

جامعة النجاح الوطنية

كلية الدراسات العليا

أثر ضرائب الدخل في تحديد هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة

إعداد

كامل عاطف سالم عبد ربه

إشراف

د. إسلام عبد الجواد

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين.

2015

أثر ضرائب الدخل في تحديد هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة

إعداد

كامل عاطف سالم عبد ربه

نوقشت هذه الأطروحة بتاريخ 2015/4/14م، وأجيزت.

أعضاء لجنة المناقشة

1. د. اسلام عبد الجواد / مشرفا ورئيسا

2. أ.د. نور الدين ابو الرب / ممتحنا خارجيا

3. د. سامح العطوط / ممتحنا داخليا

التوقيع

.....
.....
.....

الإهداء

أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

قال تعالى " وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا " (الإسراء:33)

إلى من أمرني ربي بالإحسان إليهما والدي و والدتي رحمهما الله

إلى من هم أكرم منا جميعا، إلى شهداء فلسطين

إلى القابعين خلف القضبان، إلى أسرى الحرية

إلى زوجتي العزيزة ريما عمرو " أم حمزة "

إلى أبنائي الأحباء حمزة، محمد، أنس

إلى بناتي الحبيبات ديما، مي، ريم، صغيرتي رناد

إلى جميع من دعمني لانجاز هذا الجهد المتواضع

سائلاً المولى عز وجل أن يعلمنا ما ينفعنا، وأن ينفعنا بما علمنا

انه نعم المولى ونعم القدير

الشكر والتقدير

امتناناً لقوله تعالى أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

" وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِنْ كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ " (سورة إبراهيم: 7)

فاني أتوجه بالشكر الجزيل إلى الصرح العلمي الشامخ جامعة النجاح الوطنية.

كما أشكر أستاذي الدكتور إسلام عبد الجواد حفظه الله الذي تفضل بالإشراف على أطروحتي، والذي وجدت فيه الأستاذ الناصح، والعالم الفاضل، والناقد البصير، الذي لم يدخر جهداً إلا قدمه فجزاه الله عني خيراً

كما وأتوجه بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة

الدكتور سامح العطوط

والأستاذ الدكتور نور الدين أبو الرب

ولا يفوتني أن أتوجه بجزيل الشكر والعرفان من موظفي مكتبة جامعة النجاح الوطنية جميعاً الذين مدوا يد العون والمساعدة خلال سنوات الدراسة حتى انجاز هذا البحث، فلهم مني كل الشكر سائلاً المولى أن يجزيهم عني خير الجزاء.

كما ويقتضي العرفان والوفاء أن اقدر لزوجتي وأبنائي ما تحملوه مني ومعني طيلة فترة دراستي، فلهم كل الشكر وأسأل الله أن يجزيهم عني خير الجزاء.

كما أتوجه بالعرفان والتقدير إلى جميع الأصدقاء والزملاء الذين مدوا يد العون والمساعدة خلال مراحل العمل المختلفة.

الإقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل عنوان:

أثر ضرائب الدخل في تحديد هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه
حيثما ورد، وأن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل أي درجة علمية أو
بحث علمي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

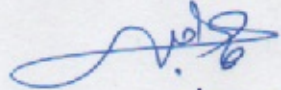
Declaration

The work provided in this theses, unless otherwise referneed, is the
researcher's own work and has not been submitted elsewhere for any other
degree or qualification.

Student's name:

اسم الطالب: س منى محمد سالم عيسى

Signature:

التوقيع: 

Date:

التاريخ: ١٤/٤/٢٠١٥

فهرس المحتويات

الرقم	العناوين	الصفحة
	الإهداء	ج
	الشكر والتقدير	د
	الافرار	هـ
	فهرس الجداول	ح
	الملخص	ك
	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	1
1.1	المقدمة	1
1.2	مشكلة البحث	4
1.3	أهداف البحث	6
1.4	أهمية البحث	6
1.5	مساهمة البحث	6
1.6	ترتيب وتنظيم البحث	7
	الفصل الثاني: الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة	9
2.1	نظريات الهيكل التمويلي	10
2.2	الدراسات العملية لمحددات هيكل التمويل	14
2.3	تطوير فرضيات الدراسة	26
	الفصل الثالث: البيئة التمويلية للاقتصاد الفلسطيني	31
3.1	الشركات المساهمة العامة الفلسطينية	31
3.1.1	المقدمة	31
3.1.2	مفاهيم حول الشركات المساهمة العامة	32
3.1.3	هيكل رأس مال الشركة المساهمة	33
3.1.4	أنواع الأسهم حسب قانون الشركات الفلسطيني لسنة 2008 م	35
3.2	النظام المالي الفلسطيني	38
3.2.1	سلطة النقد الفلسطينية	38
3.2.1.1	مفهوم سلطة النقد الفلسطينية	38
3.2.1.2	أهداف سلطة النقد الفلسطينية	39
3.2.1.3	خصائص سلطة النقد الفلسطينية	39

54	هيئة سوق رأس المال	3.3
55	سوق فلسطين للأوراق المالية	3.3.1
61	شركات التأمين	3.3.2
65	شركات تمويل الرهن العقاري	3.3.2.1
66	شركات التأجير التمويلي	3.3.2.2
67	الفصل الرابع: منهجية الدراسة والبيانات	
68	بيانات الدراسة	4.1
68	مجتمع وعينة الدراسة	4.1.1
72	تصنيف عينة الدراسة	4.1.2
76	النماذج القياسية والمتغيرات	4.2
79	طرق التقدير القياسية	4.3
81	الفصل الخامس: النتائج ومناقشتها	
82	خصائص العينة	5.1
83	تحليل الارتباط	5.2
88	تقدير نماذج الدراسة	5.3
89	مناقشة النتائج والفرضيات	5.4
89	مناقشة نتائج الانحدار بالنسبة للمحددات الأساسية لنسب لاقتراض	5.4.1
91	مناقشة فرضيات الدراسة	5.4.2
121	نتائج الدراسة	5.4.3
123	الفصل السادس: الاستنتاجات والتوصيات	
124	الاستنتاجات	6.1
127	التوصيات	6.2
128	توصيات الدراسات المستقبلية	6.3
129	قائمة المصادر والمراجع	
b	Abstract	

فهرس الجداول

الرقم	اسم الجدول	الصفحة
2.1	العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الدراسة مع درجة استخدام الشركة للديون حسب نظريات الهيكل التمويلي	29
3.1	المصارف المحلية	41
3.2	المصارف الوافدة	41
3.3	حجم الودائع حسب التوزيع الجغرافي في النصف الأول من العام 2014 م	43
3.4	القروض الممنوحة حسب القطاع للنصف الأول من العام 2014 م	44
3.5	قروض الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة حسب القطاع بالدينار الاردني	45
3.6	موجودات ومطلوبات المصارف العاملة في فلسطين للنصف الاول من العام 2014 م	46
3.7	سنة التأسيس وعدد الفروع لمؤسسات الإقراض المتخصصة في فلسطين	48
3.8	التوزيع الجغرافي للقروض المقدمة من الجمعية الفلسطينية لصاحبات الأعمال "اصالة " لعام 2012 م	49
3.9	توزيع القروض حسب القطاعات المقدمة من الجمعية الفلسطينية لصاحبات الأعمال "اصالة " للعام 2012 م	50
3.10	أنواع القروض المقدمة من المؤسسة الفلسطينية للإقراض والتنمية " فائن "	50
3.11	البيانات المالية لصندوق الاستثمار الفلسطيني	51
3.12	القروض المقدمة من مؤسسة ريادة للإقراض والخدمات المالية	52
3.13	المنتجات التمويلية المقدمة من مؤسسة ريف للتمويل بصورة عينية للمستفيدين من خلال الجمعيات التعاونية في مناطقهم	53
3.14	مؤشرات بورصة فلسطين للأوراق المالية حسب كل عام	56
3.15	المؤشرات والإحصائيات الخاصة بقطاع الأوراق المالية للعام 2013 م	57
3.16	أوقات الإفصاحات الدورية عن البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية	598
3.17	البيانات التشغيلية لشركات التأمين بتاريخ 1/1/2014	60
3.18	حجم التداول والقيمة السوقية لشركات التأمين المدرجة في سوق فلسطين	63

	للأوراق المالية بتاريخ 31\12\2013	
64	استثمارات شركات التأمين حتى تاريخ 31\3\2014	3.19
64	احتياطات شركات التأمين بتاريخ 31\3\2014	3.20
65	الشركات المزولة لتمويل الرهن العقاري	3.21
66	الشركات المرخص لها في قطاع التأجير التمويلي مع نهاية عام 2013	3.22
69	حجم التداول والقيمة السوقية لشركات الخدمات الفلسطينية المدرجة بتاريخ 31\12\2013	4.1
70	حجم التداول والقيمة السوقية لشركات الاستثمار الفلسطينية المدرجة بتاريخ 31\12\2013	4.2
71	حجم التداول والقيمة السوقية للشركات الصناعية الفلسطينية المدرجة بتاريخ 31\12\2013	4.3
73	توزيع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في قطاع الخدمات من حيث سنة التأسيس وسنة الإدراج	4.4
74	توزيع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في قطاع الاستثمار من حيث سنة التأسيس وسنة الإدراج	4.5
75	توزيع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في قطاع الصناعة من حيث سنة التأسيس وسنة الإدراج	4.6
79	ملخص طرق قياس المتغيرات المستقلة	4.7
82	خصائص عينة متغيرات الدراسة للفترة 2002-2013	5.1
84	مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية	5.2
86	مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة لنسب الاقتراض بالقيمة السوقية	5.3
90	المحددات الأساسية لقرار التمويل	5.4
99	محددات الاقتراض عند استخدام النمو في المبيعات كمقياس للنمو	5.5
102	محددات الاقتراض عند إدخال متغير النمو في الأصول كمقياس للنمو	5.6
106	أثر إدخال متغير الضريبة الفعلية على النموذج	5.7
110	محددات الاقتراض عند إدخال النمو في الأصول والبنود المخفضة للضرائب عدا فوائد الدين على نسب الاقتراض	5.8
113	محددات الاقتراض عند إدخال القيمة السوقية للقيمة الدفترية والبنود المخفضة للضرائب على نسب الاقتراض	5.9

115	محددات الاقتراض عند إدخال النمو في المبيعات والبنود المخفضة للضرائب على نسب الاقتراض	5.10
117	اثر ادخال متغير الضريبة الفعلية مع إستخدام النمو في الأصول كمقياس للنمو	5.11
119	اثر إدخال متغير الضريبة الفعلية مع استخدام النمو في المبيعات كمقياس للنمو	5.12
126	العلاقة الفعلية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال في الدراسة مع درجة استخدام الشركة للديون حسب نظريات الهيكل التمويلي	6.1

أثر ضرائب الدخل في تحديد هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة

إعداد

كامل عاطف سالم عبد ربه

إشراف

د. إسلام عبد الجواد

الملخص

تؤثر ضريبة الدخل الفعلية على قيمة الشركة السوقية من خلال تأثيرها على تكلفة التمويل وأصبح التمويل ضرورة ملحة للشركات المساهمة العامة المدرجة كغيرها من الشركات وبات ضروريا من اجل الاستمرار والتوسع في أنشطتها لمواكبة التطورات التكنولوجية، وتتأثر مصادر التمويل بالعديد من العوامل، وقد تمثلت مشكلة الدراسة في تأثير محددات الهيكل التمويلي واثـر التغير في نسبة ضريبة الدخل على الشركة في اختيار هيكل تمويلها الملائم.

هدفت الدراسة إلى التعرف على اثر العوامل المحددة لهيكل تمويل رأسمال الشركات الفلسطينية المدرجة والتعرف على اثر ضريبة الدخل في اختيار هيكل تمويل الشركة، حيث تم استخدام اسلوب Panel Data في تحليل العينة المكونة من 33 شركة فلسطينية مدرجة، وتم الحصول على بيانات الدراسة من واقع التقارير المالية للشركات الفلسطينية المدرجة عن الفترة الواقعة بين عام 2002 إلى عام 2013م.

وقد أظهرت نتيجة الدراسة أن الهيكل التمويلي للشركات الفلسطينية يتأثر بعدة عوامل تشمل الربحية حيث أظهرت نتيجة الدراسة وجود أثرا دالا إحصائيا سلبيا للربحية على مدى استخدام الديون في الشركات الفلسطينية، كما أظهرت نتيجة الدراسة وجود أثرا دالا إحصائيا ايجابيا للأصول الملموسة على مدى استخدام الديون، وأظهرت نتيجة الدراسة وجود أثرا دالا إحصائيا ايجابيا لحجم الشركة على مدى استخدام الديون، كذلك أظهرت نتيجة الدراسة وجود أثرا دالا إحصائيا ايجابيا للنمو على مدى استخدام الشركة للديون، ولكن نتيجة الدراسة لم تظهر نتيجة داله إحصائيا لأثر الضريبة على التمويل بالدين.

وبناء على النتائج التي تم التوصل إليها توصي الدراسة بتحسين البيئة التمويلية من أجل تنويع الخيارات التمويلية للشركات، وتحسين حقوق المستثمرين (بالملكية أو الدين) في قانون الشركات المساهمة العامة ليضمن تشجيع المستثمر الفلسطيني على الاستثمار، وتشجيع وتنمية نزعة الادخار والاستثمار لدى أفراد المجتمع الفلسطيني بدلا من صرف المدخرات على مصاريف الاستهلاك المظهرية، ووضع سياسات ضريبية إضافية تشجع التمويل بالأوراق المالية المستحدثة على السوق الفلسطيني.

الفصل الاول

الإطار العام للدراسة

1. الإطار العام للدراسة

1.1. المقدمة

تسعى المؤسسة دوماً لتوسيع أنشطتها وتسيير أعمالها لزيادة ثروة ملاكها التي تؤثر على قيمتها السوقية في سوق الأوراق المالية، فالإدارة تختار بين نوعين من مصادر التمويل، النوع الأول: التمويل الخارجي من خلال الاقتراض والنوع الثاني: التمويل الذاتي، فالإدارة تعمل مزيج من مصادر التمويل المختلفة.

ويطلق على تشكيلة مصادر الأموال اسم الهيكل المالي، ولا بد من التفرقة بين الهيكل المالي للمنشأة والذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة، وبين هيكل رأس المال والذي يقصد به مصادر التمويل الدائم أو طويل الأجل للمنشأة والذي عادة يتكون من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، بينما يستبعد الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس يعتبر هيكل رأسمال المنشأة جزءاً من هيكلها المالي، ويرتبط بمفهوم هيكل رأس المال مفهوم آخر هو الرفع المالي وهو درجة استخدام المنشأة لمصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، ويمكن قياسها من خلال نسبة مجموع القروض إلى مجموع الأصول، حيث أن فوائد القروض تنتج عنها تكلفه تمويلية ثابتة تؤدي إلى زيادة الخسائر في حالة النتائج الضعيفة للشركة، كما يمكن أن تضاعف العوائد في حالة النتائج الجيدة، بمعنى أن استخدام القروض يؤدي إلى زيادة العوائد المتوقعة، ولكن أيضاً يرفع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه العوائد (الحناوي، مصطفى، العبد، 2009، ص 287).

ويعتبر قرار التمويل من القرارات الأكثر تعقيداً والذي تمارسه الإدارة المالية للمؤسسة لأنه يرتبط بتحديد وصياغة الهيكل التمويلي للمنشأة، الذي يحدد درجة الرفع المالي المستخدم، وبالتالي يؤثر على ثروة الملاك من خلال التأثير على القيمة السوقية للسهم، فاستخدام القروض يقلل من تكلفة التمويل بسبب انخفاض العائد المطلوب من المقرضين بسبب الوفورات الضريبية الناتجة من الفوائد المدفوعة، ولكن في نفس الوقت أن استخدام القروض يرفع المخاطر التي تتعرض لها الشركة، لذلك يجب على كل شركة أن تختار هيكل التمويل الأمثل الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة

السهم السوقية، لذلك تحتاج الإدارة المالية لاختيار البديل الأنسب من بين بدائل التمويل بحيث يتم الحصول على التمويل في الوقت المناسب ولفترة زمنية مناسبة وبأقل تكلفه وبدون رفع درجة المخاطر للشركة بشكل كبير (الزبيدي، 2008، ص48).

يعتبر (Modgiliani & Miller, 1958) من أوائل الباحثين الذين درسوا العلاقة بين هيكل رأس مال الشركة وبين قيمتها السوقية، وقد عرض الباحثان نظرية مفادها ان قيمة المنشأة لا تتأثر بقرار التمويل تحت افتراضات مثالية، ثم مالبت الباحثان في عام (1963) ان اضافا تأثير الضريبة على القرار التمويلي (هندي، 1998)، حيث ان أي تمويل يصحبه تكلفه، وتكلفة التمويل بالاقتراض يصحبها تكلفه ثابتة ناتجة من فوائد القروض والتي يعترف بها قانون ضريبة الدخل كمصروف ضريبي في معظم دول العالم، وقد اعترف بهذا المصروف قرار بقانون رقم (8) لسنة (2011) الفلسطيني مادة (8) التتزيلات على الدخل فقرة (1) التي تضمنت في بند (ب) تنزيل مصروفات المربحة وفوائد القروض، وبند (و) مصاريف التأسيس وبدل الخلو والمفتاحية والشهرة المدفوعة شريطة توزيعها على خمس سنوات بالتساوي من تاريخ دفعها، وبالتالي فانها تحقق مزايا الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد الشركة على القروض، فزيادة القروض يترتب عليها انخفاض كلفة الأموال المرجحة، مما يعني ارتفاع القيمة السوقية للشركة، وينشأ هذا التأثير لان فائدة القروض تعتبر مصروف تحسم من الأرباح قبل الضريبة، لذلك وجد (Modgiliani & Miller, 1963) أن للوفر الضريبي الناتج من الاقتراض اثر ايجابي على القيمة السوقية للشركة، لما يسببه من تخفيض مباشر لتكلفة الأموال المرجحة، لهذا فالقيمة السوقية لشركة مقترضة يجب ان تكون أكثر من قيمة سوقية لشركة مماثله غير مقترضة وتمول بالكامل من مصادر تمويل ذاتي، وان كانت تنتمي لنفس الفئة من المخاطر (الزبيدي، 2008، ص568).

نستنتج مما سبق انه كلما زادت قيمة الوفر الضريبي الناتج عن تكلفة الاقتراض كلما زادت القيمة السوقية للشركة، لهذا تكون الأموال المقترضة أكثر تفضيلا للتمويل من غيرها من المصادر، مع العلم أن التمويل بالاقتراض محاط بالمخاطر في حالة عدم الاستخدام الأمثل من قبل الإدارة، ويمكن أن تكون عواقبه غير محمودة استنادا لبعض الدراسات (الأغا، 2005) لعدم

قدرة الشركة على الالتزام بسداد القروض وفوائد القروض إذا ما تعرضت الشركة لظروف اقتصادية ادت لتحقيق الشركة خسائر مالية تصل بها إلى إعلان الإفلاس.

تعتبر الضريبة في الدولة المعاصرة عن سلطة الدولة السيادية، فالضريبة هي الاداء التي من خلالها تحقق الدولة سياساتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، إذن فهي لا تعبر عن هدف مالي بحث سواء بالنسبة للدولة او للشركة، وإنما تطمح إلى مجتمع متكافل متماسك يعزز وحدته ونمائه، ولكن السياسات الضريبية التي تستخدمها الدولة لها تأثير مباشر في النشاط الاقتصادي، ومن تأثيراتها المحتملة التأثير على تفضيلات الشركات فيما يخص اختيار مصادر التمويل، فالدولة تسعى إلى تحصيل الأموال الضريبية بهدف تغطية النفقات العامة، وتعتبر الضرائب وسيلة مهمة وأداة فعالة لتدخل الدولة في تنظيم الاقتصاد رغبة من الدولة في تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية (صيام، الخدّاش، العكّش، خياطه، 1997)، وبما أن الضريبة مفروضة بقانون ضريبي يعبر عن سيادة الدولة، لذلك تعرف الضريبة بأنها اقتطاع نقدي تفرضه الدولة بصورة جبرية على الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين دون مقابل وفق المقدرة التكلفة للمكلف لتغطية الأعباء العامة، وتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية (اليحيى، خريوش، 2010، ص48).

وتحاول هذه الدراسة بيان اثر اهم محددات الهيكل التمويلي بما فيها الضرائب التي تلزم الشركة بدفعها على قرار التمويل بالاقتراض في الشركات الفلسطينية المدرجة، التي تعتمد غالباً على مصادر تمويل محدودة في ظروف اقتصادية غير مستقرة وفي بلد محاصر بسبب ظروف الاحتلال.

1.2. مشكلة البحث

إن التطور السريع في العالم والانفتاح الاقتصادي الكبير وزوال الحدود ووجود الشركات العابرة للقارات والمتعددة الجنسيات، والحاجة إلى التصنيع وإيجاد بدائل مختلفة ومتعددة من السلع والخدمات، اوجد حاجة متزايدة لدى المنشآت المختلفة للتمويل من اجل زيادة قدرة المنشأة على الاستثمار والإنتاج لمواكبة التطورات التكنولوجية في العالم بشكل عام وعلى مستوى الدولة بشكل

خاص، مما دفع بالمنشآت إلى البحث عن مصادر للتمويل لتدعيم رؤوس أموالها بالتمويل الكافي الذي يؤهلها للقيام بدورها الاقتصادي والاجتماعي، وتحقيق أهدافها الاستثمارية بزيادة ثروة ملاكها، وقد صاحب تطور احتياجات الشركات التمويلية تطورا كبيرا في الأسواق المالية والأدوات التمويلية المتنوعة وانفتاحا كبيرا بين هذه الأسواق عالميا.

اما على المستوى المحلي فقد اثرت عوامل عديدة سلبا على كفاءة وفعالية دور الوساطة المالية وحدت من تنوع مصادر التمويل المتاح امام الشركات الفلسطينية ومن هذه العوامل: ضعف الاقتصاد، وعدم فعالية القوانين المتعلقة بحماية المستثمر، وهيكلة الملكية العائلي، مما جعل المصارف الطريق الأسهل للحصول على التمويل، نظرا لوجود الكثير من العوامل المعيقة التي تؤثر على آليات التمويل الأخرى سواء على مستوى الدولة أو على مستوى المنشأة، فلذلك برزت مشكلة محددات اختيار مصادر التمويل امام الشركات الفلسطينية وما الذي يجعل الشركة تمول أكثر إلى التمويل بالدين أو إلى التمويل بالملكية.

اما بالنسبة للضريبة فان ابرز أهدافها تحقيق العدالة الاجتماعية والتنمية الاقتصادية، وهذا يعزز دور الضريبة الفعال في القرارات التمويلية من خلال الوفر الضريبي الذي تحققه المنشأة نتيجة تمويل استثماراتها بالقروض، حيث للضريبة اثر فعال في تشجيع الاستثمار وتوجيه الاقتصاد خاصة في الدول النامية ومن بينها فلسطين لما للوضع الاقتصادي في هذا البلد من خصوصية، حيث أن العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والقانونية المرتبطة بوجود الاحتلال تؤثر على الوضع الاقتصادي الفلسطيني والمؤسسات المالية وادوات التمويل فيها، اضافة إلى العوامل المؤثرة على عمل المنشآت في بقية بلدان العالم، ورغم الاختلاف الكبير في البيئة التمويلية بين فلسطين وباقي الدول سواء المتقدمة أو النامية، لم يحظى موضوع محددات اختيار هيكل التمويل وتأثير الضريبة على الهيكل التمويلي بالاهتمام الكافي في فلسطين حتى الآن.

لذلك جاءت هذه الدراسة لتجيب عن السؤالين التاليين:

- 1- ما هي العوامل المحددة لهيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة؟
- 2- ما هو تأثير ضريبة الدخل المتحققة على الشركة بشكل خاص على اختيار الشركة لهيكل التمويل الملائم؟

1.3. أهداف البحث

تهدف الدراسة لتحقيق عدة أهداف تتمثل في:

1. التعرف على محددات الهيكل التمويلي في الشركات الفلسطينية المدرجة.
2. التعرف على اثر ضريبة الدخل المتحققة على الشركة في اختيار الهيكل التمويلي في الشركات الفلسطينية المدرجة.

1.4. أهمية البحث

في ضوء الدراسات السابقة المتعلقة بالشركات الفلسطينية، وفي نطاق اطلاع الباحث نجد أن فلسطين تفتقر إلى الدراسات التطبيقية التي تدرس عددا كبيرا من الشركات وتمتد لفترات زمنية طويلة حول محددات التمويل بالاقتراض وأثر الضريبة على التمويل بالقروض لهذه الشركات، فان أهمية الدراسة تكمن في تسليط الضوء على السلوك الفعلي للشركات الفلسطينية فيما يتعلق بمحددات الهيكل التمويلي وما للضريبة من دور في تشجيع التمويل بالاقتراض، وما لذلك من اثر على عوائد الاستثمار ومخاطرها، مما سيخدم متخذ القرار في الشركات الفلسطينية للتعرف على السلوك الامثل الذي يساهم في تعظيم قيمة الشركة في البيئة الفلسطينية.

1.5. مساهمة البحث

ان الشركات المساهمة العامة الفلسطينية تعمل في ظروف استثنائية وفي بيئة تمويلية تتميز بصغرها وانغلاقها نسبيا وفي ظل اقتصاد مسيطر عليه من قبل قوة احتلال خارجية، وهذه الدراسة من الدراسات القليلة التي تطرقت لدراسة محددات هيكل تمويل الشركات الفلسطينية واثر هذه المحددات على قرار الشركة بالاقتراض، كما تشير الدراسة لأثر ضريبة الدخل على حجم الاقتراض في هذه الشركات.

كما تتميز هذه الدراسة باستخدام متغيرات مستقلة تم اشتقاقها من النظريات التمويلية ولم تستخدم في الدراسات السابقة حول الشركات الفلسطينية كالربحية وحجم الشركة والنمو ومدى تأثير الاصول الملموسة على توجه الشركة للاقتراض، والبندود المخفضة للضرائب عدا الفوائد، واثـر الضريبة الفعلية.

كما تتميز هذه الدراسة باستخدام نماذج قياسية لم يتم استخدامها في الدراسات السابقة في البيئة الفلسطينية.

1.6. ترتيب وتنظيم البحث

تم تنظيم هذا البحث في ستة فصول، حيث تم تناول الاطار العام للدراسة بما تحتويه من مقدمة البحث في الفصل الاول حيث ناقش هذا الفصل الهيكل التمويلي ومصادر التمويل في المنشأة، كما تطرق إلى قرارات التمويل وكيف تعمل الادارة على المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة استنادا إلى تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، كما تطرق الفصل إلى الضريبة ودورها في تمويل النفقات العامة باعتبارها مرتبطه بسيادة الدولة واستقلالها، وقد احتوى هذا الفصل ايضا على اهمية البحث ويكتسب البحث اهميته لقلّة البحوث العلمية حول الشركات المساهمة العامة الفلسطينية التي درست محددات الهيكل التمويلي، حيث التمويل يشجع الاستثمار، وهما مرتبطان برابط وثيق وان تكلفة التمويل هي احد العوامل الاساسية لاختيار مصدر التمويل، وكذلك شمل هذا الفصل على اهداف الدراسة في التعرف على محددات الهيكل التمويلي للشركات الفلسطينية المساهمة العامة واثـر التغير في نسبة ضريبة الدخل على هيكل التمويل، وعرض هذا الفصل مساهمة البحث في استخدام منهجية بحثية حول الشركات الفلسطينية لم تكن قد استخدمت من قبل في الدراسات التي اجريت على الشركات الفلسطينية المدرجة بقدر معلوماتنا المبنية على مراجعة الدراسات السابقة.

أما الفصل الثاني من البحث فقد شمل نظريات الهيكل التمويلي ذات العلاقة، كنظرية عدم وجود علاقه ونظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الوكالة ونظرية الترتيب ونظرية التوقيت ونظرية المفاضلة، والتي كانت الدليل العملي للكثير من البحوث التي اجريت بما فيها هذا البحث، كما

شمل الحديث عن محددات الهيكل التمويلي للشركات الفلسطينية، حيث تم الربط بين محددات الدراسة ونظريات الهيكل التمويلي والدراسات التجريبية التي أجريت في العديد من دول العالم، وتتضمن محددات الدراسة الأصول الملموسة والربحية وحجم الشركة والنمو والبنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد ومعدل ضريبة الدخل الفعلي.

