



# السوق الموازي

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

الإدارة العامة للأبحاث والتطوير

2008/8

## السوق الموازي

### مقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى التركيز على السوق الموازي من حيث المفهوم، والأهداف، والخصائص، وعناصر السوق الموازي، والبيئة القانونية المشرعة لوجوده. إن فكرة تجزئة السوق النظامية إلى سوقين هو خيار متبع في العديد من البورصات العربية والعالمية، حيث تتربع الشركات القيادية من حيث النشاط والعائد في السوق النظامي، وتخضع لشروط إدراج محددة، فيما تدرج الشركات حديثة النشأة أو المتعثرة في السوق الموازي، حيث أنها لا تلي شروط الإدراج في السوق النظامي ومتطلباته.

ويسمى السوق الموازي السوق الثاني أو الثالث، حيث هناك بعض أسواق المال التي لديها سوق أول (السوق النظامي)، وسوق ثانٍ، وسوق ثالث، بحيث تتفاوت شروط الإدراج في كل من هذه الأسواق. وبشكل عام، تكون شروط الإدراج في السوق الموازي أكثر ليبرالية، ويتم تحديد ضوابط إدراج الشركات في السوق النظامي أو الموازي وفقاً لاعتبارات عدة، تتعلق بالأداء المالي للشركة، وأنشطة التداول، وغيرها من المعايير التي سيتم التطرق إليها لاحقاً.

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن الإدراج في السوق الموازي لا ينطبق فقط على الشركات حديثة النشأة التي لم تدرج سابقاً، وإنما أيضاً على الشركات المدرجة في السوق النظامي، ولكن بسبب تعثرها وإخلالها بأحد شروط الإدراج في السوق النظامي، فإنه يتم تحويل إدراجها من السوق النظامي إلى السوق الموازي، وتعتبر هذه النقطة ذات حساسية بالغة لسوق فلسطين للأوراق المالية، وسيتم التطرق إليها لاحقاً في هذه الدراسة.

### تعريف السوق الموازي

يعرف السوق الموازي بأنه ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها وتنطبق عليها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذا السوق.

## أهداف السوق الموازي وخصائصه

تمثل عملية إنشاء السوق الموازي قيمة مضافة ونقطة دعم محورية للسوق النظامي، باعتباره مؤهلاً ومدخلاً تنظيمياً للإدراج في السوق النظامي على مستوى الشركات التي لا تفي باشتراطات الإدراج في السوق النظامي، إضافة إلى كونه حافزاً للشركات المدرجة في السوق النظامي في المحافظة على أدائها ونشاطها من التراجع، وبالتالي الاضطرار إلى الانتقال من السوق النظامي إلى السوق الموازي، وما لذلك من انعكاسات سلبية على أسعار أسهم تلك الشركات وإقبال المستثمرين عليها.

وبشكل عام، فإنه ومن خلال إنشاء السوق الموازي، يمكن تحقيق الأهداف التالية:

- 1- توسيع القاعدة الاستثمارية، وذلك من خلال إدراج المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل، الأمر الذي يعمل على زيادة عرض الأوراق المالية في السوق المالي.
- 2- إتاحة المزيد من الفرص الاستثمارية، وذلك من خلال إدراج المزيد من الشركات في السوق الموازي، ما يؤدي إلى زيادة الخيارات الاستثمارية المتاحة، ويتيح للمستثمرين فرصة تقييم هذه الشركات، وتحديدًا الصغيرة والحديثة منها، وذلك من خلال التزام هذه الشركات بشروط الإفصاح ومتطلباته.
- 3- تحفيز الشركات المدرجة في السوق النظامي على تطوير أدائها، والمحافظة على تطوره وعدم تراجعه، وبالتالي الانتقال للإدراج في السوق الموازي.
- 4- توجه عدد كبير من الشركات للإدراج في السوق الموازي يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق المالي.
- 5- يعتبر السوق الموازي أحد عوامل الاستقرار والدعم للسوق النظامي؛ كونه يمثل سوقاً تأهلياً للشركات التي لا تستوفي شروط الإدراج في السوق الرسمي، وهو أمر يشجع هذه الشركات على التطوير وتنمية الأداء التشغيلي وزيادة الربحية.
- 6- إحكام الرقابة وحماية حقوق المستثمرين، حيث ومن خلال إدراج الشركات في السوق الموازي، تتمكن هيئة سوق رأس المال من إحكام الرقابة على هذه الشركات، وذلك من خلال إخضاعها لشروط الإفصاح ومتطلباته، ما يوفر المعلومات الموثوقة حول أداء هذه الشركات لجمهور المستثمرين.

