

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية



تفعيل سوق السندات، الفرص و التحديات

الإدارة العامة للأبحاث و التطوير

2009

قائمة المحتويات

3	1. مقدمة
4	2. السندات: مفهومها وآلية عملها
4	1.2 إصدار السندات
5	3. الخصائص الرئيسية للسندات
5	4. أنواع السندات
5	1.4 تقسيم السندات على أساس الأجل
6	2.4 تصنيف السندات على أساس جهة الإصدار
6	3.4 تصنيف السندات على أساس شكل الإصدار
6	4.4 تصنيف السندات على أساس الضمان
7	5.4 تصنيف السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء
7	6.4 تصنيف السندات حسب قابليتها للتحويل
7	5. تصنيف السندات BONDS RATING
8	6. الصكوك الإسلامية
10	7. السندات في السوق الفلسطيني، الفرص والتحديات
11	8. أهداف الدراسة
11	9. منهجية الدراسة
12	10. الإطار القانوني والتنظيمي لسوق السندات في السوق الفلسطينية
12	1.10 قانون الشركات
12	2.10 قانون الأوراق المالية
12	3.10 نظام الإدراج
13	11. المتطلبات التقنية في سوق فلسطين للأوراق المالية
13	12. مجتمع الدراسة
14	13. نتائج الدراسة
14	1.13 درجة الرفع المالي
17	2.13 تحليل نتائج الاستبيان
23	14. الخلاصة
24	15. التوصيات
25	16. الملاحق
29	17. المراجع

1. مقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى بحث إمكانية تطوير وتفعيل سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد المتطلبات القانونية والفنية وتحديد فرص وتحديات تفعيل سوق السندات. وكما هو معروف تنحصر الأدوات الاستثمارية المستخدمة حالياً في سوق فلسطين للأوراق المالية على أداة استثمارية وحيدة، ألا وهي الأسهم وبالتالي فإنه من الضروري تنويع أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق المالي وتوسيع قاعدة الخيارات المتاحة أمام المستثمرين.

وتستهل الدراسة بإطار نظري حول مفهوم أدوات الدين وأنواعها وخصائصها، إضافة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية كأداة استثمارية والية عملها وتمايزها عن السندات التقليدية ومن ثم التطرق إلى الإطار القانوني والمتطلبات الفنية والتنظيمية لتفعيل سوق السندات في فلسطين.

وفي الجانب التحليلي من الدراسة ولغرض استطلاع آراء الشركات المساهمة العامة في فلسطين حول موضوع السندات، تم بداية تحليل درجة الرفع المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك لتحديد القدرة الإقتراضية لدى هذه الشركات، ومن ثم تم استقصاء آراء عينة من الشركات المساهمة العامة بواسطة استبيان تم تصميمه لهذا الغرض، والذي ارتكزت الأسئلة فيه على أربعة محاور رئيسية وهي مدى وعي المستثمرين والشركات المساهمة العامة لآلية عمل السندات وأهميتها، واستخدام السندات كأداة للتمويل، واستخدام السندات كوسيلة لتنويع الأدوات الاستثمارية المتاحة، إضافة إلى تركيبة ونوع السندات من حيث نوع الفائدة والأجل والعمللة التي ترى الشركات أنها الأنسب لإعتمادها في طرح السندات.

2. السندات: مفهومها وآلية عملها

تعتبر السندات احد أنواع الأوراق المالية التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها، حيث تعتبر الأوراق المالية صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً. بمعنى آخر، تمثل الأوراق المالية مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، وتشمل تلك الأوراق أسهم وسندات الشركات المساهمة العامة، أذون الخزانة، السندات الحكومية طويلة الأجل وغيرها.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، من حيث ماهيتها أو من حيث استحقاقها، أو من حيث الأسواق التي يتم تداولها فيها. فمن حيث ماهيتها يمكن تصنيفها إلى أوراق مالية تمثل ملكية (الأسهم العادية)، وأوراق مالية تمثل مديونية (السندات أو ما شابهها، والتي هي محور اهتمامنا في هذه الدراسة). وهناك الأسهم الممتازة التي تعتبر هجيناً (Hybrid Securities) من الأسهم العادية والسندات، وان كانت تصنف غالباً ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية. كما يمكن تصنيفها من حيث تاريخ استحقاقها إلى قصيرة و متوسطة وطويلة الأجل.

أما من حيث الأسواق التي يتم فيها التداول، فهناك أسواق النقود وأسواق رأس المال، وهي التي تمثل أسواق الأوراق المالية. ومن بين أدوات سوق النقود، اذون الخزانة الحكومية، شهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها، وعادة ما تكون هذه الأوراق ذات آجال قصيرة. أما في أسواق رأس المال فتقوم الشركات بالحصول على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات بما يسهم بالتالي في زيادة الاستثمار الإنتاجي والنمو الاقتصادي وفي تحقيق توزيع ملكية الشركات وإعادة تخصيص الموارد المالية بين مختلف الشركات والقطاعات.

وكنوع من أنواع الأوراق المالية تركز هذه الدراسة على السندات، وهي إحدى أدوات الدين، حيث هناك السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة Corporate Bonds و السندات التي تصدرها الحكومات Government Bonds إضافة إلى السندات التي تصدرها مؤسسات الحكم المحلي كالمunicipal Bonds.

تعريف السند: يعرف السند بأنه أداة دين وهو عبارة عن قرض (على شكل ورقة مالية قابلة للتداول) يقدمها المستثمرون إلى الشركات والحكومات مقابل الحصول على عائد معين. حيث يقوم المستثمر (المقرض) بالحصول على عائد يتمثل بسعر فائدة محدد مقابل إقراض أمواله، إضافة إلى استرداده أصل المبلغ عند انتهاء أجل الدين. في المقابل تحصل الشركات أو الحكومات (المقرض) على الأموال التي تحتاجها لتمويل مشاريعها ونشاطاتها، ويصدر السند بتاريخ استحقاق محدد و نسبة فائدة محددة وبتعهد من المصدر (المقرض) بسداد هذا الدين وفوائده وفقاً لشروط الإصدار.

1.2 إصدار السندات

تصدر السندات عادة بأحد الأسلوبين التاليين:

1.1.2 أن يقوم مدير الإصدار بتولي عملية إدارة الإصدار، ومدير الإصدار هو الشخص الاعتباري المرخص له والذي يمارس مهام إدارة إصدارات السندات وتسويقها نيابة عن مصدر السند، مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها

ويسمى هذا النوع من الإصدارات اصداراً عاماً Public Offering وفي الغالب يقوم بدور مدير الإصدار بنوك الاستثمار، والذي قد يكون إضافة إلى كونه مدير الإصدار متعهد التغطية بحيث يقوم بشراء السندات من المصدر وإعادة بيعها.

2.1.2 أن يقتصر دور مدير الإصدار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناءً على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات اصداراً خاصاً Private or Direct Placement.

3. الخصائص الرئيسية للسندات

بالمقارنة مع السهم يمكن تلخيص خصائص السند الذي يصدر عن شركة مساهمة عامة بما يلي:

- **السند أداة دين:** ينشأ السند لحامله حق دائنية على الجهة مصدرة السند، في حين يترتب لحامل السهم حق ملكية، لذلك يكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في استيفاء حقوقه في حالة الإفلاس أو التصفية.
- **السند أداة استثمار ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل Fixed Income، لان حامله يتقاضى عائد ثابت وفقاً لنسبة الفائدة الخاصة بذلك السند، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية وسياسة توزيع الأرباح الخاصة بالشركة المصدرة، وتشبه السندات في ثبات الدخل الأسهم الممتازة، وهنا تجدر الإشارة إلى انه وفي بعض الحالات هناك سندات تدفع لحاملها نسبة فائدة متغيرة.
- **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بطوله أصل الدين وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم العادي الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائماً ما دامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر اجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون)، وكذلك سعره السوقي.
- **القابلية للتداول:** يشبه السند السهم في هذه الخاصية حيث ان خاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويل الأجل في السوق الثانوي.

4. أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وبناءً على عدة أسس، سواء من حيث جهة الإصدار، شكل الإصدار، الاجل، الضمان، التصنيف الائتماني، أو على أساس القابلية للتحويل أو الاستدعاء. وفيما يلي نبذة عن أهم أنواع السندات:

1.4 تقسيم السندات على أساس الأجل

حيث تقسم السندات وفقاً لأجلها إلى:

- **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز اجلها عاماً واحداً ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، يتم تداوله في سوق النقد، ومن الأمثلة على ذلك سندات الخزينة، وتتمتع السندات قصيرة الأجل

بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المصاحبة لها، لذا تصدر عادة بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

- **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن خمسة أعوام، وهناك من يعتبرها طويلة الأجل إذا زاد أجلها عن سبعة أعوام، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا يتم تداولها في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الصادرة على السندات قصيرة الأجل، ومن الأمثلة عليها السندات العقارية. ويمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بموعد استحقاق موحد و بمعدل فائدة موحد، ويطلق على هذا النوع من الإصدارات Term – Bonds وهو الأكثر شيوعاً في الإصدارات الأهلية والحكومية. كما يمكن أن تصدر أحياناً بتواريخ استحقاق مختلفة ولكنها متسلسلة وبمعدلات فائدة متنوعة، ويطلق على هذا النوع من الإصدارات السندات المتسلسلة Serial Bonds.

2.4 تصنيف السندات على أساس جهة الإصدار

تصنف السندات على أساس الجهة المصدرة إلى سندات حكومية وهي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسسات الحكم المحلي ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة Treasury Bonds وسندات تصدرها البلديات Municipal Bonds، أما السندات الأهلية Domestic Bonds فتصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العامة في القطاع الخاص ومن الأمثلة عليها Corporate Bonds وما يعرف بالسندات العادية Debentures والسندات المضمونة بعقار Mortgages Bonds.

3.4 تصنيف السندات على أساس شكل الإصدار

وتصنف السندات من حيث الشكل الذي تصدر به إلى:

- **سندات لحامله Bearer:** يكون السند لحامله عندما يصدر خالياً من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السندات بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد استحقاق أصل الدين يكون لحامل السند أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.
- **سندات اسمية أو مسجلة Nominal or Registered Bonds:** ويكون السند اسماً أو مسجلاً عندما يحمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة.

4.4 تصنيف السندات على أساس الضمان

تصدر السندات إما مضمونة Secured أو غير مضمونة Unsecured والسندات المضمونة مثل السندات العقارية مثلاً تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون عادة أصلاً حقيقياً (مباني، تجهيزات،... الخ) وذلك في حال توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو الفوائد المترتبة عليه.

أما في حالة السندات غير المضمونة فيعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويطلق على السندات غير المضمونة مصطلح السندات العادية Debentures والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن أصحاب الحقوق والادعاءات الآخرين للشركة المصدرة، وعن حملة أسهمها وذلك في استيفاء حقه في الفوائد من

أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي "القيمة الاسمية للسند" في أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية. وهنا تأتي أهمية بيوت الخبرة ومؤسسات التصنيف الائتماني Rating Agencies والتي سيتم التطرق لها لاحقاً.

5.4 تصنيف السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء

يصدر عقد الإصدار متضمناً حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر، ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء Call Provision ويخول هذا الشرط الجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات المشمولة بهذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة، وفي هذا السياق هناك نوعان من السندات وهي:

- **سندات غير قابلة للاستدعاء Non Callable Bonds:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.
- **السندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء Call Premium ويقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها، لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي، أو في حال انخفاض سعر الفائدة.

6.4 تصنيف السندات حسب قابليتها للتحويل

بشكل عام يوجد نوعين من السندات من حيث القابلية للتحويل:

- **سندات غير قابلة للتحويل Non Convertible Bond:** وهي سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأصل هو أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك في عقد الإصدار. وعادة تصدر السندات غير قابلة للتحويل بمعدل فائدة أقل من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل وذلك لتعويض المستثمر عن مخاطر التحويل إلى أسهم.
- **سندات قابلة للتحويل Convertible Bond:** يصدر هذا النوع من السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي المصدر الحق في استدعاء السندات ضمن مهلة محددة وتحويلها إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.

5. تصنيف السندات Bonds Rating

من أهم المواضيع المرتبطة بعملية إصدار السندات هو عملية تصنيف السندات، ويقصد بتصنيف السندات الرتب Grade التي تمنح إلى السندات والتي تشير إلى نوعية وجودة الائتمان لهذه السندات Credit Quality أو بمعنى أدق تشير إلى القدرة الائتمانية والقوة المالية للجهة مصدرة السند من حيث قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المتمثلة بقيمة السند Principal والفوائد الرئيسية في الوقت المناسب.

وفي العادة تكون الجهات التي تمنح هذا التصنيف جهات مستقلة ذات سمعة مرموقة تقدم هذه الخدمات التصنيفية مثل ستاندرد اند بورز Standard and Poors، وموديز Moody's، وفيتش Fitch، ويعبر عن تصنيف السندات بأحرف تتراوح بين

AAA وهي أعلى درجات التصنيف، و C (junk) وهي أدنى درجات التصنيف. وتستخدم مؤسسات التصنيف نفس الأحرف ولكن تختلف طريقة استخدامها للتعبير عن درجة التصنيف، فمثلاً تستخدم بعض المؤسسات أحرف كبيرة وصغيرة – upper and lower case letters. لتميز التصنيف الخاص بها، ومن أمثلة أدوات التصنيف التي تستخدمها Standard and Poor's:

AAA and AA: High credit – quality investment grade.

AA and BBB: Medium credit – quality investment grade.

BB, B, CCC, CC, C: low credit – quality (non-investment grade or junk bonds).

D: Bonds in default for non-payment of principal and/or interest.

يذكر انه أيضاً هناك تصنيف ائتماني يتم على مستوى الدول، أي يتم تصنيف القدرة الائتمانية للدولة ويظهر ذلك جلياً في تصنيف السندات الحكومية التي تصدر عن الدول والحكومات. ويلعب تصنيف السندات دوراً محورياً في عملية إصدار السندات وتحديد سعر السند في السوق المالي وتحديد درجة المخاطر المرتبطة به، وتحديداً عندما يكون السند المصدر سناً عادياً Debentures والتي هي سندات غير مضمونة مثلاً بعقار أو أي ضمان آخر، والضمان الوحيد هو سمعة الشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة السندات Credit Quality، والتي تحدها بصورة جلية مؤسسات التصنيف من حيث درجة التصنيف الذي يمنح لهذا السند.

6. الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً للسندات التقليدية وخصوصاً وانه يتم تسويقها على أنها بديلاً منافساً للسندات من حيث المعتقدات الدينية وأنها تتواءم ومتطلبات الشريعة الإسلامية من حيث عدم تعاطيها مع الفوائد الربوية . وفي الآونة الأخيرة بدأت الصكوك الإسلامية تطرح نفسها بقوة كأداة استثمار وتحديدًا في دول مجلس التعاون الخليجي بل تعدت حدود الدول الإسلامية بحيث أصبحت في الآونة الأخيرة العديد من الدول الغربية تحاول طرح الصكوك الإسلامية كأداة استثمار وتحديدًا في بريطانيا، حيث جاري حالياً دراسة الاحتياجات التشريعية اللازمة للتعامل مع الصكوك الإسلامية وذلك لتوفير أداة استثمارية قادرة على جذب فئات هامة من المستثمرين وتلائم ومعتقداتهم الدينية والأخلاقية.

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة أو شركة ما بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحددة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعها إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداولها. وتختلف الصكوك الإسلامية من حيث أجالها (قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل) أو حسب صيغتها (مضاربة، مشاركة، اجارة سلم، استصناع)، مع الإشارة إلى أهم الفوارق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، هو أن مالك الصكوك الإسلامية يشارك في العائد بالإضافة إلى إمكانية تعرضه للخسارة بالتناسب مع الشهادات التي يمتلكها، ويشترط فيها مراعاة

الضوابط التي يضعها نظام الاستثمار وفق النظام الاقتصادي الإسلامي، فهي استثمارات لا توجه إلى أنشطة منهى عنها شرعاً، أو يحوط بها شبهة الربا أو تعتمد على سعر الفائدة.

