عليه بدلاً من الرهونات العينية عند اتخاذ قرارها التمويلي.

-5 ضرورة اهتمام وزارة المالية الفلسطينية والجهات الرسمية وغير الرسمية المعنية بسوق فلسطين للأوراق المالية بتطوير أنشطته لتشمل سوق إصدارات أولية للأسهم، وتتوسيع الأدوات المالية المتداولة فيه كالسندات



والمشتقات. ومن شأن هذه الإجراءات، إن تمت، إحداث تنوع في مصادر التمويل والاستثمار المتاحة أمام المتعاملين مع السوق. ولعل هذه التوصية تسجم مع توجهات مجموعات العمل الاستشارية التابعة للبنك الدولي والتي تعمل الآن على تطوير أنشطة السوق ومن ضمنها ما تم الإعلان عنه بخصوص النية للشرع للشروع في تداول السندات إلى جانب الأسهم في السوق.

- 6 ضرورة تحديث الإطار القانوني الذي يحكم التعاملات المالية على اختلاف أشكالها في فلسطين. ويتم هذا من خلال تطوير القوانين والتشريعات النافذة والمعمول بها حالياً والتي فيها الكثير من التحيز ضد أشكال التمويل بالاقتراض المختلفة، وسن قوانين حديثة تضمن حقوق المقرضين وتحفظ من تخوفاتهم على أموالهم في حالة الإقلاس أو عدم وفاء المستفيد بشكل متعدد بالتزاماته المالية تجاه الغير. ويقع تحت عنوان التحديث هذا رزمة من القوانين كقانون البنوك، وقانون سوق الأوراق المالية، وقانون الشركات، وقانون التجاري، وقوانين الضرائب، وقانون الملكية الفردية، وقانون الإقلاس، وأخيراً قانون تسجيل العقارات. وفي هذا السياق فإن هناك فريقاً استشارياً من شركة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي يعكف حالياً على إنجاز العديد من هذه القوانين.

- 7 تشجيع تأسيس بيوت خبرة واستشارات مالية متخصصة لتساعد المستثمرين ومستخدمي الأموال على اتخاذ القرارات الرشيدة، ويقع هذا على عاتق شركات الوساطة وإدارة سوق فلسطين للأوراق المالية. وفي هذا السياق، أيضاً، لا بد من إسراع هيئة الرقابة العامة بإنجاز كافة الخطوات القانونية والمهنية لتطوير وتنظيم مهنة المحاسبة والتدقير في فلسطين، بما يضمن تزويد المعنيين بالاستثمار والتمويل بكافة البيانات والبيانات المناسبة وفي الوقت المناسب.



8- تكاف الجهد على المستويين المهني والأكاديمي من أجل تنمية الثقافة المالية لدى قطاعات المجتمع الفلسطيني المختلفة. وهذا الأمر يستدعي القيام بحملات إعلامية جماهيرية تقوم بها إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية، وسلطة النقد الفلسطينية، وإدارات البنوك المختلفة وشركات الوساطة المالية بغرض تبسيط المفاهيم المالية وتعريف الجمهور الفلسطيني بكافة الجوانب المتعلقة بالمعاملات المالية والمصرفية، خاصة أن هؤلاء سيشكلون رافداً أساسياً من روافد التمويل والاستثمار. ويمكن للجامعات ومراكز البحوث المتخصصة أن تلعب دوراً مهماً في هذا الاتجاه وبالتنسيق مع الجهات سابقة الذكر.



المراجع

أولاً- المراجع العربية

عبدالكريم، نصر و الظاهر، مفيد (1996). تصورات حول استراتيجية متكاملة لهيكلة القطاع المالي الفلسطيني. *السياسة الفلسطينية*، عدد تموز، ص 110-111.

.135

سلطة النقد الفلسطينية (1997). النشرة الإحصائية الشهرية (تموز).

وزارة المالية الفلسطينية (1996). قانون الموازنة الفلسطينية.