7- القضاء على مظاهر التداولات غير القانونية إن جاز التعبير، التي تتم خارج إطار السوق ودون قيد ملكية للأسهم أو إثباتها، ونقل هذه التداولات تحت مظلة الهيئة ورقابتها وإشرافها، وذلك من خلال قيد وإيداع أسهم هذه الشركات في مركز الإيداع والتحويل في السوق المالي، هذا بالإضافة إلى مزايا أخرى غير مباشرة، منها على سبيل المثال إمكانية استخدام هذه الأسهم كضمانات لتسهيلات ائتمانية قد يحصل عليها الأفراد أو الشركات، وذلك من خلال إمكانية وضع شارة الرهن على هذه الأسهم.

### عناصر السوق الموازي

- 1- الشركات حديثة النشأة التي لم تلب أحد شروط الإدراج ومتطلباته في السوق النظامي.
- 2- الشركات المتعثرة من حيث الأداء المالي، ولديها سجل من الخسائر المالية المتتالية.
- 3- الشركات المدرجة في السوق النظامي التي تم نقل إدراجها للسوق الموازي، بسبب عدم قدرتها على تحقيق شروط الإدراج في السوق النظامي، من حيث الأداء المالي، أو أحجام التداول، أو غيرها من متطلبات الإدراج في السوق النظامي.

### الحاجة إلى سوق موازٍ في فلسطين

قد يسأل سائل فيما إذا كان قد آن الأوان لإنشاء سوق موازٍ أم الإبقاء على ما هو قائم حالياً في سوق فلسطين للأوراق المالية. وتأتي الإجابة عن هذا التساؤل من خلال الإجابة عن هذين السؤالين:

- هل هناك ضرورة لإنشاء سوق موازٍ في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

وفي حال كانت الإجابة نعم، يطرح السؤال التالي:

- ما هي متطلبات إنشاء سوق موازٍ في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

تشير بيانات مراقب الشركات إلى أن الشركات المساهمة العامة المسجلة في كل من الضفة الغربية وقطاع غزة لغاية شهر نيسان 2008، بلغت 113 شركة مساهمة عامة وطنية، إضافة إلى

26 شركة مساهمة عامة أجنبية؛ أي بمجموع 139 شركة مساهمة عامة متاح لها الإدراج في السوق المالي. وبالنظر إلى عدد الشركات المدرجة حالياً والبالغ 35 شركة، نجد أن ما نسبته 25% فقط من الشركات المساهمة العامة مدرجة في السوق المالي.

وبنظرة فاحصة على الشركات غير المدرجة، نجد أن غالبيتها لا تلبى جميع متطلبات شروط الإدراج في السوق النظامي لسوق فلسطين للأوراق المالية، الأمر الذي يشير إلى أهمية إنشاء السوق الموازي الذي يتمتع بشروط إدراج أقل صرامة من السوق النظامي، وبالتالي يمكن معظم الشركات غير المدرجة من الإدراج. و بناء عليه، نكون قد حصلنا عن إجابة للسؤال الأول حول ضرورة إنشاء السوق الموازي في سوق فلسطين للأوراق المالية، ويقودنا إلى الإجابة عن السؤال الثاني المطروح حول متطلبات إنشاء السوق الموازي.

