



الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها  
في جذب الاستثمارات الأجنبية

الإدارة العامة للدراسات والتطوير  
هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية

دمشق

2008/11/18-17



## المحتويات

3	1- مقدمة.....
3	2- أنواع الإستثمارات.....
3	1.2 الاستثمار الأجنبي المباشر.....
4	2.2 الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
4	3- إتجاهات الاستثمارات الأجنبية ودور الدول العربية في جذب الاستثمارات الدولية.....
7	4- دور أسواق رأس المال في النشاط الاقتصادي.....
8	5- متطلبات جذب الاستثمار في أسواق رأس المال العربية.....
9	6- الإستثمار في أسواق المال " واقع التجربة الفلسطينية".....
10	1.6 أداء سوق فلسطين للأوراق المالية.....
12	2.6 الشركات المدرجة في السوق.....
12	1.2.6 قطاع البنوك.....
13	2.2.6 قطاع التأمين.....
13	3.2.6 قطاع الإستثمار.....
14	4.2.6 قطاع الخدمات.....
14	5.2.6 قطاع الصناعة.....
15	3.6 الإطار القانوني.....
16	4.6 الإستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية.....
18	7- الخلاصة.....
19	المراجع.....

## 1- مقدمة

تسعى غالبية الدول الى العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية الى اقتصادياتها المحلية وذلك بسبب نقص الأموال المحلية وعدم كفايتها لتلبية الاحتياجات التمويلية لعمليات التنمية الاقتصادية، إضافة الى رغبة المستثمرين الأجانب وسعيهم الدؤوب لإستغلال الفرص الإستثمارية المواتية والمتوفرة في الدول الرخيصة نسبياً والتي تتمتع بمزايا وفرص قد لا تكون متوفرة في الدول الأخرى. وتتدفق هذه الإستثمارات إما بصورة إستثمارات مباشرة أو أن تكون موجهة الى سوق رأس المال الوطني، بالمفهوم الأوسع والأشمل، حيث يضم إضافة الى سوق الأوراق المالية كل من قطاعات المصارف والتأمين والرهن العقاري والتأجير التمويلي و المؤسسات المالية غير المصرفية.<sup>1</sup>

## 2- أنواع الإستثمارات

### 1.2 الإستثمار الأجنبي المباشر

تعرف الادبيات الحديثة المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر بأنها التدفقات المالية الوافدة على دولة غير دولته الأصلية والمستخدمه مباشرة للغرض الذي تم التمويل من اجله، حيث ومن خلال الاستثمار الأجنبي المباشر يمتلك المستثمر الأجنبي جزءاً من المشروع أوكله بالإضافة الى المشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني، فضلاً عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية والمهارات الإدارية والتسويقية والمالية في جميع المجالات الى الدولة المضيفة. ومن هنا تسعى العديد من الدول الى جذب هذا النوع من الاستثمار لما فيه من انعكاسات ايجابية على الاقتصاد الوطني ليس في مجال رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة النمو وإنما أيضاً من حيث رفع الكفاءات الإدارية والتكنولوجية واستيعاب الأيدي العاملة في البلد المضيف، إضافة الى تميز الاستثمارات الأجنبية المباشرة بأنها استثمارات طويلة الأجل، حيث يقوم المستثمر الأجنبي بإنشاء المصانع والشركات في البلد المضيف وبالتالي التواجد الفعلي على ارض البلد المضيف من جهة وصعوبة انسحاب مثل هذه الاستثمارات وذلك لارتفاع تكلفة الانسحاب وتحديد ما يسمى بالتكاليف الغارقة **Sunk Cost** من جهة أخرى. وبالرغم من هذه الإيجابيات هناك العديد من المحددات والمعوقات التي تحد وتعيق من تدفق هذا النوع من الاستثمارات، من أهمها محددات سياسية واجتماعية و أيديولوجية. ففي منطقة مثل الشرق الأوسط مثلاً والتي شهدت ثلاثة حروب إقليمية خلال العقدين الأخيرين، إنعكست هذه الحروب على الإستقرار السياسي لدول المنطقة وأثرت بشكل مباشر وسليبي على تدفقات الإستثمار الأجنبي لدول المنطقة، وخير مثال على تأثير العوامل السياسية والإقتصادية على تدفق الإستثمارات الأجنبية، الحالة