المجلس الفلسطيني للإعمار و إعادة البناء (1996)

وزارة الاقتصاد والتجارة الفلسطينية(1996)، تقديرات دائرة الاستثمار

ثانياً- المراجع الإنجليزية

Altman, E. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *Journal of Finance*, (Sept.), pp. 1067-89.

Abdelkarim, N. (1997). *The Need and Importance of Establishing the Palestinian Stock Exchange*. Nablus: The Deanship of Scientific Research - An-Najah University.

Asquith, P. and Mullins (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*, 15: (Jan-Feb), pp. 61-89.

Allen F.(1993). Stock Markets and Resource Allocation. In: Mayer and Vives (eds). *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge: Cambridge University Press.

Brigham, E. and Gapenski, L. (1996). *Intermediate Financial Management*, 5th edition. The Dryden Press.

Barnea, A., Haugen, R. & Senbet, L. (1989). Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review. *Financial Management*, 10 (Summer). pp.7-22



- Barnea, A., Hugen, R., & Senbet L. (1985). *Agency Problems and Financial Contracting*. Englewood Cliffs. NJ: Prentic-Hall.
- Bernanke, B. (1985). Is There Too Much Debt. *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia* (Sept. -Oct.) pp. 5-8.
- Borio, C. (1990). Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Prospective. BIS Economic Papers No. 27.
- Board of Governors of the Federal Reserve System-(U.S.A). *Division of Research and Statistics, Flow of Accounts*, Various Issues.
- Curran, J. (1990). Hard Lessons from Debt Decade. *Fortune*, June 18.
- Compustat Industrial Data Tape (U.S.A) 1995.**
- Durand, D. (1992). Costs of Debt and Equity Funds for Business Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance*, New York: National Bureau of Economic Research, pp. 215-47.
- Fry, M. (1988). *Money, Interest and Banking in Economic Development* Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Griffiths, I. (1992). *Creative Accounting*, 3rd edition. Routledge.
- Janjigian, V. (1987). The Leverage Changing Consequences of Convertible Debt Financing. *Financial Management* (Autumn), pp. 15-2.
- Jensen, M.. and Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Oct., pp. 305-60.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323-29.
- Kim, Y. (1990). Informative Conversion Ratio: A Signalling Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (June), pp. 419-31.
- Kester, W. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of the United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, Spring, pp. 5 -16.
- La Porta, R., Florencio, L. and Shleifer, A. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52, pp. 1131- 50.



- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32, pp. 261-75.
- Miller, M., and Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, Sept pp. 1031 - 51.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, pp. 575-92.
- Myers S., and Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2): pp. 187-221.
- Modigliani, F., and Miller, M. (1985). The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, pp. 261-97.
- Modigliani, F., and Miller, M. (1963). Corporation Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 13, pp. 433-43.
- Masulis, R. (1977). The Effect of Capital Structure Changes on Security Prices: A Study of Exchange Offers. *Journal of Economics*, 8, p. 1
- Masulis, R. (1988). *The Debt/Equity Choices*. New York : .
- Mikkelsen, W., and Partch, M. (1986). Evaluation of Effects of Security Offerings and the Issuance Process. *Journal of Financial Economics*, (Jan-Feb.). pp. 31-60.
- OECD, Non-Financial Enterprises Financial Statements, *Financial Statistics*, Various Issues.
- OECD, *Financial Accounts of OECD countries*, *Financial Statistics*, Various Issues.
- Palestinian National Authority - PICDAR (1995). *The West Bank and Gaza Strip: Outlook for Investment and Associated Funding Needs*.
- Pingar, J., and Lease R. (1986). The Impact of Preferred for Common Exchange Offers on Firm Value. *The Journal of Finance*. pp. 795-814.
- Samuels, J., Brayshaw, R., and Craner, J. (1995). *Financial Statement Analysis in Europe*, 1st. edition. Chapman & Hall.