أما في الفصل الثالث فقد تناول الباحث البيئة التمويلية للاقتصاد الفلسطيني، حيث تناول البحث الشركات المساهمة العامة الفلسطينية التي هي من الركائز الأساسية للبناء الاقتصادي وتنمية الموارد، من حيث مفهوم الشركة وتعريفها بحسب قانون الشركات الفلسطينية لعام (2008م)، وتناول أهمية الشركة المساهمة في البناء والتطوير، كما تناول الباحث النظام المالي الفلسطيني والهيئات المنضوية تحت هذا النظام المتمثلة في سلطة النقد الفلسطينية والمؤسسات التي تشرف عليها متمثلة في المصارف والصرافين ومؤسسات الإقراض المتخصصة ومؤسسات وشركات الاستثمار، وكذلك تطرق هذا الفصل إلى هيئة سوق رأس المال الفلسطينية والمؤسسات التي تشرف عليها سواء قطاع الأوراق المالية أو شركات التأمين وشركات تمويل الرهن العقاري وشركات التأجير التمويلي، أما في الفصل الرابع فقد تناول البحث منهجية الدراسة والبيانات وقد شمل هذا الفصل على بيانات الدراسة ومجتمع وعينة الدراسة وتصنيف عينة الدراسة إضافة إلى النماذج القياسية ومتغيرات الدراسة وطرق حساب متغيرات الدراسة وطرق التقدير القياسي، أما الفصل الخامس فقد تناول عرض ومناقشة فرضيات ونتائج الدراسة، أما الفصل السادس فقد تناول أهم الاستنتاجات والتوصيات التي توصل إليها الباحث.

الفصل الثاني

الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة

2. الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة

تعتبر الدراسات السابقة الدليل النظري للاسترشاد في تحديد الاطار النظري للدراسة، فلا بد من الربط بين الدراسات السابقة ونظريات الهيكل التمويلي التي تعتبر النموذج الامثل للعديد من الدراسات التجريبية خاصة في البلدان النامية، وفيما يلي ما ورد في نظريات الهيكل التمويلي ذات العلاقة.

2.1 نظريات الهيكل التمويلي

لقد شغل سؤال، هل هناك هيكل تمويل امثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة ؟ بال علماء التمويل طويلا، وقد جاءت الاجابة الاولى لهذا السؤال عام (1958) على يد عالمين هما مذكلياني وميلر اللذين اقترحا عدم وجود علاقة بين هيكل التمويل وبين قيمة المنشأة تحت افتراضات مثالية، ثم ما لبث العلماء ان تحققوا من هذه الافتراضات شيئا فشيئا ليقترحوا اكثر من الواقع وفيما يلي استعراض لأهم هذه النظريات.

2.1.1 نظرية عدم وجود علاقة (Irrelevance theory)

درس (Modgiliani & Miller, 1958) العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، وقد توصلت الدراسة أن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس المال، إذا توفر سوق مال كامل ومعلومات كافية للجميع، والمستثمرون يتمتعون بالرشد في ظل عدم وجود ضرائب من أي نوع مع افتراض سعر الفائدة ثابتا على القروض، وقد خلص

(Modgiliani & Miller) بأن القيمة السوقية للمنشأة تتوقف فقط على قدرة اصولها على توليد الارباح بصرف النظر عن الكيفية التي يتم بها توزيع تلك الارباح سواء حصل عليها الملاك وحدهم او اقتسموها مع الدائنين (هندي، 1998، ص191)، فان متوسط تكلفة الأموال لأي منشأة لا علاقة له بهيكل رأس المال، وطالما ان القيمة السوقية للمنشأة مستقلة عن هيكل رأس المال، اذ تتوقف اساسا على القوة الايرادية للأصول وعلى قدرة الاصول على توليد الأرباح، وطالما انه ليس لهيكل رأس المال تأثير على صافي ربح العمليات، فهذا يعني ضمنا ان متوسط تكلفة الأموال لأي منشأة تستخدم او لا تستخدم القروض في التمويل مستقل تماما عن هيكل رأس المال، وانه

يساوي تكلفة حقوق الملكية لمنشأة لا تستخدم التمويل بالقروض، ولكنها تنتمي لنفس فئة المخاطر (هندي، 1998، ص193).

ثم ما لبث العالمان ان قدما تصحيحا لنظريتهما في ظل وجود الضرائب، ففي دراسة (Modgiliani & Miller, 1963) أشار الباحثان أن قيمة الشركة تزداد كلما اعتمدت على التمويل بالدين نتيجة لوفورات الفوائد الضريبية، ويعني ذلك زيادة الدخل وبدورة يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة السوقية.

2.1.2 نظرية المفاضلة (Trade off Theory)

تعمل ادارة الشركة حسب هذه النظرية على المفاضلة بين منافع استخدام المزيد من الديون المتمثلة في الوفورات الضريبية لفوائد الديون وبين تكاليف الاقتراض الاضافي المتمثل في تكاليف الافلاس التي سترتفع بشكل كبير كلما ارتفع حجم القروض، علما ان الشركة التي تميل للتمويل بالقروض بنسبة كبيرة تعرض نفسها لخطر الافلاس مما يؤثر على العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في أسهمها أو العائد المطلوب من قبل المقرضين لتحفيزهم لمنح القروض، فإدارة كل شركة تعمل على المفاضلة بين اوجه التمويل المتاحة حسب منافع وتكاليف كل منها، فهي تعمل على المفاضلة بين القروض والتكاليف المصاحبة لها المتمثلة بتكلفة الإفلاس والعائد منها المتمثل بالوفورات الضريبية وبين تكلفة التمويل بالملكية وعوائده الناتجة من انخفاض مخاطره على الشركة والتكاليف المصاحبة له المتمثلة بارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (Maniagi, et, el, 2013).

2.1.3 نظرية الوكالة (Agency theory)

كلما ارتفعت نسبة القروض لدى الشركة كلما احتاج المقرضون اكثر للرقابة على ادارة المنشأة والقرارات التي تتخذها سواء من حيث قرارات شراء اصول جديدة او توزيعات الارباح المتحققة او قرارات زيادة مرتبات مجلس الادارة، لان هذه القرارات قد تؤثر على الوضع المالي للشركة، وقد يضطر المقرضون إلى المطالبة بسداد قيمة القرض قبل موعد الاستحقاق اذا ما التزمت الادارة بشروط عقد الاقتراض والذي ينص على حق المقرضين في الرقابة على قرارات ادارة المنشأة حسب

بنود العقد، ولكي يتأكد المقرضين من التزام ادارة المنشأة بشروط العقد يتجه المقرضون إلى تعيين وكيل عنهم لمتابعة ما يجري داخل المنشأة او متابعة ذلك بأنفسهم، وهذه التكاليف تسمى تكاليف الوكالة التي يتكبدها المقرضين في سبيل ذلك، وعادة ما يعمل المقرضين على نقل تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال المقترضة، وهذا يضطر الملاك أيضا لرفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار الذي بدوره يزيد من تكلفة الأموال المقترضة، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمنشأة (هندي، 1998، ص256).

ولا بد من ملاحظة ان شرط التعاقد مع المقرضين يعطي لهم الحق في وضع قيود على قرارات الادارة، ولن تقتصر تكلفة الوكالة على المصاريف الادارية والعمومية، بل يمتد تأثيرها إلى انخفاض كفاءة الادارة في ادارة المنشأة نتيجة تلك القيود، حيث ان الملاك هم الذين يتحملون الخسارة والتكاليف الناتجة من تلك القيود وهم يأملون في تخفيضها ويعملون من اجل تخفيضها، واذا ما حاولت الادارة استبعاد هذه الشروط فان المقرضين سوف يطلبون معدلات فائدة تفوق تكلفة الوكالة (هندي، 1998، ص259).

2.1.4 نظرية عدم تماثل المعلومات (The theory of information asymmetry)

في هذه النظرية يبدو التعارض واضحا بين نظرية (Modgiliani & Miller) وبين نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، فنظرية (Modgiliani & Miller, 1963)، تضع التمويل بالقروض في مقدمة مصادر التمويل بهدف الاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن حسم فوائد القروض من الدخل قبل الضريبة، فيما اعتمدت نظرية الترتيب على الأرباح المحتجزة والتي لا تكلف المنشأة اية تكاليف إصدار، ولكن ماذا فعل (Myers, 1984) فقد اسقط فرض أساسي في نظرية ميدكلياني وميلر وهو فرض تماثل التوقعات، حيث انه افترض أن أعضاء مجلس الإدارة والمستثمرون لديهم نفس الرؤية المستقبلية، كما اسقط الكفاءة الكاملة للسوق بفرض أن جميع المتعاملين لديهم نفس القدر من المعلومات، لذلك فان الإدارة حسب مايرز لديها معلومات أكثر من المستثمرين في واقع الأمر، وأن إصدار أسهم عادية ليس لمصلحة الملاك

الحاليين، لذلك فإن المنشأة في حال احتياجها إلى أموال خارجية يمكن لها أن تعتمد على إصدار السندات دون الاعتماد على الأسهم (هندي، 1998، ص305).

2.1.5 نظرية الترتيب (Pecking Order theory)

نظرية الترتيب ظهرت أولاً من خلال ملاحظة تقدم بها الباحث (Donaldson, 1961) ذكر فيها أن الشركات تفضل التمويل بالارباح المحتجزة أولاً ثم الاقتراض، وأن إصدار الأسهم العادية لا تلجأ إليه الشركات إلا كملجأ أخير، ولكن بدون إطار نظري لهذا السلوك ظلت هذه الملاحظة بدون تفسير، وبعد ظهور نظرية عدم تماثل المعلومات، تم استخدام هذه النظرية لتفسير هذا السلوك حيث عمل الباحثان (Myers & Maglof, 1984) على ترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المنشأة، حيث أن أفضليات المنشأة هي أولاً في التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك لأن احتجاز الأرباح لا يكلف المنشأة أية تكلفة إصدار، فالشركة تضع نسبة توزيع الأرباح ضمن سياسات ثابتة في عملية التوزيع، بحيث تتناسب مع التدفقات النقدية للشركة ومع الفرص الاستثمارية المتاحة، بصورة تكون فيها الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك كافية لتمويل استثمارات المنشأة، وتحاول المنشأة تجنب التغيرات المفاجئة في التوزيعات وفي حال حدوث تقلبات في الأرباح وفي فرص الاستثمار، فإن جزء من الأرباح الفائضة يمكن استغلالها في سداد الديون أو توجيهها إلى الاستثمار في الأوراق المالية سهلة التحويل إلى نقدية، أما في حالة وجود عجز في الموارد المالية فإن الشركة تتجه لاستخدام النقدية المتاحة أو تقوم ببيع الأوراق المالية سهلة التحويل لنقدية، وإذا لم تملك الشركة هذه الموارد فإنها تتجه إلى التمويل بالقروض مباشرة أو بإصدار سندات عادية أو بإصدار سندات قابلة للتحويل (هندي، 1998، ص301-302)

وبالإشارة إلى دراسات سابقه (Murray & Vidhan, 2002) فإنها تحدد خيارات التمويل من المصادر المتاحة للتمويل وهي الأرباح المحتجزة والديون وحقوق المساهمين، والمشكلة في عملية الاختيار بين المصادر المتاحة لتمويل الاستثمار، لأن المستثمر يطالب بمعدل عائد أكبر على الاستثمار في حال استخدام الديون، وبذلك فالأرباح المحتجزة تعتبر الأفضل ويمكن التمويل بالديون إذا لم تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل الاستثمار.

2.1.6 نظرية التوقيت (Timing Theory)

تقوم هذه النظرية على فرض توقيت الموازنه بين إصدار أسهم جديدة او التوجه إلى التمويل بالقروض، حيث ان الشركة تتوجه إلى التمويل بالقروض في الوقت الذي تكون فيه تكلفة إصدار الأسهم مرتفعة نتيجة انخفاض اسعار الأسهم وبالتالي انخفاض حصيله الإصدار، ولكنها تتوجه إلى إصدار أسهم جديدة عندما يكون سعر السهم أعلى من قيمته الفعلية، فهذه النظرية تستند إلى متابعة حركة اسعار الأسهم في السوق لكي تستطيع الشركة اتخاذ قرار التمويل المناسب والمفاضله بين التمويل بإصدار أسهم جديدة او التمويل بالقروض (Maniagi & Mwalati & Ondiek & Musiega & Ruto, 2013).

2.2. الدراسات العملية لمحددات هيكل التمويل

اعتمد العديد من الباحثين على النظريات السابقة لتحديد العوامل التي تؤثر في قرار هيكل التمويل واتجاه هذا التأثير، وقد وجدت هذه الدراسات ان اهم العوامل هي حجم الاصول الملموسة، الربحية، حجم الشركة، وفرص النمو، اضافة لذلك وجدت العديد من الدراسات تأثيرا لمعدل الضريبة الفعلية ومدى توفر بنود مصاريف مخفضه للضريبة على حجم الاعتماد على الديون، وفيما يلي هذه المحددات.

2.2.1 الأصول الملموسة (Tangibility)

تمثل الأصول الملموسة الاستثمارات طويلة الأجل في المنشأة مثل الآلات والمعدات والأبنية، حيث تطول فترة الاستثمار فيها، فمن المتوقع ان تؤثر ايجابا على ربحية المنشأة وقدرتها على النمو إذا ما أحسن استخدامها، كذلك تؤثر الأصول الملموسة على قدرة الشركة على الاقتراض، حيث تكون بمثابة ضمانات للمقرض للحصول على القروض سواء طويلة أم قصيرة الأجل، كما انها تؤثر أيضا على نسبة الفوائد التي تدفعها الشركة على الأموال المقترضة، فيمكن للشركة أن تدفع تكلفة اقتراض اقل إذا ما كان لديها أصول ملموسة اعلى، لان الشركة تكون اقدر على الوفاء بالتزاماتها من القروض بضمان هذه الأصول مما يعني أن الشركة تحصل على

قروض بتكلفة منخفضة، إضافة للوفورات الضريبية التي تحصل عليها الشركة نتيجة لحسم فوائد القروض من الوعاء الضريبي (الزبيدي، 2008، ص 397).

أما الشركات التي لا يتوفر لديها أصول ملموسة كافية، فربما تعاني من عدم القدرة على الحصول على التمويل اللازم لتمويل استثماراتها لعدم وجود ضمانات كافية لهذه القروض، ويمكن للبنوك أو الجهات المقرضة أن تطلب معدلا اعلى من الفائدة على القروض، فمن شأنه أن يزيد من تكلفة التمويل لهذه الشركات، وقد لا تتمكن الشركات مستقبلا من الوفاء بالتزاماتها في حال حصول تغيرات اقتصادية سلبية تؤثر على مركز الشركة المالي، ولكن برغم ما تتمتع به الشركات ذات نسبة الأصول الملموسة المرتفعة من امتيازات فهي تتعرض للمخاطر في حالات ضعف الاقتصاد وعدم تحقيق ارباح تغطي بواسطتها التزاماتها من الديون، اضافة إلى تقادم الآلات والمعدات عبر مرور الزمن وقد تكون الآلات بحاجة إلى تجديد مستمر لمواكبة التطور التكنولوجي مما يعرضها لمخاطر الإفلاس (الزبيدي، 2008، ص 398).

وتشير العديد من الدراسات التجريبية (Rajan & (Titman & Wassels1988) 2013 (zingales,1995)

إلى وجود علاقة ايجابية بين نسب الاصول الملموسة ومدى التمويل بالقروض، وذلك لوجود اصول ملموسة كبيرة تجعل المنشأة قادرة على تقديمها كضمانات اذا ما استخدمت القروض في التمويل، واذا لم تستطع المنشأة تسديد هذه القروض، فيتم استخدام الاصول الملموسة المتوفرة لدى الشركة لسداد تلك القروض، فبذلك فان المنشأة تكون اقل مخاطرة بوجود هذه الاصول، وتشير دراسة (رمضان، العقدة، 2010) ان الشركة التي تمتلك اصول ملموسة كبيرة تحصل على معدل فائدة منخفض لان هذه القروض تكون مضمونة بقيمة الاصول الملموسة، وفي دراسة تجريبية اخرى (Xiaoyan,2008) تشير بوجود علاقة ايجابية بين نسب الأصول الملموسة والتمويل بالقروض، حيث أن الأصول الملموسة تعتبر الضمان الحقيقي للتمويل بالقروض وتستطيع المنشأة الحصول على قروض من المقرضين بفائدة منخفضة، كذلك تعمل على حماية المقرضين من تكلفة الوكالة بحيث تكون هذه القروض مضمونه بالأصول، لذلك فالمنشأة ذات الاصول الكبيرة يتوقع ان

تحصل على المزيد من القروض، وهذا ليس متاحا بالنسبة للمنشآت ذات الاصول الصغيرة الحجم، حيث انها تجد صعوبة في الحصول على قروض، وان كان لها فرصة في الحصول على القروض فانها قد تكون بمعدلات فائدة مرتفعة نظرا لعدم وجود ضمانات كافية لهذه القروض ورغبة المقرضين في تخفيض نسبة المخاطر التي قد يتعرضون لها، وهذا من شأنه ان يزيد من تكلفة التمويل.

2.2.2 الربحية (Profitability)

تعتبر الربحية هدف أساسي لمنشأة الأعمال وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وهي تشكل هدفا رئيسيا للمستثمرين إضافة إلى انها مؤشر لنجاح المؤسسة من وجهة نظر الدائنين، كما تعكس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة والموجودات بحوزتها، لذلك نرى أن الجهود توجه إلى استخدام الموارد بكفاءة عالية لتحقيق اكبر ربحية ممكنة لا تقل عن ربحية الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس درجة المخاطر، وبذلك فان المؤسسة تعمل على تحقيق هذا الهدف من خلال قرارات تتخذها أولهما قرار الاستثمار والثاني قرار التمويل، فقرار الاستثمار يتعلق بكيفية استخدام المؤسسة للموجودات المتوفرة بالإضافة إلى إظهار كفاءة الإدارة في اختيار أنواع الموجودات الواجب اقتنائها، أما القرار الثاني وهو قرار التمويل فيتعلق بكيفية اختيار مصادر التمويل التي سيتم الحصول عليها وهذا ينعكس على الربحية، من خلال اختيار مصدر التمويل الأقل كلفة (عقل، 1995، ص59)، وقد تلجأ الشركة إلى احتجاز الأرباح من اجل استخدامها في تمويل استثماراتها، اذا كان العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمارات في فرص بديله، ونظرا لان احتجاز الأرباح لا ينطوي على تكاليف إصدار او تكاليف معاملات، فان تكلفة الاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار (هندي، 1998، ص82).

ومن خلال الاطلاع على بعض الدراسات (Tom, 2005) تبين ان الشركة تفضل المصادر الداخلية للتمويل على المصادر الخارجية، واذا كانت المصادر الخارجية مطلوبة فان الخيار الأول يكون للاقتراض، ثم الخيار الثاني للأوراق المالية القابلة للتحويل، ويتم إصدار أسهم في نهاية المطاف كخيار أخير وقد يكون ذلك بسبب تكلفة إصداره الجديدة، وذلك نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والملاك الحاليين، وان دراسة تجريبية مماثلة (المومني، حسن، 2010) عززت ما جاء في الدراسات السابقة بأن الشركة ذات الربحية العالية تفضل الاعتماد على الارباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتتوجه للتمويل بالدين في حال استنزاف الشركة لمصادر التمويل الداخلية فمن المحتمل ان ان تتخفف نسبة دين الشركة التي تحتجز جزء من ارباحها تكفيها لتمويل استثماراتها.

وفي بعض الدراسات التي اجريت (Huang & Song, 2006) والتي لا تتفق مع التنبؤات التي تم التوصل اليها حول العلاقة بين الربحية والديون، تشير نتائج هذه الدراسة ان فوائد الضرائب المتحققة للشركة التي تحقق وفورات ضريبية للمنشأة تشجع الاقتراض اكثر مع ثبات العوامل الاخرى، فالقروض تعمل على حماية دخل الشركة من خلال الضريبة، ولكن نظرية الترتيب تشير ان الشركة تستخدم الارباح المحتجزة اولا كوسيلة للاستثمار وبعدها تتجه إلى السندات، ومن ثم لإصدار أسهم جديدة، ان كان ضرورة في هذه الحالة تكون المنشأة ذات الربحية العالية تميل بصورة اقل لاستخدام القروض في التمويل، فالادارة تستخدم الارباح المحتجزة بدلا من تراكم الديون لمنشأة يتوفر لديها ربحية عالية، حيث ان الديون العالية تقيد الادارة وتكبح جماحها في التصرف والمخاطرة من جهة اخرى، وقد فسر (Chang, 1999) العلاقة بين الشركة من الداخل وبين المستثمرين من الخارج على انها مزيج من الديون والأسهم، وان معظم الدراسات التجريبية بينت ان الديون لها علاقة سلبية مع الربحية.

2.2.3 حجم الشركة (Size)

وجدت الدراسات العملية ان حجم الشركة يؤثر على قدرتها الاقتراضية، حيث أن التوسع في الاقتراض مرتبط بعلاقة ايجابية مع حجم الشركة، فكلما كان حجم الشركة كبيرا كلما ازدادت قدرتها على الاقتراض وذلك من خلال المعلومات التي تصل إلى المستثمرين، حيث أن الشركة الكبيرة الحجم غالبا تتمتع بثقة الممولين أكثر من الشركات صغيرة الحجم والتي تتمتع بثقة الممولين بصورة اقل، فمن المتوقع أن تكون قدرة الشركة كبيرة الحجم عالية في سداد ديونها (عقل، 1995، ص404)، وتشير نظرية عدم تماثل المعلومات ان المستثمرين ليس لديهم معلومات كافية عن الشركة، ولكن تأثير ذلك يكون بصورة اقل بالنسبة للشركات الكبيرة نظرا لميل الشركة كبيرة الحجم لتزويد المستثمرين بمعلومات كافية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم التي تميل لاختفاء بعض المعلومات عن المستثمرين، كما ان الشركة الكبيرة الحجم لديها القدرة على تنويع استثماراتها لتقليل المخاطر التي قد تتعرض لها، كما أوضحت بعض الدراسات (الكيلاني، قدومي، عمارنه، 2009) ان للشركة اثر ايجابي على قدرتها على التمويل بالقروض والتي اجريت على الشركات الصناعية الاردنية.

وقد كشفت دراسات اخرى عن وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ونسبة الاقتراض وبين مخاطر الافلاس، فالمنشأة كبيرة الحجم التي عادة تتسم بتنويع استثماراتها تتعرض لتلك المخاطر بدرجة اقل (Titman & Wassels 1988)

وفي دراسة مماثلة (Tom, 2005) تبين انها لا تتوافق مع الدراسات المختلفة، حيث تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين حجم الشركة ومعدل الديون، وفي دراسة تجريبية اخرى (رمضان، العقدة، 2010) أظهرت وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة والتمويل فكلما كان حجم الشركة كبيرا اصبحت اكثر تنوعا واقل تذبذبا وهذا بدوره يخفض من المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة.

2.2.4 فرص النمو (Growth)

لقد استخدم النمو بطرق مختلفه في العديد من الدراسات السابقة، وسوف نستخدم ثلاث طرق لقياس النمو وتتمثل في القيمة السوقية للقيمة الدفترية والنمو في المبيعات والنمو في الاصول.

2.2.4.1 القيمة السوقية للقيمة الدفترية (Market- to- Book ratio)

ان الهدف الرئيسي لأي منشأة هو تعظيم ثروة الملاك، وذلك من خلال استغلال الموارد المتاحة والتي تتصف بالندرة، وتخصيصها بالكفاءة الممكنة، وان ثروة الملاك تتعاضد عندما يكون فرق ايجابي بين القيمة السوقية لسهم الشركة والقيمة الدفترية، وهذا يشير إلى أن الشركة تخلق قيمة سوقية مضافة (فتوح، عبد الكريم، عبد الكريم، 2010، ص208)، وغالبا من السهل إيجاد القيمة السوقية، فهي مجموعة القيم السوقية لعناصر رأس المال، طالما أن أسعار الأسهم متوفرة، ولكن الصعوبة تكمن في معرفة القيمة السوقية للديون، لذلك يعتمد المحللين على القيمة الدفترية للديون الواردة في القوائم المالية كتقدير للقيمة السوقية للديون (فتوح وآخرون، 2010، ص209)، حيث أن القيمة الدفترية تعكس الماضي فتبين المبالغ المتراكمة من الاستثمارات والأرباح المحتجزة من شراء الأسهم العادية التي تصدرها الشركة، أما القيمة السوقية فهي تعكس المستقبل، بحيث ترتبط بالتدفقات النقدية التي يتوقع المستثمرون الحصول عليها (فتوح، وآخرون، 2010، ص335).

بالإشارة إلى نظرية الترتيب، فقد استخدم الباحث القيمة (ROSS Myers & Majluf, 1984) للقيمة السوقية الدفترية كمتغير توضيحي والهدف منه الحصول على اكبر قدر من المعلومات حول العلاقة بين النمو والاقتراض.

وفي بعض الدراسات (Parsons & Titman, 2008) تبين ان نسبة الدين لها صلة سلبية بنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، وهذا واحد من اقوى واكثر اعتمادا من المتنبأ به للاقتراض بغض النظر عما اذا كانت القيمة السوقية للقيمة الدفترية مستخدمة كعامل مستقل، حيث ان نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية بالشركة تزود بمعلومات عن طبيعة مزيج الاصول، وبالتحديد فان الشركة التي لها قيمة سوقية عالية بالمقارنة مع القيمة الدفترية سيكون لها فرصة نمو عالية

مستقبلا مقارنة مع قيم الاصول، وهذا له صلة بتركيبة رأس المال حيث تضيق فرصة نمو لقيمة الشركة ولكنها لا تنتج دخل ضريبي حالي، والشركة التي لها فرصة نمو مستقبلا يمكن لها ان تلغي الدخل الضريبي بالاعتماد بصورة جزئية على الديون، والشركة التي لها فرصة نمو جيدة غالبا تستثمر بشدة بالمستقبل، وقد تحافظ على ركود مالي من اجل تمويل الاستثمارات المتوقعة مستقبلا، (Myers,1984) (Myers & Majluf, 1984).

وفي دراسة عملية اخرى (Hijazi & tariq, 2006)، تبين وجود علاقة سلبية بين النمو والتمويل بالديون، وتتفق هذه النتيجة مع التنبؤ النظري لدراسة (Jensen & Mackling, 1976) استنادا لنظرية الترتيب، ولكن تشير الدراسة لاعمال (Myers, 1977) الذي يزعم انه نظرا لعدم تماثل المعلومات فالشركة التي تعتمد على الديون كثيرا تكون علاقه صافي القيمة الحالية ايجابية مع فرص الاستثمار، حيث يقول مايرز ان الشركة ذات فرص النمو والاستثمار العالي تميل للتمويل بالديون بصورة اقل، علاوة على ان فرص النمو لا توفر ايرادات فان فرص النمو في الاصول الملموسة توفر ضمانات محدودة، لان الشركة ذات النمو في الاصول الملموسة سوف تميل للتمويل بالقروض، ولكن الادلة التجريبية بخصوص العلاقة بين الديون وفرص النمو غير مختلطة نوعا ما، فبعض الدراسات مثل (Rajan & Wassles, 1988) و (Jang, 1993) تشير لوجود علاقه سلبية بين النمو والديون، حيث ان الشركة ذات فرص النمو العالي لديها توجه للتمويل بالديون بصورة اقل.

وهذا التحليل يحتمل أمرين الاول ان الشركة ذات النمو العالي لا تحتاج للتمويل بالديون نظرا لانها تعتمد على الائتمان التجاري او الائتمان المصرفي قصير الاجل بحده الأدنى فتكون علاقه سلبية بين النمو والديون، اما الامر الثاني فهذا النمو يتطلب استثمار يكون مرتبط بصورة او اخرى بالتمويل بالديون حيث يكون اثر العلاقة ايجابي بين التمويل بالديون والنمو.

2.2.4.2 النمو في المبيعات (Growth in Sales)

تحتاج الشركة السريعة النمو إلى أموال إضافية لتغطية احتياجات استثماراتها، وقد يكون من الأفضل لهذه المنشأة تمويل استثماراتها من الأرباح المحتجزة لأن احتجاز الأرباح لا يكلف المنشأة شيئاً، ومن الممكن أن لا يواجه أية اعتراضات، وهذا يستند إلى نظرية الترتيب التي تشير أن الأرباح المحتجزة تأتي في سلم التفضيل لتمويل استثمارات الشركة من الأرباح المحتجزة والاهلاك، ولكن إذا اضطرت المنشأة إلى إصدار أسهم لتمويل النمو المتوقع فإن إصدار الأسهم ينطوي على تكاليف إضافية، واضعاف مراكز الملاك القدامى في الجمعية العمومية، وتوقع تعرضهم للخسارة وانخفاض القيمة السوقية للأسهم على النحو الذي تشير له نظرية عدم تماثل المعلومات (هندي، 2008، ص335).