<sup>1</sup> أعدت هذه الدراسة من قبل دائرة الدراسات والأبحاث في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

الفلسطينية وما تعانيه فلسطين نتيجة لظروف الإحتلال من حيث إغلاق المعابر والتدمير المنهجي للبنية التحتية والإقتصادية الأمر الذي يعيق أية سياسات إقتصادية للسلطة الفلسطينية ويضعف من قدرتها على جذب الإستثمارات بإشكالها المختلفة الى فلسطين.

ومن هنا تسعى الدول المضيفة الى إزالة هذه المعوقات و رسم سياساتها لجذب أنواع معينة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتوجيهها الى قطاعات محددة للمساهمة في تحقيق خطط التنمية الاقتصادية لهذه الدول وتحقيق الاستفادة القصوى من هذه التدفقات الاستثمارية

## 2.2 الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يتمثل الإستثمار الأجنبي غير المباشر بالاستثمارات المحفظية في أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة، وأهم ما يميز هذا النوع من الاستثمار هو سهولة الدخول والخروج الى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، حيث يسعى مستثمرو المحافظ الدولية الى تعديل مراكزهم الاستثمارية وبالتالي الخروج أو الدخول الى أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة وفقا لتطور الأسواق المالية لهذه الدول، وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

ومن مزايا هذا النوع من الاستثمار انه يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية، حيث ان هذا النوع من الاستثمارات يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف بقراراتها الإستثمارية بطول الأمد وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة الى سرعة إتخاذ القرار وتنفيذه في مثل هذا النوع من الإستثمارات. و من أبرز سلبيات هذه النوع من الإستثمار هو صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في مثل هذه الإستثمارات وضبط إيقاعها، حيث قد تنسحب هذه الإستثمارات بصورة مفاجئة وعلى شكل موجات بيع ضخمة نتيجة لعوامل عديدة، الأمر الذي يؤثر سلبا على استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف، كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة. أضف الى ذلك أن هذا النوع من الإستثمار الأجنبي قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الإقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو، وذلك كونه يتمثل بإستثمار في الأدوات المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية، ولا يأخذ بالضرورة الأوليات الإقتصادية الكلية.

### 3- إتجاهات الاستثمارات الأجنبية ودور الدول العربية في جذب الاستثمارات الدولية

لقد تزايد الاهتمام بدراسة سلوك واتجاهات الاستثمار الأجنبي في العقدين الأخيرين نتيجة للعولمة والإفتتاح الإقتصادي الذي يشهده العالم، أما فيما يتعلق بالتدفقات المالية إلى الدول النامية، واصل الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يشكل أهم مصادر التمويل الخارجية في الدول النامية، حيث بلغ 314.3 مليار دولار في عام

2005 و 379.1 مليار دولار في عام 2006 (جدول رقم 1)، أي بزيادة نسبتها 20.6 في المائة . ويعكس ذلك استمرار الثقة لدى المستثمرين الأجانب في الانتعاش الاقتصادي الذي تشهده غالبية الدول النامية . وتحتل مجموعة دول آسيا وأوقيانوسيا المرتبة الأولى من بين مجموعات الدول النامية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث بلغ مجموع التدفقات التي تلقتها تلك المجموعة نحو 220.9 مليار دولار في عام 2006 مقارنة بنحو 177.7 مليار دولار في عام 2005، أي بزيادة نسبتها 24.3 في المائة . ولا زالت الصين وهونغ كونج وسنغافورة وتركيا والهند وتايلندا تشكل أكثر الدول استقطاباً للاستثمار الأجنبي المباشر في هذه المجموعة<sup>2</sup>.