وتعتبر الصكوك الإسلامية إحدى أدوات الاقتراض الشرعية، ويرى الكثير من أنصارها أن الصكوك هي مستقبل الصناعة المالية الإسلامية، حيث يمكن تداول الصكوك الإسلامية من خلال أي من الوسائل المعروفة ما دامت الآلية غير متعارضة مع أحكام الشريعة الإسلامية وبناءً عليه يمكن تداول الصكوك مادياً والكترونياً أو عن طريق التسجيل. في حالة الصكوك الإسلامية يسمح للمصدر أن يشتري بالقيمة السوقية أي شهادة يتم عرضها، إلا أنه لا يسمح بالنسبة للمصدر أن يتعهد بشراء الصكوك بقيمتها الاسمية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن شركة السوق المالية السعودية "تداول" حددت تاريخ 2009/6/14 موعداً لإطلاق سوق الصكوك والسندات الآلي، والتي يتوقع أن يكون محورها الرئيسي هو تداول الصكوك الإسلامية، في حين يطور مركز دبي المالي العالمي نظاماً من صناع السوق لتشجيع تداول الصكوك، والذي يتوقع أن تصل قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية إلى 100 مليار دولار في غضون 5 سنوات، في حين تبلغ قيمة الإصدارات الحالية 13 مليار دولار¹. وأشار المركز إلى أن معظم النمو سيقوده مصدرها النفط في الخليج العربي، مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذه التوقعات قد تتأثر بتطورات وتداعيات الأزمة المالية العالمية التي يشهدها العالم حالياً.

ومن جهة أخرى هناك وجهة نظر مغايرة مفادها أن واقع التجربة العملية لما يسمى بمفهوم التمويل الإسلامي، لا تعتبر بديلاً أمثل للسندات التقليدية وذلك بسبب استغلال المعتقدات الدينية، حيث تثبت الممارسة العملية أن الصكوك الإسلامية لا تتعدى كونها إعطاء السندات التقليدية الصبغة الإسلامية تحت مسميات مختلفة في حين أن الجوهر في الأساس هو نفسه أي التعامل بالفوائد الربوية ولكن تحت مسميات مختلفة. ويشير أصحاب هذا الرأي أن الحاصل هو مجرد حيلة واضحة على الربا، الأمر الذي أدى إلى ضعف الثقة في الصكوك الإسلامية، والمشكلة ليست في الصكوك الإسلامية، وإنما في الفتاوى التي البست السندات ليوس الصكوك، وهي منها براء. ويذكر أن هذا الجدل ما زال دائراً في كثير من المجتمعات العربية ومنها المجتمع الفلسطيني حول مفهوم التمويل الإسلامي، ومدى انسجامه وأحكام الشريعة. و في هذا السياق لا بد من الإشارة إلى تصريح رئيس المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة في البحرين، الشيخ تقي العثماني حول الصكوك الإسلامية حين قال أن حوالي 85 في المائة من الصكوك الصادرة في المؤسسات المالية الإسلامية غير ملتزمة بالأحكام الشرعية، وأدى هذا التصريح المدوي في عام 2008 إلى تضرر الصكوك وانخفاض سوقها عام 2008 بنسبة 59 بالمائة مقارنة بما كانت عليه في العام 2007.

ويذكر أن مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي اصدر قراراً بخصوص السندات وتضمن الآتي:

أولاً: ان السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة، أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات، أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً.

¹ موقع الاسواق نت www.Alaswaq.net

ثانياً: تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها باعتبارها خصماً لهذه السندات.

ثالثاً: كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز، باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة الى مجموع المقرضين، أو لبعضهم.

رابعاً: من البدائل للسندات المحرمة اصداراً أو شراءً أو تداولاً: السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، حيث لا يكون لمالكيها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك، ولا ينالون هذا الربح الا إذا تحقق فعلاً².

ويلاحظ أن القرار أعلاه قد أوضح جلياً ماهية الصكوك الإسلامية والية عملها الأمر الذي قد يساعد في إيضاح المفهوم الحقيقي لها، ويمنع استغلال جمهور المستثمرين في الدول العربية وإيهاهم ببعض أدوات التمويل من خلال استغلال الاعتقاد الديني لديهم وإيهاهم بأنها أدوات تتلائم والشريعة، ولكن في واقع الأمر هي لا تختلف عن السندات التقليدية. ويلاحظ انه وفي بعض المجتمعات ومنها المجتمع الفلسطيني هناك تشويش وعدم وضوح حول مفاهيم ومبادئ هذه الأدوات لدرجة انه لدى العديد من المستثمرين بعض الاعتقادات السائدة بان الأسهم ذاتها هي أدوات استثمارية لا تتواءم ومتطلبات الشريعة الإسلامية. وبالتالي من المهم زيادة الوعي الاستثماري لدى جمهور المستثمرين حول هذه المفاهيم والأدوات والية عملها.

7. السندات في السوق الفلسطيني، الفرص والتحديات

كما اشرنا سابقاً فإن الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو دراسة وتحديد إمكانية طرح وتفعيل سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد الفرص والتحديات والتعرف على المتطلبات القانونية والتقنية والفنية اللازمة لتفعيل سوق السندات. ومما لا شك فيه ان تفعيل سوق السندات إذا ما توفرت الظروف الملائمة لإنجاحه، سيكون ذو نفع ومردود ايجابي على البيئة الاستثمارية الفلسطينية، حيث ستعمل السندات على تنويع الفرص والأدوات الاستثمارية المتاحة أمام جمهور المستثمرين في السوق الفلسطيني، علماً أن سوق فلسطين للأوراق المالية قد يكون الحالة الوحيدة من بين الأسواق المالية العربية الذي لا تتوافر فيه سوى أداة استثمارية واحدة ألا وهي الأسهم. والاهم من هذا وذاك، أن تفعيل سوق السندات سيوفر قناة تمويلية هامة للشركات المساهمة العامة التي تبحث عن التمويل طويل الأجل لتمويل أنشطتها الرأسمالية والاستثمارية، وبالتالي توفير بديل لآلية التمويل الاقتراضي الحالي والمتمثل بالتمويل قصير الأجل من خلال الاقتراض البنكي والذي وفقاً لنظريات التمويل يعتبر من مصادر التمويل ذات الكلفة المرتفعة. حيث تشير الإحصائيات إلى أن الحجم الإجمالي للتسهيلات الائتمانية المباشرة الممنوحة من قبل المصارف العاملة في الأراضي الفلسطينية كما هي في نهاية 2008/12/31 قد بلغ 1828.2 مليون دولار ، موزعة على النحو التالي:

² نقلا عن الصحيفة الاقتصادية السعودية وموقع الأسواق نت بتاريخ 2009/6/11 www.alaswaq.net.

- قروض: 1114.2 مليون دولار ، منها قروض للشركات المقيمة بحوالي 178.3 مليون دولار، و للأشخاص المقيمين بنحو 570.4 مليون دولار.
- جاري مدين: 703.7 مليون دولار، منها للشركات المقيمة بحوالي 115.3 مليون دولار، و للأشخاص المقيمين بنحو 205.4 مليون دولار.
- تمويل تأجيري: 10.3 مليون دولار، منها للشركات المقيمة بحوالي 2.9 مليون دولار، و للأشخاص المقيمين بنحو 7 مليون دولار.

ولكن هناك عدة عوامل لا بد من توافرها لنجاح سوق السندات، فبالإضافة إلى الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعملية إصدار وتداول السندات، لا بد من توافر الوعي الاستثماري الكافي ليس فقط على مستوى الأفراد، وإنما أيضاً على مستوى الشركات المساهمة العامة حول أهمية السندات وإمكانية استخدامها كأداة تمويلية هامة.

8. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد متطلبات وإمكانية تفعيل وطرح سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك لمساعدة متخذي القرار في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في اتخاذ الإجراءات والقرارات اللازمة لتفعيل سوق السندات، سواء على المستوى التنظيمي الرقابي أو على المستوى الفني، وتحديداً تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة على الأسئلة التالية:

- هل الواقع الحالي للبيئة الاستثمارية في فلسطين موالي لإطلاق سوق السندات؟
- ما هي المتطلبات التنظيمية والفنية اللازمة لإطلاق سوق السندات؟
- هل الشركات المساهمة العامة لديها الحاجة والقابلية الفنية لإصدار السندات؟
- هل درجة الوعي الاستثماري لدى جمهور المستثمرين كافية للتعاطي مع السندات فيما لو تم طرحها؟

9. منهجية الدراسة

للإجابة على الاستفسارات المشار إليها أعلاه فإن هذه الدراسة ستتبع منهجية البحث الوصفي و الاستقصائي إضافة الى استخدام أدوات التحليل الكمي للبيانات المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك بهدف تحديد درجة الملاءة المالية للشركات المساهمة العامة وتحديد درجة الرفع المالي الذي تتمتع بها هذه الشركات، الأمر الذي يعتبر مؤشراً أساسياً في تحديد قدرة هذه الشركات على إصدار أدوات الدين كالسندات.