وبالإشارة لبعض الدراسات العملية (Reza & Rasiah, 2013) أشار الباحث أن (Myers, 1977) توقع أن المنشأة ذات فرص النمو الكبير الفوري في المستقبل يجب أن تمول من امتلاك أسهم، وحقيقة أن الشركات التي على مستوى عال من النمو ليس لديها رغبة في قبول المشاريع المربحة للاستثمار في حال إذا كان عليها التحول من التمويل من حقوق الملكية إلى التمويل بالديون، وكما تشير نظرية التوقع أن الشركة ذات نسب السوق المرتفعة يوجد لديها تكاليف إضافية (ضائقة مالية)، ولهذا السبب تتوقع علاقه سلبية على الرغم من عدالة الأرقام التجريبية للبحوث المختلفة (Kim & Sorensen, 1986) و (Titman & Wassels, 1988). والتي تشير بوجود علاقه سلبية بين النمو في المبيعات والتمويل بالديون.

فالمنشأة التي يسيطر عليها فرد واحد أو عدد محدود من الملاك تميل إلى الاقتراض، حيث توجه الأموال المقترضه إلى استثمارات كان بالإمكان تمويلها من أموال الملكية، بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال ، وهذا التوجه من شأنه أن يرفع من تكاليف التمويل بالقروض وهي تكلفه ترتفع بمعدلات اكبر للمنشأة التي تتسم بمستوى عالي من النمو، ونظراً لارتفاع تكلفة التمويل بالقروض تفضل المنشأة التمويل الذاتي، لذلك يتوقع أن تكون العلاقه عكسية بين معدل النمو ونسبة الاقتراض طويل الاجل بالاستناد إلى نظرية الوكالة التي تتنبأ بعلاقه سلبية بين النمو والاقتراض، ولكن (Myers, 1977) أشار بإمكان استبدال القروض طويلة الاجل بقروض قصيرة الاجل والتي

تتطوي على مخاطر اقل للدائنين، وقد تستطيع المنشأة تخفيض تكلفة الوكالة وزيادة نسبة الأموال المقترضة، لذلك يتوقع وجود علاقة طردية بين معدل النمو وبين نسبة الأموال المقترضة قصيرة الاجل (هندي، 1998، ص164).

وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة عملية (Linda & Lensink & Sterken, 1998) التي تشير لما اشار اليه (Myers, 1977) بوجود علاقه سلبية بين النمو ونسبة الاقتراض، ولكن مايرز استبدل القروض طويلة الاجل بالقروض قصيرة الاجل والحديث يدور حول فرض نمو الشركة من خلال الاصول الغير ملموسة بدلا من الاصول الملموسة، فاشار الباحث ان تأثير السيولة النقدية العالي ربما يساهم في تقليل مقدرة المنشأة في دعم مستقبل نمو متوقع، لذلك يستوجب على المدراء اختيار نسب سيولة محتفظ بها اقل، من اجل دعم الاستثمارات بالسيولة العالية والابقاء على سيولة منخفضة من اجل سد الالتزامات القصيرة الاجل، وعدم الاحتفاظ بفائض سيولة عالي غير مستغل.

وفي دراسة حول الاقتصادات العربية (Barakat & Rao, 2003) تشير بأن الشركة ذات الرفع المالي العالي تكون اكثر عرضة لتمير فرص استثمارية مربحة، ويكون لديها فرصا مستقبلية للنمو، وسوف تعتمد على القروض بصورة اقل، وتعتمد على استخدام التمويل بالأسهم بصورة اكبر للتخلص من تكلفة الوكالة.

2.2.4.3 النمو في الاصول (Assets Growth)

ان الشركة التي لديها نمو عاليا تحتاج لتمويل اكبر من اجل مواكبة النمو داخلها، لذا فان تكلفة الوكالة تشير لعلاقة سلبية بين النمو والتمويل بالقروض فالشركة ذات النمو المرتفع تعتمد في استثماراتها على التمويل الداخلي، فالنمو في الأصول القصيرة الأجل يوفر هامشا اكبر من السيولة المالية، اما النمو في الأصول الملموسة فانه يدعم التوجه للتمويل بالقروض لان الأصول الملموسة تستخدم كضمان للقروض، لما تحققه هذه القروض من وفورات ضريبية، كما تشير دراسة عملية اخرى (Linda & Lensink & Sterken, 1998) ان النمو يؤثر سلبا على التمويل بالقروض

طويلة الاجل، والحجة في ذلك ان النمو في الاصول الغير ملموسة بدلا من النمو في الاصول الملموسة، يؤثر على السيولة التي لها تأثير على التمويل بالقروض، وقد يقلل من قدرة التمويل الثابت، وان المدراء المستقبليين للشركات سوف يختارون التمويل قصير الاجل.

كما أشارت دراسة عملية اخرى (Titman & Wessels, 2007) يتوقع ان يؤثر النمو سلبا على نسب الاقتراض على مستوى القروض طويلة الاجل، ولكن يتوقع ان يكون الاثر ايجابيا في معدلات النمو للشركات على مستوى القروض قصيرة الاجل، حيث تشمل مؤشرات النفقات الرأسمالية على إجمالي الأصول، ويتم قياس النمو في الاصول من خلال التغير في إجمالي الاصول، وان بعض الشركات كما اشار الباحثان تتخبط في مجال البحث العلمي والتطوير من اجل توليد استثمارات مستقبلية.

2.2.5 البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد (Non-Debt Tax Shields)

إن الاستثمار في الأصول الثابتة يتم خلال فترة زمنية طويلة، حيث تتعرض هذه الأصول للتقادم نتيجة استخدامها، وان الاستهلاك يطلق على الطريقة التي يتم بها توزيع قيمة الأصول الثابتة على الفترات المحاسبية المستفيدة من خدماتها، حيث تؤثر مصاريف الاستهلاك على الأرباح، فكلما زادت مصاريف الاستهلاك تقل الأرباح، أما من جانب التدفقات النقدية فان الاستهلاك لا يؤثر على التدفقات النقدية بل تزيد لأسباب ضريبية، ويهدف الاستهلاك إلى الموازنة بين إيرادات الفترة والتكاليف التي تتحملها المؤسسة، كما يهدف الاستهلاك إلى تخفيض القيمة الدفترية للأصول الثابتة من خلال خصم الاستهلاك السنوي للأصل من قيمته الدفترية على مدار السنوات المقدرة لاستعمال الأصل، ومن مزايا الاستهلاك هو تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، حيث تحصل المؤسسة على وقاء ضريبي يحسب من خلال ضرب قيمة الاستهلاك في نسبة الضريبة (عقل، 1995، ص 88).

ويذكر ان فوائد الاقتراض تخفض الضريبة ايضا وقد تلجأ الشركات إلى الاقتراض لهذا الغرض ولكن حاجة الشركة الملموسة للاقتراض تقل لو كان لدى الشركة بنود اخرى مخفضة

للضريبة مثل الاستهلاك، لذلك يتوقع وجود علاقة سلبية بين حجم البنود المخفضة للضريبة وبين نسبة الاقتراض لدى الشركة، وبالإشارة لبعض الدراسات (Reza & Rasiah, 2013) تبين وجود علاقة سلبية بين البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد وبين التمويل بالديون وهذا يتوافق مع نظرية المفاضلة.

وأظهرت الدراسات العملية (Tom, 2005) أن الضرائب تخلق حوافز قوية للشركات لزيادة الاقتراض، ولكن حجم الديون تتأثر سلبا بوجود بنود مخفضة للضريبة مثل الاستهلاك أو إعفاء الاستثمار، حيث تعتبر بدائل تؤثر على الاقتراض، وهي بمثابة بدائل للمزايا الضريبية لتمويل الديون، ومن المتوقع أن الزيادة في البنود المخفضة للضرائب ستؤثر سلبا على الاقتراض، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسات سابقة (Stockholm, 2004) وتدعم نظرية هيكل رأس المال الأمثل، وفي الواقع فإن دراسات أخرى (De Angelo, & Masles, 1980) ناقشت البنود المخفضة للضرائب وهي بدائل عن المزايا الضريبية لتمويل الديون، حيث أن ميزة الوفر الضريبي تتناقض عندما ترتفع البنود الأخرى مثل الاستهلاك، حيث أن الدرع الضريبي من وجهة نظر بعض الباحثين (Huang & Song, 2006) يمثل الوفر الضريبي من الاستهلاك والاستثمار والإعفاءات الضريبية، ويشكل الدرع الضريبي البديل عن الوفر الضريبي الناتج من الديون، والشركة ذات الدرع الضريبي العالي مع ثبات العوامل الأخرى يتوقع أن تستخدم قروض أقل حسب عموم الدراسات التجريبية (Bradley, et, al, 1984)، وقد استخدم (Wald, 1999) نسبة الاستهلاك إلى إجمالي الأصول، ونسبة الاستهلاك والإعفاء الضريبي للاستثمار إلى إجمالي الأصول لقياس الدرع الضريبي وقد أظهرت النتائج وجود علاقة ذات ارتباط سلبية بين نسبة الدين والدرع الضريبي.

2.2.6 معدل الضريبة الفعلية (The Effective tax rate)

تعتبر فوائد القروض مصاريف تخصم من الإيرادات قبل الضريبة، ولذلك يكون لدى المنشأة وفورات ضريبية لها اثر ايجابيا على قيمة المنشأة، ونظرا للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية بمعنى انه كلما ارتفع معدل الضريبة المفروضة على الارباح ترتفع الوفورات الضريبية لدى المنشأة، فيكون دافعا لادارة المنشأة للاعتماد اكثر على الأموال المقترضة.

تشكل هذه النتيجة جوهر نظرية (Modgiliani&Miller) في ظل وجود ضرائب فان فوائد القروض هي مصروفات تخصم من الدخل قبل الضريبة، وبذلك فان المنشأة التي تعتمد على التمويل بالقروض تحقق وفورات ضريبية وقد انطلق (Modgiliani&Miller,1963)، بنظريته ان المنشأة التي يتكون هيكل رأس مالها من القروض وحقوق الملكية سوف تفوق قيمتها السوقية منشأة يتكون رأس مالها من حقوق ملكية فقط في ظل فرض وجود ضرائب على تلك المنشأة والفرق في القيمة السوقية للمنشأة الممولة بالقروض وحقوق الملكية وبين المنشأة الممولة من حقوق الملكية فقط يتمثل في قيمة الوفورات الضريبية لفوائد القروض (هندي، 1998، ص224).

ان تأثير الضرائب على هيكل رأس المال هو الموضوع الرئيسي لدراسة (1963 Modgiliani & Miller) وان الباحثين اليوم (Huang & Song,2006) يعتقدون ان الضرائب تؤثر في تركيبة رأس المال، وان الشركة ذات الضرائب الفعلية المرتفعة تستخدم الديون اكثر لتحصل على وفورات ضريبية، وان السبب في فشل العديد من الدراسات السابقة في ايجاد آثار ضريبية واضحة على القرار التمويلي كما تنطوي عليه نظرية (Modgiliani&Miller) ناتج عن كون نسبة الديون هي نتيجة زيادة قرارات التمويل عام بعد عام، وان الدرع الضريبي للفوائد يكون له اثر على التغير السنوي في الاقتراض، حيث يتم التركيز على اثر الضرائب على استخدام الديون، وان الرغبة في زيادة التمويل بالديون لكل عام لوحده تتأثر بشكل ايجابي مع زيادة معدل الضريبة الفعلية وهذا يتناسب مع نظرية (Modgiliani&Miller)، وتشير بعض الدراسات التجريبية (Jeffrey & Mackie-Mason, 1990) ان الجميع يعتقد ان الضرائب يجب ان تؤثر على قرار التمويل، ولكن القليل من الدراسات وجدت دليلا عمليا على مثل هذه العلاقة.

2.3 تطوير فرضيات الدراسة

استنادا للدراسات السابقة النظرية والعملية، يمكن وضع الفرضيات التالية من اجل الاجابة على اسئلة الدراسة.

2.3.1 الأصول الملموسة

يتوقع ان يؤثر مدى توفر الاصول الملموسة في هيكل اصول الشركة ايجابا على قدرة الشركات الفلسطينية المدرجة على تمويل استثماراتها بالقروض، لان الشركة التي تملك أصولا ملموسة يمكن ان تستخدم هذه الاصول كضمان للقروض، لان العديد من الدراسات التي اجريت على الشركات الهولندية والشركات اليابانية والماليزية والصينية اظهرت علاقة ايجابية بين الأصول الملموسة وبين التمويل بالقروض، وبذلك يمكن صياغة الفرضية التالية :

الفرضية الاولى: مدى توفر الاصول الملموسة لدى الشركة يؤثر ايجابا على مدى استخدام الشركة للتمويل بالدين.

2.3.2 الربحية

ان الشركة التي تحقق ارباحا عالية يتوقع ان تمول استثماراتها من الارباح المحتجزة، لان الارباح المحتجزة لا تكلف الشركة اية تكاليف إصدار، وهذا يستند إلى نظرية الترتيب في اختيار مصادر التمويل، وقد اثبتت عدة دراسات اجريت على الشركات في بلدان متعددة مثل هولندا والصين واليابان والسويد وماليزيا والاردن بوجود علاقة ذات دلالة احصائية سلبية بين الربحية والتمويل بالقروض ويتوقع وجود علاقة سلبية بين الربحية والتمويل بالقروض في الشركات الفلسطينية المدرجة واستنادا لما ذكر يمكن صياغة الفرضية التالية:

الفرضية الثانية: هناك علاقة عكسية بين ربحية الشركة ومدى لجوء الشركة للتمويل بالدين.

2.3.3 الحجم

ان الشركة ذات الحجم الكبير تكون قادرة على التوسع في الاعتماد على التمويل بالقروض لانها تستطيع ان توفر معلومات اكثر للمستثمرين، وبالتالي فان عدم تماثل المعلومات لدى المستثمرين يكون اقل لدى الشركات الكبيرة الحجم، كذلك فان هذه الشركات تكون اقل مخاطرة لقدرتها على تنويع استثماراتها مما يشجع المقرضين على تقديم القروض لها، وهذا ما اشارت له اكثر من دراسه عملية اجريت على الشركات في بعض البلدان مثل الدراسات التي اجريت على الشركات المصرية والهولندية واليابانية والماليزية والصينية، حيث اظهرت تلك الدراسات وجود علاقه ذات دلالة احصائية ايجابية بين حجم الشركة وبين الاقتراض، فمن المتوقع ان تكون علاقه ايجابية بين حجم الشركة وبين التمويل بالقروض في الشركات الفلسطينية المدرجه، وعليه يمكن صياغة الفرضية التالية:

الفرضية الثالثة: هناك علاقه ايجابية بين حجم الشركة وبين مدى استخدام الشركة للتمويل بالدين.

2.3.4 فرص النمو

يتوقع وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين فرص النمو المتوقع في الشركات الفلسطينية المدرجة وبين التمويل بالقروض، لان الشركة ذات فرص النمو السريع تحتاج لأموال لتمويل استثماراتها، وفي ظل عدم تماثل المعلومات قد تلجأ الشركة إلى تصرفات تنقل الثروة من الدائنين إلى الملاك، وحيث ان الثروة او القيمة التي تخلقها فرص الاستثمار لا يمكن ان تقدم الضمان للمقرضين، لذلك يتوقع ان يحجم المقرضين عن تقديم القروض لتمويل النمو المتوقع مما يدفع الشركات إلى الاعتماد على حقوق الملكية وإصدار الأسهم، مما يجعل العلاقة بين نسبة الاقتراض وبين النمو المتوقع علاقه سلبية، وقد اثبتت بعض الدراسات التي اجريت على العديد من الشركات في البلدان النامية ومنها الدراسات التي اجريت على الشركات الهولندية والماليزية وجود علاقه ذات دلالة احصائية سلبية بين النمو والتمويل بالقروض ولذلك يمكن صياغة الفرضية التالية:

الفرضية الرابعة: هناك علاقة سلبية بين فرص النمو المتاحة للشركة وبين مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين.

2.3.5 معدل الضريبة الفعلية

ان زيادة معدل الضريبة الفعلية يتوقع ان تؤدي إلى زيادة الميل نحو الاقتراض لما في ذلك من وفر ضريبي تحققه الشركة التي تستخدم التمويل بالقروض، وهذا يستند لنظرية (1963 Modgiliani & Miller) حول الاثر الايجابي للضريبة على قيمة الشركة، وان انخفاض نسبة الضريبة يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة، فمن المتوقع ان تؤثر الضريبة الفعلية ايجابا على التمويل بالقروض في الشركات الفلسطينية المدرجة، اما تخفيض نسب الضريبة فيمكن ان يؤدي إلى انخفاض الاقتراض فالعلاقة بين الضريبة والاقتراض علاقة طردية، لذلك يتوقع ان تتخفف نسب التمويل بالاقتراض في حال انخفاض ضريبة الدخل في الشركات الفلسطينية، وبذلك يمكن صياغة الفرضية التالية.

الفرضية الخامسة: هناك علاقة موجبه بين معدل الضريبة الفعلية ومدى لجوء الشركة للتمويل بالاقتراض.

2.3.6 البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد

ان الاستهلاك يحقق وفورات ضريبية نتيجة خصم الاستهلاك من الدخل قبل الضريبة، فالشركة التي لديها استهلاك اكبر تحصل على وفورات اكبر، وكذلك الإعفاء الضريبي لتشجيع الاستثمار يحقق وفورات ضريبية، فمن المتوقع ان الشركة التي لديها مثل هذه الوفورات سيكون ميلها نحو الاقتراض لتمويل استثماراتها اقل لانها تستخدم الدرع الضريبي لهذه البنود لتحقيق وفورات ضريبية، فمن المتوقع ان تكون العلاقة سلبية بين البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد وبين التمويل بالقروض في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة، وقد أثبتت الدراسات التي اجريت على الشركات الهولندية والماليزية وجود علاقة سلبية بين التمويل بالقروض وبين البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد، وبذلك يمكن صياغة الفرضية التالية:

الفرضية السادسة: كلما كانت البنود المخفضة للضرائب من غير فوائد القروض اكبر كلما كان ميل الشركة نحو استخدام القروض اقل والعكس صحيح.

والجدول التالي يوضح العلاقة النظرية المتوقعة للعوامل المحددة للدراسة بنظريات الهيكل التمويلي.

جدول (2.1) : العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الدراسة مع درجة استخدام الشركة للديون حسب نظريات الهيكل التمويلي

المتغيرات	العلاقة النظرية المتوقعة	النظرية
حجم الشركة	+	نظرية المفاضلة
الاصول الملموسة	+	نظرية الوكالة / نظرية المفاضلة
الربحية	-	نظرية الترتيب
النمو	-	نظرية الوكالة
	+	نظرية المفاضلة
البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد	-	نظرية المفاضلة
معدل الضريبة الفعلي	+	نظرية المفاضلة

الفصل الثالث

البيئة التمويلية للاقتصاد الفلسطيني

3. البيئة التمويلية للاقتصاد الفلسطيني

تتضمن البيئة التمويلية محاور هامة لتدعيم الاقتصاد الوطني تتمثل في الشركات المساهمة العامة والنظام المالي الفلسطيني الذي يشمل سلطة النقد الفلسطينية وهيئة سوق رأس المال الفلسطيني، وسنتطرق بالتوضيح لكل منها.

3.1 الشركات المساهمة العامة الفلسطينية

3.1.1 المقدمة

تعتبر الشركات المساهمة العامة من الدعامات الهامة للاقتصاد الوطني وأداة تطويره، فهي قادرة على تجميع الأموال من خلال التوجه للمساهمين بطرح أسهمها للاكتتاب العام مما يؤهلها لتنفيذ العديد من المشاريع الكبيرة التي تستغرق فترة زمنية طويلة لانجازها وتحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لا يستطيع الأفراد توفيرها (طه، 2007، ص151).

فهي موضع اهتمام الجمهور في المجتمع الفلسطيني، وتتمتع الشركة المساهمة العامة بشخصية معنوية مستقلة عن شخصية مؤسسيها ومساهميها، وتحفظ بهذه الشخصية حتى يتم فسخها أو تصفيتها أو شطبها من سجل الشركات المساهمة الفلسطينية، وتعد ذمه الشركة المساهمة العامة مستقلة عن ذمه مالكيها، فالشركة ممثلة بمجلس إدارتها تكون مسؤولة مسؤولية كاملة عن موجوداتها وعن التزاماتها تجاه الغير ولا علاقة لمساهميها بتلك المسؤولية، والشركة المساهمة العامة تعمل لمدة غير محدودة إلا إذا كانت غايتها القيام بعمل معين ثم تنقضي بعد الانتهاء منه (مادة 81 قانون الشركات الفلسطينية لسنة 2008).

وتستمد الشركة المساهمة العامة اسمها من غايتها على أن تتبعه أينما ورد عبارة شركة مساهمة عامة محدودة، ولا يجوز أن تكون باسم شخص طبيعي إلا إذا كانت غاية الشركة استثمار براءة اختراع مسجله بصورة قانونية باسم ذلك الشخص، وتستطيع الشركة تغيير اسمها من خلال عقد اجتماع هيئه عامه عادية يصدر بالاغلبية العادية للمساهمين، بحيث تلتزم باجراء هذا التغيير إذا ما طلب منها من قبل محكمة أو دائرة رقابة، ويجب تقديم اشعار بهذا التغيير للمسجل ضمن

النموذج المطلوب ويتم نشر ذلك في صحيفتين محليتين ومنح فترة (30) يوما للاعتراض على قرار التغيير، وإذا اخفقت الشركة في الالتزام بهذا التغيير تكون قد خالفت احكام قانون الشركات الفلسطيني لسنة (2008)، وتعاقب بغرامه لا تزيد عن (5000) دينار اردني (مادة 87 قانون الشركات الفلسطيني لسنة 2008).

3.1.2 مفاهيم حول الشركات المساهمة العامة الفلسطينية

تختلف الشركات المساهمة العامة الفلسطينية عن العديد من الشركات الاخرى غير المدرجة لان أسهمها تطرح للاكتتاب العام، فلهذه الشركات بعض المفاهيم التي تميزها.

3.1.2.1 مفهوم الشركة المساهمة العامة

هي الشركة التي تؤسس من سبعة افراد او اكثر من المؤسسين ويتكون رأسمالها من عدد من الحصص ذات القيم الصغيرة تسمى أسهم وتطرح أسهمها للاكتتاب العام، ويمكن تداول أسهمها في اسواق رأس المال، وللشركة ان تتخذ اسمها من غايتها ولا يجوز ان تكون باسم شخص طبيعي الا اذا كان غاية الشركة استثمار براءة اختراع مسجله بصورة قانونية باسم ذلك الشخص، كما ان مدتها غير محدودة وتكون الشركة بموجوداتها وأموالها مسؤوله عن الديون والالتزامات المترتبة عليها، ولا يكون للمساهم اية مسؤولية تجاه التزامات الشركة وديونها الا بقدر مساهمته في رأسمالها (جمعه، 2010، ص285).

3.1.2.2 تعريف الشركة المساهمة العامة

لم يضع المشرع الفلسطيني تعريف محدد للشركة المساهمة العامة ويمكن ان نعرفها بأنها الشركة التي تؤسس من عدد من الأفراد ورأسمال مقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول في الاسواق المالية، ولا يكون الشريك مسؤولاً عن ديون الشركة الا بقدر حصته في رأسمال الشركة ويتم اشتقاق اسمها من غاية نشأتها (دواية. 2006، ص198).

3.1.2.3 أهمية الشركات المساهمة العامة

للشركة المساهمة العامة أهمية كبيرة في النهوض بالمجتمع وتطويره من خلال قدرتها على توفير الأموال اللازمة للاستثمار، وتنفيذ المشاريع الضخمة التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة والتي لا يستطيع الأفراد توفيرها، وبذلك يمكن القول، ان الشركات المساهمة العامة هي عماد التطور التكنولوجي في الدولة اذا ما توفرت البيئة الاقتصادية والاستقرار السياسي اللازمين لنموها.

3.1.2.4 أنواع الشركات المساهمة العامة

تنقسم الشركات المساهمة العامة إلى نوعين من الشركات هما الشركة المساهمة المفتوحة، وهي الشركة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام لجمهور المكنتبين من افراد المجتمع على اختلاف اطيافهم، والشركة المساهمة المغلقة وهي الشركة التي لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام من قبل الجمهور وإنما تقتصر على مجموعة من المساهمين يعرف بعضهم بعضا، وربما تكون تربطهم صلة القرابة، وربما تكون أفراد أسرة واحدة أو علاقة صداقة، ويمكن لهذا النوع من الشركات التحول إلى شركات مساهمة عامة مفتوحة اذا حققت بعض الشروط كأن يصدر قرار التحويل من الهيئة العامة غير العادية، وان يكون قد مضى على تأسيسها سنتين مالميتين، وان تكون الشركة قد حققت ارباحا لا تقل عن 10% من رأسمالها خلال سنتين إضافة إلى تحصيل رأسمالها المصدر (راضي، 2011، ص 19-20).

3.1.3 هيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة

يعتبر هيكل رأس المال من الأمور الهامة التي تشغل بال الإدارات المختلفة، لان قرار تحديد هيكل رأس المال مرتبط بقرار لا يقل أهمية عن قرار الاستثمار ولذلك لا بد من تعريف رأس المال وتوضيح أنواع رأس المال حسب قانون الشركات الفلسطيني.

3.1.3.1 تعريف رأس المال

يمكن وضع تعريف لرأس المال بأنه قيمة ما تملكه الشركة من اصول، ولكن رأس المال القانوني هو رأس المال الذي نص عليه عقد الشركة ونظامها الاساس وهو يمثل مجموعة قيم الأسهم الاسمية من الأنواع المختلفة من الأسهم المصدرة، ولكن المحاسبون يركزون على مجموعة ما دفعه المساهمون من أموال مضافا اليها ما حققته الشركة من ارباح ولم يتم توزيعها على المساهمين بل تم احتجازها (راضي، 2011، ص38).

3.1.3.2 رأس المال حسب قانون الشركات الفلسطينية لسنة (2008)

يتكون رأسمال الشركة من عدد من الأسهم المصدرة ويعتبر ملاك هذه الأسهم هم أصحاب الشركة، فمنها أسهم نقدية ومنها أسهم عينية تقيم بالنقد وهي تتمتع بنفس الحقوق والمشاركة بالارباح والتصويت في الجمعية العمومية والحق ايضا في اصول الشركة عند بيعها ولهم الحق في شراء الزيادة من رأسمال الشركة قبل عرضها على المساهمين الجدد (راضي، 2011، ص37).

اولا: رأس المال المصرح به

ويتضمن مجموع قيم الأسهم لأنواع الأسهم المختلفة المصرح بها للشركة لإصدارها من خلال حصول الشركة على اذن يرخّص لها بعدد من الأسهم ويكون رأسمالها المصرح به بضرب عدد الأسهم المرخص بها بقيمة السهم الاسمية (راضي، 2011، ص38).

وقد حدد قانون الشركات الفلسطيني لسنة (2008) رأس المال المصرح به بمليون دينار او ما يعادله بالدولار الأمريكي (مادة 94). ولا يجوز الاكتتاب بأقل من قيمة رأس المال المصرح به، فاذا تم الاكتتاب بأقل من رأس المال المصرح به فيجوز للمسجل انذار الشركة بضرورة الاكتتاب في الأسهم من اجل تغطية الحد الادنى من رأس المال المصرح به، وذلك خلال تسعين يوما من تاريخ انذار الشركة بضرورة التغطية الكاملة لرأس المال المصرح به، والا فيجوز للمسجل تصفية الشركة من خلال الطلب من المحكمة المختصة (مادة 94 بند 5)، ويجوز لمجلس الادارة اعادة طرح أسهم الشركة للاكتتاب سواء بالقيمة الاسمية او بأقل من القيمة الاسمية او بأكثر من القيمة الاسمية.

ثانيا: رأس المال المصدر

وهو رأس المال الذي يتم طرحه للاكتتاب العام للمؤسسين او للاكتتاب العام من قبل الجمهور، ويجب ان لا يزيد رأس المال المصدر عن رأس المال المصرح به، ويمكن ان يساويه او يقل عنه، ولذلك يجوز للشركة طرح رأس المال المصرح به جميعه للاكتتاب ولا يجوز طرح للاكتتاب أسهم اكثر من أسهم رأس المال المصرح به (راضي، 2011، ص39).

ثالثا: رأس المال المدفوع

وهو رأس المال الذي تم دفعه فعلا من قيمة الأسهم المطروحة للاكتتاب، وهو رأس المال المصدر اذا ما طلبت الشركة دفع رأس المال المصدر جميعه اما اذا طلبت الشركة دفعه على اقساط فان رأس المال المدفوع يكون بمجموع قيمة الاقساط المدفوعة من رأس المال المصدر (راض، 2011، ص40).

رابعا: رأس المال الاضافي

وهي المبالغ التي يدفعها المساهمين زيادة عن القيمة الاسمية للأسهم المطروحة للاكتتاب، وهو يمثل مصاريف إصدار او علاوة إصدار يدفعها المساهم مضافة للقيمة الاسمية للسهم.