جدول رقم (1): تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر في العالم (2004-2006) (مليار دولار)

الدول		التدفقات الى الداخل			
	الحصة للعالم	نسبة التغير	2006	2005	2004
	عام 2006 (%)	عام 2006 (%)			
العالم	100	38.1	1305.9	945.8	742.1
الدول المتقدمة	65.7	45.3	857.5	590.3	418.9
جنوب-شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة	5.3	68.3	69.3	41.2	40.3
الدول النامية	29	20.6	379.1	314.3	283
آسيا وأوقيانوسيا	16.7	24.3	220.9	177.7	153
أمريكا اللاتينية	6.4	10.9	83.8	75.5	94.3
الدول العربية	4.8	36.2	62.4	45.8	24.7

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، قاعدة بيانات الإستثمار الأجنبي المباشر (2007)

وتأتي مجموعة دول أمريكا اللاتينية والكاريبي في المرتبة الثانية حيث بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها نحو 83.8 مليار دولار في عام 2006 مقارنة بنحو 75.5 مليار دولار في عام 2005 أي بزيادة نسبتها 10.9 في المائة، وتعتبر البرازيل والمكسيك وتشيلي أكثر دول هذه المجموعة استقطاباً للاستثمار الأجنبي المباشر . ويأتي ذلك في المرتبة الثالثة الدول العربية التي تلقت استثمارات أجنبية بحوالي 62.4 مليار دولار في عام 2006 مقابل 45.8 مليار دولار في عام 2005 ، أي بزيادة نسبتها 36.2 في المائة، غير أن نصيب الدول العربية من إجمالي التدفقات العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل بقي في مستوى

<sup>2</sup> للمزيد من التفاصيل راجع التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي (2007)

4.8 في المائة في عامي 2005 و 2006 . حيث بلغ حجم تدفق الإستثمارات الأجنبية المباشرة الى الدول العربية في عام 2007 مبلغ 75 مليار دولار (أونكتاد،2008). أما القارة الإفريقية فقد شهدت تراجعاً في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، و بلغ مجموع ما تلقتة في عام 2006 نحو 12 مليار دولار مما يشكل نسبة انخفاض بحوالي 21 في المائة عن مستوى عام 2005 ولقد تركزت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بصورة رئيسية في دولتين، هما نيجيريا و غينيا الاستوائية، وبالنسبة لاقتصادات السوق الناشئة الأخرى، فقد بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مجموعة دول شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة نحو 69.3 مليار دولار في عام 2006 مقارنة بنحو 41.2 مليار دولار في عام 2005 ، أي بزيادة ملحوظة بلغت نسبتها 68.3 في المائة.

اما فيما يتعلق بالاستثمارات العربية البينية وحجمها مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر، فلا يوجد مصادر توفر بيانات دقيقة حول هذه المؤشرات، فقد بدأت حديثا بعض الجهات الدولية برصد ومتابعة الإستثمارات الأجنبية في منطقة الشرق الأوسط. فوفقا للبيانات الصادرة عن الأونكتاد (2008) بلغت الاستثمارات العربية البنية في عام 2007 مبلغ 7.2 مليار دولار مقابل مبلغ 5.9 مليار دولار في عام 2005 وتشير هذه الأرقام إلى أن الاستثمارات العربية مازالت اقل من الاستثمارات الأجنبية في المنطقة العربية، حيث تمثل الإستثمارات العربية البينية ما نسبته 10 في المائة من حجم الإستثمارات الأجنبية في الدول العربية.

اما فيما يخص الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وهي التي تمثل الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية، فمازالت محدودة نسبيا، فعلى سبيل المثال بلغت قيمة الأسهم المشتراه من قبل المستثمرين الأجانب في سوق عمان المالي حتى نهاية شهر آب 2008 ما نسبته 19,8% من حجم التداول الكلي، وبلغت نسبة مساهمة الأجانب في الشركات المدرجة في البورصة الأردنية ولنفس الفترة حوالي 49,8% من إجمالي القيمة السوقية، حيث شكلت مساهمة العرب 34,1% في حين شكلت مساهمة غير العرب 15,7% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة،

وفيما يتعلق بسوق دبي المالي فقد بلغت قيمة مشتريات المستثمرين الأجانب من الأسهم خلال الربع الأول من عام 2008 ما يقارب 35,68% من إجمالي قيمة التداول بينما بلغت قيمة مبيعات الأجانب من الأسهم لنفس الفترة ما نسبته 36,14% من إجمالي قيمة التداول، وبالتالي بلغ صافي الاستثمار الأجنبي 0,46% كمحصلة بيع، الأمر الذي يشير إلى سهولة خروج المستثمر الأجنبي غير المباشر من الأسواق المالية، مع ضرورة الإشارة الى أن المعلومات المتوفرة عن الإستثمارات الأجنبية في أسواق المال العربية هي معلومات ليست تفصيلية في غالبية الأسواق المالية العربية مما يصعب تحليل جنسية الإستثمارات الأجنبية.