ولتحديد مدى الحاجة الخاصة لإصدار السندات وما هي طبيعة السندات الممكن إصدارها إضافة إلى درجة الوعي الاستثماري وذلك من وجهة نظر الشركات المساهمة العامة، تم تصميم استبيان وتم الإجابة عليه من قبل الشركات المساهمة العامة حيث تم تحديد الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية كعينة ممثلة للشركات المساهمة العامة إضافة إلى بعض الشركات غير المدرجة والتي قد تعتبر من الشركات المؤثرة في سوق السندات في حال تم تفعيله.

10. الإطار القانوني والتنظيمي لسوق السندات في السوق الفلسطينية

تتوفر البيئة القانونية اللازمة لإطلاق سوق السندات في فلسطين سواء من حيث الإصدار أو من حيث تداول اسناد القرض، ويبدو ذلك جلياً من حيث الآتي:

1.10 قانون الشركات

تطرق قانون الشركات رقم 12 للعام 1964 والساري المفعول في الضفة الغربية إلى موضوع السندات، حيث تضمن الفصل السادس من قانون الشركات اسناد القرض وتحديداً المواد 86 – 103 والتي حددت شروط إصدار السندات وآلية الإصدار وحقوق وواجبات حملة السندات والجهة المصدرة، وآلية الاكتتاب.

2.10 قانون الأوراق المالية

حدد قانون الأوراق المالية رقم (12) لعام 2004 مجموعة من الضوابط والشروط والإجراءات التي تحكم عملية وآلية إصدار السندات. حيث تطرقت المواد من 67 – 80 من قانون الأوراق المالية إلى كافة الجوانب القانونية المتعلقة بشروط إصدار سندات القرض وقيمتها الاسمية وقابليتها للتداول وكيفية دفع قيمتها وكافة الأمور الأخرى المتعلقة بالسندات، من حيث الوثائق المطلوب من المصدر أن يقدمها للحصول على الموافقة على عملية الإصدار، كذلك اجاز القانون للمصدر إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إضافة إلى إمكانية تضمين شروط الإصدار حق الشركة في استدعاء سندات الإقراض للإطفاء وفقاً لنشرة الإصدار.

3.10 نظام الإدراج

أما من حيث إدراج السندات سواء الحكومية أو التي تصدرها الشركات المساهمة العامة في سوق فلسطين للأوراق المالية وتداولها، فقد نظمها وتطرق إلى تفاصيل إدراجها نظام التداول الصادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية والمصادق عليه من قبل هيئة سوق رأس المال. حيث حددت المادة 2 من نظام الإدراج الأوراق المالية التي يتم إدراجها لدى السوق، سواء في السوق الأولي أو السوق الثانية ومن ضمنها سندات القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية أو الأجنبية، إضافة إلى السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل الصادرة عن حكومة فلسطين أو إحدى المؤسسات العامة. وتطرقت المواد من 16 – 21 إلى آلية إدراج الادونات الحكومية الفلسطينية وغير الفلسطينية إضافة إلى آلية ومتطلبات إدراج السندات الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية والأجنبية. فعلى سبيل المثال، حددت المادة 19 من نظام الإدراج الشروط الواجب توافرها في سندات القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في السوق الأولي من ضمنها أن تكون أسهم الشركة مدرجة في السوق الأولي وان تدفع قيمة سندات القرض المكتتب بها بالكامل، وان يطرح من سندات القرض للاكتتاب العام ما نسبته 30% على الأقل من مجموع سندات القرض التي تصدرها الشركة في إصدار واحد.

كما حددت المواد المشار إليها أعلاه ضرورة أن تتعاقد الشركة المصدرة مع ضامن السندات (حافظ أمين Trustee) يضمن دفع الفوائد في الوقت والتاريخ المحددين، كما يضمن استرداد المبالغ بعد انتهاء فترة السندات. في حين حددت المادة 28 والمادة 31 من نظام الإدراج الوثائق المطلوب إرفاقها بطلب إدراج سندات القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية. وفي ما يخص شطب إدراج سندات القرض سواء الحكومية أو الصادرة عن الشركات المساهمة العامة فقد عالجتها المواد 47 – 49 من نظام الإدراج.

ومما سبق يلاحظ أن الإطار القانوني والتنظيمي والرقابي لإطلاق سوق السندات متوفر وجاهز وفي حال إقرار سوق السندات يبقى على هيئة سوق رأس المال إصدار بعض الأنظمة والتعليمات التنظيمية والرقابية المنظمة لعمل سوق السندات وذلك استناداً لأحكام القانون وتحديداً قانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004 مثل متطلبات الإفصاح، وتحديد شروط ترخيص ضامن السندات (الحافظ الأمين) وغيرها من المتطلبات التنظيمية الرقابية.

11. المتطلبات التقنية في سوق فلسطين للأوراق المالية

أما من حيث المتطلبات التقنية لإدراج وتداول السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن بيئة التداول التقنية في سوق فلسطين قادرة وجاهزة للتعامل مع السندات، سواء من حيث عمليات التداول أو عمليات القيد والمقاصة في مركز الإيداع والتحويل.

12. مجتمع الدراسة

تم تحديد مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة في فلسطين حيث تعتبر الشركات المساهمة العامة هي الجهة المعنية بالدرجة الأولى في موضوع تطوير وتفعيل سوق السندات، وعليه تم تحديد عينة مكونة من 44 شركة مساهمة عامة وهي جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 37 شركة إضافة إلى 7 شركات مساهمة عامة أخرى غير مدرجة في السوق المالي.

جدول رقم(1):

تفاصيل عينة الدراسة	العدد	النسبة
عدد الشركات التي أرسل الاستبيان إليها	44	100%
عدد الاستبيانات التي تم الإجابة عليها	39	88.6%
عدد الاستبيانات المستبعدة	4	9%
عدد الاستبيانات المجاب عليها بصورة صحيحة	35	79.5%

وتم الإجابة على 39 استبيان أي بواقع 88.6% من إجمالي حجم العينة، إلا أنه تم استبعاد 4 استبيانات وذلك لعدم اكتمال الإجابة، ليصبح بذلك عدد الاستبيانات التي تم الإجابة عليها وبصورة كاملة وصحيحة 35 استبيان أي بنسبة 79.5% من إجمالي حجم العينة المستهدفة وتعتبر نسبة الإجابة هذه ممتازة وممثلة للعينة إلى حد كبير.

13. نتائج الدراسة

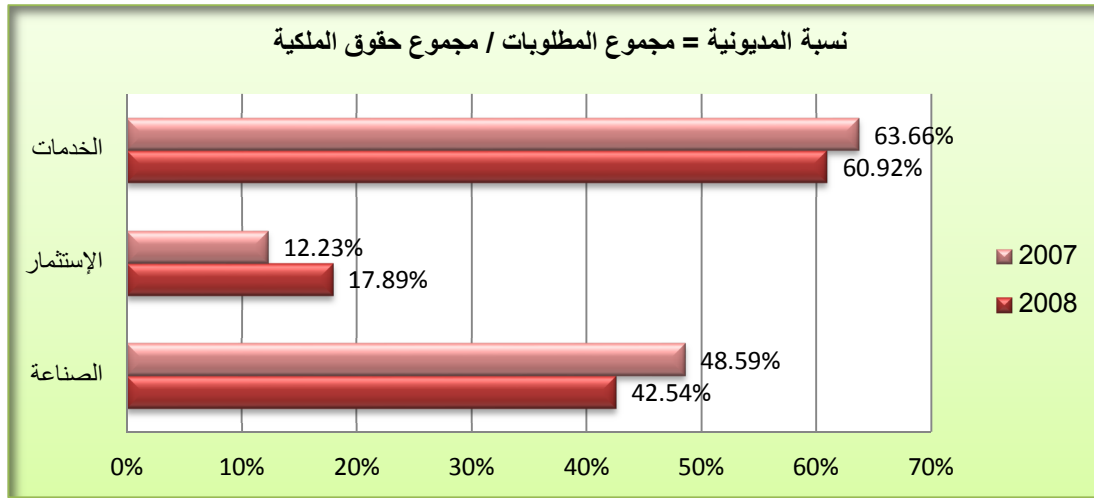
سيتم بداية عرض نتائج التحليل الكمي للبيانات المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك بهدف تحديد درجة الملائمة المالية والقدرة الاقتراضية للشركات المساهمة العامة، وذلك من خلال قياس درجة الرفع المالي الذي تتمتع به هذه الشركات، ومن ثم سيتم عرض نتائج تحليل الاستبيان.