سنبداً بالمتطلبات القانونية والتنظيمية لإنشاء السوق الموازي، فقد أعطت المادة 6 من قانون الأوراق المالية رقم (2) لسنة 2004 السوق صلاحية إنشاء سوق موازٍ للتداول على أسهم الشركات، وتحديداً نصت المادة على ما يلي "تعتبر في حكم السوق النظامي الأسواق الموازية والأسواق الأخرى التي تنشئها السوق لتداول الأوراق المالية المُصدرة وفقاً للأنظمة والتعليمات الخاصة بذلك". وهذا يُشير إلى توافر الإطار القانوني لإنشاء السوق الموازي، ويبقى العمل على وضع مجموعة من الأنظمة والتعليمات من قبل الجهة ذات الاختصاص لتنظيم عمليات الإدراج والتداول والإفصاح في السوق الموازي.

### تعليمات الإدراج في السوق الموازي

تمتاز السوق النظامية في سوق فلسطين للأوراق المالية بخصائص ومميزات قد تكون غير متوافرة في أيٍّ من الأسواق العربية المحيطة، الأمر الذي يتطلب عناية خاصة عند وضع تعليمات الإدراج للسوق الموازي. فعدد الشركات المدرجة حالياً هو عدد قليل (35 شركة)، غالبيتها محدودة النشاط من حيث أحجام التداول والأداء المالي، وبالتالي يجب الحرص عند اعتماد شروط الإدراج في السوق الموازي لكي لا تنتقل العديد من الشركات المدرجة في السوق النظامي إلى السوق الموازي، الأمر الذي سيؤثر سلباً على السوق النظامي، من حيث عدد الشركات المدرجة فيه، الذي يعاني أصلاً من قلة عدد الشركات المدرجة.

وبالنظر إلى تجارب الأسواق المالية العربية والإقليمية المجاورة، يلاحظ أن هناك توجهاً لدى العديد منها لإنشاء أسواق موازية، ويبين جدول 1 تطور إنشاء الأسواق الموازية في الدول العربية.

جدول 1: تطور إنشاء الأسواق الموازية في الدول العربية

السوق	فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي	وجود سوق نظامي وموازي	فقط سوق نظامي
البحرين	لا	-	نعم
مصر	نعم	نعم	-
الأردن	نعم	نعم	-
فلسطين	نعم	-	نعم
الكويت	لا	-	نعم
السعودية	لا	-	نعم
سلطنة عمان	نعم	نعم	-
الإمارات	نعم	نعم	-

أما من حيث شروط الإدراج، فيلاحظ أنها تركز على ثلاثة محاور رئيسية، وهي: حجم النشاط للشركة (أنشطة التداول)، والأداء المالي، وهيكلية المساهمين. و يوضح جدول 2 شروط الإدراج للسوق الموازي في بعض الدول العربية.

جدول 2: شروط الإدراج للسوق الموازي في بعض الدول العربية

المعيار	الأردن	مصر	الإمارات العربية المتحدة	سلطنة عُمان
عدد المساهمين	أقل من 75	50	غير محدد	غير محدد
حقوق المساهمين إلى رأس المال المدفوع	أقل من 75%	100% أي أن لا تقل حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع	غير محدد، وإنما إذا قلت حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع تُنقل الشركة إلى السوق الموازي	50%
نتائج الأعمال (الربح أو الخسارة)	إذا حققت الشركة خسائر في ثلاث سنوات متتالية، تتقل إلى السوق الموازي	أن لا يقل صافي الربح عن 5% من رأس المال المدفوع	غير محدد	غير محدد
أنشطة التداول	- عدد أيام التداول للشركة أقل من 20% من عدد أيام التداول الكلي - تداول أقل من 10% من الأسهم الحرة للشركة	غير محدد	غير محدد	- عدد أيام التداول أقل من 30 يوماً خلال السنة - أن لا يقل معدل دوران السهم عن 5% خلال السنة

يلاحظ من شروط الإدراج للسوق الموازي في الدول العربية الواردة في الجدول أعلاه، أن العديد من هذه الشروط موجه للشركات المدرجة أصلاً في السوق النظامي. فعلى سبيل المثال؛ في سوق عمان المالي، إذا حققت الشركة المدرجة في السوق النظامي خسائر لثلاث سنوات متتالية و/أو قل عدد أيام التداول للشركة عن 20% من عدد أيام التداول الكلي، تُنقل الشركة إلى السوق الموازي. أما في بورصتي القاهرة والإسكندرية، فإذا قلت حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع، فإن الشركة تُنقل للإدراج في السوق الموازي. وهكذا بالنسبة لباقي الشروط في الدول العربية الأخرى.