3.1.4 أنواع الأسهم حسب قانون الشركات الفلسطينية لسنة(2008)

لم يحدد قانون الشركات الفلسطينية نوع الأسهم التي تلتزم الشركة بإصدارها، وللشركة حرية اختيار نوع الأسهم التي تلائم ظروفها والظروف الاقتصادية السائدة، ولكن قانون الشركات الفلسطينية بين أنواع الأسهم الممكن استخدامها في الشركات المساهمة العامة على النحو التالي:

1. الأسهم العادية

وهي الأكثر انتشاراً في الشركات الفلسطينية المساهمة العامة وهي تتساوى في الحقوق من حيث حصتها في توزيع الأرباح وفي صافي الموجودات، وهي تكون في نوعين الأول أسهم عادية تتمتع بحق التصويت والثاني أسهم عادية لا تتمتع بحق التصويت.

2. الأسهم الممتازة

وهذه تعطي لمالكها حق التصويت بحصوله على أصوات أكثر من الأسهم العادية، وحقه في الحصول على نسبة أكبر من الأرباح الموزعة ومن صافي أصول الشركة من حمله الأسهم العادية، وهي غير مستخدمة في الشركات الفلسطينية المدرجة (مقابلة مع رئيس قسم العلاقات العامة في سوق فلسطين للأوراق المالية).

3. الأسهم الممتازة التراكمية

وتسمى بالأسهم المجمعّة للأرباح وتحصل هذه الأسهم على أرباح السنوات التي لم يتم توزيع الأرباح فيها، ولكنها تتجمع وتدفع في السنوات التي يتم توزيع أرباح فيها، ولا تستخدم في الشركات الفلسطينية المساهمة العامة.

4. الأسهم القابلة للاسترداد

وهي من اسمها يمكن استردادها من أصحابها أو الغائها تماماً، وتفقد في هذه الحالة كافة الحقوق المترتبة عليها من حيث توزيع الأرباح أو حقها في صافي أصول الشركة، ويمكن للشركة إعادة إصدارها، وفي حال الغائها يتم تخفيض رأس المال المصدر بقيمتها، ولا تستخدم في الشركات الفلسطينية المساهمة العامة.

5. أسهم الخزينة

وهي الأسهم التي تقوم الشركة بشرائها من أسهمها وهي لا تشارك في التصويت او في توزيع الأرباح اذا سمح النظام الداخلي لها بذلك، وعلى اية حال يجوز للشركة المساهمة العامة المدرجة أسهمها للتداول في سوق فلسطين للاوراق المالية شراء أسهمها لحسابها الخاص بقرار من مجلس الادارة وموافقة اغلبية الهيئة العامة العادية الذين يملكون حق التصويت على عملية اعادة الشراء، على ان لا يتجاوز عدد الأسهم المشتراه عن (10%) من قيمة رأسمال الشركة، وبما لا يزيد عن الاحتياطي الاختياري، ولا يجوز لها اعادة بيعها قبل ستة اشهر من شرائها، كما لا يجوز الاحتفاظ بها لمدة لا تزيد عن ثمانية عشر شهرا (مادة، 113).

6. الأسهم المؤجلة

لا يحق لحملة هذه الأسهم الحصول على حصصهم من الارباح او من صافي اصول الشركة الا بعد حصول حملة الأسهم العادية على حقهم في الارباح الموزعة وحقهم في صافي موجودات الشركة (مادة، 98).

7. السندات (إسناد القرض) في القانون الفلسطيني

اذا ما اجاز قانون الاوراق المالية، للشركة المساهمة العامة إصدار اسناد قرض قابلة للتحويل لأسهم وفقا للتشريعات السارية (مادة 124)، ويشترط لاسناد القرض موافقة مجلس الادارة بتلثي اعضاء المجلس على الاقل، واذا كان اسناد القرض قابلة للتحويل لأسهم فيشترط الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة، على ان يكون رأس مال الشركة قد غطي بالكامل، حيث ان موافقة الهيئة العامة غير العادية على اسناد القرض القابلة للتحويل لأسهم بمثابة زيادة رأس المال المصرح به اذا كان مكتتبا به بالكامل (مادة 125، قانون الشركات الفلسطيني لسنة 2008).

ان الشركات المساهمة العامة المدرجة تتداول أسهمها العادية في بورصة فلسطين للاوراق المالية، ولكن في الآونة الاخير اصدر البنك التجاري الفلسطيني (PCB01) حوالي (10000) سند تم طرح هذه السندات للاكتتاب العام، حيث اصدرت بتاريخ (2014/7/14) بسعر فائدة

(6.5%) سنويا لمدة خمسة سنوات وتاريخ استحقاقها (2019/7/14م)، كما ان شركة العربية الفلسطينية للاستثمار "" وشركة فلسطين للاستثمار والتنمية "باديكو" اصدرت سندات لم تطرح للاكتتاب العام (مقابلة اسامه نور).

3.2 النظام المالي الفلسطيني

النظام المالي في الدولة هو مجموعة من الهيئات الحكومية والخاصة التي تعمل بمنظومة واحدة من اجل التنمية الاقتصادية والحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي للدولة من خلال تنظيم عملها بوضع التشريعات اللازمة لكل هيئة منها والرقابة عليها من قبل الهيئات الحكومية المتخصصة، وللنظام المالي هيئات اشراف لمتابعة عمل هذا النظام بصورة مترابطة ومتماسكة من اجل البناء الاقتصادي وهذه الهيئات هي:

1. سلطة النقد الفلسطينية

2. هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

3.2.1 سلطة النقد الفلسطينية

تعتبر سلطة النقد الفلسطيني بمثابة البنك المركزي الفلسطيني وهي تقوم بجزء من اعمال البنك المركزي، وتطمح بالتحول لبنك مركزي فلسطيني، وقد اسست سلطة النقد بقرار رئاسي سنة (1995م) كمؤسسة مستقلة وقد صدر قانون ينظم عمل سلطة النقد الفلسطيني عام (1997م).

3.2.1.1 مفهوم سلطة النقد

هي مؤسسة نقدية حكومية تسيطر على النظام النقدي في السلطة الفلسطينية وتراقب النظام المصرفي، وتعمل على توفير النقد بالكميات اللازمة حسب العرض والطلب من اجل التنمية الاقتصادية وبما يتناسب مع حاجة النشاط الاقتصادي (عريقات، عقل، 2010، ص41).

3.2.1.2 اهداف سلطة النقد الفلسطينية

يمكن وضع اهداف سلطة النقد في ثلاث نقاط اساسية:

1. الحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي في اراضي السلطة الفلسطينية.
2. الرقابة على المصارف وضمان سلامة العمل المصرفي بما يحقق الامن لجمهور المودعين والمقترضين لتحقيق التنمية الاقتصادية.
3. تشجيع التنمية الاقتصادية وفقا للسياسة العامة للسلطة من خلال التحكم بالادوات النقدية المتمثلة في سعر الفائدة وعرض النقد (مادة، 5، قانون رقم 2 لسنة 1997 بشأن سلطة النقد).

3.2.1.3 خصائص سلطة النقد الفلسطينية

سلطة النقد الفلسطينية مؤسسة حكومية تم انشائها من قبل السلطة الفلسطينية، وتقوم بتغطية رأسمالها المصرح به، ومن اهم مهام هذه السلطة ادارة النظام النقدي والاشراف على النظام المصرفي لترسيخ الاستقرار المالي والنقدي في السلطة، فهي تعمل من اجل الصالح العام، وهي تركز في عملها على المؤسسات المصرفية والهيئات الحكومية ونادرا ما تتعامل مع الافراد.

وسلطة النقد الفلسطينية تشرف على المؤسسات التالية:

1. المصارف العاملة في فلسطين.
2. الصرافين من افراد وشركات صرافة .
3. مؤسسات الاقراض المتخصصة.

اولا : المصارف العاملة في فلسطين.

يمكن تعريف المصرف التجاري بأنه المؤسسة التي تقبل الودائع من الافراد والهيئات والمؤسسات سواء تحت الطلب او لاجل وتعيد استخدام هذه الودائع في منح القروض الشخصية والاستثمارية (عريقات، عقل، 2010، ص54).

وتستطيع المصارف ممارسة كافة الاعمال المصرفية التي حددها القانون والتي يعتبر العمل الاساسي لها من قبول الودائع بأنواعها سواء بفوائد او بدونها ومنح القروض لطالبيها بكافة أنواعها سواء شخصية او استهلاكية او استثمارية، كما تستطيع بحسب القانون ان تبيع وتشتري العملات الاجنبية، ويمكن لها خصم الكمبيالات والاوراق التجارية وتقديم الخدمات المصرفية المختلفه للجمهور، وكذلك الخدمات المصرفية المختلفة حسب الشريعة الاسلامية، وتعمل على تقديم الخدمات الاستثمارية لعملائها (مادة 13، قرار بقانون المصارف الفلسطيني لسنة 2010).

الجدول التالية توضح المصارف العاملة في السلطة الفلسطينية وعدد فروعها وسنة التأسيس وسنة الادراج في السوق المالي.

جدول (3.1): المصارف المحلية¹

الرقم	اسم المؤسسة	الرمز	سنة التأسيس	سنة الإدراج	عدد الفروع	الإدراج في السوق	السوق
1	بنك فلسطين	BOP	1960	22/9/2005	48	مدرج	الأولى
2	البنك التجاري الفلسطيني	PCB	1994	20/12/2006	6	مدرج	الثانية
3	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	1995	13/2/1997	13	مدرج	الثانية
4	البنك الإسلامي العربي	AIB	1995	22/11/1997	10	مدرج	الثانية
5	البنك الإسلامي الفلسطيني	ISBK	1995	2/7/2009	15	مدرج	الأولى
6	بنك القدس	Q UDS	1995	22/3/1997	22	مدرج	الثانية
7	البنك الوطني	TNB	2012	29/4/2007	7	مدرج	الأولى

جدول (3.2) : المصارف الوافدة²

الرقم	اسم المؤسسة	سنة التأسيس	عدد الفروع	الجنسية
1	بنك القاهرة عمان	1986	24	أردني
2	البنك العربي	1994	22	أردني
3	بنك الأردن	1994	32	أردني
4	البنك التجاري الأردني	1994	4	أردني
5	البنك الأهلي الأردني	1995	5	أردني
6	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	1995	12	أردني
7	البنك الأردني الكويتي	1995	2	أردني
8	بنك الاتحاد	1995	1	أردني
9	البنك العقاري المصري العربي	1994	6	مصري
10	بنك الشرق الأوسط المحدود (HSBC)	1998	1	بريطاني

يوضح الجدول أعلاه المصارف الوافدة وسنة تأسيس كل منها وعدد فروع وجنسية كل مصرف في فلسطين.

¹ سلطة النقد الفلسطينية

² سلطة النقد الفلسطينية

1. مصادر الأموال في البنوك

تستطيع البنوك الحصول على الأموال من المصادر الداخلية المتمثلة في رأسمال البنك والاحتياطات الإجبارية والاختيارية إضافة إلى المخصصات المختلفة والإرباح المحتجزة لدى البنك، ومن المصادر الخارجية المتمثلة في القروض سواء من سلطة النقد أو من البنوك الزميلة أو من التأمينات النقدية التي ترتب التزامات على البنك، والجدول التالي رقم (3.3) يبين حجم الودائع بدون فائدة والودائع مع فائدة في النصف الأول من العام (2014) بالعملات المتداولة.

جدول (3.3): حجم الودائع حسب التوزيع الجغرافي في المصارف للنصف الأول من العام 2014م بالمليون دولار أمريكي

الرقم	الودائع	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	المجموع
1	ودائع بدون فائدة							
	شيك	1468.2	1485.4	1507.4	1584.2	1546.7	1683	9274.9
	دينار	747.3	734.6	748.3	763.9	745.8	749.3	4489.2
	دولار	1596.7	1626.8	1706.2	1653.8	1671.1	1693.7	9948.3
	عملات اخرى	201.3	197.5	192	176.3	187.8	179.9	1134.8
2	ودائع مع فائدة							
	شيك	906.8	919	923.3	957	954.1	979	5639.2
	دينار	1418.9	1451.5	1477.9	1478.6	1520.6	1534.9	8882.4
	دولار	1804	1833.7	1771	1774.3	1781.1	1813.8	1077.9
	عملات اخرى	126.5	121.1	128.2	125.3	119.9	131.7	752.7

2. استخدام الأموال في البنوك

تعمل المصارف في فلسطين على توجيه الأموال للاستثمار من خلال منح القروض قصيرة وطويلة الاجل سواء للشركات المختلفة او لافراد، وكذلك تعمل على استثمار أموالها في السوق المالي في بيع وشراء الاوراق المالية، اضافة إلى العمليات اليومية النقدية من سحب وايداع ويجب على البنك توفير المبالغ اللازمة لتغطية حاجته من النقد لخدمة عملائه في عمليات التداول اليومية، كما وتستخدم الأموال في المشاريع الاستثمارية التي تقيمها او تشارك في اقامتها مع مؤسسات او بنوك اخرى من اجل دعم التنمية الاقتصادية.

جدول (3.4) : القروض الممنوحة حسب القطاع للنصف الاول من العام 2014م بالمليون دولار

الرقم	اسم القطاع	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	المجموع
1	السلطة الوطنية الفلسطينية	712.1	750.3	749.4	750.1	748.6	744.7	3710.5
2	السلطات المحلية	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	2.1
3	الشركات المقيمة	965.3	1054.1	1082.4	1104.1	1120.4	1128.9	5326.3
4	قروض الاشخاص المقيمين	1444.2	1480.9	1508.1	1529.81	1565.9	1604.3	7528.91
5	القروض الاستهلاكية	128.6	130.3	133.4	137.1	144.1	149.1	673.5
6	قروض استهلاكية اخرى	47.4	47.5	47.6	48.2	53.3	55.5	244
7	قروض المؤسسات غير الربحية	15.5	16.4	19.6	19.5	17.7	18.9	88.7
8	قروض المشاريع الصغيرة	26.2	33.9	34.8	35.3	29.9	29.5	160.1
9	القروض التعليمية	13.9	14.1	14.7	14.7	14.9	15	72.3
10	قروض المقيمين الآخرين	2472.2	2598.3	2659.1	2703.2	2753.7	2803.6	13186.5

يوضح الجدول أعلاه رقم (3.4) قيم القروض الممنوحة بالمليون دولار أمريكي، وقد كانت القروض الممنوحة للأشخاص المقيمين من اكبر القيم وبلغت (7528.91)، فيما كانت القروض الممنوحة للشركات لنفس العام (5326.3) وتأتي في المرتبة الثانية، أما القروض الاستهلاكية فقد بلغت (673.5) وتأتي في المرتبة الثالثة ويدل ذلك ان معظم القروض المقدمة هي قروض فردية.

جدول رقم (3.5) قروض الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة حسب القطاع بالدينار الاردني.

القطاع	مجموع القروض	قروض طويلة الاجل	قروض قصيرة الاجل	نسبة القروض طويلة	نسبة القروض قصيرة
قطاع الخدمات	1,128,092,827	1,010,931,776	117,161,051	0.90	0.10
قطاع الاستثمار	935,791,244	598,800,660	336,990,584	0.64	0.36
قطاع الصناعة	140,940,658	82,526,709	58,413,949	0.59	0.41
المجموع	2,204,824,729	1,692,259,145	512,565,584	0.77	0.23

والجدول اعلاه رقم (3.5) يبين حجم القروض الممنوحة للشركات الفلسطينية المدرجة حسب القطاع، كما يبين نسبة كل نوع من القروض سواء طويلة الاجل ام قصيره، حيث يلاحظ ان قطاع الخدمات حصل على اعلى نسبة من القروض طويلة الاجل، وقطاع الاستثمار تقريبا ثلثي النسبة تقريبا من قروض طويلة الاجل والباقي قصير الاجل، اما قطاع الصناعة استخدم القروض قصيرة الاجل بنسب اعلى من غيره من القطاعات، في النسب الإجمالية للقروض فان نسب القروض طويلة الاجل اكبر من القروض قصيرة الاجل لجميع القطاعات المكونه للشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة.

جدول (3.6) : موجودات ومطلوبات المصارف العاملة في فلسطين للنصف الاول من العام 2014م بالمليون دولار

الرقم	الموجودات	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	المجموع
1	ارصدة لدى سلطة النقد	1007.5	1008.8	984	1006	1037.7	1047.6	5044
2	ارصدة لدى المصارف في فلسطين	391.3	458.7	472.4	503.8	470.8	486.3	2297
3	التسهيلات الائتمانية للعملاء المقيمين	4483.9	4619	4640.9	4735.3	4805.3	4874	23284.4
4	القبولات المصرفية والكمبيالات المخصصة	8.9	6.3	5.3	4.7	4.7	5.8	29.9
5	الاستثمارات	134.1	132.7	126.8	124	123.2	120.9	640.8
6	ودائع سلطة النقد الفلسطينية	187.9	167.1	200	282.5	237.1	249.2	1074.6
7	ودائع المصارف العاملة في فلسطين	376	44.7	458.6	494.3	457.5	470.5	1831.1
8	ودائع العملاء المقيمين	7991.5	8079.5	8155.1	8204.9	8218.5	8442.2	40649.5
9	العملاء الآخرين المقيمين	7360.3	7421.5	7465.4	7607.1	7563.8	7757.8	37418.1

ويبين الجدول اعلاه رقم (3.6) ان المصارف العاملة تحتفظ بكميات كبيرة من النقد لدى سلطة النقد، فيما تودع الباقي لدى المصارف الاخرى، ولكن يبين الجدول ان حجم الودائع من العملاء كبير جداً، لان التسهيلات الائتمانية اذا ما قورنت بحجم الودائع قليله نسبيا.

ثانيا : الصرافين من أفراد وشركات صرافة

عمل المشرّع الفلسطيني على تنظيم مهنة الصرافة والتي تعتبر جزء من النظام المالي الفلسطيني، بحيث لا يسمح لاحد بممارسة مهنة الصرافة الا بعد الحصول على ترخيص من سلطة النقد المخولة بالاشراف والرقابة على عمل هذه المهنة (مادة 3 ، مرسوم بشأن ترخيص ورقابة مهنة الصرافة لسنة 2008)، ويتم منح الترخيص لمدة سنة مالية تبدأ في الاول من كانون الثاني وتنتهي في نهاية كانون اول من كل عام (مادة 5، مرسوم بشأن ترخيص ورقابة مهنة الصرافة لسنة 2008).

وقد بلغ عدد مؤسسات الصيرفة العاملة في فلسطين عام (2012م)، هو (173) شركة صرافه وعدد المؤسسات الفردية للصرافه هو (103)، ويجوز للصرافين بعد الحصول على الترخيص من سلطة النقد ممارسة كافة اعمال بيع وشراء العملات الأجنبية والمتاجرة بالشيكات السياحية المحررة بالعملات الاجنبية والعملات الثمينة، كما يجوز لهم تلقي الحوالات الواردة من الخارج وتحويل الحوالات المالية إلى خارج فلسطين على ان تنفذ من قبل مصرف مرخص خارج فلسطين، وتقوم ايضا بفتح الحسابات المختلفة لدى المصارف والشركات المالية (مادة 9)، ولكن يحظر على الممارسين لمهنة الصرافة القيام بالأعمال التي تعتبر من أعمال المصارف مثل قبول الودائع ومنح القروض او قبول الأمانات النقدية او منح التسهيلات المصرفية، كما ويمنع عليها المضاربة بالعملات الاجنبية والمعادن الثمينة بما يضر بالاستقرار النقدي والمالي او الاضرار بالمصالح العامة(مادة 10 مرسوم بشأن ترخيص ورقابة مهنة الصرافة لسنة 2008).

ثالثا : مؤسسات الإقراض المتخصصة

مؤسسة الإقراض هي كل هيئة اعتبارية تعمل على منح القروض والتمويل للأفراد ومرخصة في فلسطين (مادة 1 قرار رقم 132 نظام الترخيص والرقابة على مؤسسات الإقراض المتخصصة لسنة 2011).

وقد حرص المشرع الفلسطيني على تنظيم عمل مؤسسات الاقراض المتخصصة لضمان مساهمتها بفاعلية في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، ومن اجل الحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي في فلسطين، حيث خولت سلطة النقد الفلسطينية بمنح الترخيص والرقابة على هذه المؤسسات، ويستوجب على كل من يرغب بممارسة عملية الاقراض ان يكون شركة مساهمة عامة او خصوصية سواء كانت ربحية او غير هادفة للربح او من خلال شركات اجنبية مسجلة في فلسطين (مادة 4 قرار 132 نظام الترخيص والرقابة على مؤسسات الاقراض المتخصصة لسنة 2011)، ومن اجل الحصول على ترخيص يشترط تقديم طلب خطي لسلطة النقد سواء كانت مؤسسة محلية ام اجنبية (مادة 7) وفي حال رغبة المؤسسة التوقف عن اداء عملها فيجب اعلام سلطة النقد بهذا التوقف من خلال موافقه الخطية المسبقة، وذلك من اجل الحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي والحفاظ على حقوق الآخرين الذين تعاملوا مع هذه المؤسسة (مادة 10).

جدول (3.7) : سنة التأسيس وعدد الفروع لمؤسسات الاقراض المتخصصة في فلسطين³

الرقم	اسم المؤسسة	سنة التأسيس	عدد الفروع
1	الجمعية الفلسطينية لصاحبات الاعمال "اصالة"	1997	10
2	المؤسسة الفلسطينية للاقراض والتنمية "فاتن"	1999	24
3	صندوق الاستثمار الفلسطيني		3
4	مؤسسة ريادة	1995	7
5	مؤسسة ريف للتمويل	2007	9
6	دائرة التمويل الصغير - الاونروا	1948	13
7	المركز العربي للتطوير الزراعي		9
8	الاجاثة الاسلامية	1948	2
9	مؤسسة الاجاثة والتنمية الدولية	1998	1

والجدول اعلاه رقم (3.7) يبين مؤسسات الاقراض المتخصصة المرخص لها بالعمل في فلسطين وسنة تأسيس كل منها وعدد فروعها في فلسطين.

1. الجمعية الفلسطينية لصاحبات الاعمال "اصالة"

³ المواقع الالكترونية لمؤسسات الاقراض المتخصصة

بدأت الجمعية الفلسطينية لصاحبات الاعمال عملها عام (1997م)، حيث سجلت حسب قانون الجمعيات الاهلية الفلسطينية وتهدف إلى تمكين المرأة الفلسطينية اقتصاديا واجتماعيا لضمان مشاركتها الفاعلة في المجتمع الفلسطيني، وتعمل الجمعية على بناء القدرات المهنية للمرأة وكسب التأييد من اجل حماية الحقوق الاقتصادية للمرأة، وكذلك تعمل على تقديم الخدمات المالية للمرأة من خلال القروض الميسرة لاقامة المشاريع الهادفة لتنمية وتطوير المجتمع الفلسطيني على وجه العموم والفئات الضعيفة والمحرومة على وجه الخصوص لتوفير الدخل المناسب لمعيشة المرأة واستقلالها وعدم تبعيتها، وتتلقى هذه المؤسسة التمويل اللازم لدعم مشاريعها من جهات عالمية متعددة من خلال التبرعات المقدمة من تلك الجهات.

وقد بلغت القروض المقدمة من الجمعية الفلسطينية لصاحبات الاعمال "اصاله" منذ تأسيسها عام (1997م) و لغاية عام (2012م) كما هو مبين:

عدد القروض المصروفة 23411 قرض

قيمة القروض المصروفة 26938000 دولار أمريكي

جدول (3.8) : التوزيع الجغرافي للقروض المقدمة من الجمعية الفلسطينية لصاحبات الأعمال "آصاله" للعام (2012م)⁴

البيان	المبلغ دولار أمريكي	نسبة شمال الضفة الغربية	نسبة وسط الضفة الغربية	نسبة جنوب الضفة الغربية
الضفة الغربية	2895160	48%	15%	37%
		شمال غزة	وسط غزة	مدينة غزة
غزة	1940800	60%	29%	11

جدول (3.9) : توزيع القروض حسب القطاعات المقدمة من الجمعية الفلسطينية لصاحبات الاعمال "اصاله" للعام (2012م)

⁴ الموقع الالكتروني لمؤسسة اصالة

القطاع	نسبة التوزيع	عدد القروض	قيمة القروض
القطاع الزراعي	40%	1331	1929000
قطاع التجارة	33%	1262	1591800
قطاع الخدمات	10%	375	476860
القروض الشخصية	9%	159	423450
القطاع الانتاجي	8%	439	414850

1. المؤسسة الفلسطينية للاقراض والتنمية "فاتن"

تعتبر مؤسسة فاتن من المؤسسات الواسعة الانتشار في تقديم القروض الصغيرة والمتناهية الصغر في المجتمع الفلسطيني والتي تهدف إلى دعم الاسر الفقيرة من خلال تقديم القروض الميسرة لتمويل اقامة مشاريع صغيرة تعمل على تحسين اوضاع المستفيدين الاقتصادية والاجتماعية، اضافة للمساهمة في ايجاد فرص عمل، كما وتعمل على تنمية المرأة الفلسطينية وتمكينها من الارتقاء بأسرتها اقتصاديا واجتماعيا والجدول رقم (3.9) يوضح قيمة القروض المقدمة ومدة كل قرض وفترة السماح

جدول (3.10) : أنواع القروض المقدمة من المؤسسة الفلسطينية للاقراض والتنمية "فاتن" بالدولار الأمريكي⁵

نوع القرض	مدة القرض	قيمة القرض	فترة السماح	رسوم الخدمة
قرض ضمان المجموعة	4-24 شهر	3000	6 اشهر	1-1.5% شهري
قرض اكبر معنا	4-6 اشهر	15000-25000	6 اشهر	5% سنوي
قرض العائلة	4-48 شهر	15000	6 اشهر	6.5-12% سنوي
قرض تحسين السكن	4-48 شهر	150000	6 اشهر	8-12% سنوي
قرض المستثمر الصغير	4-48 شهر	10000	6 اشهر	10% سنوي
قرض الطالب والحاسب الآلي	4-24 شهر	3000	6 اشهر	8% سنوي
القرض الشخصي	4-24 شهر	3000	6 اشهر	1% سنوي

2. صندوق الاستثمار الفلسطيني

⁵الموقع الالكتروني لمؤسسة فاتن

انشيء صندوق الاستثمار الفلسطيني كشركة مساهمة عامة محدودة مملوكة للشعب الفلسطيني، وهي مستقلة ماليا وإداريا، وان مهمة الصندوق تكمن في المساهمة بشكل فاعل في بناء الاقتصاد الوطني الفلسطيني وتطوره ودعم تنمية المجتمع الفلسطيني واستقراره المالي، وقد عمد الصندوق إلى تعزيز الاعتماد على المصادر الذاتية في تمويل المشاريع المختلفة وعمل أيضا على حشد الاستثمارات العربية والأجنبية من أجل تعزيز قدرته على تحقيق اهدافه في دعم وتنشيط المواطن الفلسطيني في وطنه.

وقد ساهم الصندوق في إيجاد (1300) فرصة عمل خلال العام (2012م)، كما ان مشاريع الصندوق ساهمت بقيمة بلغت أكثر من (70) مليون دولار أمريكي في الناتج المحلي الإجمالي، وقد بلغت إيرادات المشاريع التي نفذها الصندوق أكثر من (76) مليون دولار أمريكي لخزينة الدولة عام (2012م)، كما عمل الصندوق على المحافظة على الاستقرار المالي للحكومة الفلسطينية من خلال الإرباح المحولة لخزينتها، وعمل على زيادة اصوله عام (2012م) لتصل إلى (84%) من اجمالي الاستثمارات بالمقارنة بالعام (2011م) والبالغة (80%) من اجمالي استثماراته.

جدول (3.11) : البيانات المالية لصندوق الاستثمار الفلسطيني بالدولار الأمريكي⁶

الأرباح المحققة للعام 2012م	43.3 مليون دولار أمريكي
المحول للخزينة كدفعه مقدمة على حساب الأرباح عام 2012	30 مليون دولار أمريكي
موجودات الصندوق عام 2012	782.8 مليون دولار أمريكي
حقوق الملكية عام 2012	709.4 مليون دولار أمريكي
استثماراته عام 2012 في اسواق رأس المال	250 مليون دولار أمريكي
نسبة الاستثمار في سوق رأس المال الفلسطيني عام 2012م	77% من قيمة الاستثمارات الكلية
حجم الاصول التي تديرها شركة خزانة لادارة المحافظ الاستثمارية التابعة للصندوق مع نهاية عام 2012م	300 مليون دولار أمريكي

4. مؤسسة ريادة للاقراض والخدمات المالية

⁶الموقع الالكتروني لصندوق الاستثمار الفلسطيني

تأسست مؤسسة ريادة للاقراض والخدمات المالية عام (1995م) كأحدى أهم البرامج المتخصصة لمؤسسة (International CHF) في مجال القروض السكنية وقروض تطوير المشاريع الصغيرة في فلسطين، وقد اتخذت من غزة مقراً لها.