1.13 درجة الرفع المالي

تم تحليل وقياس درجة الرفع المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية موزعة حسب القطاعات، ومن ثم تم احتساب متوسط درجة الرفع المالي لكل قطاع على حدة، وهذه القطاعات هي قطاع الصناعة وقطاع الاستثمار وقطاع الخدمات حيث تم استثناء كل من قطاعي التأمين والبنوك وذلك للخصائص الفنية التي يتم بموجبها عرض البيانات المالية الخاصة بالبنوك وشركات التأمين.

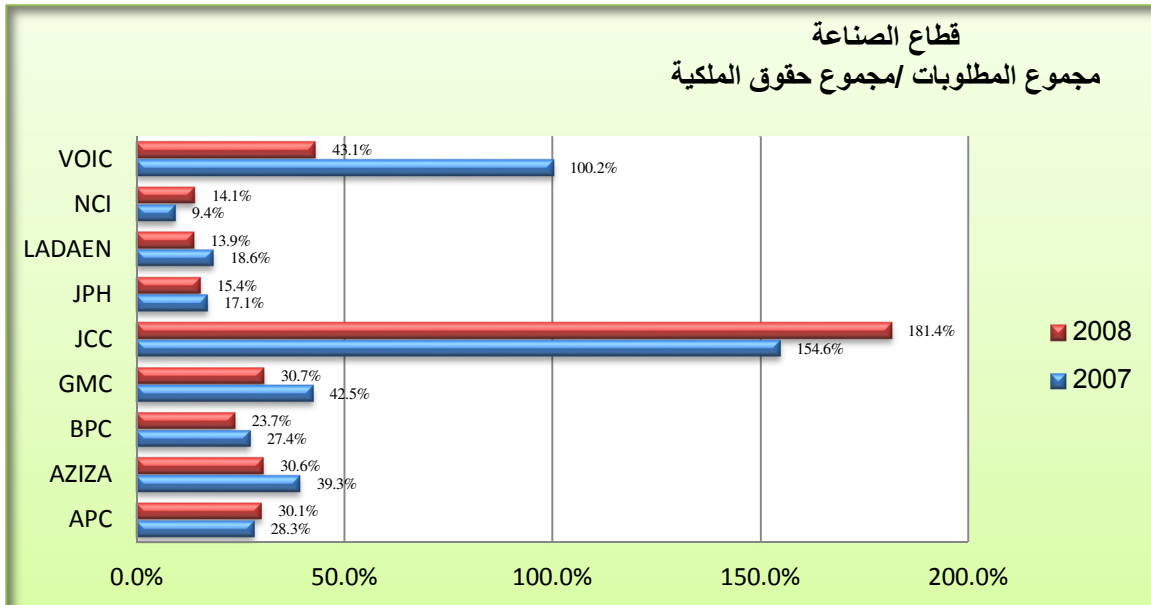
ويشير شكل رقم 1 إلى متوسط درجة الرفع المالي لقطاعات الخدمات والاستثمار والصناعة وذلك للأعوام 2007 و 2008 حيث يلاحظ أن قطاع الاستثمار يتمتع بأقل نسبة مديونية من بين القطاعات الثلاثة ، إذ بلغت نسبة المديونية بالمتوسط خلال عام 2008 18% تقريبا في حين بلغت هذه النسبة 43% لقطاع الصناعة و لنفس العام، ويلاحظ أن قطاع الخدمات يعتمد بدرجة كبيرة على الرفع المالي حيث بلغت نسبة المديونية 61% خلال عام 2008 مما يعطي مؤشر على استفاد جزء كبير من الطاقة الاقتراضية لدى قطاع الخدمات.

شكل رقم 1



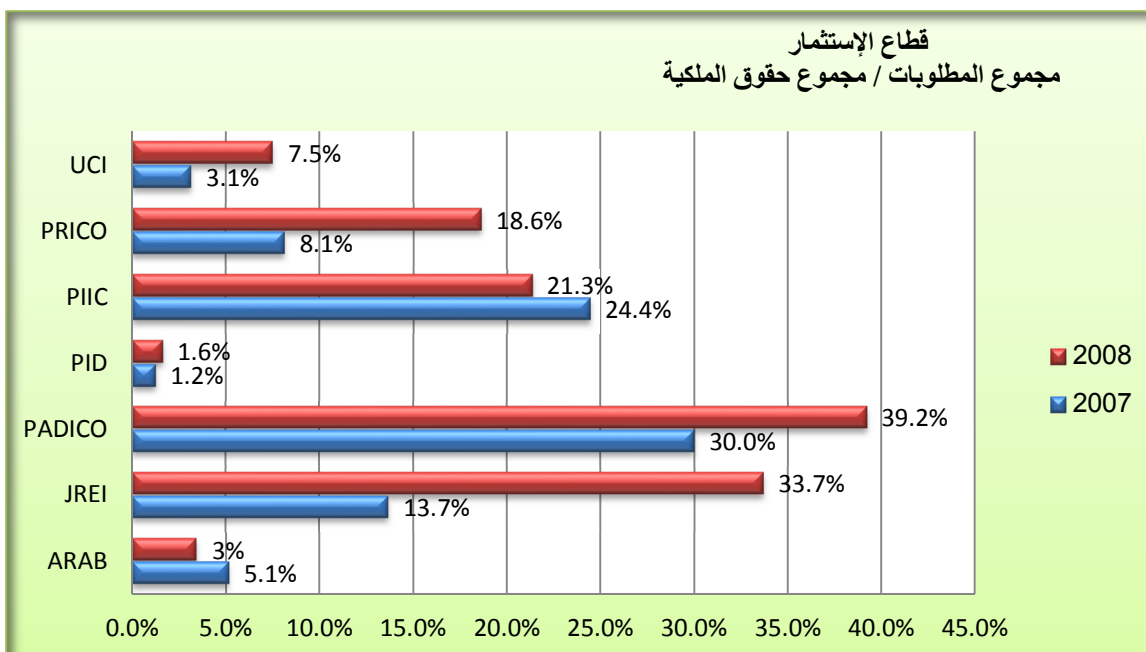
أما على مستوى الشركات الافرادية المكونة لهذه القطاعات، يوضح الشكل رقم 2 درجة الرفع المالي الخاصة بشركات القطاع الصناعي والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

شكل رقم 2



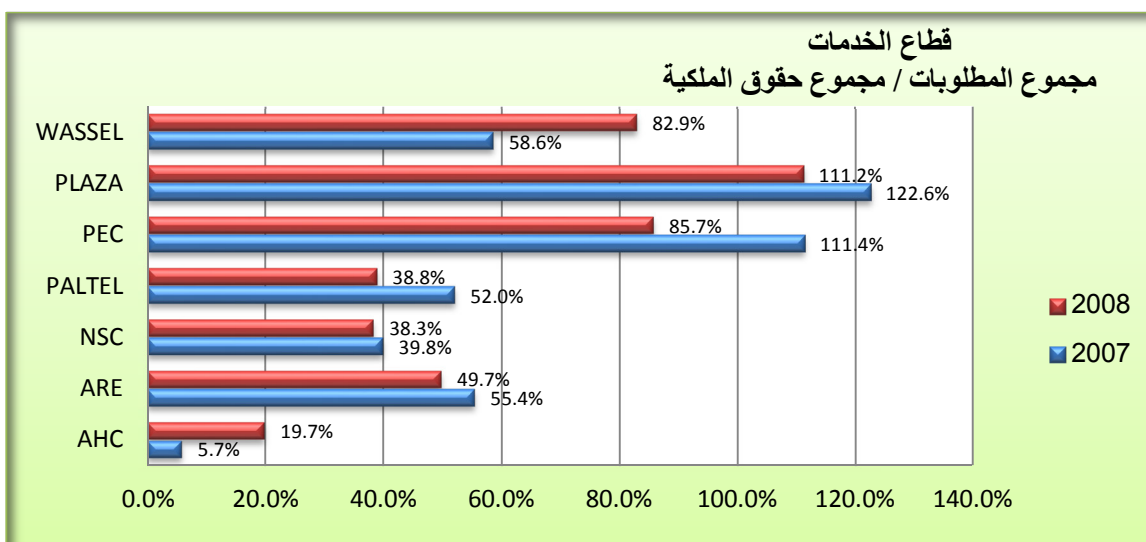
ويلاحظ من الشكل أعلاه ان شركة سجائر القدس تقف بعيدا عن شركات القطاع الصناعي من حيث نسبة المديونية والتي بلغت 181% خلال العام 2008، الأمر الذي يشير إلى استنفاد الشركة لإقتراضية وبالتالي صعوبة إصدار أدوات دين جديدة ، أما بالنسبة لباقي شركات القطاع فتشير نتائج التحليل الى توافر قدرات إقتراضية لدى غالبية شركات القطاع فعلى سبيل المثال تتراوح نسبة المديونية لدى شركات اللدائن،الوطنية لصناعة الكرتون، القدس للمستحضرات الطبية ما بين 14%-15%. وتبدو الصورة مختلفة لدى الشركات المساهمة العامة المكونة لقطاع الاستثمار، حيث يلاحظ ان غالبية شركات القطاع لديها طاقة إقتراضية اكبر، حيث يلاحظ أن خمسة شركات تبلغ نسبة مديونيتها اقل من 22% خلال عام 2008 .