- Singh, A. (1995). **Corporate Financing Patterns in Industrializing Economies**. International Finance Corporation (IFC) - Technical Paper # 2.
- Singh, A., & Hamid, J. (1992). **Corporate Financial Structure in Developing Countries**. IFC - Technical Paper #1.
- Smith, T. (1992). **Accounting for Growth**, 1st. Edition. Century Business.
- Stickney, C. (1996). **Financial Reporting and Statement Analysis, 3rd Edition**. Dryden.
- Travlos, J. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. **Journal of Finance**, 42, pp. 943- 63
- World Bank (1993). **Developing the Occupied Territories: An Investment in Peace, Volume 3**. Washington, D.C.



الملحق (1)

أحجام التداول الأسبوعية في سوق فلسطين للأوراق المالية والتغيرات على مؤشر القدس لأسعار الأسهم

المتداولة¹ حتى 30/8/1997

¹ تم الحصول على البيانات الواردة في هذا الملحق من إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس



الجدول (م 1)

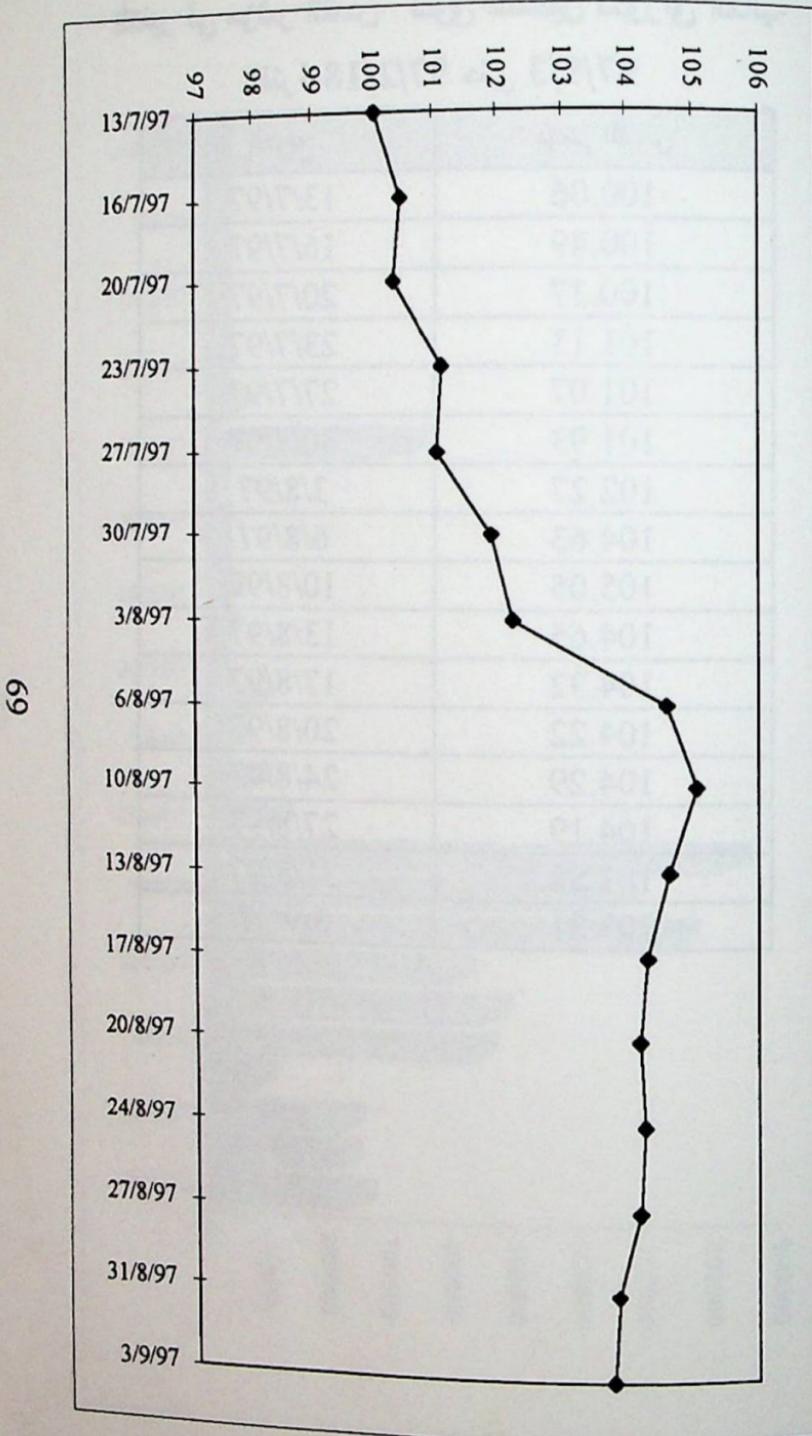
أحجام التداول الأسبوعية في سوق فلسطين للأوراق المالية
لل فترة 18/2/97 حتى 3/9/97 بالدينار الأردني