جدول (3.12): القروض المقدمة من مؤسسة ريادة للاقراض والخدمات المالية بالدولار الأمريكي⁷

نوع القرض	مبلغ القرض	مدة القرض
قرض المشاريع الصغيرة	20000-1000	60 شهر
قرض تحسين السكن	20000-1000	60 شهر
القرض الاستهلاكي	3000-1000	12 شهر
قرض الشباب" برنامج تمويل المشاريع الصغيرة الغير قائمة	5000-1000	36-12 شهر

5. مؤسسة ريف للتمويل

تأسست مؤسسة ريف للتمويل عام (2007م) وهي تقدم الخدمات التمويلية للجمعيات التعاونية في مناطق مختلفه في ريف فلسطين، حيث تهدف إلى تمويل القطاعات الريفية من المجتمع الفلسطيني وتحسين معيشة الافراد والجماعات الفقيرة، حيث تقدم الخدمات المالية باكبر قدر ممكن للمستفيدين الذين لا يحظون بأي خدمات.

⁷الموقع الالكتروني لمؤسسة ريادة

جدول (3.13) : المنتجات التمويلية المقدمة من مؤسسة ريف للتمويل بصورة عينية للمستفيدين من خلال الجمعيات التعاونية في مناطقهم بالدولار الأمريكي.⁸

نوع القرض	مدة القرض	المبلغ
شراء الاعلاف والطيور والدواجن	36 شهر	100000
شراء مستلزمات لانتاج الزراعي	12 شهر	50000
ماكنات ومعدات وسيارات النقل والجرارات الزراعية	36 شهر	تساهم بنسبة 50% من القيمة السوقية
التصنيع الزراعي، مخلات، مفتول، تجفيف ثمار	12 شهر	10000

6. دائرة التمويل الصغير -الاونروا

تأسست في اعقاب النكبة الفلسطينية بموجب قرار رقم (302) الصادر عن الجمعية العامة للامم المتحدة في كانون الاول عام (1948م)، تهدف لتقديم برامج الاغاثة المباشرة والتشغيل للاجئين من الشعب الفلسطيني، حيث بدأت اعمالها عام(1950م) في الاول من شهر ايار.

7. المركز العربي للتطوير الزراعي

هو مؤسسة تنموية غير حكومية غير هادفة للربح تسعى لتطوير وتحسين الاوضاع المادية والمعيشية لصغار المنتجين الفلسطينيين ذوي الدخل المحدود لتطوير مشاريعهم.

8. الاغاثة الاسلامية

هي مؤسسة دولية غير حكومية تأسست في بريطانيا عام (1948م) وهي عضو في المجلس الاسلامي العالمي للاغاثة، ويتمتع بصفة استشارية في مجلس الامم المتحدة الاقتصادي والاجتماعي.

⁸الموقع الالكتروني لمؤسسة ريف

بدأت اعمالها في فلسطين سنة (1998م) بهدف التقليل من وطأة الظروف الصعبة التي يمر بها الشعب الفلسطيني ومن اجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

9. مؤسسة الاغاثة والتنمية الدولية

تأسست عام (1998م) في الولايات المتحدة الأمريكية وتهدف إلى تخفيف المعاناة عن الفئات الفقيرة وتوفير الموارد والمصادر لزيادة قدرتهم على العمل والانتاج بكفاءة بتنفيذ مشاريع تطوير محدودة وذات مردود مالي، لتساهم في توفير حياه كريمه لهذه الفئات.

3.3 هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطينية عام (2005م) استنادا لقانون هيئة رأس المال رقم (13) لعام (2004) (مادة رقم (2)، وهي شخصية معنوية مستقلة ماليا وإداريا، وتتمتع بالاهلية القانونية لممارسة الاعمال التي تكفل تحقيق اهدافها بما فيها تملك الأموال اللازمة لممارسة اعمالها والتصرف بها حسب القانون، وقد استطاعت تطوير ذاتها وتطوير آليات تساعد في الاشراف على الهيئات التابعة مثل سوق الاوراق المالية، فهي تشرف على الاكتتاب العام الإصدار الاول والاكتتاب الثانوي، وتشرف على زيادة رأس المال للشركات المدرجة، وقد استطاعت ايضا اصلاح قطاع التأمين، كما وتعمل على دعم واصلاح قطاعات الرهن العقاري والتأجير التمويلي.

وتشرف هيئة سوق رأس المال على المؤسسات التالية :

1. قطاع الاوراق المالية
2. شركات التأمين
3. شركات تمويل الرهن العقاري
4. شركات التأجير التمويلي

3.3.1 سوق فلسطين للاوراق المالية

تأسس سوق فلسطين للاوراق المالية عام (1995م) كشركة مساهمة خصوصية بهدف الترويج للاستثمار في فلسطين، وهي اول سوق عربية مؤتمته بالكامل، وقد تحولت إلى شركة مساهمة عامة محدودة عام (2010م)، وتم ادراج أسهمها في بورصة فلسطين للاوراق المالية عام (2012م) تحت قطاع البنوك والخدمات المالية، وتعمل هذه الشركة حسب قانون الاوراق المالية وفق انظمتها الداخلية من حيث الادراج والافصاح وتداول الأسهم والعضوية، والجدول ادناه رقم (3.14) يبين عدد الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين للاوراق المالية وقيمة الأسهم المتداولة وعدد جلسات التداول ومجموع القيمة السوقية للشركات التي تم تداول أسهمها لكل سنة.

جدول (3.14) : مؤشرات بورصة فلسطين للأوراق المالية حسب كل عام بالدولار الأمريكي⁹

فترة المؤشر	عدد الشركات	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد جلسات التداول	عدد الصفقات	المعدل اليومي لقيمة الأسهم	القيمة السوقية
2013	49	202965939	340774270	241	44425	1414001	3247478385
2012	48	147304208	273440441	249	41442	1098154	2859140375
2011	46	184544375	365648215	248	61928	1474388	2782469900
2010	40	230516370	451208529	249	82625	1812082	2449901545

1- الوظائف الرئيسية للسوق المالي

للسوق المالي بعض الوظائف الهامة التي تجعل منه مؤسسة فاعله قادرة على ترسيخ التنمية الاقتصادية وتحقيق الاستقرار المالي وهذه الوظائف:

أ- تعبئة المدخرات حيث توفر الأوراق المالية فرص لربح المدخرين.

ب- توفير السيولة النقدية من خلال تحويل الأدوات المالية بسهولة إلى نقد.

ج- توفير التمويل اللازم للاستثمار في فلسطين بما يحقق التنمية الاقتصادية وتوفير البيئة المناسبة للاستثمار المتمثل في كفاءة الاداء والعدالة والشفافية.

⁹ الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين للأوراق المالية

- د- تنمية الوعي الاستثماري لدى المواطن الفلسطيني وجذب المستثمرين من الخارج وخصوصا المستثمرين الفلسطينيين من الشتات.
- هـ- تحقيق الاستقرار الاقتصادي فالسوق المالي من الادوات الهامة للتنمية الاقتصادية التي تساعد الدولة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وله اثر ايجابي على قيمة الشركة السوقية (مقابلة رئيس قسم العلاقات العامة في سوق فلسطين للاوراق المالية).

جدول (3.15) : المؤشرات والاحصائيات الخاصة بقطاع الاوراق المالية للعام (2013م) بالدولار الأمريكي¹⁰

البيان	البنوك والخدمات المالية	الخدمات	الصناعة	الاستثمار	التأمين	المجموع
عدد الأسهم المتداولة	55218127	25944753	7057567	99390243	15355249	202965939
قيمة الأسهم المتداولة	89706366	111953149	15007175	113435799	10671780	340774269
القيمة السوقية	857285505	1516540720	276351278	496241133	101059750	3247478385
عدد الشركات المدرجة	9	13	12	8	7	49

والجدول اعلاه رقم (3.15) يبين عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة لكل قطاع وعدد الشركات التي تم تداول أسهمها للعام (2013) ومجموع القيمة السوقية للشركات المتداولة.

¹⁰الموقع الالكتروني لهيئة سوق رأس المال

2- الإدراج في سوق فلسطين للاوراق المالية

الإدراج هو عملية قبول ورقه مالية للتداول في البورصة وهذه الورقة تكون لشركة مساهمة عامة محدودة، تم ادراج أسهمها في البورصة سواء كانت الشركة فلسطينية ام غير فلسطينية، وتعتبر الورقة المالية اداة استثمارية تصدر عن شركة او حكومة وهي توفر دليل دين او ملكية.

3- مزايا ادراج أسهم الشركة في السوق المالية

يوجد الكثير من المزايا لادراج أسهم الشركة في بورصة الاوراق المالية، حيث ان الشركة تتوع مصادر التمويل المتاحة امامها، ويكسب الشركة مزيدا من المصداقية لانها تعمل تحت مظلة تتمتع بالرقابة والاشراف، وتؤمن الافصاح والشفافية للمستثمرين، اضافة إلى تسعير أسهم الشركة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وهذا مرتبط بأداء الشركة ومستوى تطورها، حيث تظهر اسعار أسهمها بعداله ويؤدي تداولها في السوق المالي إلى انتشار الشركة وظهورها وتقوية مركزها امام المستثمرين والمقرضين، كما يؤدي إلى توسيع قاعدة المستثمرين عبر تداول أسهم الشركة من خلال دخول مستثمرين.

4- الافصاح

هو عملية الكشف عن المعلومات ذات الصلة والتي تهم المستثمرين والجمهور والتي يمكن ان تؤثر على سعر الورقة المالية كالقوائم المالية للشركة وانشطتها والاجتماعات التي تعقدها، وتتم عملية الافصاح على مرحلتين هما الافصاح الفوري والافصاح المنتظم.

اولا: الافصاح عن البيانات المالية للشركات المدرجة

بدأت عملية الافصاح عن بيانات الشركات المسجلة في بورصة فلسطين للاوراق المالية عام (1997م)، ولكنها لم تكن تفي بالغرض المطلوب، وقد كانت طرق الافصاح تتفاوت من شركة لاخرى، من حيث طريقة عرض البيانات وتوقيت تقديمها للسوق، بسبب عدم وجود قوانين تنظم عملية الافصاح في تلك الحقبة، وبعد صدور قانون الاوراق المالية بموجب اتفاقية الادراج التي

تعتقد بين الشركة والسوق المالي، فقد تم اعداد نظام مفصل للافصاح في منتصف عام (2005م)، فتم تحديد المعلومات المطلوب الافصاح عنها وتوقيتها سواء كانت افصاحات سنوية او ربع سنوية او نصف سنوية، ولكن عملية الافصاح هذه لم تصل للمستوى المطلوب الا خلال النصف الثاني من عام (2006م)، وقد كانت عملية الافصاح من اهم اولويات السوق المالي، فقد توجه السوق إلى النظم الالكترونية للافصاح وقد تم توحيد شكل الافصاح عن البيانات المالية لكل قطاع، بحيث يتم فحص البيانات الواردة من قبل القطاعات المختلفة ورفض اي افصاح لا يتناسب مع قواعد السوق (الموقع الالكتروني لسوق فلسطين للاوراق المالية).

جدول (3.16) : اوقات الافصاحات الدورية عن البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية.¹¹

اسم الافصاح	انتهاء الفترة المالية	انتهاء فترة الافصاح	فترة الافصاح	متطلبات التدقيق
الختامية الاولى	12/31	2/15	45 يوم	مدققه من مدقق داخلي
التقرير السنوي	12/31	3/31	3 شهور	مدققه من مدقق خارجي
الربع الاول	3/31	4/30	شهر	مدققه من مدقق داخلي
نصف السنوي	6/30	8/15	45 يوم	مدققه من مدقق خارجي
الربع الثالث	9/30	10/31	شهر	مدققه من مدقق داخلي

ومن اجل تأكيد عملية افصاح الشركات اتخذ السوق المالي عدة اجراءات صارمة ضد المخالفين بوقف الشركة المتخلفه عن الافصاح عن تداول أسهمها في السوق المالي، وقد اصبح الافصاح الالكتروني موحدا لكل قطاع من خلال نماذج الكترونية تحتوي على الميزانية العمومية وقائمة الدخل للشركة بالاضافة إلى قائمة التدفق النقدي مما سهل عملية المقارنة بين البيانات المالية للقطاع الواحد، كما سهل على المستثمرين قراءة البيانات والاطلاع عليها دون عناء او تكاليف وفي جميع الفترات المالية (الموقع الالكتروني لسوق فلسطين للاوراق المالية).

ثانيا: أهمية الافصاح عن المعلومات ذات الصلة

¹¹الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين للاوراق المالية

ان عملية الافصاح عن المعلومات تخلق سوق كفؤه عبر التسعير العادل للاوراق المالية للشركة، كما تعمل على حماية المساهمين من خلال تساوي الفرص الاستثمارية والقرارات الاستثمارية وتوضح المخاطر التي يتوقع ان تتعرض لها الشركة، كما تعمل على دعم الرقابة على اعمال مجلس الادارة من شانه تطوير المناخ الاستثماري وجذب مستثمرين جدد، كما توفر هذه المعلومات كفاءة التسعير اذا ما تم الافصاح عن هذه المعلومات في الموعد المحدد وبصورة متكاملة مع ضمان الاطلاع عليها في الوقت نفسه للمستثمرين والمساهمين والجهات الاخرى ذات علاقه، وتتم عملية الافصاح بصورتين هما الافصاحات الدورية وهي عملية الافصاح عن البيانات المالية كل سنة او ربع سنة او نصف سنة مالية، اما الافصاحات الفورية فهي التي تؤثر على سعر الورقه المالية كالفصاح عن:

1. مواعيد وقرارات اجتماعات مجلس الادارة واجتماعات وقرارات الهيئة العامة.
2. التغير الذي يطرأ على اعضاء مجلس الادارة التنفيذية.
3. إصدار أسهم جديدة او زيادة رأس المال او تخفيضه.
4. التغيرات التي تطرأ على خطوط الانتاج والخدمات التي تقدمها الشركة او عقد صفقات مع اطراف ذات علاقه.
5. توقف الشركة عن العمل او تقديم دعاوي قضائية.
6. دخول مستثمرين استراتيجيين.
7. إصدار قرارات ادارية حكومية تؤثر على عمل الشركة.

3.3.2 شركات التأمين

باشرت السلطة الوطنية الفلسطينية عام (1993م) اشرافها على صناعة التأمين، وتوسع النطاق الجغرافي لمسؤوليتها في عام (1995م) بموجب اتفاق نقل الصلاحيات المخولة قانونا والمشرفة في مجال التأمين، بما يشمل ترخيص المؤمنين والوكلاء والاشراف على نشاطهم، حيث حافظت السلطة على نظام تعويض الزامي مطلق لضحايا الطرق، وبعد ان انشأت هيئة سوق فلسطين للاوراق المالية وهي الجهة المخولة بالاشراف على قطاع التأمين واصلت الهيئة جهودها لتطوير هذا القطاع، حيث التزمت شركات التأمين بتقديم تقارير اكتوبرية عن نتائج اعمالها سنويا، وقد تم تقديم اول تقرير اكتوبري عام (2013م) عن اعمال الشركات للعام (2012م)، وبناء على توصية الخبراء الاكثوريين بالاستناد إلى التقرير الاكتوبري المقدم الزمت الهيئة شركات التأمين برفع احتياطاتها ابتداء من بيانات الربع الثالث من عام (2013م).

وفي عام (2013م) تم تطبيق وثيقة التأمين الموحدة تجاه الاصابات الجسدية والأضرار المادية للطرف الثالث ابتداء من 2014/4/1م، حيث تعتبر هذه الوثيقة تطورا لاعمال تأمين المركبات في فلسطين، بحيث تم دمج التأمين الالزامي للمركبات ووثيقة المسؤولية المدنية للاضرار المادية للطرف الثالث في وثيقة واحدة، كما حسنت الوثيقة من شروط التغطية، وقد بلغ عدد شركات التأمين مع نهاية عام (2013م) عشر شركات تعمل في أنواع مختلفة من التأمين، فيما بلغ اجمالي الاستثمار في قطاع التأمين (2.65%) من الناتج المحلي الاجمالي المقدر نهاية عام (2013م).

جدول (3.17) : البيانات التشغيلية لشركات التأمين بتاريخ 2014/1/1 م¹²

¹²الموقع الالكتروني لهيئة سوق رأس المال الفلسطيني

الرقم	اسم المؤسسة	الرمز	عدد الفروع والمكاتب	عدد الوكلاء	عدد الموظفين	الادراج	سنة الادراج
1	المجموعة الاهلية للتأمين	AIG	16	1	128	مدرجه	1997
2	العالمية المتحدة للتأمين	GUI	19	43	185	مدرجه	2011
3	المشرق للتأمين	MIC	10	31	132	مدرجه	2006
4	التأمين الوطنية	NIC	23	32	192	غير مدرجه	
5	شركة فلسطين للتأمين	PICO	8	30	110	مدرجه	2010
6	التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	14	13	105	مدرجه	2011
7	ترست للتأمين	TRUST	18	48	208	مدرجه	2008
8	العرب للتأمين	ALAI	6	9	34	غير مدرجه	
9	مت لايف اليكو	GUI	1	0	3	غير مدرجه	
10	فلسطين لتأمين الرهن العقاري	PMI	1	0	13	غير مدرجه	

الجدول اعلاه رقم (3.17) يبين شركات التأمين المدرجة وسنة ادراج كل شركة وعدد مكاتب ووكلاء كل شركة في فلسطين

جدول (3.18) : حجم التداول والقيمة السوقية لشركات التأمين المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية للعام 2013/12/31م بالدولار الأمريكي.¹³

¹³الموقع الالكتروني لهيئة سوق رأس المال الفلسطيني

الرقم	اسم المؤسسة	الرمز	عدد العقود	عدد الأسهم	القيمة	القيمة السوقية
1	المجموعى الاهلية للتأمين	AIG	847	8176105	1556245.37	6400000
2	العالمية المتحدة للتأمين	GUI	125	156937	212684.36	9033750
3	المشرق للتأمين	MIC	0	1024688	491850.24	2496000
4	التأمين الوطنية	NIC	225	524550	1700046.26	43200000
5	شركة فلسطين للتأمين	PICO	29	1905386	2482269.38	5750000
6	التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	207	3279208	3477992.69	9180000
7	ترست للتأمين	TRUST	12	288375	750691.67	25000000

يوضح الجدول اعلاه رقم (3.18) عدد العقود التي تمت لشركات التأمين، فقد بلغ عدد عقود شركة التأمين الوطنية (225) عقدا، فيما بلغت قيمة الشركة السوقية وتأتي في المرتبة الاولى من حيث القيمة السوقية من بين شركات التأمين لنفس العام (43200000) دولار أمريكي ، اما شركة ترست فكانت عدد العقود (12) عقدا فيما كانت القيمة السوقية للشركة وتأتي في المرتبة الثانية (25000000) دولار أمريكي، وقد تبين ان المجموعة الاهلية للتأمين حصلت على اكبر عدد من العقود في السوق المالي وتاتي في المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية البالغة (6400000) دولار أمريكي للعام نفسه، اما شركة التكافل فتاتي في المرتبة الرابعة من القيمة السوقية للشركة فيما كان عدد العقود (207) عقود، وعدد العقود يظهر اقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة.

جدول (3.19) : استثمارات شركات التأمين حتى تاريخ 2014/3/31 بالدولار الأمريكي

البيان	استثمار داخلي	استثمار خارجي
الأسهم	34024309	18112909
السندات	0	30516688
ودائع بنكية	37165411	8166467

العقارات	48959873	3291464
استثمارات اخرى	4386623	0
المجموع	124536216	60087528

يوضح جدول أعلاه رقم (3.19) ان شركات التأمين لها دور في بناء الاقتصاد الفلسطيني من خلال المساهمة الفاعلة لهذه الشركات، وان شركات التأمين تستثمر في الأسهم دون السندات في داخل فلسطين، حيث كان الاستثمار الأكبر في أسهمها في فلسطين ويزيد كثيرا على الاستثمارات الخارجية، كذلك الودائع كانت اكبر في الداخل من الاستثمارات خارج فلسطين، اما العقارات فتمتلك شركات التأمين عقارات بمبالغ اكبر كثيرا من امتلاكها في خارج فلسطين.

جدول(3.20) : احتياطات شركات التأمين بتاريخ 2014/3/31 بالدولار الأمريكي¹⁴

البيان	اجمالي المخصص	حصة معيد التأمين
احتياطي الاخطار السارية	54035170	7035692
الاحتياطي الحسابي	11990690	906248
احتياطي ادعاءات تحت التسوية	112620702	24632334
احتياطي ادعاءات غير مبلغ عنها	5045441	0
المجموع	183692003	32574274

ويوضح الجدول اعلاه رقم (3.20) المبالغ الاجمالية لاحتياطيات المختلفة لشركات التأمين وحصة معيد التأمين من كل احتياطي، حيث بلغ احتياطي ادعاءات تحت التسوية اكبر هذه الاحتياطيات.

3.3.2.1 شركات تمويل الرهن العقاري

يعاني السوق الاول في هذا القطاع من عدم وجود شركات متخصصة، حيث يعتمد التمويل في هذه السوق على البنوك، وتعتمد بعض البنوك على التمويل الذاتي في عمليات الاقراض العقارية، فيما تلجأ البنوك الاخرى إلى اعادة تمويل قروضها من خلال السوق الثانوي لتمويل الرهن العقاري، حيث يعمل في هذا السوق شركتان هما شركة فلسطين لتمويل الرهن العقاري والتي

¹⁴ الموقع الالكتروني لهيئة سوق رأس المال الفلسطيني

تأسست عام (1999م) كشركة مساهمة عامة برأس مال قدرة (20) مليون دولار والشركة التابعة لها وهي شركة الرهن العقاري الفلسطينية، ويعاني السوق الثانوي من محدودية المصادر التمويلية بسبب عدم اقبال شركات اعادة التمويل على إصدار سندات القرض او السندات المدعومة بموجودات عقارية، حيث لا يوجد قانون بخصوص إصدار السندات المدعومة بموجودات عقارية ينظم هذا العمل، وفيما يتعلق بأصحاب المهن العقارية فقد بلغ عدد المخمنين حسب سجلات هيئة سوق رأس المال (44) مخمنا واربعة مدربين وذلك بتاريخ 2013/12/31م.

جدول (3.21) : الشركات المزولة لتمويل الرهن العقاري

اسم الشركة	سنة الادراج	عدد العقود	عدد الأسهم	القيمة بالدولار الأمريكي	القيمة السوقية بالدولار الأمريكي
شركة فلسطين لتمويل الرهن العقاري	2011/4/13	6	1583700	1386239	19000000
شركة تمويل الرهن العقاري الفلسطينية	غير مدرجة	-	-	-	-
شركة الامل للرهن العقاري	غير مدرجة	-	-	-	-

3.3.2.2 شركات التأجير التمويلي

يعتبر قطاع التأجير التمويلي من القطاعات ذات علاقه في تطوير الاقتصاد ونموه واستقراره، حيث يقدم الوسائل اللازمة لزيادة الاستثمار المحلي، وهو يتميز عن ادوات التمويل الاخرى بأنه لا يتطلب ضمانات ملموسة للموافقة على التمويل سواء كان من تاريخ ائتماني طويل الاجل او قاعدة اصول واسعة يمكن استخدامها كضمان، وهذا القطاع مبني على الارباح المتحققة نتيجة استخدام

الاصول الملموسة في الانتاج دون الحاجة لاقتناء تلك الاصول، بحيث يحصل مستخدم هذه الاصول على تدفقات نقدية ناتجة عن الاستخدام والتشغيل لهذه الاصول، بحيث يتم استئجار هذه الاصول دون تحمل تبعات تقادمها واستهلاكها، وهذا الاسلوب يستخدم كثيرا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي لا تستطيع شراء الاصول اللازمة لعملية الانتاج نظرا لضخامة اثمان هذه الاصول في بعض الحالات وعدم توفر الأموال اللازمة لتمويل شرائها، كذلك فان اسلوب التأجير التمويلي لا يتعارض مع الشريعة الاسلامية.

جدول (3.22) : الشركات المرخص لها في قطاع التأجير التمويلي مع نهاية عام (2013م).¹⁵

الادراج في السوق المالي	المقر الرئيسي	اسم الشركة	الرقم
غير مدرجه	رام الله	الشركة الفلسطينية للتأجير والتأجير التمويلي بال ليس	1
غير مدرجه	رام الله	الشركة الفلسطينية للسيارات هونداي	2
غير مدرجه	رام الله	شركة رينتر لخدمات التأجير والتأجير التمويلي	3
غير مدرجه	نابلس	شركة مينا للاستثمار	4
غير مدرجه	رام الله	شركة الاجارة الفلسطينية	5
غير مدرجه	رام الله	الشركة العربية لتجارة المركبات	6
غير مدرجه	بيت لحم	شركة مراد للتأجير والتأجير التمويلي	7
غير مدرجه	نابلس	شركة ليس ان جو للتأجير	8

¹⁵الموقع الالكتروني لهيئة سوق رأس المال الفلسطيني

الفصل الرابع

منهجية الدراسة والبيانات

4. منهجية الدراسة والبيانات

لكل دراسة منهجية خاصة بها قد تتشابه مع دراسات سابقة وقد تختلف مع دراسات أخرى، وتعتبر المنهجية الأساس الذي يبين للقارئ السبل والاليات التي استخدمت في البحث والتي بواسطتها يتم اختبار الفرضيات للوصول للنتائج.

4.1 بيانات الدراسة

تعتبر البيانات وسيلة التحقق من الفرضيات ومن خلالها نستطيع التعرف على العلاقات الفعلية بين المتغيرات والوصول إلى النتائج، فلا بد من ذكرها وتوضيح الفترة الزمنية قيد الدراسة.

4.1.1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة خلال الفترة الواقعة من عام (2002م) إلى العام (2013م)، وسيتم استبعاد الشركات المالية المتمثلة في البنوك وشركات التأمين، وذلك لأن قرار التمويل في هذه الشركات مقيد بقيود تشريعية مختلفة عن باقي الشركات، وسيدخل من ضمن عينه الدراسة كافة الشركات المدرجة غير المالية بشرط ان تتوفر بياناتها السنوية، والجدول التالية تبين الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة سواء شركات خدماتية ام شركات استثمارية ام شركات صناعية، والجدول التالية تبين حجم التداول والقيمة السوقية لكل شركة حسب القطاع.¹⁶

¹⁶ الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين للاوراق المالية

جدول (4.1) : حجم التداول والقيمة السوقية لشركات الخدمات الفلسطينية المدرجة 12/31 /2013م بالدولار الأمريكي.

الرقم	اسم الشركة	الرمز	عدد العقود	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
1	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	PLAZA	16	42031	82467	16981661
2	المؤسسة العقارية العربية	ARE	29	169065	94359	508573
3	المؤسسة العربية للفنادق	CHC	92	1053740	777250	23867917
4	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	4	3475	3712	2446765
5	ابراج الوطنية	ABRAJ	56	12458	12227	11330000
6	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	11	114689	177434	4930316
7	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	6537	13771979	100986654	1076762867
8	الفلسطينية للكهرباء	PEC	1164	1283319	1737642	85200000
9	مصايف رام الله	RSR	139	416001	1836108	16552751
10	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	786	313479	363421	7792664
11	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	WATANIY A	2814	4474887	4736325	263160000
12	جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	2367	4289630	1145543	1007205

يوضح الجدول اعلاه رقم (4.1) حجم التداول للشركات الخدمائية المدرجة حيث تتصدر هذه الشركات الاتصالات الفلسطينية حيث بلغ عدد العقود خلال العام (2013) (6537) عقدا وعدد الأسهم المتداول (13771979) سهم، فيما تأتي في المرتبة الثانية من حيث عدد العقود موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات

وعدد العقود (2814) عقدا، اما جلوبال كوم للاتصالات فعدد العقود كان (2367) عقدا، ويشير ذلك إلى ان شركات الاتصال من اكثر الشركات اقبالا للمستثمرين على أسهمها خلال العام نفسه، وتأتي بعدها الفلسطينية للكهرباء (1164) عقدا والفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية (786) عقدا.

جدول (4.2): حجم التداول والقيمة السوقية لشركات الاستثمار الفلسطينية المدرجة 2013/12/31م بالدولار الأمريكي

الرقم	اسم الشركة	الرمز	عدد العقود	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
1	العربية الفلسطينية للاستثمار ايبك	APIC				
2	القدس للاستثمار العقارية	JREI	15	352809	235810.71	5900000
3	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	8521	87763174	100424117.52	337500000
4	الفلسطينية للاستثمار الانماء	PID	87	723307	1028662.7	6895377
5	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	1276	3051567	6483168.18	5448129
6	العقارية التجارية للاستثمار	AQARIYA	259	517816	516308.74	5099911
7	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	1486	2731342	2476325.37	59355760
8	المستثمرون العرب	ARAB	47	38605	52371.68	12931956
9	الاتحاد للاستثمار والاعمار	UCI	1035	4211623	2219034.1	14080000

يبين الجدول اعلاه رقم (4.2) ان شركات الاستثمار الفلسطينية التي تتصدر العام (2013) من حيث عدد العقود لفلسطين للتنمية والاستثمار (8521) عقدا يليها فلسطين للاستثمار العقاري (1486) عقدا وفلسطين للاستثمار الصناعي (1276) عقدا والاتحاد للاستثمار والاعمار (1035) عقدا، وهذه الشركات كانت الاكثر تداولاً لأسهمها خلال العام (2013) من باقي شركات الاستثمار.