وهنا يجب الإشارة إلى ضرورة الحرص الشديد عند وضع تعليمات الإدراج للسوق الموازي في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإذا تم اعتماد أية شروط إدراج تركز على الأداء المالي أو حجم

ونشاط التداول للشركة، فإن العديد من الشركات المدرجة في السوق النظامي ستنتقل تلقائياً للإدراج في السوق الموازي، الأمر الذي يترك السوق النظامي بعدد قليل جداً من الشركات المدرجة، وما لذلك من آثار سلبية على عمق وسيولة وتركيز (Concentration) السوق النظامي. ولتوضيح ذلك يبين جدول 3 بعض أنشطة التداول لعدد من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

جدول 3: بعض أنشطة التداول لعدد من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

عدد أيام التداول			الشركة
2005	2006	2007	
12	4	2	الشركة العربية لمنتجات الباطون
12	13	13	الشركة العربية لصناعة الدهانات
132	159	31	شركة المستثمرون العرب
-	5	119	البنك التجاري الفلسطيني
1	0	0	*شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام
-	2	12	شركة القدس للاستثمارات العقارية
-	51	39	شركة المشرق للتأمين
60	-	-	بنك فلسطين الدولي*
164	180	38	شركة مصانع الزيوت النباتية
<b>246</b>	<b>238</b>	<b>248</b>	عدد أيام التداول الكلي للسوق

فلو تم اعتماد شروط إدراج للسوق الموازي مرتكزة على أنشطة التداول والأداء المالي، ولنقل على سبيل المثال أن لا تقل عدد أيام التداول لسهم الشركة عن 20% من عدد أيام التداول الكلي، ووفقاً للمعطيات الواردة في جدول 3 أعلاه، فإنه سيتم انتقال 7 شركات مدرجة في السوق النظامي إلى السوق الموازي في العام 2007 فقط (20% × 248 = 50 يوم تداول، هناك 7 شركات في العام 2007 عدد أيام التداول على أسهمها أقل من 50 يوماً)، بمعنى آخر أنه لو قام سوق فلسطين باعتماد أحد شروط الإدراج المرتكزة على أنشطة التداول فقط للسوق الموازي، لتم إقصاء 7 شركات من السوق النظامي، وانتقالها إلى السوق الموازي في العام 2007 وحده، فماذا لو تم تطبيق الشروط الأخرى المتعلقة بالأداء المالي للشركات المدرجة في السوق النظامي؟!!

من جهة أخرى، وبالرجوع إلى نظام الإدراج المطبق حالياً في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتحديدًا المادة رقم (6) التي حددت شروط الإدراج في السوق الثاني (الموازي) لوجدت كما يلي:

1- تكون شروط إدراج أسهم الشركات العامة في السوق الثانية كما يلي:

- أن يكون رأسمال الشركة المكتتب به مدفوعاً بالكامل.
- أن يُطرح للاكتتاب العام ما لا يقل عن 25% من مجموع أسهم الشركة التي يتم إصدارها.
- أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية المُعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنة واحدة على الأقل، وأن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية، وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق. وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس، فعليها توفير دراسة جدوى اقتصادية.
- أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة، و/أو تتعهد الشركة بذلك.
- أن لا يقل عدد المساهمين عن 50 مساهماً.

2- تتعهد الشركة باتّباع توصيات السوق، وبخاصة تلك التي ستؤدي بالوصول بها إلى إدراج أسهمها في السوق الأولي، وإذا لم تتقيد بها، فلن يتم نقل إدراجها إلى السوق الأولي.