الرقم المستلم	التاريخ	ال أسبوع	حجم التداول
1	18/2/97	15/2/97	510
2	25/2/97	22/2/97	0
3	4/3/97	1/3/97	7200
4	11/3/97	8/3/97	145
5	18/3/97	15/3/97	0
6	25/3/97	22/3/97	1300
7	1/4/97	29/3/97	4790
8	8/4/97	5/4/97	28118
9	15/4/97	12/4/97	329923
10	22/4/97	19/4/97	0
11	29/4/97	26/4/97	1900
12	6/5/97	3/5/97	0
13	13/5/97	10/5/97	20900
14	20/5/97	17/5/97	9914
15	27/5/97	24/5/97	6436
16	3/6/97	31/5/97	57123
17	10/6/97	7/6/97	22140
18	17/6/97	14/6/97	59457
19	24/6/97	21/6/97	96864
20	1/7/97	28/6/97	809845
21	8/7/97	5/7/97	636943
22	13/7-16/7/97	12/7/97	733858
23	20/7-23/7/97	19/7/97	393884
24	27/7-30/7/97	26/7/97	450260
25	3/8-6/8/97	2/8/97	431255
26	10/8-13/8/97	9/8/97	68043
27	17/8-20/8/97	16/8/97	214988
28	24/8-27/8/97	23/8/97	213766
29	31/8-3/9/97	30/8/97	236646



الشكل (١)

أحجام التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة ٩٧/٢/١٨ حتى ٩٧/٩/٣



الجدول (م)