جدول (4.3): حجم التداول والقيمة السوقية للشركات الصناعية الفلسطينية المدرجة 2013/12/31م بالدولار الأمريكي.

الرقم	اسم الشركة	الرمز	عدد العقود	عدد الأسهم	قيمة الأسهم المتداوله	القيمة السوقية
1	شركة بير زيت للأدوية	BPC	500	1520904	5737502.69	56025233
2	الشركة الوطنية لصناعة الالمنيوم والبروفيلات	NAPCO	70	78823	81362.47	6715091
3	شركة مصنع الشرق للالكترود	ELECTRODE	19	16704	47119.89	2115656
4	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	73	50593	25890.38	3258109
5	دار الشفاء لصناعة الادوية	PHARMACARE	187	210843	875754.43	33427361
6	شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	77	81042	629845.61	36953449
7	دواجن فلسطين	AZIZA	77	74677	256331.77	55731443
8	مطاحن القمح الذهبي	GMC	470	1186061	1316731.42	19040900
9	الشركة العربية لصناعة الدهانات	APC	27	48956	191335.64	7193229
10	الشركة الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	664	1247206	860363.95	4550000
11	سجائر القدس	JCC	1581	1894003	3176254.94	15514807
12	القدس للمستحضرات الطبية	TPH	516	647755	1808681.79	35826000

يوضح جدول رقم (4.3) الشركات المساهمة الصناعية حققت استقطاباً كبيراً للمستثمرين وتداولاً لأسهمها خلال العام (2013)، فكانت في المرتبة الأولى سجائر فلسطين (1581) عقداً، يليها الشركة الوطنية لصناعة الكرتون (664) عقداً، والقدس للمستحضرات الطبية (516) عقداً، وشركة بئر زيت (500) عقداً، ومطاحن القمح الذهبي (470) عقداً.

4.1.2 تصنيف عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من (12) شركة صناعية و(9) شركات استثمارية و(12) شركة خدماتية تعمل في فلسطين لخدمة الشعب الفلسطيني وتنمية ثرواته، وتساهم في تطوير اقتصاده وتنميته، وإيجاد سبل تكنولوجية جديدة لزيادة إنتاجيتها ورفع كفاءة أدائها، ويبين الجدول أدناه سنة تأسيس الشركة وسنة إدراجها في السوق المالي إضافة للسنوات التي استخدمت في تحليل بيانات الدراسة.

جدول (4.4) : توزيع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في قطاع الخدمات من حيث سنة التأسيس وسنة الإدراج.

الرقم	اسم الشركة	الرمز	سنة التأسيس	سنة الإدراج	السوق	سنوات التحليل	عدد السنوات
1	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	PLAZA	1999	21/09/00	الثانية	2013-2002	12
2	المؤسسة العقارية العربية	ARE	1986	04/01/97	الثانية	2013-2002	12
3	المؤسسة العربية للفنادق	CHC	1996	30/05/98	الثانية	2013-2002	12
4	شركة بالعقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	1998	03/07/12	الثانية	2013-2002	12
5	شركة أبراج الوطنية	ABRAJ	1995	14/04/10	الثانية	2013-2004	10
6	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	1995	22/06/08	الثانية	2013-2004	10
7	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	1995	6/5/1197	الاولى	2013-2002	12
8	الفلسطينية للكهرباء	PEC	1999	28/03/04	الثانية	2013-2002	12
9	مصايف رام الله	RSR	1945	24/05/10	الثانية	2013-2002	12
10	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	2005	23/04/07	الثانية	2013-2005	9
11	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	WATANIYA	2010	09/01/11	الثانية	2013-2007	7
12	جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	2009	29/10/09	الثانية	2013-2009	5

جدول (4.5): توزيع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في قطاع الاستثمار من حيث سنة التأسيس وسنة الإدراج.

الرقم	اسم الشركة	الرمز	سنة التأسيس	سنة الإدراج	السوق	سنوات التحليل	عدد السنوات
1	العربية الفلسطينية للاستثمار ايبك	APIC	1994	02/03/14	الثانية	2013-2007	7
2	القدس للاستثمار العقارية (يستثنى 2004)	JREI	1996	17/12/06	الثانية	2013-2002	11
3	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	1993	05/06/97	الاولى	2013-2002	12
4	الفلسطينية للاستثمار والائماء	PID	1993	23/07/06	الثانية	2013-2002	12
5	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	1995	31/12/02	الثانية	2013-2002	12
6	الشركة العقارية التجارية للاستثمار	AQARIYA	2004	25/04/11	الثانية	2013-2004	10
7	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	1994	24/02/97	الثانية	2013-2002	12
8	شركة المستثمرون العرب	ARAB	1994	27/07/97	الثانية	2013-2002	12
9	شركة الاتحاد للاستثمار والاعمار	UCI	2005	21/01/07	الاولى	2013-2006	7

جدول (4.6) : توزيع الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في قطاع الصناعة من حيث سنة التأسيس وسنة الإدراج.

الرقم	اسم الشركة	الرمز	سنة التأسيس	سنة الإدراج	السوق	سنوات التحليل	عدد السنوات
1	شركة بيرزيت للأدوية	BPC	1973	22/12/04	الأولى	2002-2013	12
2	الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	NAPCO	1991	30/11/11	الثانية	2013-2002	12
3	شركة مصنع الشرق للالكترود	ELECTRODE	1977	17/05/11	الثانية	2013-2002	12
4	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	1998	30/12/02	الثانية	2013-2002	12
5	شركة دارالشفاء لصناعة الادوية	PHARMACARE	1986	23/04/13	الثانية	2013-2002 يستثنى 2005	11
6	شركة مصانع الزيوت النباتية	V0IC	1953	09/08/99	الثانية	2013-2002	12
7	شركة دواجن فلسطين	AZIZA	1997	31/12/02	الثانية	2013-2002	12
8	مطاحن القمح الذهبي	GMC	1995	17/5/205	الثانية	2013-2003	11
9	الشركة العربية لصناعة الدهانات	APC	1990	05/03/90	الثانية	2013-2002	12
10	الشركة الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	1993	06/08/06	الثانية	2013-2002	12
11	سجائر القدس	JCC	1964	24/07/97	الأولى	2013-2002	12
12	القدس للمستحضرات الطبية	TPH	1969	20/01/97	الثانية	2013-2002	12

4.2 النماذج القياسية والمتغيرات

تعتبر دراسة محددات هيكل التمويل دراسة تفسيرية، تستخدم نماذج قياسية من أجل تفسير اسباب الاختلاف بين الشركات في درجة استخدامها للقروض.

4.2.1 متغيرات الدراسة

عمل الباحث على توضيح متغيرات الدراسة من خلال ادراجها في بندين الاول المتغيرات التابعة والثاني المتغيرات المستقلة.

4.2.1.1 المتغيرات التابعة

المتغير التابع في هذه الدراسة هو نسبة الاقتراض وتقاس بحسب الادبيات السابقة بعدة طرق من خلال نسب الاقتراض إلى الأصول بالقيمة الدفترية والمتغير التابع الثاني نسب الاقتراض إلى الأصول بالقيمة السوقية، وقد استخدمت هذه الدراسة طريقة قياس مشابهة لقياس المتغيرات في الادبيات السابقة (Linda & Lensink& Sterken, 1998)، وذلك وفقا للصيغة التالية:

نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة الدفترية	مجموع القروض / مجموع الأصول
نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة السوقية	مجموع القروض / (مجموع الأصول - حقوق الملكية بالقيمة الدفترية) + القيمة السوقية لحقوق الملكية

أ- المقياس الأول: "نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة الدفترية"

وهي نسبة تنتج عن قسمة مجموع القروض طويلة وقصيرة الاجل على مجموع الأصول بالقيمة الدفترية من اجل ايجاد نسبة الاقتراض، وان زيادة نسبة القروض إلى الأصول يعني ان الشركة تعتمد على نسب مرتفعه من الرفع المالي، وقد استخدمت هذه الدراسة طريقة قياس مشابهة لقياس المتغيرات في الادبيات السابقة (Stockholm,2004).

ب - المقياس الثاني : "نسبة الاقتراض إلى الاصول بالقيمة السوقية"

وهذا المقياس هو نسبة مجموع القروض إلى الاصول بالقيمة السوقية، وتم حساب الاصول بالقيمة السوقية من خلال المعادلة التالية وهي : (مجموع الاصول - حقوق الملكية بالقيمة الدفترية) ثم جمع الناتج مع القيمة السوقية لحقوق الملكية والمعبر عنها بضرب (عدد الأسهم * قيمة السهم السوقية)، من اجل استخراج نسبة القروض إلى قيمة الشركة السوقية، وتفترض طريقة الحساب المذكورة ان القيمة الدفترية والقيمة السوقية للديون وباقي الالتزامات متساوية، وهذا الافتراض منطقي لان كافة الديون في المناطق الفلسطينية هي قروض بنكية ليس لها قيمة سوقية، وبالتالي فان التعديل الوحيد للوصول للقيمة السوقية سيكون في حقوق الملكية.

4.2.1.2 المتغيرات المستقلة

اشتملت هذه الدراسة على ستة متغيرات مستقلة هي كما يلي:

أ- المتغير الاول: الاصول الملموسة

وهي نسبة الاصول الملموسة طويلة الاجل إلى مجموع الاصول في الشركة وان زيادة نسبة الاصول الملموسة إلى مجموع الاصول يعد مؤشر على قدرة الشركة على استخدام هذه الاصول كضمان للقروض، لذلك يتوقع ان تكون العلاقة ايجابية بين نسبة الاصول الملموسة وبين نسب الاقتراض.

ب - المتغير الثاني: حجم الشركة

تم قياس حجم الشركة من خلال لوغاريثم المبيعات، حيث يتوقع ان يؤثر حجم الشركة ايجابا على نسب الاقتراض.

ج - المتغير الثالث: الربحية

وتم قياسه بقسمة الدخل التشغيلي والاستهلاك على مجموع الاصول لاستخراج نسبة الدخل التشغيلي إلى مجموع اصول الشركة، ويتوقع حسب نظرية الترتيب ان تكون العلاقة سالبة مع نسب الاقتراض.

د - المتغير الرابع: البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد

وهذه تم قياسها بمجموع الاستهلاك والاطفاء إلى الاصول حيث ان قيمة الاستهلاك والاطفاء تخصم من الضريبة، فهي تعتبر بديلا عن الفوائد كدرع ضريبي فهي تخلق وفورات ضريبية للشركة مشابهة لتلك التي يخلقها الاقتراض، وبالتالي تقل حاجة الشركة للاقتراض كلما كان لدى الشركة حجم اكبر من هذه البنود، لذلك يتوقع ان تؤثر البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد سلبا على نسب الاقتراض.

هـ - المتغير الخامس: معدل الضريبة الفعلية

وتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة الضريبة الفعلية على الدخل التشغيلي وهو مشابه لبعض الادبيات السابقة (Xiaoya, 2008) حيث يتوقع ان تؤثر معدلات الضريبة الفعلية ايجابا على نسب الاقتراض، لان فوائد القروض تخصم من الضريبة المستحقة الدفع.

و - المتغير السادس: النمو

وتم قياس النمو من خلال ثلاث مقاييس هي:

1. معدل النمو في القيمة السوقية للقيمة الدفترية للشركة، حيث استخدم هذا المقياس في الادبيات السابقة (Tom, 2005).

2. النمو في المبيعات وقد استخدم في دراسة سابقة (Huang & Song, 2006).

3- النمو في الأصول وقد استخدم في الأدبيات السابقة Linda & Lensink & Sterken, (1998) .

جدول (4.7) : ملخص طرق قياس المتغيرات المستقلة

الأصول الملموسة	الأصول الملموسة طويلة الأجل /مجموع الأصول
حجم الشركة	لو (المبيعات)
الربحية	الدخل التشغيلي + الاستهلاك /مجموع الأصول
البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد	مجموع الاستهلاك والإطفاء /مجموع الأصول
الضريبة الفعلية	مخصص الضريبة /الدخل التشغيلي
النمو	1- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية = مجموع الأصول - (حقوق الملكية بالقيمة الدفترية + حقوق الملكية بالقيمة السوقية) / مجموع الأصول بالقيمة الدفترية 2- النمو في المبيعات = (مبيعات سنة حالية - مبيعات سنة سابقة) / مبيعات سنة سابقة 3- النمو في الأصول = (أصول سنة حالية - أصول سنة سابقة) / أصول سنة سابقة

4.3 طرق التقدير القياسية

4.3.1 تقدير النموذج القياسي

تم تقدير نماذج الدراسة باستخدام نماذج الانحدار التي تدعى (Panel Regression) حيث تجمع البيانات المقطعية (Cross – sectional) وفي نفس الفترة الزمنية (Time series)، ان هذا الأسلوب يسمح بإزالة العوامل المشتركة بين الشركات المختلفة، وكذلك العوامل المشتركة لنفس الشركة عبر الزمن، فهي تسمح باستخدام البيانات المتكررة للمنشأ عبر الزمن، وتستخدم هذه الطريقة في عمليات تحليل البيانات حول الشركات فهي توفر سبل تحليل متقدمة لدراسة الظواهر الاقتصادية المختلفة (Greene, William, 2003) .

وفي هذه الدراسة استخدم الباحث تحليل (panel data Regression) لتقدير نماذج الدراسة المتعلقة بالشركات الفلسطينية المدرجة عبر السنوات التي تمتد من عام (2002م) إلى العام (2013م)، وبسبب عدم توفر كافة البيانات فان التحليل سيعتمد على عينه غير متوازنة (Unbalanced panel data)، علما ان الباحث لم يتمكن من الحصول على بعض البيانات لهذه الفترة لاسباب عديدة، من هذا المنطلق استخدم هذا الاسلوب في التحليل للوصول لنتائج دقيقة ترقى لدرجة القبول.

وقد تم ضبط الفروق الفردية بين الشركات من خلال استخدام (cross-section fixed effect) من اجل معالجة مشاكل (heteroskedasticity) و (auto correlation) تم استخدام (Robust standard errors)، من اجل الحد من امكانية ان يكون احد المتغيرات المستقلة داخليا (Endogenous) تم اخذ كافة المتغيرات المستقلة بفرق سنة سابقة عن المتغير التابع.

4.3.2 طرق جمع البيانات

تمت عملية جمع البيانات المالية للشركات المساهمة العامه المدرجه في سوق فلسطين للاوراق المالية يدويا من واقع القوائم المالية للشركات سواء المنشورة على موقع سوق فلسطين للاوراق المالية او بالرجوع مباشرة إلى الشركات التي لم يتسنى الحصول على بياناتها من الموقع الالكتروني لسوق فلسطين للاوراق المالية، وقد استخدم الباحث برنامج (Eviews7) في التحليل واستخراج النتائج.

الفصل الخامس

النتائج ومناقشتها

5. النتائج ومناقشتها

5.1 خصائص العينة

لتوضيح خصائص العينة تم استخدام الاحصاءات الوصفية مثل حجم العينة والوسط والوسيط والانحراف المعياري والقيم العليا والدنيا لكل متغير من متغيرات الدراسة كما هو مبين في الجدول التالي.

جدول (5.1) : خصائص عينة متغيرات الدراسة للفترة (2002 – 2013م)

المتغيرات	حجم العينة	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى
نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية	306	0.07	0.02	0.10	0.00	0.57
نسب الاقتراض بالقيمة السوقية	306	0.09	0.03	0.13	0.00	0.73
حجم الشركة	306	4.37	4.37	0.97	1.53	6.38
الاصول الملموسة	306	0.55	0.58	0.24	0.00	0.99
الربحية	306	0.09	0.07	0.13	-0.17	0.93
النمو في الاصول	306	0.34	0.05	4.27	-0.21	74.62
النمو في المبيعات	306	0.64	0.07	2.91	-0.95	26.20
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	306	0.95	0.89	0.79	0.01	8.69
البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد	306	0.03	0.01	0.09	0.00	0.84
الضريبة	306	0.09	0.00	0.29	0.00	3.13

بالرجوع إلى جدول رقم (5.1) اعلاه نجد ان الوسط الحسابي لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية 7%، وعند مقارنة الوسط الحسابي لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية مع وسيطها وهو 2% نجد ان الوسط الحسابي اكبر من الوسيط، وعند مقارنة الوسط الحسابي لنسب الاقتراض بالقيمة السوقية وهو 9% مع وسيطها وهو 3% نجد ان الوسط الحسابي لنسب الاقتراض بالقيمة السوقية اكبر من وسيطها.

ومن النتيجة اعلاه وبما ان الوسط الحسابي اكبر من الوسيط فهو يعني ان قيم المتغيرات تتمركز نحو اليمين وهو مؤشر على ان توزيع المتغيرات ملتوي نحو اليمين، لذا فهو التواء ايجابي،

اي ان قيم المتغير تتمركز باتجاه القيم الصغيرة اكثر من تمركزها نحو القيم الكبيرة، وبذلك ظهرت قيمة الوسط الحسابي اكبر من قيمة الوسيط.

ومن خلال التحليل الوارد في الجدول رقم (5.1) اعلاه تبين ان الوسط الحسابي لكل من حجم الشركة الاصول الملموسة والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والربحية يساوي الوسيط وهذا يعني ان توزيع قيم المتغيرات معتدلا بمعنى لا يوجد قيم متطرفة.

وكذلك اظهر التحليل ان الوسط الحسابي لكل من النمو في الاصول والنمو في المبيعات والبنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد والضريبة اكبر من الوسيط، وهذا يعني ان توزيع المتغيرات ملئو باتجاه اليمين فهو ايجابي، اي ان قيم المتغيرات تتمركز باتجاه القيم الصغيرة اكثر من تمركزها نحو القيم الكبيرة.

5.2 تحليل الارتباط

من اجل تحليل الارتباطات بين متغيرات الدراسة تم تنظيم الجدولين التاليين لمصفوفة الارتباطات.

جدول (5.2) : مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية

المتغيرات	نسبة الاقتراض للقيمة الدفترية	الحجم (1-)	الاصول الملموسة (1-)	الربحية (1-)	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	الضريبة
نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية	1					
الحجم (1-)	0.29 (5.3)***	1				
الاصول الملموسة (1-)	0.24 (4.4)***	-0.034 (-0.58)*	1			
الربحية (1-)	0.029 (0.51)*	0.3 (5.4)***	-0.11 (-1.93)*	1		
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	0.06 (0.98)*	.21 (3.68)***	-0.09 (-1.61)*	0.11 (1.99)**	1	
الضريبة	0.057 (0.99)*	-0.02 (-0.36)*	0.07 (1.24)*	0.003 (0.05)*	-0.11 (-1.95)*	1

* significant at 10%, ** significant at 5% , ***significant at 1%

بالرجوع إلى الجدول (5.2) اظهرت نتيجة التحليل عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) وجود علاقة قوية بين حجم الشركة وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية حيث بلغ حجم الارتباط 29%، كذلك اظهرت النتيجة وجود علاقة قوية بين الاصول الملموسة وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية حيث بلغ حجم الارتباط 24%، ولكن لم تظهر النتيجة وجود علاقة قوية بين الاصول الملموسة وبين حجم الشركة، كذلك اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقة

ارتباط قوية بين الربحية وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، ولكن اظهرت النتيجة وجود علاقه قوية بين الربحية وبين حجم الشركة حيث بلغ حجم الارتباط 3% وكذلك عدم وجود علاقه قوية بين الربحية وبين الاصول الملموسة.

كما اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقه قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية، حيث بلغ حجم الارتباط 5.6%، كما اظهرت النتيجة وجود علاقه ارتباط قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين حجم الشركة، حيث بلغ حجم الارتباط 20% واطهرت النتيجة عدم وجود علاقه قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين الاصول الملموسة، حيث كانت العلاقه سالبة 9%، ولكن اظهرت نتيجة التحليل وجود علاقه قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين الربحية، حيث بلغ حجم الارتباط 11%، كما اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقه قوية بين الضريبة وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية، كذلك عدم وجود علاقه ارتباط قوية بين الضريبة وباقي المتغيرات المستقلة الاخرى في الجدول السالف.

جدول (5.3): مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة لنسب الاقتراض بالقيمة السوقية.

المتغيرات	نسبة الاقتراض للقيمة السوقية	الحجم (1-)	الأصول الملموسة (1-)	الربحية (1-)	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	الضريبة
نسبة الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية	1					
الحجم (1-)	0.21 *** (3.67)	1				
الأصول الملموسة (1-)	0.17 *** (2.9)	-0.03 * (0.4)	1			
الربحية (1-)	-0.01 * (0.24)	0.29 *** (5.4)	-0.11 * (1.9)	1		
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	-0.04 * (0.75)	0.21 *** (3.6)	-0.09 * (1.5)	0.11 * (1.9)	1	
الضريبة	0.07 * (0.16)	-0.02 * (0.4)	0.07 * (1.3)	-0.002 * (0.04)	-0.1 * (1.96)	1

* significant at 10%, ** significant at 5% , ***significant at 1 %

بالرجوع إلى الجدول السالف رقم (5.3) أظهرت نتيجة التحليل عند مستوى دلالة $(\alpha=0.05)$ وجود علاقة طردية قوية بين حجم الشركة ونسب الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية، حيث بلغ حجم الارتباط 21%.

وكذلك أظهرت نتيجة التحليل وجود علاقة طردية قوية بين الأصول الملموسة وبين نسب الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية، حيث بلغ حجم الارتباط 17%، فيما أظهرت النتيجة عدم وجود علاقة ارتباط قوية بين الأصول الملموسة وبين حجم الشركة، كذلك أظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقة قوية بين الربحية وبين نسب الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية، ولكن أظهرت النتيجة وجود علاقة طردية قوية بين الربحية وحجم الشركة حيث بلغ حجم الارتباط 29%، وكذلك أظهرت النتيجة عدم وجود علاقة قوية بين الربحية وبين الأصول الملموسة، وإن كانت العلاقة ضعيفة فهي سلبية.

كما أظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقة قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين كل من نسب الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية والأصول الملموسة والربحية، ولكن أظهرت نتيجة التحليل وجود علاقة طردية قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين حجم الشركة حيث بلغ حجم الارتباط 21%، أما ضريبة الدخل الفعلية فقد أظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقة قوية بين الضريبة وبين أي من المتغيرات في الجدول السالف رقم (5.3)، وعمل الباحث مقارنه بين المتغيرات في الجدول رقم (5.2) وهي "نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية وحجم الشركة والأصول الملموسة والربحية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والضريبة" والمتغيرات في الجدول رقم (5.3) وهي "نسب الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية والحجم والأصول الملموسة والربحية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والضريبة" ومن خلال المقارنة تبين ما يلي:

1. وجود علاقة طردية قوية بين حجم الشركة ونسب الاقتراض.
2. وجود علاقة طردية قوية بين الأصول الملموسة ونسب الاقتراض، وعدم وجود علاقة قوية بين الأصول الملموسة وحجم الشركة.

3. عدم وجود علاقة قوية بين الربحية ونسب الاقتراض، ولكن اظهر التحليل وجود علاقة طردية قوية بين الربحية وحجم الشركة، كذلك عدم يوجد علاقة قوية بين الربحية والأصول الملموسة.
4. عدم وجود علاقة قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين نسب الاقتراض، وأظهرت النتيجة وجود علاقة طردية قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين حجم الشركة، كما أظهرت النتيجة عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والأصول الملموسة، وأظهرت النتيجة وجود علاقة طردية قوية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين الربحية في جدول تحليل نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية في جدول (5.2)، كما اظهر التحليل عدم وجود علاقة قوية بين القيمة السوقية للقيمة الدفترية وبين الربحية لنسب الاقتراض بالقيمة السوقية في جدول رقم (5.3).
5. أظهرت نتيجة التحليل عدم وجود علاقة قوية بين الضريبة ونسب الاقتراض وباقي المتغيرات المستقلة.

5.3 تقدير نماذج الدراسة:

للاجابة على اسئلة الدراسة ما هو تأثير محددات الهيكل التمويلي على نسب الاقتراض في الشركات المساهمه العامة الفلسطينية المدرجه في سوق فلسطين للاوراق المالية؟ وما هو اثر التغير في ضريبة الدخل المتحققه على الشركة بشكل خاص على اختيار الشركة لهيكل التمويل الملائم؟ تم تقدير نماذج الانحدار للمتغيرات التابعه وهي نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية ونسب الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية كل على حده.

نموذج معادلة الانحدار

$$y = c + \sum_{i=1}^n B_{it} X_{it} + \epsilon(0, \sigma^2)$$

C= Constant الثابت

B_{it}= Parameters معاملات الانحدار

X_{it} = Variables متغيرات

5.4 مناقشة النتائج والفرضيات

من أجل مناقشة نتائج الدراسة تم تقسيم التحليل إلى بندين الأول لمناقشة تحليل الانحدار من خلال عرض الجداول وتوضيح محتوى كل جدول على حدة، والثاني من خلال مناقشة الفرضيات المرتبطة بكل جدول من جداول الانحدار كما يلي:

5.4.1 مناقشة نتائج الانحدار بالنسبة للمحددات الأساسية لنسب الاقتراض

من خلال الجدول التالي سيتم توضيح نتائج تحليل الانحدار وتوضيح علاقة الانحدار بين المتغيرات المستقلة في كل جدول وبين نسب الاقتراض.

جدول (5.4) : المحددات الأساسية لقرار التمويل

نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بلاصول بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	coefficient	
0.00	-4.78	-0.13	0.00	-7.80	-0.15	الثابت
0.00	5.99	0.04	0.00	7.30	0.03	الحجم (1-)
0.00	5.70	0.14	0.00	8.30	0.14	الاصول الملموسة (1-)
0.04	-2.10	-0.05	0.30	-1.03	-0.03	الربحية (1-)
0.08	-1.76	-0.01	0.20	1.30	0.01	القيمة السوقية للقيمة الدفترية (1-)
0.19			0.27			R-squared
0.15			0.23			Adjusted R-squared
4.40			6.77			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.69			0.52			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors
Cross- section fixed (dummy variable)

يتضح من الجدول اعلاه الذي يحتوي المتغيرات "حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية" وهي من المتغيرات الشائعة الاستخدام في الادبيات السابقة (Tom & Kuczynsk,2005) وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ونسب الاقتراض، فزيادة حجم الشركة بوحده واحدة

يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.03) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.04) وحدة.

كما يوضح الجدول وجود علاقة طردية بين الاصول الملموسة ونسب الاقتراض حيث ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14)، وان زيادة الاصول الملموسة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.14) وحدة.

ويوضح الجدول ايضا وجود علاقة سلبية بين الربحية ونسب الاقتراض بالقيمة السوقية، حيث ان زيادة الربحية بمقدار وحدة واحدة يؤدي لنقصان نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.05) وحدة.

وقد تبين من الجدول اعلاه ان قيمة R^2 هي 27%، لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية فهذا يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح ولكن قيمة **Adjusted R-squared** هي 23% فهي القيمة المصححة بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 23% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك يبين الجدول اعلاه قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول اعلاه في التنبؤ بقيمة المتغير نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية ايضا. حيث ان قيمة R^2 هي 19.4% تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح ولكن قيمة **Adjusted R-squared** هي 15% فهي القيمة المصححة بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر (0.15) من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

5.4.2 مناقشة فرضيات الدراسة

من اجل اختبار صحة فرضيات الدراسة ستم عملية الاختبار عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$) وهي مشابه لما استخدم في الاديبيات السابقة.

الفرضية الاولى:

من اجل اختبار صحة الفرضية البديله القائلة " مدى توفر الاصول الملموسة لدى الشركة يؤثر ايجابا على مدى استخدام الشركة للتمويل" كما هو مبين في الجدول السالف رقم (5.4) ، فقد اظهرت نتيجة التحليل وجود علاقة ذات دلالة احصائية ايجابية بين الاصول الملموسة وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية ونسب الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية.