شكل رقم 3



وفيما يخص قطاع الخدمات والذي بلغت متوسط نسبة المديونية لديه 61%، 64% خلال الأعوام 2008 و 2007 على التوالي فيلاحظ أن ثلاث شركات من أصل سبعة تجاوزت نسبة المديونية لديها 80% في حين لم تتعدى نسبة المديونية 20% لدى شركة واحدة فقط (انظر شكل رقم 4).

شكل رقم 4



تشير نتائج التحليل الكمي لنسبة المديونية لدى الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية إلى انه وعلى الرغم من ارتفاع نسبة المديونية لدى بعض الشركات المدرجة وتحديدًا في قطاع الخدمات، إلا انه هناك العديد من الشركات المدرجة لا زالت لديها طاقة إقتراضية، الأمر الذي يشير مبدئيًا إلى قدرتها على الحصول على التمويل من خلال طرح سندات فيما لو تم تفعيل سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

2.13 تحليل نتائج الاستبيان

يشمل الاستبيان ثلاثة عشر سؤالًا تستهدف أربعة محاور رئيسية يتم الإجابة عليها من قبل الشركات المساهمة العامة التي تشملها العينة (مرفق نسخة من الاستبيان في الملاحق)، وتجدر الإشارة إلى انه تم الإجابة على الاستبيان من قبل المدراء العاملين للشركات المساهمة العامة وفي بعض الحالات من قبل المدراء الماليين، والمحاور الأربعة هي:

- هيكلية السندات من حيث العملة التي تصدر بها ، الفائدة ، القابلية للتحويل إلى أسهم وغيرها من الأمور ذات العلاقة بنوعية وتركيب السندات.
- درجة الوعي لدى الشركات و المستثمرين لأهمية والية التعامل في السندات.
- استخدام السندات كمصدر من مصادر التمويل.
- استخدام السندات كأداة بديلة من أدوات الاستثمار.

ويشير الجدول رقم 2 إلى ملخص البيانات الإحصائية ونتائج التحليل لأسئلة الاستبيان مصنفة وفقا للمحاور الرئيسية للاستبيان، حيث تشير Q2 مثلا إلى السؤال الثاني الوارد في الاستبيان، و Q3 إلى السؤال الثالث وهكذا.

يذكر انه تم بناء مؤشر للإجابات وتم ترتيبها تصاعديا (Index scaling Rank) وفقا للترتيب التالي:

- أوافق بشدة 1
- أوافق 2
- أعارض 3
- أعارض بشدة 4

وعلى ضوء ذلك تم احتساب المتوسطات الحسابية للإجابات للأسئلة الافرادية موزعة على المحاور الأربعة الرئيسية والتي تم الإشارة إليها سابقا.

جدول رقم 2: ملخص النتائج الإحصائية مصنفة وفقا للمحاور الرئيسية للإستبيان ولكل سؤال على حدة

	1. Bond Structure					2. Awareness	
	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q8	Q9
Mean	2.00	2.94	2.25	2.63	2.22	2.63	2.97
Median	2.00	3.00	2.00	3.00	2.00	3.00	3.00
Maximum	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Minimum	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	2.00
Hypothesis Testing HO	2.00	3.00	2.00	2.50	2.00	2.7	3
<i>test statistic</i>	0.00	-0.27	1.85	1.30	1.56	-0.80	-0.24
<i>P value</i>	1.00	0.79	0.07	0.20	0.13	0.43	0.81
Observations	32	32	32	32	32	32	32

	3. Bonds as alternative financing tool				4. Bonds as an alternative investment tool	
	Q7	Q11	Q12	Q13	Q1	Q10
Mean	1.72	1.91	2.16	2.84	2.22	2.16
Median	2.00	2.00	2.00	3.00	2.00	2.00
Maximum	3.00	3.00	3.00	4.00	3.00	4.00
Minimum	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	2.00
Hypothesis Testing HO	2	2	2	3	2	2
<i>test statistic</i>	-2.71	-1.16	1.30	-1.23	2.27	1.71
<i>P value</i>	0.01	0.25	0.20	0.23	0.03	0.10
Observations	32	32	32	32	32	32

وفيما يخص المحور الخاص بهيكلية السندات من حيث العملة التي سيتم طرحها أو طبيعة الفائدة وقابليتها للتحويل إلى أسهم. كانت إجابة الشركات مؤيدة لطرح السندات بعملة الدولار، حيث كانت متوسط إجابة الشركات على السؤال الثاني Q2 (2) (أوافق) وفقا للمؤشر الذي تم بناؤه، وتشير نتائج تحليل الاستبيان إلى أن الشركات المستطلع آراؤها ستقوم بطرح سندات بفائدة ثابتة، وقابلة للتحويل إلى أسهم، ويظهر ذلك جليا من خلال الإجابة على الأسئلة Q4 و Q6 على التوالي، حيث كانت متوسط إجابة الأسئلة Q4, Q6 لا تختلف إحصائيا عن 2 ، وذلك بموجب نتائج فحص الفرضيات Hypothesis Testing بقيمة P-value الواردة في جدول رقم 2.

أما فيما يخص الوعي الاستثماري لموضوع السندات والذي تتطرق إليه الأسئلة Q8, Q9 حيث يستفسر السؤال Q8 عن درجة الوعي لدى الشركات المساهمة العامة لآلية عمل السندات في حال تفعيلها، في حين يشير السؤال Q9 حول الوعي لدى جمهور المستثمرين حول السندات ، فان النتائج تشير إلى أن كلا من الشركات وجمهور المستثمرين ينقصهما الوعي الكافي لآلية عمل السندات حيث كانت متوسط الإجابات على الأسئلة Q8, Q9 لا تختلف إحصائيا عن 3 والتي تعني معارضة المستقصى آراؤهم على ما جاء في السؤالين ان هناك وعي كافي لدى الشركات المساهمة العامة وجمهور المستثمرين حول آلية عمل السندات.

اما من حيث استخدام السندات كأداة تمويل بديلة من قبل الشركات المساهمة العامة وهو المحور الثالث الذي تدور حول اسئلة الاستبيان (Q7,Q11,Q12,Q13) ، فكانت إجابات الشركات متوافقة مع كون السندات كأداة تمويل اخص نسبيا من الاقتراض البنكي قصير الاجل (Q12) ، وان السندات تعتبر اداة هامة للحصول على التمويل من قبل الشركات المساهمة العامة.

والمحور الأخير الذي تبرزه نتائج تحليل الاستبيان الواردة في جدول رقم 2 ، هو وجهة نظر الشركات المساهمة العامة حول اعتبار السندات كأداة بديلة للاستثمار حيث أبدت الشركات المساهمة استعدادها لطرح السندات في حال تم تفعيل سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية (Q1) ، وانه سيتم تقبل السندات كأداة استثمارية وتمويلية من قبل المستثمرين والشركات المساهمة العامة في حال طرحها (Q10).