التغير في مؤشر القدس - سوق فلسطين للأوراق المالية

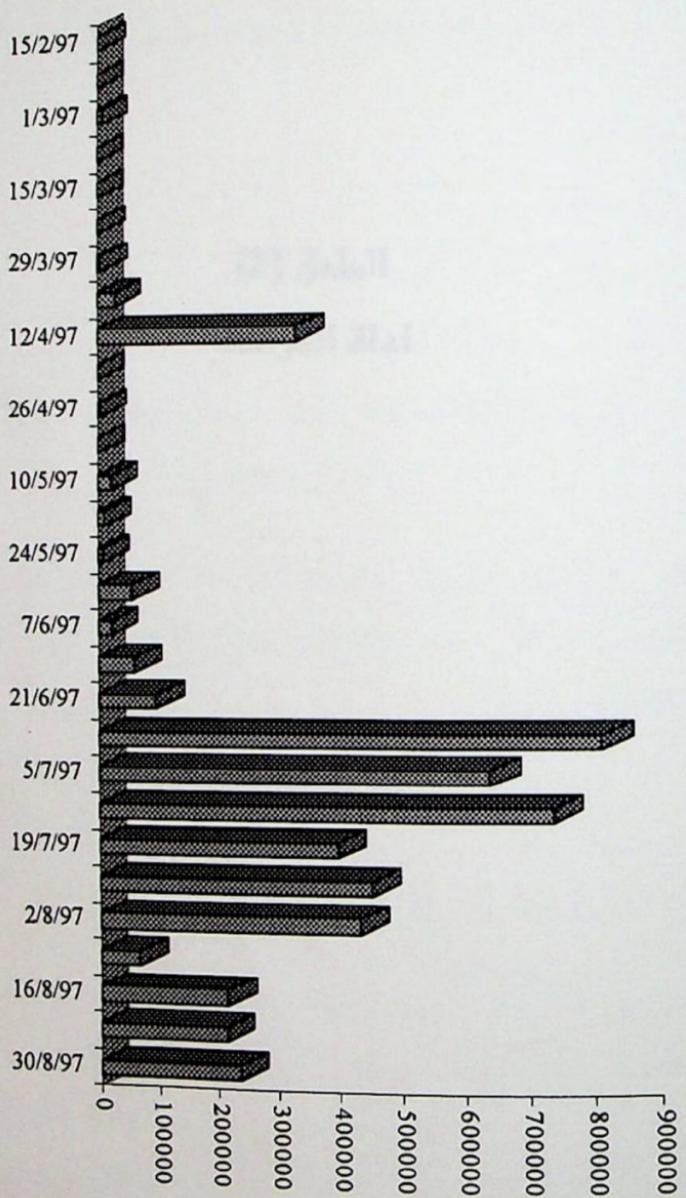
لل فترة 97/2/18 حتى 97/9/3

مؤشر القدس	التاريخ
100.06	13/7/97
100.49	16/7/97
100.37	20/7/97
101.13	23/7/97
101.07	27/7/97
101.93	30/7/97
102.27	3/8/97
104.63	6/8/97
105.05	10/8/97
104.65	13/8/97
104.32	17/8/97
104.22	20/8/97
104.29	24/8/97
104.19	27/8/97
103.88	31/8/97
103.81	3/9/97



الشكل (2م)

التغير في مؤشر القدس - سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة 18/9/2/1997 حتى 30/8/1997





الملحق (2) اداة الدراسة



استبيان

حول التوجهات التمويلية المستقبلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية (غير المالية)

_____ : إسم الشركة

_____ : طبيعة النشاط

_____ : سنة التأسيس

1- من واقع آخر بياناتكم المحاسبية، حدد/ي مساهمة كل مصدر من
مصادر التمويل التالية في حجم التمويل الكلي:

مصدر التمويل	النسبة من التمويل الكلي الحالي
1- تمويل داخلي (أرباح محجوزة)	
2- قروض بنكية	
3- قروض سندات	
4- إصدارات أسهم عادية	
5- مصادر أخرى حدد/ي	

2- هل سبق وأن لجأتم إلى مصادر تمويل غير البنوك والمؤسسات المالية
المختصة الأخرى لتلبية احتياجاتكم التمويلية خلال سنوات عملكم؟

لا	نعم	قبل العام 1993
لا	نعم	بعد العام 1993



- 3- إذا كانت الإجابة في سؤال (2) "نعم"، فما هي بتنظيركم نسبة مساهمة هذا النوع من التمويل إلى مجموع احتياجاتكم التمويلية؟
- أ- أقل من 10%
 - ب- من 10-20%
 - ج- أكثر من 20%

- 4- اذا كانت الإجابة في سؤال (2) "نعم" ، فما هو المصدر التمويلي (غير الرسمي) الذي اعتنتم اللجوء اليه؟
- أ- محلات الصرافة
 - ب- الأقارب والأصدقاء
 - ج- مصادر أخرى،حدد/ي

- 5- بعد افتتاح سوق الأوراق المالية واتكمال بناء النظام المصرفي الفلسطيني، رتب/ي مصادر التمويل المستقبلية من حيث أفضليتها من وجهة نظر شركتكم.