ويرى الباحث ان الاصول الملموسة تستثمر عبر سنوات سواء كانت معدات او الات، اذا ما تم استثمارها ضمن خطط مدروسة، ويمكن للاصول ان تحقق ايرادا للمنشأة وقد تستخدم كضمان للحصول على قروض وهذا غير متاح للشركات التي لا تمتلك اصولا ملموسة مع عدم المغالاه في امتلاك اصول ملموسة ضخمة، لان عدم استثمارها ضمن خطط استثمارية يؤدي لتقادم هذه الالات دون ان تحقق ايرادا يكفي لتعويض الشركة عن الخسارة الناجمه عن تقادمها، وقد تكون هذه الاصول سببا في افلاس الشركة نتيجة بيعها بأقل من قيمها الدفترية نتيجة ارتفاع تكاليف حيازتها، وفي حال عجز الشركة عن تسديد ديونها او خدمة دينها فيمكن استخدام هذه الاصول لسداد تلك الديون، وان استخدام الاصول الملموسة كضمان للتمويل بالقروض يحمي المنشأة من تكلفة الوكالة وذلك استنادا لنظرية الوكالة حيث ان المنشأة ذات الاصول الملموسة الضخمة يمكن ان تحصل على المزيد من القروض بفوائد منخفضة، وهذا ليس متاح للمنشأة التي لا تملك اصول ملموسة حيث ترتفع تكاليف التمويل بالقروض نتيجة طلب المقرضين المزيد من الضمانات، كتكلفه الوكالة التي تتكبدها المنشأة الصغيرة وطلب المقرضين زيادة العائد على الاستثمار بسبب عدم وجود ضمانات كافية لأموالهم.

وبذلك نقبل الفرضية البديله القائله " مدى توفر الاصول الملموسة لدى الشركة يؤثر ايجابا على مدى استخدام الشركة للتمويل بالدين".

وهذه النتيجة تتوافق مع نتائج دراسات عديدة اجريت في بلدان اخرى كدراسة للشركات الماليزية (Reza Reza & Devinaga,2013) التي تدعم وجود علاقة ذات دلالة احصائية ايجابية بين الاصول الملموسة والتمويل بالقروض، وتتوافق ايضا مع دراسة للشركات الصينية (Xiaoyan,)

2008) والتي تشير إلى علاقته ذات دلالة احصائية ايجابية بين الاصول الملموسة ونسب الاقتراض.

وبرغم الايجابيات التي تتمتع بها الشركات التي تمتلك اصولا ملموسة فان تجاوز حدا معيناً من التمويل بالقروض قد يعرض الشركة لمخاطر الافلاس نتيجة تراكم القروض او نتيجة تقادم الالات والمعدات وعدم استثمار هذه الاصول ضمن خطط استثمارية مدروسة او حاجة الشركة لمواكبة التطورات التكنولوجية، او بسبب تغير الاوضاع الاقتصادية في الدولة، وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي وهذا ما نلمسه في فلسطين بسبب وجود الاحتلال.

الفرضية الثانية:

من اجل اختبار صحة الفرضية البديله القائلة هناك علاقة عكسية بين ربحية الشركة ومدى لجوء الشركة للتمويل بالدين."انظر الجدول السالف رقم (5.4) التي استخدم فيها المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)، اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين الربحية وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية، كما اظهرت النتيجة وجود اثر ذا دلالة احصائية سلبية بين الربحية ونسب الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية.

ويرى الباحث ان الشركة التي تحقق ارباحاً عالية تمول استثماراتها من الارباح المحتجزة استناداً لنظرية الترتيب، حيث تعمل الشركة على ترتيب اولويات مصادر التمويل حسب الافضالية لتكلفة كل تمويل، حيث تضع الارباح المحتجزة ضمن اولويات التمويل فالارباح المحتجزة لا تكلف الشركة اية تكاليف، وقد تستخدم الشركة جزء من استثماراتها قصيرة الاجل في الاوراق المالية، وهذا الاجراء غير متاح للشركات التي لا تستطيع تحقيق ارباحاً عالية، حيث تحتاج الشركة التي لا تستطيع تحقيق ارباح عالية إلى اللجوء للتمويل من مصادر مختلفة مما يكلف الشركة مصاريف اضافية.

ويرى الباحث ان الشركة يجب ان تأخذ بعين الاعتبار التكاليف المترتبة على مصادر التمويل المختلفة، وذلك لان زيادة تكلفة مصدر التمويل من شأنه ان ينعكس سلبا على ربحية الشركة، فمثلا في حالة التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة فان تكلفة إصدار الأسهم تكون اكبر من التمويل بالقروض، اضافة لمشاركة المساهمين الجدد في الارباح المستقبلية مما يقلل من ربحية السهم الواحد، وكذلك سوف يؤثر على مراكز المساهمين القدامى في مجلس الادارة والهيئة العامة للشركة، ولكن لو اخذنا التمويل من خلال السندات او القروض فستكون نسبة الفائدة اقل، من تكلفة إصدار الأسهم العادية او الممتازة وتبقى الارباح المحتجزة هي الاقل كلفة من بين مصادر التمويل، وبذلك نقبل الفرضية البديله القائله **هناك علاقة عكسية بين ربحية الشركة ومدى لجوء الشركة للتمويل بالدين.**

وان نتيجة الدراسة للشركات الفلسطينية تتوافق مع العديد من الدراسات العالمية كدراسة للشركات الماليزية (Reza & Devinaga, 2013)، التي اظهرت نتيجة وجود علاقة ذات دلالة احصائية سلبية بين الربحية وبين نسب الاقتراض، وكذلك تتوافق مع دراسة للشركات اليابانية (Tom & Kuczynski, 2005) التي اظهرت وجود علاقة ذات دلالة احصائية سلبية بين الربحية وبين التمويل بالقروض.

وتخالف نتائج هذه الدراسات (Huag & Song, 2006) التي وجدت علاقة ايجابية بين الربحية ونسب الاقتراض التي تبين ان ربحية الشركة تشجع على التمويل بالقروض مع ثبات العوامل الاخرى، لان فوائد القروض تخصم من الضريبة وهذا يحقق وفورات ضريبية، فالقروض تعمل على حماية دخل الشركة، وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه نظرية المفاضلة في اختيار البديل الانسب من حيث تكلفه تمويل كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة، حيث ان الشركة تفضل التمويل ذا التكلفة المنخفضه لدعم استثماراتها والتمويل بالقروض يحقق وفورات ضريبية للشركة نتيجة خصم فوائد القروض من الضريبة المترتبة على نتيجة اعمال الشركة.

ويرى الباحث ان هناك توافق بين نتائج الدراسات السابقه وبين نتيجة دراسته للشركات المساهمه العامة الفلسطينية التي تستثمر ارباحها المحتجزة في تمويل استثماراتها نظرا لعدم وجود

تكاليف إصدار معاملات لاحتجاز تلك الأرباح، مما يحمي الشركة من المخاطر التي قد تتعرض لها في حال التمويل بالقروض وخاصة في حال التغير في الأوضاع الاقتصادية والسياسية وخاصة في الوضع الفلسطيني وهذه النتيجة تتوافق مع ما اشارت اليه نظرية الترتيب، ولكن لو تناولنا الربحية من وجهة نظر دراسة (Modgiliani, & Miller 1963) بان الشركة التي تستخدم مزيج من هيكل رأس المال تكون قيمتها السوقية اكبر من الشركة التي تعتمد على مصدر واحد، لوجدنا ان الشركة التي تحقق ارباحا عالية تستطيع من خلال هذه الأرباح تمويل بعض استثماراتها بالدين، مستفيدة من الوفر الضريبي الذي تحققه نتيجة الاقتراض مما يجعل لديها هامشا اوسع لتوفير النقدية وتنويع وزيادة استثماراتها وهذا يقلل من تعرضها لمخاطر السوق.

الفرضية الثالثة:

من اجل اختبار صحة الفرضية البديله القائله " هناك علاقه ايجابية بين حجم الشركة وبين مدى استخدام الشركة للتمويل بالدين "انظر جدول رقم (5.4) بالمتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) فقد اظهرت النتيجة ان لحجم الشركة اثر ذا دلالة احصائية ايجابية على نسب الاقتراض.

ويرى الباحث ان حجم الشركة يقلل اثر عدم تماثل المعلومات عند المستثمرين استنادا لنظرية عدم تماثل المعلومات، وبذلك تستطيع الشركة تنويع استثماراتها معتمدة في ذلك على المزيج من هيكل تمويل رأسمالها، حيث ان مذكلياني وميلر اشارا في دراستهما عام (1963) ان الشركة التي تعتمد في هيكل تمويلها على التمويل بالقروض وحقوق الملكية تكون قيمتها السوقية اعلى من الشركة التي تعتمد على حقوق الملكية فقط.

وبذلك نقبل الفرضية البديله القائلة: هناك علاقه ايجابية بين حجم الشركة وبين مدى استخدام الشركة للتمويل بالدين.

وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسات عالمية كدراسة للشركات الهولندية

(Linda & Lensink & Sterken, 1998) التي تشير بوجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة وبين التمويل بالديون، وكذلك تتوافق مع دراسة للشركات الصينية

(Huanh & Song,2006) التي تشير بوجود علاقة ذات دلالة احصائية ايجابية بين حجم الشركة والتمويل بالقروض، وكذلك وجدت هذه الدراسة ان الشركة ذات الحجم الكبير تختار التمويل طويل الاجل، بينما الشركة ذات الحجم الصغير تميل إلى التمويل بالقروض قصيرة الاجل، حيث ان الشركة الكبيرة الحجم لها ميزة الافادة من وفورات الحجم في إصدار الأسهم والسندات طويلة الاجل.

وقد يكون حجم الشركة مهما لتوفير معلومات للمستثمرين في الخارج، لان الشركة كبيرة الحجم تميل لتوفير المزيد من المعلومات للمقرضين بالمقارنة مع الشركات الصغيرة، فالشركات الكبيرة تعاني من المعلومات غير المتماثلة بصورة اقل، وبالتالي تستطيع ان تحصل على قروض اكبر، فامكانية الافلاس لديها تكون اقل من الشركات الصغيرة .

ولكن بعض الدراسات التجريبية التي اجريت على الشركات اليابانية (Tom & Kuczynski, 2005) قد تعارضت نتائجها مع نتائج الدراسات الاخرى، وهي تتعارض مع نتائج الدراسة للشركات المساهمة العامة الفلسطينية، حيث اظهرت وجود علاقة ذات دلالة احصائية سلبية بين حجم الشركة وبين التمويل بالقروض في اليابان، حيث ان عدم تماثل المعلومات لا يؤثر على قرارات المستثمرين، وقد يكون حجم الشركة سببا في افلاسها اذا تم المغالاة في الاعتماد على القروض مع ارتفاع تكاليف خدمة هذه القروض وعدم التشغيل الامثل للموارد المتاحة وان التمويل بالقروض يصاحبه تكلفة اضافية كتكلفة الوكالة في بعض الحالات، وهذا يؤدي لزيادة تكلفة التمويل وفي الاحوال الاقتصادية الضعيفة تتراكم القروض على الشركة وقد يكون سببا في افلاسها وعدم قدرتها على الوفاء بسداد القروض المتراكمة عليها.

الفرضية الرابعة:

من اجل اختبار صحة الفرضية البديله القائلة " هناك علاقة سلبية بين فرص النمو المتاحة وبين مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين"

حيث تم قياس النمو بثلاث مقاييس بديله هي:

1- قياس معدل النمو بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

انظر جدول (5.4) بالمتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين نسب الاقتراض.

حيث ان ادارة ايه شركة تعمل دوما على تعظيم ثروة الملاك، وهذا التعظيم يكون بخلق قيمة اضافية على القيمة الدفترية للمنشأ، فالقيمة السوقية للمنشأ تقدر بالزيادة التي طرأت على القيمة الدفترية، وهذا النمو الحاصل للقيمة الدفترية للشركة يتوقع ان يكون له اثار سلبية على نسب الاقتراض لان الشركة ذات النمو العالي لا تتوجه لتمويل استثماراتها بالقروض، وبناءا على نتيجة التحليل نرفض الفرضية البديله القائله"

هناك علاقة سلبية بين فرص النمو في القيمة السوقية للقيمة الدفترية المتاحة للشركة وبين مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين".

وتختلف هذه النتيجة مع نتائج بعض الدراسات السابقة التي اظهرت نتيجة سلبية للعلاقة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين نسب الاقتراض، لان الشركة التي تحقق نمو مستقبليا سوف تعتمد على القروض بصورة اقل، وبذلك تلجأ للتمويل الذاتي من اجل التخلص من تكلفة الوكالة والتكاليف المصاحبة للتمويل بالقروض وهذا ايدته بعض الدراسات (Mounther & Ramesh 2003) حيث اشارت الدراسة إلى استخدام القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم نيابة عن النمو، وكذلك اشارت دراسة للشركات اليابانية ان العلاقة بين نسب الاقتراض والقيمة السوقية للقيمة الدفترية علاقه سلبية لان الشركات التي يوجد لديها نمو عاليا تتوجه للتمويل بالقروض بصورة اقل،

وبالاستناد لما اشارت اليه نظرية الترتيب فان الشركة التي يوجد لديها نمو عاليا تفضل التمويل الداخلي كاولوية لعدم وجود تكاليف معاملات اضافية تتكبدها الشركة نتيجة التمويل بالقروض.

جدول (5.5) : محددات الاقتراض عند استخدام النمو في المبيعات كمقياس للنمو

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	coefficient	
0.00	-5.06	-0.14	0.00	-7.6	-0.15	الثابت
0.00	5.3	0.03	0.00	7.6	0.04	الحجم (1-)
0.00	6.1	0.16	0.00	7.3	0.14	الاصول الملموسة (1-)
0.3	-0.97	-0.05	0.2	-1.2	-0.04	الربحية (1-)
0.002	3.1	0.006	0.02	2.4	0.004	النمو في المبيعات (1-)
0.18			0.24			R-squared
0.14			0.2			Adjusted R-squared
4.5			6.4			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.59			0.46			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

يتضح من الجدول اعلاه رقم (5.5) وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، حيث ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.04) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.03) وحدة.

كما يوضح الجدول رقم (5.5) ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.16).

ويوضح الجدول رقم (5.5) ان زيادة النمو في المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية بمقدار (0.004)، كما يوضح ان زيادة النمو في المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.006) وحدة.

وقد تبين من الجدول اعلاه ان قيمة R^2 هي 24% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، فهو يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 20 % هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 20% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك تشير نتيجة التحليل إلى قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول اعلاه في التنبؤ بقيمة المتغير التابع نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، وقد ظهرت قيمة R^2 هي 18% التي توضح معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 14% التي توضح القيمة المصححة لقدرة المتغيرات المستقلة بالتنبؤ بالتغيرات الحاصلة على المتغير التابع، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 14% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

2- النمو في المبيعات

في تحليل جدول رقم (5.5) بالمتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، النمو في المبيعات) اظهرت نتيجة التحليل وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في المبيعات ونسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، فيما اظهرت النتيجة وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في المبيعات وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية.

وبذلك نرفض الفرضية البديله القائله " هناك علاقة سلبية بين فرص النمو في المبيعات المتاحة للشركة وبين مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين".

ويرى الباحث انه من الممكن ان تكون العلاقة ايجابية بين نسب النمو وبين نسب الاقتراض، لان الشركة التي لديها نمو عاليا في مبيعاتها تحتاج للمزيد من التمويل وقد تستخدم الشركة التمويل بالقروض لدعم هذا النمو ولتحصل على الوفورات الضريبية وزيادة استثماراتها وتنويع مبيعاتها بحيث تحافظ على مبيعاتها النقدية مع توجه الادارة لزيادة المبيعات من خلال زيادة حد الدين للزبائن الذين يتمتعون بثقة عالية لدى الادارة.

جدول (5.6) : محددات الاقتراض عند ادخال متغير النمو في الاصول كمقياس للنمو

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	Coefficient	Significant	t- statistics	Coefficient	
0.00	4.9-	0.14-	0.00	7.6-	0.16-	الثابت
0.00	5.09	0.03	0.00	7.7	0.04	الحجم (1-)
0.00	6.2	0.17	0.00	7.2	0.14	الاصول الملموسة (1-)
0.2	1.3-	0.06-	0.14	1.5-	0.048-	الربحية (1-)
0.7	0.4	0.014	0.02	2.3	0.002	النمو في الاصول (1-)
0.16			0.2			R-squared
0.12			0.19			Adjusted R-squared
4.06			6.3			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.58			0.4			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

يوضح الجدول اعلاه رقم (5.6) ان زيادة حجم الشركة وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.04) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.03) وحدة.

كما يوضح الجدول ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.17) وحدة.

كما يوضح الجدول ان زيادة نسب النمو في الاصول بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية بمقدار (0.002) وحدة.

وقد تبين من الجدول السالف رقم (5.6) ان قيمة R^2 هي 20% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، فهو يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 19% وهي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 19% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول اعلاه في التنبؤ بقيمة المتغير نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، حيث يبين التحليل ان قيمة R^2 هي 16% وهي تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 12% فهي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 12% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

3- النمو في الأصول

ادخل الباحث متغير النمو في الاصول في الجدول السالف رقم (5.6) لتصبح المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، النمو في الاصول) حيث اظهرت نتائج التحليل وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في الاصول وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، فيما اظهرت عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين النمو في الاصول وبين نسب الاقتراض بالقيمة السوقية، وبناء على هذه النتيجة نرفض الفرضية البديلة القائلة "هناك علاقة

سلبية بين فرص النمو في الاصول المتاحة للشركة وبين مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين".

علما ان دراسة (Titman & Wessels, 2007) اشارت ان النمو يتوقع ان يؤثر سلبا على نسب الاقتراض على مستوى القروض طويلة الاجل، ومن المتوقع ان تكون العلاقة ايجابية على مستوى القروض قصيرة الاجل، حيث يتم قياس النمو في الاصول من خلال التغير في اجمالي الاصول.

وعند مقارنة نتائج الاصول الملموسة في جدول (5.6) بالمتغيرات المستقلة "الحجم، الاصول الملموسة، الربحية، النمو في الاصول" بالجدول رقم (5.4) اظهرت النتيجة وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين الاصول الملموسة وبين نسب الاقتراض للاصول بالقيمة الدفترية ونسب الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية حيث كان هناك توافق بين النتيجةين.

اما حجم الشركة فقد اظهرت نتيجة التحليل في جدول رقم (5.6) توافقا تاما مع نتيجة التحليل في الجدول رقم (5.4) حيث ان حجم الشركة له اثر ذا دلالة احصائية ايجابية على نسب الاقتراض.

اما نتيجة تحليل جدول (5.5) حول اثر الربحية على نسب الاقتراض فلم يكن اثر للربحية على نسب الاقتراض، وهذه النتيجة لا تتوافق مع نتيجة التحليل الرئيسية لجدول (5.4) والذي اظهر نتيجة بوجود اثر ذا دلالة احصائية سلبية بين الربحية و نسب الاقتراض بالقيمة السوقية.

كذلك اظهرت النتيجة في جدول رقم (5.6) وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في الاصول وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية وهذا يدعم رفض الفرضية العدمية القائلة ان النمو يؤثر سلبا على نسب الاقتراض.

ويمكن للشركة التي لديها نمو في الاصول طويلة الاجل تستثمر هذه الاصول لتحقيق ايرادات نتيجة هذا النمو، وتعمل على استثمار هذه الاصول كضمان للتمويل، مستفيدة من الوفر الضريبي الناتج عن التمويل بالقروض، حيث تعمل على تنويع هيكل رأسمالها بالاشارة لدراسة مدكلياني وميلر (1963)، وتخفيض المخاطر التي تتعرض لها الشركة من خلال تنويع استثماراتها، ويمكن ان تستثمر الاصول قصيرة الاجل في الاوراق المالية سهله التحويل، ولكن بعض الدراسات السابقة تشير لوجود علاقه ذات دلالة احصائية سلبية بين نسب النمو والتمويل بالقروض كالدراسة للشركات الهولندية (Linda & chen, 1998).

وللتعرف اثر الضريبة في تحديد نسبة الاقتراض فان الجدول التالي يوضح نتائج التحليل عند ادخال متغير الضريبة مع متغير جديد هو القيمة السوقية للقيمة الدفترية مع باقي متغيرات الدراسة الاساسية.

جدول (5.7) : اثر ادخال متغير الضريبة الفعلية على النموذج

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	coefficient	
0.00	-4.64	-0.13	0.00	-7.81	-0.16	الثابت
0.00	5.86	0.04	0.00	7.44	0.04	الحجم (1-)
0.00	5.44	0.14	0.00	7.90	0.14	الاصول الملموسة (1-)
0.04	-2.09	-0.05	0.33	-0.98	-0.03	الربحية (1-)
0.06	-1.89	-0.01	0.33	0.97	0.00	القيمة السوقية للقيمة الدفترية
0.84	0.20	0.01	0.94	0.07	0.00	الضريبة (1-)
0.18			0.27			R-squared
0.13			0.22			Adjusted R-squared
3.74			6.11			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.69			0.54			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

اظهرت نتيجة التحليل في الجدول رقم (5.7) المتضمن المتغيرات " حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، الضريبة"، تبين ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.04)، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة يؤدي لزيادة نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.04) وحده، كما يوضح الجدول ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة يؤدي لزيادة

نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.14) وحدة.

كم اظهر التحليل ان زيادة الربحية بمقدار وحدة واحدة يؤدي لنقصان نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.05) وحدة، ولم يظهر التحليل وجود اثر ذا دلالة احصائية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين نسب الاقتراض، اما الضريبة فقد كان معامل متغير الضريبة غير دال احصائيا في الحالة الفلسطينية، حيث ان فلسطين تمر في وضع اقتصادي متذبذب لوجود هيمنة للمحتل على الموارد المختلفة والاضاع السياسية المتعاقبة الغير مستقرة، تؤدي إلى عدم اهتمام الادارات المختلفة بالوفورات الضريبية الناتجة عن التمويل بالقروض.

وقد تبين من الجدول اعلاه ان قيمة R^2 هي 27% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية فهذا يبين قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 22% وهي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 22% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول اعلاه في التنبؤ بقيمة المتغير نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، فان قيمة R^2 هي 18% تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة

Adjusted R-squared هي 13% وهي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 13% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

الفرضية الخامسة:

من اجل اختبار صحة الفرضية البديلة القائلة "هناك علاقة موجبه بين معدل الضريبة الفعلية ومدى لجوء الشركة للتمويل بالاقتراض". حيث اظهرت نتيجة تحليل الدراسة للشركات الفلسطينية

انظر جدول رقم (5.7) السالف بالمتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، الضريبة) عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين الضريبة ونسب الاقتراض بالقيمة الدفترية وبين الضريبة ونسب الاقتراض بالقيمة السوقية.

وبذلك نرفض الفرضية البديلة القائلة "هناك علاقة موجبه بين معدل الضريبة الفعلية ومدى لجوء الشركة للتمويل بالاقتراض".

علما ان الكثير من الدراسات تشير إلى علاقته ايجابية بين الضريبة وبين الديون بسبب الوفر الضريبي الذي تحصل عليه الشركة، استرشادا بدراسة (Modgiliani & Miller,1963) بأن الضريبة مهمة لهيكل رأس المال، وان الشركة ذات الضرائب العالية تستخدم ديون اكثر، والشركة التي تحصل على درع ضريبي عالي تتوجه للتمويل بالقروض بصورة اقل، وهذه النتيجة تتوافق مع العديد من الدراسات في بلدان مختلفه كدراسة للشركات الصينية (Huang & Song,2006) والتي تطرق الباحث فيها لاثار الضرائب على هيكل رأس المال، حيث اشار الباحث ان سبب فشل العديد من الدراسات في ايجاد اثار ضريبية كبيرة معقوله جراء التمويل الذي ينطوي على ما اشارت اليه نظرية (Modgiliani & Miller,1963)، لان نسبة مساهمة الديون هي نتيجة تراكمية للقرارات التمويلية المنفصلة، وان الدرع الضريبي يكون له اثر على معدل الضريبة الهامشية بالنسبة لمعظم الشركات، حيث ان بعض الدراسات تركز على اثر الضرائب على التمويل بالقروض.

ويرى الباحث ان الضريبة الفعلية يمكن ان تكون دافعا قويا للشركة للتمويل بالقروض للاستفادة من الوفورات الضريبية، لذلك يتوقع ان تكون العلاقة طردية بين نسب الضريبة الفعلية وبين التمويل بالقروض، وان سبب عدم وجود اثر ايجابي للضريبة على نسب الاقتراض قد يكون عدم وجود نظم ضريبية تشجع التمويل بالقروض، بالاضافة لعدم وجود استقرار اقتصادي لسنوات طويلة متتالية يشجع الشركات على التمويل بالديون، ولهذا فان الشركة تمر بأزمات اقتصادية متتالية نتيجة عدم الاستقرار السياسي فهي تعتمد بالتمويل على حقوق الملكية للتخلص من التكاليف المصاحبة للقروض، والتي قد لا تستطيع الالتزام بسداد القروض في المواعيد المحددة نتيجة توقفها جزئيا عن

الانتاج او العرافيل امام وصول المواد الخام في الوقت المناسب ولعدم وجود حماية اقتصادية من المنافسة والسيطرة، لان اعتماد هذه الشركات على حقوق الملكية لا يترتب عليه تكاليف اضافية.

جدول (5.8) : محددات الاقتراض عند استخدام النمو في الاصول والبنود المخفضه للضرائب عدا فوائد الدين على نسب الاقتراض

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	Coefficient	
0.00	-4.87	-0.14	0.00	-7.53	-0.16	الثابت
0.00	4.75	0.03	0.00	7.32	0.04	الحجم (1-)
0.00	6.10	0.17	0.00	6.98	0.14	الاصول الملموسة (1-)
0.38	-0.89	-0.08	0.17	-1.37	-0.08	الربحية (1-)
0.66	0.44	0.01	0.02	2.44	0.002	النمو في الاصول (1-)
0.75	0.33	0.03	0.38	0.88	0.06	البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد (1-)
0.16			0.23			R-squared
0.12			0.19			Adjusted R-squared
3.81			5.93			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.58			0.41			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

يوضح الجدول رقم (5.8) اعلاه ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.038)، كما ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.034) وحدة.

ويوضح الجدول اعلاه ايضا ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14)، كما ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.17) وحدة، كما يوضح الجدول اعلاه رقم (5.8) ان زيادة النمو في الاصول بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.002) وحدة.

وقد تبين من الجدول السالف رقم (5.8) ان قيمة R^2 هي 23% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية وهذا يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 19% و هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 19% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول السالف رقم (5.8) في التنبؤ بقيمة المتغير التابع نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، حيث ان قيمة R^2 هي 16% تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 12% هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 12% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

الفرضية السادسة:

من اجل اختبار صحة الفرضية البديلة القائلة " كلما كانت البنود المخفضه للضرائب من غير فوائد القروض اكبر كلما كان ميل الشركة نحو استخدام القروض اقل والعكس صحيح " حيث تعتبر البنود المخفضه للضرائب الدرع الواقي للشركة وهي البديل عن الضرائب لان الاستهلاك والاطفاء والاعفاء الضريبي تخصم من ضريبة الشركة، فهناك ميزة للشركة التي تستخدم الاصول طويلة الاجل في استثماراتها، فالاستهلاك يوازن بين ايرادات الفترة وتكاليفها بحيث يخصم من القيمة الدفترية للاصل على مدار عمر الاصل الزمني المقدر وهو مرتبط بالاصل، كما ان مصاريف الاطفاء تخصم سنويا من قيمة الاصل ايضا، وبذلك فان الشركة التي تحصل على هذه

الميزة تتوجه للتمويل بالقروض بدرجة اقل لانها تحصل على وقاء ضريبي، وقد اظهرت نتيجة تحليل الجدول السالف رقم (5.8) بالمتغيرات (الحجم، الاصول الملموسة، الربحية، النمو في الاصول، البنود المخفضه الضرائب عدا الفوائد)، عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية ونسب الاقتراض بالقيمة السوقية على التوالي.

وبذلك نرفض الفرضية البديلة القائلة "كلما كانت البنود المخفضه للضرائب من غير فوائد القروض اكبر كلما كان ميل الشركة نحو استخدام القروض اقل والعكس صحيح".

وهذه النتيجة لا تتوافق مع بعض الدراسات السابقة كالدراسة للشركات الماليزية

(Reza & Rasiah,2013) كما لا تتوافق هذه النتيجة مع دراسة للشركات السويدية (Stockholm,2004) حيث بينت نتيجة تلك الدراسات ان البنود المخفضه للضرائب تخلق حافزا لدى الشركة للتمويل بالقروض للافادة من الاعفاءات الضريبية نتيجة الاقتراض.