وبالإجمال يمكن تلخيص نتائج التحليل الواردة في جدول رقم 2 بما يلي:

- في حال تم تفعيل سوق السندات فان الشركات المساهمة العامة ستقوم بطرح سندات بعملة الدولار وبفائدة ثابتة وقابلة للتحويل إلى أسهم.
- عدم وجود الوعي الكافي لآلية عمل السندات سواء لدى الشركات المساهمة العامة او جمهور المستثمرين.
- تعتبر السندات ومن وجهة نظر الشركات المساهمة العامة أداة هامة للحصول على التمويل وهي اخص نسبيا من الاقتراض البنكي قصير الأجل كأداة للتمويل.
- تعتبر السندات أداة استثمار هامة تؤدي إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق المالي.

ويشير الجدول رقم 3 إلى نتائج التحليل الإحصائي وفقا للمحاور الرئيسية التالية:

الوعي الاستثماري، استخدام السندات كأداة للتمويل، السندات كأداة استثمارية، حيث تم تصنيف الأسئلة إلى مجموعات فرعية على أساس المحاور الثلاثة المشار إليها أعلاه، وتحليلها بصورة تجميعية، وتتشابه النتائج إلى حد كبير مع تلك التي تم الحصول عليها وفقا للتحليل الافرادي لكل سؤال على حدة حيث تؤكد الشركات على ضعف الوعي الاستثماري لدى جمهور المستثمرين والشركات المساهمة بشكل عام فيما يخص السندات، في حين تؤكد الشركات المساهمة العامة على أهمية السندات كأداة تمويل وأداة استثمارية بديلة.

جدول رقم 3: نتائج التحليل الإحصائي لمحاور الوعي الإستثماري، السندات كأداة للتمويل، السندات كأداة للإستثمار

	BONDAW_SUB مدى الوعي الإستثماري	BONDFL_SUB السندات كأداة للتمويل	BONDIN_SUB السندات كأداة للاستثمار
Mean	2.79	2.15	2.19
Median	3.00	2.00	2.00
Maximum	4.00	4.00	4.00
Minimum	1.00	1.00	1.00
Hypothesis Testing H0	3.00	2.00	2.00
<i>test statistic</i>	-2.42	2.29	2.85
<i>P value</i>	0.02	0.02	0.01
Observations	70	140	68

ولمعرفة أكثر القطاعات رغبة في استخدام السندات كأداة تمويل، تم تصنيف الشركات المستطلع آراؤها وفقا للقطاعات التي تنتمي إليها، حيث تشير النتائج الواردة في جدول رقم 4 إلا أن قطاعات الصناعة والخدمات والتأمين والاستثمار تعتبر السندات أداة بديلة للتمويل. في حين تم معارضة هذا الأمر من قبل القطاع البنكي، وهذا يعتبر طبيعي حيث أن طرح وتفعيل سوق السندات قد يعتبر منافس حقيقي للقطاع البنكي في مجال التسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل البنوك للشركات المساهمة العامة لإغراض التمويل.

جدول رقم 4: أكثر القطاعات حاجة لإستخدام السندات كأداة للتمويل

Bonds as alternative financing tool					
	Q7	Q11	Q12	Q13	Average
BANKS	2.00	1.80	2.80	3.20	2.45
INSURANCE	1.71	1.86	2.14	3.29	2.25
SERVICES	1.86	1.86	2.00	2.86	2.14
INDUSTRY	1.80	2.00	2.00	2.50	2.08
INVESTMENT	1.33	1.83	2.00	2.50	1.92

وحول ربط درجة الوعي لدى الشركات المساهمة العامة ورغبتها في طرح السندات ، (Q1,Q8) تم عمل تحليل درجة الارتباط بين إجابات السؤالين معا وذلك باستخدام One-way tabulation وباستخدام برنامج E views، وكانت النتائج كما هي موضحة في جدول رقم 5 والتي تشير الى ان ما نسبته 42% تقريبا من الشركات تؤيد وترغب بطرح السندات في حال تفعيلها ولكنها في نفس الوقت تعتقد ان درجة الوعي لآلية عمل السندات لدى الشركات المساهمة العامة غير كافية.

في حين يربط جدول رقم 6 تقبل فكرة طرح وتفعيل السندات كأداة استثمارية وتمويلية من قبل المستثمرين والشركات المساهمة العامة ودرجة الوعي الكافي لدى جمهور المستثمرين لآلية عمل السندات كأداة استثمارية (Q9+Q10) حيث تشير النتائج الواردة في جدول رقم 6 إلى ان ما نسبته 72% من المستطلع آراؤهم يعتقدون انه سيتم تقبل السندات في حال تفعيلها ولكن في الوقت ذاته فانهم يؤكدون على ضعف الوعي لدى جمهور المستثمرين لآلية عمل السندات.

جدول رقم 5: نتائج ربط درجة الوعي لدى الشركات ورغبتها في طرح السندات

Tabulation of Q1 and Q8 Included observations: 35						
Measures of Association		Value				
Phi Coefficient		0.53035				
Cramer's V		0.306198				
Contingency Coefficient		0.468535				
Test Statistics		df	Value	Prob		
Pearson X2		9	9.844498	0.3632		
Likelihood Ratio G2		9	11.57753	0.2382		
Count % Table % Row % Col	Q1	Q8				Total
		1	2	3	4	
NA		0	2	0	0	2
		0	5.71	0	0	5.71
		0	100	0	0	100
		0	12.5	0	0	5.71
1		0	0	3	0	3
		0	0	8.57	0	8.57
		0	0	100	0	100
		0	0	21.43	0	8.57
2		0	9	8	2	19
		0	25.71	22.86	5.71	54.29
		0	47.37	42.11	10.53	100
		0	56.25	57.14	50	54.29
3		1	5	3	2	11
		2.86	14.29	8.57	5.71	31.43
		9.09	45.45	27.27	18.18	100
		100	31.25	21.43	50	31.43
Total		1	16	14	4	35
		2.86	45.71	40	11.43	100
		2.86	45.71	40	11.43	100
		100	100	100	100	100

جدول رقم 6: نتائج ربط درجة الوعي لدى المستثمرين مع تقبل فكرة طرح السندات كأداة استثمارية وتمويلية

Tabulation of Q9 and Q10							
Measures of Association		Value					
Phi Coefficient		0.498081					
Cramer's V		0.352196					
Contingency Coefficient		0.445839					
Test Statistics		df	Value	Prob			
Pearson X2		6	8.68295	0.1922			
Likelihood Ratio G2		6	10.17818	0.1173			
Count	% Table	Q10				Total	
		1	2	3	4		
Q9	% Row	2	0	9	0	0	9
	% Col		0	25.71	0	0	25.71
			0	100	0	0	100
			0	31.03	0	0	25.71
		3	1	13	4	0	18
			2.86	37.14	11.43	0	51.43
			5.56	72.22	22.22	0	100
			100	44.83	100	0	51.43
		4	0	7	0	1	8
			0	20	0	2.86	22.86
			0	87.5	0	12.5	100
			0	24.14	0	100	22.86
Total			1	29	4	1	35
			2.86	82.86	11.43	2.86	100
			2.86	82.86	11.43	2.86	100
			100	100	100	100	100

14. الخلاصة

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة وتحليل إمكانية تفعيل سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية مستهلة بداية بإطار نظري حول مفهوم السندات وخصائصها وأنواعها ومن ثم تطرقت إلى الأطر التشريعية والتنظيمية الناظمة لعمل السندات في حال تم تفعيلها. ومن ثم انتقلت الدراسة إلى الجانب التحليلي من خلال تحليل درجة الرفع المالي (نسبة المديونية) لدى جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وتم استثناء شركات قطاعي البنوك والتأمين وذلك لخصوصية قوائمها المالية. وفي المرحلة الثانية من مراحل التحليل ولغرض استقصاء آراء الشركات المساهمة العامة حول موضوع السندات، تم تصميم استبيان يستهدف الإجابة على أربعة محاور رئيسية ألا وهي هيكلية السندات من حيث عملتها، طبيعة الفائدة وقابلية السند للتحويل إلى أسهم، والمحور الثاني يتعلق باستخدام السندات كأداة للتمويل من قبل الشركات المساهمة العامة (Supply)، في حين تطرق المحور الثالث إلى استخدام السندات كأداة من أدوات الاستثمار (Demand)، إضافة إلى مدى الوعي الكافي لدى الشركات المساهمة العامة وجمهور المستثمرين حول آلية عمل السندات والتي تطرق لها المحور الرابع في الاستبيان. وتم تحديد مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة في فلسطين في حين تم تحديد عينة البحث بعدد 44 شركة تشمل جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة إضافة إلى بعض الشركات المساهمة العامة غير المدرجة. وتشير نتائج تحليل الاستبيان إلى أن غالبية الشركات المساهمة العامة تؤيد طرح وتفعيل السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، وأشارت هذه الشركات إلى أنها ترغب في طرح سندات بعملة الدولار الأمريكي وبسعر فائدة ثابتة وان تكون هذه السندات قابلة للتحويل إلى أسهم. كما وكان رأي الشركات المساهمة العامة مؤيدا لاعتبار السندات مصدر مناسب وبديل لتمويل العمليات، إضافة إلى اعتبار السندات أداة استثمارية هامة تؤدي إلى تنويع أدوات الاستثمار المتاحة في سوق فلسطين للأوراق المالية. إلا أن غالبية الشركات أكدت أن درجة الوعي لدى جمهور المستثمرين ولدى الشركات المساهمة العامة على حد سواء تعتبر غير كافية حول آلية عمل السندات وطبيعتها.