#### 4- دور أسواق رأس المال في النشاط الاقتصادي

تلعب أسواق رأس المال دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وفي هذا السياق تسعى دول العالم المختلفة وبخاصة الدول النامية الى إستقطاب الإستثمارات الأجنبية، نظرا لما تعود به هذه الإستثمارات من فوائد إقتصادية على تلك الدول. وتتركز غالبية الدول على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة بينما لا تبدي حماسا كبيرا في إستقطاب تدفقات المحافظ الإستثمارية، حيث يعتبر هذا النوع من الإستثمارات إستثمار مؤقت يسهل تصفيته ويبيعه متى يشاء المستثمر أن يتخلص من محفظته، مما يعني زيادة المخاطر التي يمكن أن تؤدي اليها تلك التدفقات على إقتصاد الدولة النامية، وعدم وجود قيمة مضافة للإقتصاد الوطني كنتيجة لهذه الإستثمارات.

وعلى الرغم من المخاطر التي تنطوي عليها تدفقات الحقائق الإستثمارية فإن العديد من الدول النامية والمتطورة سعت خلال العقدين الماضيين الى إستقطاب تلك التدفقات الى الأسواق المالية المحلية، وذلك من خلال تحرير الأسواق المالية وإنهاء القيود المفروضة على تدفقات الإستثمارات الأجنبية. وتعتقد تلك الدول أن عملية تحرير الأسواق تؤدي بشكل عام الى زيادة حجم الإستثمارات في الدولة وتوسيع قاعدة المستثمرين، الأمر الذي يؤدي الى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية. إضافة الى ذلك فإن دخول المستثمرين الأجانب الى السوق المحلية ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتدقيق، يرفع من مستوى الإفصاح والشفافية ويعزز من ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في السوق، وبالتالي يتوقع أن يؤدي تحرير الأسواق المالية الى زيادة كفاءة وعمق الأسواق المالية في تلك الدول ويؤدي الى تحسين أساليب الإفصاح وتعزيز بيئة المعلومات (De la Torre et al., 2007).

كما و تحتل الأسواق المالية دورا مهما في دعم وتحريك عجلة النمو الإقتصادي من خلال مجموعة من القنوات فأولا، يشجع وجود قطاع مالي متطور على زيادة نسبة الإدخار في الإقتصاد، حيث تتمكن الأسواق المالية وشركات الوساطة من خلال إستخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها من توفير عائد أعلى للمدخرين مما يؤدي الى رفع مستوى الإدخار في الدولة. وثانيا، يساهم القطاع المالي في النمو الإقتصادي من خلال تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات (transaction costs)، حيث يقوم القطاع المصرفي والسوق المالي بنقل الأموال وبطريقة فعالة من المقرضين الى المقترضين ( أي بتحويل المدخرات الى إستثمارات). وثالثا، تحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الإستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالي في عملية النمو الإقتصادي، فالمشاريع الكبيرة تتطلب إتزاما طويل الأمد من قبل المستثمرين الأمر الذي يجعل معظم المستثمرين يترددون في التنازل عن مدخراتهم لفترات طويلة. ولكن وجود أسواق مال تتمتع بسيولة عالية يجعل من السهل على المستثمرين ربط مدخراتهم في مثل تلك المشاريع طويلة الأمد، لأن بإستطاعتهم بيع حصتهم في أي مشروع بسهولة ويسر من خلال السوق المالي، مما يعني أن السوق المالي يتمتع بسيولة عالية تقلل من مخاطر الإستثمار المتعلقة

بالمشاريع طويلة الأمد، مما يشجع على الإستثمار في تلك المشاريع وبالتالي فإنه يحسن من فرص النمو الإقتصادي.