كما لا تتوافق نتيجة الدراسة التجريبية التي اجريت على الشركات الفلسطينية المدرجة مع دراسة للشركات الصينية (Huang & Song,2006) التي توضح ان الاستهلاك والاعفاء هو الدرع الضريبي وهو بديل عن الديون، حيث ان الشركة ذات الدرع الضريبي العالي مع ثبات العوامل الاخرى يتوقع ان لا تتوجه للتمويل بالقروض، ولكن الدراسة تشير ان الاستهلاك مرتبط بالاصول ومن المتوقع ان تدعم التمويل بالديون وقد تنسب نسب الاستهلاك إلى اجمالي الاصول وكذلك يمكن حساب الاستهلاك والاعفاء الضريبي للاستثمار إلى اجمالي الاصول لقياس الدرع الضريبي ولكن دراسة (Bradley et al 1984) ودراسة (Wald,1999) تشير بوجود علاقه سلبية بين الدرع الضريبي والديون، وقد استخدم الاستهلاك والاطفاء إلى اجمالي الاصول لقياس الدرع الضريبي، وعلى اثر النتائج السالفة لاثر الدرع الضريبي على التمويل بالقروض فانه من الممكن ان يدعم الدرع الضريبي التوجه للتمويل بالديون لان الاستهلاك مرتبط بالاصول وهي تدعم التمويل الخارجي، كذلك يمكن ان تكون العلاقه سلبية لان الشركة التي تتمتع بميزة الدرع الضريبي العالي لا تحتاج للتمويل الخارجي استرشادا لما اشارت اليه نظرية الترتيب في ان

الادارة تعمل على ترتيب مصادر التمويل حسب تكلفة كل مصدر وان الدرع الضريبي يأتي من ضمن المصادر الاقل تكلفة لتمويل الاستثمارات المختلفة في الشركة.

جدول (5.9) : محددات الاقتراض عند استخدام القيمة السوقية للقيمة الدفترية والبنود المخفضه للضرائب على نسب الاقتراض

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	Coefficient	Significant	t- statistics	coefficient	
-7.67	-0.15	-0.13	0.00	-7.67	-0.15	الثابت
7.20	0.03	0.04	0.00	7.20	0.03	الحجم (1-)
8.25	0.14	0.14	0.00	8.25	0.14	الاصول الملموسة (1-)
-0.78	-0.03	-0.05	0.43	-0.78	-0.03	الربحية (1-)
1.27	0.01	-0.01	0.20	1.27	0.01	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (1-)
0.08	0.004	-0.02	0.94	0.08	0.004	البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد (1-)
0.19			0.27			R-squared
0.15			0.23			Adjusted R-squared
4.11			6.33			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.69			0.52			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

يوضح الجدول اعلاه رقم (5.9) ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.03) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.036) وحدة.

وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.14) وحدة.

اما متغير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية حيث لم يظهر اثر ذا دلالة احصائية بين القيمة السوقية للقيمة الدفترية ونسب الاقتراض في الجدول السالف، ويعود ذلك كما ذكرت ان الشركة التي تحقق قيمة سوقية عالية لا تتوجه للتمويل بالقروض فتعمل على تمويل استثماراتها من مصادر التمويل الداخلية، وقد اظهر التحليل ان الدرع الضريبي لا يدعم التوجه للتمويل بالقروض ربما لان فلسطين تمر في وضع اقتصادي متذبذب بوجود هيمنة المحتل على الموارد المختلفة وعدم استقرار الاوضاع السياسية المتعاقبة يؤدي إلى عدم اهتمام الادارات المختلفة بالتمويل بالقروض حماية لأموال المستثمرين، ولعدم وجود نظم ضريبية وطنية قادرة على خدمة الاقتصاد الوطني.

وقد تبين من الجدول السالف رقم (5.9) ان قيمة R^2 هي 27% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية فو يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 23% فهي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 23% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول السالف في التنبؤ بقيمة المتغير نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، حيث ان قيمة R^2 هي 19% تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة R-squared Adjusted هي 15% هي القيمة المصححة، بمعنى

ان نموذج الانحدار يفسر 15% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

جدول (5.10) : محددات الاقتراض عند استخدام النمو في المبيعات والبنود المخفضه للضرائب على نسب الاقتراض

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	coefficient	
-7.43	-0.16	-144.00	0.00	-7.43	-0.16	الثابت
7.07	0.04	0.03	0.00	7.07	0.04	الحجم (1-)
7.15	0.14	0.16	0.00	7.15	0.14	الاصول الملموسة (1-)
-0.98	-0.06	-0.05	0.33	-0.98	-0.06	الربحية (1-)
2.39	0.004	0.01	0.02	2.39	0.004	النمو في المبيعات (1-)
0.49	0.03	0.00	0.62	0.49	0.03	البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد (1-)
0.18			0.24			R-squared
0.14			0.20			Adjusted R-squared
4.23			6.00			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.59			0.46			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

يوضح الجدول اعلاه رقم (5.10) ان الزيادة في حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.04) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.03) وحدة.

ما ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.16) وحدة.

كما يوضح الجدول اعلاه ان زيادة النمو في المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.004) وحدة، وان زيادة النمو في المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.01).

وقد تبين من الجدول السالف رقم (5.10) ان قيمة R^2 هي 24% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية فهو يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 20% هي القيمة المصححة. بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 20% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول السالف رقم (5.10) في التنبؤ بقيمة المتغير التابع نسب الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، حيث ان قيمة R^2 هي 18% تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 14% هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 14% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

جدول (5.11) : اثر ادخال متغير الضريبة الفعلية مع استخدام النمو في الاصول كمقياس للنمو

Cross-

نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية			نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	Coefficient	
-7.46	-0.16	-0.15	0.00	-7.46	-0.16	الثابت
7.68	0.04	0.03	0.00	7.68	0.04	الحجم (1-)
6.89	0.14	0.17	0.00	6.89	0.14	الاصول الملموسة (1-)
-1.36	-0.04	-0.06	0.18	-1.36	-0.04	الربحية (1-)
2.38	0.003	0.01	0.02	2.38	0.003	النمو في الاصول (1-)
-0.07	-0.001	0.003	0.94	-0.07	-0.001	الضريبة (1-)
0.16			0.23			R-squared
0.11			0.19			Adjusted R-squared
3.50			5.60			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.58			0.42			Durbin-Watson stat

section weights (PCSE) standard errors
Cross- section fixed (dummy variable)

اظهرت نتيجة التحليل اعلاه لجدول رقم (5.11) بالمتغيرات " حجم الشركة، الاصول الملموسة، الربحية، النمو في الاصول، الضريبة" وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين حجم الشركة ونسب الاقتراض، حيث ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.04) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.034) وحدة.

كما اظهرت نتيجة التحليل في الجدول رقم (5.11) اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين الاصول الملموسة ونسب الاقتراض، حيث ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.17).

كذلك اظهرت نتيجة التحليل للجدول رقم (5.11) وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في الاصول وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، حيث ان زيادة النمو في الاصول بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.003) وحدة.

وقد تبين من الجدول اعلاه رقم (5.11) ان قيمة R^2 هي 23% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية فهذا يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 19% هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 19% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في الجدول رقم (5.11) في التنبؤ بقيم المتغير نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، حيث ان قيمة R^2 هي 16% تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 10% هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 10% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

جدول (5.12): اثر ادخال متغير الضريبة الفعلية مع استخدام النمو في المبيعات كمقياس للنمو.

نسبة الافتراض بالقيمة السوقية			نسبة الافتراض بالقيمة الدفترية			المتغيرات
Significant	t- statistics	coefficient	Significant	t- statistics	coefficient	
0.00	-4.95	-0.15	0.00	-7.49	-0.16	الثابت
0.00	5.25	0.03	0.00	7.54	0.04	الحجم (1-)
0.00	5.94	0.17	0.00	7.05	0.14	الاصول الملموسة (1-)
0.36	-0.93	-0.04	0.29	-1.06	-0.03	الربحية (1-)
0.00	3.20	0.01	0.01	2.54	0.004	النمو في المبيعات (1-)
0.84	0.20	0.01	0.92	-0.10	-0.002	الضريبة (1-)
0.17			0.23			R-squared
0.13			0.19			Adjusted R-squared
3.95			5.75			F-statistic
0.00			0.00			Prob(F-statistic)
0.59			0.47			Durbin-Watson stat

Cross-section weights (PCSE) standard errors

Cross- section fixed (dummy variable)

يوضح الجدول رقم (5.12) اعلاه وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين حجم الشركة ونسب الاقتراض، حيث ان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.04) وحدة، وان زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.03) وحدة، كما توضح نتيجة التحليل في جدول رقم (5.12) وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين الاصول الملموسة ونسب الاقتراض، حيث ان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.14) وحدة، وان زيادة الاصول الملموسة بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.17) وحدة.

كما أظهرت نتيجة التحليل عدم وجود اثرا ذا دلالة احصائية للربحية على نسب الاقتراض في الجدول رقم (5.12)، كذلك اظهرت نتيجة التحليل في جدول رقم (5.12) وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في المبيعات ونسب الاقتراض، حيث ان زيادة النمو في المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بمقدار (0.004) وحدة، وان زيادة النمو في المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي لزيادة نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بمقدار (0.01) وحدة، اما نتيجة تحليل اثر الضريبة على نسب الاقتراض في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية والذي يبينه الجدول رقم (5.12) فقد اظهرت النتيجة عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين ضريبة الدخل الفعلية وبين نسب الاقتراض.

وقد تبين من الجدول السالف رقم (5.12) ان قيمة R^2 هي 23% لنسب الاقتراض بالقيمة الدفترية فهو يشير إلى قدرة قيم المتغيرات المستقلة في التنبؤ بقيم المتغير التابع، حيث ان قيمة R^2 تبين معامل تحديد الانحدار غير المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 19% هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر (0.192) من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

كذلك قدرة قيم نفس المتغيرات المستقلة في نفس الجدول في التنبؤ بقيمة المتغير نسبة الاقتراض للاصول بالقيمة السوقية، حيث ان قيمة R^2 هي 17% تبين معامل تحديد الانحدار غير

المصحح، ولكن قيمة Adjusted R-squared هي 13% هي القيمة المصححة، بمعنى ان نموذج الانحدار يفسر 13% من التغيرات الحاصلة على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية بالاعتماد على معامل التحديد المصحح.

5.4.3 نتائج الدراسة

تشير نتائج تحليل الانحدار السابقه ومقارنتها مع جدول التحليل الرئيسي رقم (5.4) والذي يبين اثر حجم الشركة والاصول الملموسة والربحية والقيمة السوقية للقيمة الدفترية تبين لنا ما يلي:

1. ان الاصول الملموسة لها اثر ذا دلالة احصائية ايجابية علي نسب الاقتراض والنتيجة متشابهه في نتائج التحليل لجميع الجداول السالفه مع جدول رقم (5.4) عند ادخال متغيرات جديدة كما ظهر في الجداول السالفه.

2. يوجد اثر ذا دلالة احصائية سلبية بين الربحية ونسب الاقتراض، ولكن نتائج تحليل الجداول الاخرى بعد مقارنتها مع الجدول رقم (5.4) اظهرت النتيجة اختلافا مع تحليل الجدول الرئيسي رقم (5.4)، حيث اظهرت نتيجة باقي الجداول عدم وجود اثر ذا دلالة احصائية بين الربحية وبين نسب الاقتراض بعد ادخال متغيرات جديدة كما هو مبين في الجداول، باستثناء جدول رقم (5.7) والذي تضمن المتغيرات حجم الشركة والاصول الملموسة والربحية والقيمة السوقية للقيمة الدفترية والضريبة حيث اظهرت نتيجة التحليل اثرا ذا دلالة احصائية سلبية بين الربحية وبين نسب الاقتراض.

3. ان حجم الشركة له اثر ذا دلالة احصائية على نسب الاقتراض والنتيجة هذه تتوافق في نتائج تحليل جميع الجداول السالفه مع نتيجة تحليل جدول رقم (5.4) في ادخال متغيرات جديدة كما هو مبين في كل جدول.

4. يوجد للنمو في المبيعات اثر ذا دلالة احصائية ايجابية مع نسب الاقتراض وقد تشابهت نتيجة التحليل في جميع الجداول التي ادخل فيها متغير النمو في المبيعات.

5. يوجد للنمو في الاصول اثر ذا دلالة احصائية ايجابية مع نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية المبين في جدول رقم (5.6) و جدول رقم (5.11)، حيث ان نسبة النمو في الاصول تدعم

التوجه للتمويل بالقروض على مستوى القروض قصيرة الاجل، بينما لم يظهر التحليل اثر للنمو في الاصول على نسب الاقتراض بالقيمة السوقية في نفس الجداول، حيث يتوقع ان تكون العلاقة سلبية بين النمو في الاصول وبين نسب الاقتراض بالقيمة السوقية على مستوى القروض طويلة الاجل، .

6. لا يوجد اثر ذا دلالة احصائية لمعدل النمو في للقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في جداول التحليل.

7. لا يوجد اثر ذا دلالة احصائية بين نسب ضريبة الدخل الفعلية وبين نسب الاقتراض في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في جداول التحليل.

8. لا يوجد اثر ذا دلالة احصائية بين البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد وبين نسب الاقتراض للشركات المساهمة العامة المدرجة.

الفصل السادس

الاستنتاجات والتوصيات

6. الاستنتاجات والتوصيات

6.1 الاستنتاجات

اظهرت نتائج تحليل هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة ما يلي :

1. يوجد اثر ذا دلالة احصائية للاصول الملموسة على مدى استخدام الشركة للديون في الشركات الفلسطينية المدرجة، حيث الاصول الملموسة تعتبر ضمان للمقرضين في حال عجزت الشركة عن الالتزام بسداد القروض المترتبة عليها، حيث تستخدم هذه الاصول لسداد الديون، وهذه تعتبر ميزة للشركة التي تمتلك اصولا ملموسة كبيرة، وهو ما يميزها عن الشركات التي لا تمتلك اصولا ملموسة كبيرة، حيث لا تستطيع الحصول على التمويل بالقروض بسهولة ويسر، وقد تحتاج لضمانات اضافية وقد يطلب المقرضون نسب فوائد مرتفعة.

2. يوجد للربحية اثر ذا دلالة احصائية عكسية على مدى استخدام الشركة للديون في الشركات الفلسطينية المدرجة، بالاستناد لما اشارت اليه نظرية الترتيب التي تعمل على ترتيب اولويات التمويل حيث تلجأ الشركة التي تحقق ارباحا عالية للتمويل من خلال الارباح المحتجزة، التي لا تكلف الشركة مصاريف معاملات إصدار.

3. يوجد لحجم الشركة اثرا ذا دلالة احصائية ايجابا على مدى استخدام الشركة للديون، لأن الشركة ذات الحجم الكبير تستطيع الحصول على التمويل بالقروض من اجل دعم استثماراتها نظرا لثقة المستثمرين في قدرتها على تحقيق ارباح مستقبلية وقدرتها على المساومة حيث انها تستفيد من الوفورات الضريبية المتحققة نتيجة التمويل بالقروض.

4. اما فرص النمو فقد استخدم الباحث ثلاث مقاييس لقياس فرص النمو هي :

1- معدل النمو في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية حيث لا يوجد اثرا دالا احصائيا للقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على مدى استخدام الشركة للديون.

2- النمو في المبيعات اظهرت نتيجة التحليل وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في المبيعات على مدى استخدام الشركة للديون، ويعود ذلك ان الشركة التي يوجد لديها نمو عاليا

في مبيعاتها قد تتوجه للتمويل بالقروض من اجل دعم هذا النمو، وقد خالفت هذه النتيجة نتائج العديد من الدراسات التجريبية السابقة التي تشير لوجود علاقة سلبية بين فرص النمو ونسب الاقتراض، وقد تعتمد الشركة على القروض قصيرة الاجل في استثماراتها، وقد تستخدم الشركات البحث العلمي والتطوير في مجال المبيعات من خلال تطوير منتجات جديدة ووسائل انتاج اكثر تطورا من الطرق التقليدية.

3- معدل النمو في الاصول اظهرت نتيجة التحليل وجود اثر ذا دلالة احصائية ايجابية بين النمو في الاصول وبين نسب الاقتراض بالقيمة الدفترية، اما الدراسات المختلفة فهي تشير لوجود اثر ذا دلالة احصائية سلبية بين نسب النمو في الاصول على مستوى القروض طويلة الاجل، ولكن على مستوى التمويل قصير الاجل فقد يؤثر النمو في الاصول ايجابا على نسب الاقتراض، فالشركة التي تحقق نمو عاليا بحاجة للمزيد من الأموال لتمويل استثماراتها وقد تتوجه للتمويل بالقروض، فهي تستفيد من الوفورات الضريبية الناتجة من الاقتراض بخصم فوائد القروض من الضريبة، وتعمل على تنويع استثماراتها من اجل حماية نفسها من مخاطر تقلبات اقتصادية محتملة.

4- اما ضريبة الدخل الفعلية فقد اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود اثرا ذا دلالة احصائية بين ضريبة الدخل الفعلية وبين نسب الاقتراض، وربما بسبب القيود التي تمارسها سلطات الاحتلال تجاه التجارة والصناعة في فلسطين، والحاجة لتعديل النظم الضريبية الوطنية تواكب النمو المتوقع في الشركات الفلسطينية وتشجع الشركات لتمويل استثماراتها من القروض والثقافة المترسخة تجاه النظم الضريبية ابان فترة الاحتلال من قبل الادارات المتعاقبة، فتلجأ الشركات للتمويل من خلال حقوق الملكية حماية لأموال المساهمين وعدم التوجه للتمويل بالقروض لعدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي في المنطقه، اصف إلى ذلك التغيرات الاقتصادية بسبب عدم الاستقرار السياسي نتيجة انطلاق الانتفاضة الشعبية عام 2000م، وانعكاس ذلك على الاقتصاد الوطني نتيجة الاغلاقات المتكررة والمستمرة، وكذلك الحصار الاقتصادي منذ العام 2006 م بعد الانتخابات التشريعية التي تمت ذلك العام.

5- اما البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد فقد اظهرت نتيجة التحليل عدم وجود اثرا ذا دلالة احصائية بين الدرع الضريبي وبين نسب الاقتراض في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، فالشركات الفلسطينية لم تستفد من الدرع الضريبي والاعفاء نتيجة الاستثمار بنسب مرتفعة، والجدول التالي يوضح العلاقة النظرية الفعلية بين العوامل المحددة للدراسة بنظريات الهيكل التمويلي.

جدول (6.1) : العلاقة الفعلية للعوامل المحددة لهيكل راس المال في دراسته مع درجة استخدام الشركة للديون حسب نظريات الهيكل التمويلي

المتغيرات	العلاقة النظرية المتوقعة	العلاقة الفعلية	النظرية
حجم الشركة	+	+	نظرية المفاضلة
الاصول الملموسة	+	+	نظرية الوكالة / نظرية المفاضلة
الربحية	-	-	نظرية الترتيب
النمو	-	+	نظرية الوكالة
البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد	-	لا يوجد	نظرية المفاضلة
معدل الضريبة الفعلي	+	لا يوجد	نظرية المفاضلة

6.2 التوصيات

نهاية هذه الدراسة يوصي الباحث بالآتي:

- 1- تحسين البيئة التمويلية من اجل تنويع الخيارات التمويلية للشركات .
- 2- تحسين حقوق المستثمرين (بالملكية أو الدين) في قانون الشركات المساهمة العامة ليضمن تشجيع المستثمر الفلسطيني على الاستثمار.
- 3- تشجيع وتنمية نزعة الادخار والاستثمار لدى أفراد المجتمع الفلسطيني بدلا من صرف المدخرات على مصاريف الاستهلاك المظهرية.
- 4- وضع سياسات ضريبية إضافية تشجع التمويل بالأوراق المالية المستحدثة على السوق الفلسطيني.
- 5- تعديل قانون الشركات الفلسطينية المقترح لسنة (2008) ليضمن مساهمه اكبر للمواطن الفلسطيني من خلال زيادة نسبة الأسهم المطروحة للاكتتاب العام.

6.3 توصيات الدراسة المستقبلية

من أجل تسهيل اتخاذ القرارات الاستثمارية لا بد من الاستناد لدراسات علمية ومن أجل الاسترشاد بهذه البحوث أرى أن تستكمل دراسات مستقبلية حول المواضيع التالية:

1. معايير اتخاذ قرار التمويل من أجل التخلص من الأخطار المصاحبة للتمويل.
2. أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للسهم.
3. أثر النمو في المبيعات على بنود الميزانية ذات العلاقة بالمبيعات.
4. أثر هيكل الملكية على الأداء في الشركات الفلسطينية المدرجة.

قائمة المصادر والمراجع

اولاً: المصادر

قرار بقانون رقم (8) لسنة (2011) بشأن ضريبة الدخل.

قانون الشركات الفلسطينية لسنة (2008) المقترح.

قرار بقانون المصارف لسنة (2010)

قانون رقم (2) لسنة 1997 بشأن سلطة النقد الفلسطينية.

مرسوم بشأن نظام ترخيص ورقابة مهنة الصرافة لسنة (2008).

قرار رقم (132) لسنة 2011 بنظام الترخيص والرقابة على مؤسسات الاقراض المتخصصة.

قرار بقانون رقم (6) لسنة (2014) للتأجير التمويلي.

قانون سوق رأس المال الفلسطيني رقم (93) لسنة (2004).

نظام تداول الاوراق المالية، 2006م، (قرار رقم 20/4 سنة 2006م، هيئة سوق رأس المال الفلسطيني).

قواعد سوق فلسطين للاوراق المالية، نظام الادراج 2007م (قرار هيئة سوق رأس المال الفلسطيني رقم 20/3).

ثانيا: المراجع

1. المراجع العربية

- بشور، نور الله، البطريق، التشريع الضريبي، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 1996م.
- جمعه احمد حلمي، درويش عبد الناصر، محاسبة الشركات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، العبد جلال إبراهيم، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، المكتب الجامعي الجديد، الإسكندرية، 2009م.
- دواية اشرف محمد، دور الاسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الاجل في المصارف الاسلامية، دار الاسلام للنشر والتوزيع والطباعة والترجمة، الطبعة الاولى، جمهورية مصر العربية، 2006م.
- راضي محمد سامي، محاسبة شركات الأموال ، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2011.
- الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2008م.
- الزعبي محمد بلال، الطلافحه عباس، النظام الاحصائي SPSS فهم وتحليل البيانات الاحصائية، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الاولى، الاردن، 2000م.
- سامي فوزي محمد، الشركات التجارية الاحكام العامة والخاصة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010م.
- السلامين محمد، الدقه، المحاسبة الضريبية وتطبيقاتها في فلسطين، مطبعة رابطة الجامعيين، الطبعة الثانية، فلسطين، 2009م.

صيام، الخدّاش، العكشه، خياطة، الضرائب ومحاسبتها، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 1997.

طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007م.

عريقات حربي محمد، عقل سعيد جمعه، ادارة المصارف الاسلامية مدخل حديث، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، عمان، 2010م.

العلي عادل، المالية العامة والقانون المالي والضريبي، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.

العيساوي عبد الكريم جابر، التمويل الدولي "مدخل حديث"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2012م.

فضالة أبو الفتوح علي، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، عسران، 1994م.

محمود ايهاب عبد السلام، تحليل البرنامج الاحصائي SPSS ، دار صفاء للنشر - عمان، مؤسسة دار الصادق الثقافية، العراق، 2013م.

منشورات جامعة القدس المفتوحة، اليحيى حسين، خريوش حسن، المالية العامة، عمان، 2010.

هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998م.

هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2008.

ياسين، درويش، المحاسبة الضريبية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 1996.

2- البحوث والدراسات العربية

الأغا بسام محمد، (2005)، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

رمضان عماد زياد، العقدة، (2010) محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

عبد الغني دادان، (2008) قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، جامعة القاصدي مرباح، ورقلة.

قدومي ثائر، قرار التمويل وأثره على أداء الشركة، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، دراسة على عينه من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، عمان.

الكيلاني قيس، قدومي، العمارنة (2009)، العوامل المؤثرة على استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية للعام (2002-2009).

المومني غازي فلاح، حسن، (2010) محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

- Aswath Damodaran, **Corporate Finance Theory and Practise**, John wiley & sons, second edition, 2001, New York.
- Christopher Parson& Sheridan Titman,**Empirical Capital Structure: A Review**, University of North Carolina,University of Texas at Austin, USA, 2009.
- Croissant Yves, Millo Giovanni, **Panel Data Econometrics in The plm Package**, 2008.
- Greene William, **Econometric Analysis of Panel Data**,2003.
- Guihai Huang, Frank M Song, **The determinants of capital structure: Evidence from China**,University of Science and Tochnology, cHINA,2006.
- Han-Suck Song, **Capital structure determinants An Empirical Study of Swedish companies**,Sweden, 2004 .
- Hijazi, Tariq, **Determinant of Capital Structure A Case for Pakistani Cement Industry**, 2006.
- Jeffrey k. Mackie Mason, **Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions** 2010.
- Linda h.chen,Robert Lensink, Elmer Sterken,**The Determinant of capital structure Evident from Dutch panel data**,Dutch,1998.
- Maniagi, Mwalati, Ondiem, Musiega, , Ruto, **Capital Strucure and Performance Eeidence from Listed non Financial Firm on Nairobi Securities Exchange (NSE)**, 2013, Kenya.

- Mounther- Hussein Barakat, Ramesh-p Rao, **The role taxes in capital structure: evedence from taxed and non-taxed Arab economies**, Emirates Securities and Commodities Authority, Emirate 2003.
- Murry Z . Vidhan K. **Testing the Pecking Order Theoy of Capital Structure**, 2001.
- Reza Ramezanlivaloujerdi, Devinaga Rasiah, **Critical Factors Determining Capital Structure of The Malaysian Construction Companies**, Malaysia 2013.
- Titman, Sheridan, Wassels, Roberto, **The Determinant of Capital Structure Choice**, 2007.
- Tom Kuczynki, **The Determinants of Capital Structure, an Empirical Study of Japanese Companies**, Japan, 2005.
- Xiaoyan Niu, **Theoretical and practical Review of Capital structure andits Determinants**, Accounting Department Shandong Economic University, Jinan, China, 2008

ثالثا: المواقع الالكترونية

- موقع صندوق الاستثمار الفلسطيني www.pif.ps
- موقع سوق فلسطين للاوراق المالية www.pex.ps
- موقع هيئة سوق رأس المال الفلسطينية www.pcma.ps
- موقع مؤسسة اصاله الالكتروني www.asala-pal.com
- موقع مؤسسة فاتن الالكتروني www.faten.org
- موقع مؤسسة ريادة الالكتروني www.ryada.org
- موقع مؤسسة ريف للتمويل الالكتروني www.reef.ps
- موقع الاغاثة الاسلامية www.irpal.ps
- موقع مؤسسة الاغاثة والتنمية الدولية www.salamyaseghar.ae
- موقع المركز العربي للتطوير الزراعي www.tobs.ps
- دائرة التمويل الصغير "الاونروا" Jobs.unrwa.ps

رابعا: المقابلات

مقابلة مع رئيس قسم العلاقات العامة في سوق فلسطين للاوراق المالية، محمد خريم،
تلفون (0599672122، 092390945)، الاربعاء، 2014/8/6، الساعة (12.57).

اتصال تلفوني مع أ. اسامه نور (ت. 0599610494) يوم الاحد الموافق 2014/8/17م
الساعة (11.53) في سوق فلسطين للاوراق المالية.

An-Najah Natinal University

Faculty of Graduate Studies

**The Effect of Income Taxes on The
Determination of Capital Structure in The
Palestinian listed corporations**

By

Kamel Atef Salem Abed Rabu

Supervisor

Dr. Islam Abedul Jawad

**This Thesis is Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for
the Degree of Master of Tax disputes, Faculty of Graduate Studies, An-
Najah National University, Nablus, Palestine.**

2015

The Effect of Income Taxes on The Determination of Capital Structure in The Palestinian listed corporations

By

Kamel Atef Salem Abed Rabu

Supervisor

Dr. Islam Abedul Jawad

Abstract

Actual income tax affect the market company's value through its effect of funding resource , funding became an urgent need for listed companies , like other public shareholding companies It has become necessary in order to continue and expand on its activities to keep on with technological developments, and funding resources are affected by many factors, the study problem represented in the impact of the determinants of financial structure and the effect of change in the income tax rate in the company in the selection of appropriate funding structure.

The study aims to identify the impact of the factors determining the structure of capital financing in the listed Palestinian corporations and identify the effect of Income Tax in the selection of the corporations' financing structure. Panel Data method is used in the sample analysis that consisted of (33)listed Palestinian corporations ;the study data were obtained from the website of the Palestine Securities Exchange for the period between the year 2002 to 2013.

The result of the study showed that the financing structure of the Palestinian corporations affected by many factors , including Profitability As study result's showed the presence of statistically significant negative effect on profitability over the debt in the Palestinian companies use. The

study result's also showed the presence of a positive impact of the concrete assets on the borrowing rates and a positive impact of the size of the company on the rations of borrowing . study result's also revealed the existence of a positive impact of the growth in the Palestinian corporations on borrowing rates, but did not show a statistically significant impact of the tax on the loan financing.

Based on the results reached by the study , The study recommends improving the financing environment for the diversification of financing options for companies, And to improve investors' rights (ownership and religion) in the law of public shareholding companies to ensure encourage of the Palestinian investor to invest , and to encourage and develop savings and investment trend among Palestinian society members rather than Exchange Savings on phenotypic depreciation expenses , and put additional tax policies that encourage funding securities updated on the Palestinian market.