يُلاحظ من الشروط الواردة أعلاه، أنه لا يوجد أي شرط يتعلق بأداء الشركة المالي و/أو حجم ونشاط تداولها في السوق، بمعنى آخر جميع شروط إدراج السوق الموازي موجهة إلى الشركات المساهمة العامة غير المدرجة أصلاً في السوق النظامي، ولا يوجد أي شرط يُحدد معيار انتقال الشركات المدرجة في السوق النظامي إلى السوق الموازي، علماً بأن أحد عناصر السوق الموازي هو الشركات القادمة من السوق النظامي، وذلك لإحلالها بأحد شروط الإدراج في السوق النظامي.

وهنا لا بُد لهيئة سوق رأس المال أن تُقرر فيما إذا أرادت أن تتضمن تعليمات الإدراج في السوق الموازي شروطاً تتعلق بالشركات المدرجة في السوق النظامي، تركز على أحجام وأنشطة التداول والأداء المالي للشركات المدرجة، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار الانعكاسات السلبية

على عدد الشركات المدرجة في السوق النظامي، في حال اعتماد مثل تلك الشروط التي تمت الإشارة إليها سابقاً.

### تعليمات الإفصاح

إضافة إلى شروط الإدراج، يتطلب إنشاء السوق الموازي تحديد شروط وتعليمات للإفصاح خاصة بالشركات المدرجة في هذا السوق، ويُفضل أن يكون اختلاف هذه التعليمات عن تعليمات الإفصاح الخاصة بالسوق النظامي في الإطار الشكلي فقط إن جاز التعبير، وليس مضمون المحتوى المعلوماتي للإفصاح. فعلى سبيل المثال، قد يُطلب من الشركات المدرجة في السوق الموازي الإفصاح نصف السنوي والسنوي، وأن تكون مثلاً الإفصاحات السنوية فقط مُدققة من المدقق الخارجي دون المساس بالمحتوى المعلوماتي للإفصاح ومتطلبات الإفصاح الأخرى كالأمور الجوهرية وإفصاحات المطلعين، لأن من ضمن أهداف السوق الموازي هو إحكام الرقابة على الشركات وإبواؤها تحت مظلة رقابة هيئة سوق رأس المال، وإلزامها بتعليمات الإفصاح، وبالتالي حماية المستثمرين، وتوفير المعلومات الموثوقة اللازمة لهم.

### التوصيات

تطرقت الدراسة إلى مدى حاجة ومتطلبات سوق فلسطين للأوراق المالية لإنشاء سوق موازٍ، وذلك من خلال الإجابة عن سؤالين رئيسيين، هما:

- هل هناك حاجة إلى إنشاء سوق موازٍ في سوق فلسطين للأوراق المالية؟
- ما هي متطلبات وعوامل نجاح السوق الموازي وفقاً لخصوصية سوق فلسطين للأوراق المالية؟

وتمت الإجابة عن السؤال الثاني من خلال دراسة مقارنة لتجارب أسواق المال العربية في إنشاء السوق الموازي، آخذين بعين الاعتبار الظروف الخاصة المتعلقة بسوق فلسطين للأوراق المالية من حيث محدودية الشركات المدرجة في السوق النظامي، وهذا يتطلب تحديد شروط الإدراج بدقة وحرص، لعدم المساس بالشركات المدرجة في السوق النظامي. إلا أنه لا يُعقل أن يكون هناك سوق موازٍ، ويبقى هناك بعض الشركات المدرجة في السوق النظامي وتعاني من الخمول

وضعف الأداء وبالتالي ضرورة انتقالها إلى السوق الموازي، والحل الأمثل في ذلك هو تفعيل السوق النظامي والمعالجة الجذرية لمشكلة قلة التداول التي يُعاني منها السوق النظامي، الأمر الذي تم التطرق إليه بالتفصيل في دراسة سابقة بعنوان "واقع سوق فلسطين للأوراق المالية".