<u>الترتيب</u>	<u>المصدر</u>
1	- تمويل داخلي (أرباح محجوزة)
2	- قروض بنكية
3	- قروض سندات
4	- إصدارات أسهم عادية
5	— مصادر أخرى حدد/ي



6- ضع/ي إشارة(x) تحت درجة الأهمية المناسبة لكل من الاعتبارات التالية
التي تحكم اختياركم لمصدر تمويل دون آخر:

درجة الأهمية			الاعتبار
غير مهم	مهم نوعاً ما	مهم جداً	
			تكلفة مصدر التمويل
			درجة المخاطرة المرتبطة بمصدر التمويل.
			شتت الملكية وبالتالي ضعف السيطرة الإدارية للمساهمين الحاليين.
			الخوف على سرقة المعلومات من أطراف التمويل الجديدة.
			الاستفادة من مزايا ما يعرف بمفهوم الرفع المالي في الشركة.
			أخرى، حدد/ي _____



7- ماهي نسبة توزيع الأرباح على المساهمين التي اعتمدتها شركتكم خلال

فترة نشاطكم الماضية، (النسبة من القيمة الإسمية للسهم العادي)؟

1- 0% وأقل من 10%

2- 10% وأقل من 20%

3- 20% وأقل من 30%

4- أكثر من 30%

8- حدد/ي أهمية كل من الاعتبارات التالية في تحديد سياسة توزيع الأرباح

الحالية (ضع إشارة × تحت درجة الأهمية المناسبة)؟

درجة الأهمية			الاعتبار
غير مهم	مهم نوعاً ما	مهم جداً	
			الاستمرار في تقليد متبع في الشركة
			إرضاء المساهمين الحاليين
			خلق الانطباع الجيد حول ربحية وسبيولة الشركة لدى المستثمرين المحتملين
			توقعات الشركة بخصوص احتياجاتها التمويلية لفرص الاستثمار المتاحة أمامها.
			التأثير على القيمة السوقية لسهم الشركة.
			أخرى، حدد/ي

9- هل تتوقع/ين أن تأثير هذه السياسة في الفترة القادمة في ظل توفر مصادر

تمويل جديدة؟

1- سيتغير باتجاه زيادة نسبة التوزيع

2- سيتغير باتجاه تخفيض نسبة التوزيع

3- سيبقى على ما هو عليه الآن.



10- بشكل عام هل تعتقد/ين بأن هناك إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية لأهمية موضوع هيكل رأس المال في حياة هذه الشركات؟

1- أعتقد ذلك بشدة.

2- أعتقد ذلك ولكن بشكل محدود.

3- لا أعتقد ذلك إطلاقاً.

انتهت الأسئلة

شكراً على حسن تعاونكم

ABSTRACT

The purpose of this study was threefold : First, to present a comprehensive literature review on the issue of corporate capital structure. Second, to identify and analyze the past and present corporate Financing Patterns in Palestine in light of modern theories and practices. Finally, to explore whether Palestinian corporate executives are changing their attitudes towards the source of finance available to them now and in the foreseeable future.

The findings of the content analyses conducted on the most recent audited annual reports of a sample of non - financial corporations revealed that the sample firms rely on external equity financing as the major source of capital, followed by the retained earnings (internal financing) in the second place, and long- term debt financing as the last source. These financing patterns prevail in the pre- and post- 1993 periods. These practices are not conformed with modern finance theories and practices of corporate firms in the developed countries, but they are compatible to the practices of their counterparts in the developing countries. Furthermore, the interviews conducted with managers of selected coporations, as well as with influential money exchangers reveal no off-balance sheet financing utilized during both pre- and post- 1993 periods. As to the attitudes of corporate executives toward future financing policies, the survey undertaken for that purpose produced a preliminary evidence that those firms would continue their behavior with respect to the future financing options. This evidence may stem from a lack of awareness and knowledge of modern finance practices on the part of Palestinian corporate managements. This detected distortion in the Palestinian corporate capital structure reflects unfavorably upon the cost of a firm's capital, and consequently, their competitive position.



Digitized by Birzeit University Library

Arabic-English Course Series in Translation
A Comprehensive Guide to the Art of Arabic
Second Year