15. التوصيات

بالإشارة إلى نتائج هذه الدراسة، فإنه يمكن استخلاص مجموعة من العبر والتوصيات التي تساعد متخذي القرار في الهيئة، حيث يمكن اعتبار السندات الخيار الأقرب إلى التنفيذ لغرض تنويع أدوات الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، ويمكن تلخيص هذه التوصيات بالنقاط التالية:

- تشير نتائج الدراسة إلى وجود رغبة وتقبل لدى الشركات المساهمة العامة لطرح وتفعيل السندات مما قد يشير إلى أن الوقت مناسب وقد يكون في المدى المتوسط لتفعيل سوق السندات (خلال سنة أو سنتين).
- توافر الأطر القانونية اللازمة لتفعيل سوق السندات، ولكن يستلزم ذلك قيام الهيئة بإصدار أنظمة أو تعليمات خاصة مكتملة وناظمة لعمل السندات وتحديد شروط ترخيص ضامن السندات.
- ضرورة وضع خطة فاعلة لغرض التوعية الاستثمارية سواء على مستوى الشركات المساهمة العامة أو الأفراد في حال تم إقرار تفعيل سوق السندات، تهدف إلى توضيح أهمية والية عمل السندات كأداة للتمويل والاستثمار.
- ضرورة توفير جهة قادرة على القيام بالتصنيف الائتماني للسندات Bond Rating، وقد يكون الخيار الأنسب اعتماد جهة خارجية (من خارج فلسطين) وذلك لعدم توفر الخبرات اللازمة أو مؤسسات متخصصة في هذا المجال داخل فلسطين.
- التنسيق مع سوق فلسطين للأوراق المالية لإجراء اتصالات مع الشركات المساهمة العامة لتحديد الشركات المعنية والتي لديها القدرة الفنية لإصدار السندات.
- التنسيق مع سوق فلسطين للأوراق المالية للبحث في الإجراءات العملية اللازمة لإطلاق سوق السندات.

16. الملاحق

1- نموذج الإستبيان الذي تم تعبئته من قبل الشركات المساهمة العامة:

السادة الشركة المحترمين

تحية طيبة وبعد،

يرجى من حضرتكم التكرم بتعبئة الاستبيان المرفق لأغراض إعداد الدراسة المتعلقة بسوق السندات مع مراعاة الملاحظات التالية:-

- لتعبئة المربع يرجى النقر على المربع مرتين (Double Click) واختيار Checked.
- يرجى تعبئة الاستبيان من قبل المدير العام أو الرئيس التنفيذي أو المدير المالي.
- عند الانتهاء من تعبئة الاستبيان يرجى التكرم بإعادته على البريد الإلكتروني research@pcma.ps.

شاكري لكم حسن تعاونكم

اسم الشركة: _____

المسمى الوظيفي لمدخل الإجابات: _____

- 1Q. في حال تم طرح السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، هل ستقوم شركتكم بطرح سندات لتمويل العمليات؟
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 2Q. في حال قامت شركتكم بطرح سندات للإكتتاب العام، سيتم طرحها بعملة الدولار؟
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 3Q. في حال قامت شركتكم بطرح سندات للإكتتاب العام، سيتم طرحها بعملة الشيكال؟
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 4Q. في حال قامت شركتكم بطرح سندات للإكتتاب العام، فإنه سيتم طرح سندات ذات نسبة فائدة ثابتة Fixed Income Coupon
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 5Q. فيما لو رغبت شركتكم بطرح سندات للإكتتاب العام، فإنه سيتم طرح سندات بنسبة فائدة متغيرة
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 6Q. فيما لو رغبت شركتكم بطرح سندات للإكتتاب العام، فإنه سيتم طرح سندات قابلة للتحويل الى أسهم
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 7Q. هل تؤيد تفعيل سوق السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية كأداة تمويل للشركات المساهمة العامة المدرجة؟
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 8Q. فيما لو تم تفعيل سوق السندات في سوق فلسطين، فإن الشركات المساهمة العامة لديها الوعي الكافي لآلية عمل السندات
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 9Q. فيما لو تم تفعيل سوق السندات في سوق فلسطين، فإن جمهور المستثمرين لديه الوعي الكافي لآلية عمل السندات
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 10Q. سيتم تقبل فكرة تفعيل وطرح السندات بشكل عام كأداة إستثمارية وتمويلية من قبل المستثمرين والشركات المساهمة العامة
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 11Q. إن تفعيل وطرح السندات يعتبر أداة هامة للحصول على التمويل المناسب من قبل الشركات المساهمة العامة
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 12Q. يعتبر التمويل عن طريق السندات أرخص نسبيا من التمويل عن طريق الإقتراض البنكي قصير الأجل
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة
- 13Q. يعتبر نشاط شركتكم بحاجة الى تمويل إضافي ولكن تواجهون صعوبة في الحصول على تمويل بتكلفة مناسبة
 أوافق بشدة أوافق أعارض أعارض بشدة

2- قائمة بأسماء الشركات المساهمة العامة التي شملتها العينة:

رمز الشركة	اسم الشركة
ACPC	العربية لمنتجات الباطون
AHC	العربية للفنادق
AIB	البنك الإسلامي العربي
AIE	المؤسسة العربية للتأمين
AIG	المجموعة الأهلية للتأمين
AMB	بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة
APC	العربية لصناعة الدهانات
ARAB	المستثمرون العرب
ARE	المؤسسة العقارية العربية
AZIZA	دواجن فلسطين
BOP	بنك فلسطين
BPC	بيرزيت للأدوية
CBP	البنك التجاري الفلسطيني
GMC	مطاحن القمح الذهبي
HOTEL	جراند بارك للفنادق والاستجمام
IID	الانتماء للاستثمار والتنمية
JCC	سجاير القدس
JPH	القدس للمستحضرات الطبية
JREI	القدس للاستثمارات العقارية
LADAEN	فلسطين لصناعات اللدائن
MIC	المشرق للتأمين
NCI	الوطنية لصناعة الكرتون
NIC	التأمين الوطنية
NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي
PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار
PALTEL	الاتصالات الفلسطينية
PEC	الفلسطينية للكهرباء
PIBC	بنك الاستثمار الفلسطيني
PID	الفلسطينية للاستثمار والإنماء
PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي

PLAZA	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري
QUDS	بنك القدس
TRUST	ترست العالمية للتأمين
UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار
VOIC	مصانع الزيوت النباتية
WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية
	شركة دار الشفاء لصناعة الأدوية المساهمة العامة المحدودة
	شركة فلسطين لتطوير المناطق الصناعية
	شركة فلسطين للرهن العقاري المساهمة العامة المحدودة
	شركة الإلكترونيات وكهربائيات فلسطين المساهمة العامة المحدودة
	الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات المساهمة العامة المحدودة
	شركة التكافل الفلسطينية
	شركة فلسطين للتأمين

- **Gitman Lawrence, 2006, Managerial finance, Twelfth Edition**
- مطر محمد، تيم فايز، 2005، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى
- صحيفة الاقتصادية السعودية ، العدد الصادر بتاريخ 2009/6/10
- موقع الأسواق نت بتاريخ 2009/6/11 www.alaswaq.net
- موقع www.investopedia.com
- قانون الأوراق المالية رقم(12) لسنة 2004 م.
- موقع سوق فلسطين للأوراق المالية www.p-s-e.com
- جمعية البنوك في فلسطين-المؤشر المصرفي 2008/12