ويساهم أيضا السوق المالي في دعم النمو الإقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية. فأسواق رأس المال التي يمكن وصفها بأنها أسواق كفؤة تسهل من عملية ربط كفاءة مدراء الشركات بأداء سهم الشركة في السوق، مما يحفز إدارات هذه الشركات على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج وإستخدام أساليب الحكم الرشيد في إدارتهم لهذه الشركات.

## 5- متطلبات جذب الاستثمار في أسواق رأس المال العربية

حتى تكون أسواق رأس المال قادرة على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية هناك عدة عوامل يجب على الدول العربية ممثلة بالجهات المشرفة والقائمة على أسواق رأس المال توفيرها، ويمكن تلخيص هذه العوامل كالآتي:

### 1- عوامل تعود على النظام السياسي والإقتصادي ومن أهمها:

- الإستقرار السياسي والإقتصادي: فكلما كان الوضع الإقتصادي مستقرا وكانت معدلات النمو مرتفعة ومعدلات البطالة منخفضة كان ذلك مؤشرا على أن الإقتصاد قوي وأن الإستثمار في المؤسسات المدرجة في السوق المالي ستحقق أرباحا مجزية للمستثمرين.
- الإدارة العامة: يجب العمل على تطوير الإدارة العامة والتي تعتبر أحد المحددات الرئيسية للبيئة الإستثمارية، ويشمل ذلك السياسات الضريبية، والبيروقراطية، والحكم الرشيد، والقضاء وغيرها.
- تطور القطاع المصرفي: من العوامل الرئيسية المؤثرة على جذب الإستثمارات الأجنبية مدى تطور القطاع المصرفي، حيث يلعب القطاع المصرفي دورا هاما في جمع الموارد المالية من المودعين ونقلها للإستثمار في السوق المالي. وعليه يعتبر مدى تطور القطاع المصرفي من المؤشرات المهمة في درجة جاذبية البلد الإستثمارية من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، ويصعب أن تنشأ سوق مالية متطورة وناجحة في ظل غياب قطاع مصرفي متطور يلبي إحتياجات المستثمرين المالية ويسهل عملية الإستثمار في السوق المالية.

### 2- عوامل خاصة بالسوق المالي مثل:

- تنوع الأدوات الإستثمارية: من الضروري تنوع الأدوات المالية في السوق المالي، فكلما كانت هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة، وفر ذلك فرصا إستثمارية أكبر وقلل من المخاطر.
- كفاءة السوق المالي: يقوم المستثمر الأجنبي بدراسة كفاءة السوق المالي وفاعليته بتمعن قبل أن يقوم بإستثماره في السوق، وتحديد ما يخص الكفاءة التشغيلية في السوق أو كفاءة العمليات من حيث آليات عمل السوق، والتكنولوجيا المستخدمة فيها، والفترة الزمنية اللازمة لإنجاز

الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول العادل، وسيولة السوق (عمقه وإتساعه) ومدى تكامل السوق مع الأسواق الأخرى في المنطقة.

### 3- عوامل تنظيمية وإشرافية وقانونية

- تطوير الأنظمة والقوانين: حيث يجب على الجهات المشرفة على أسواق المال العربية العمل على تطوير القوانين والأنظمة والتعليمات المتعلقة بالأسواق المالية، بهدف تعزيز فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي لسوق الأوراق المالية.
- حماية حقوق المستثمرين: وذلك من خلال تعزيز عمليات الإفصاح وتوفير معلومات مالية ملائمة بصورة دورية وفورية، وإتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لمنع الغش والتلاعب في عمليات التداول، وتخفيض تكاليف التداول ما أمكن. ومن العوامل التي تزيد من تكاليف التداول إتساع الهوة ما بين سعر العرض وسعر الطلب على الورقة المالية مما يحد من سيولتها ويزيد من مخاطر الإستثمار في تلك الورقة المالية.

### 4- متطلبات على المستوى العربي الكلي

- تحرير الأسواق المالية: ضرورة التنسيق العربي حول السياسات ذات العلاقة بالأسواق المالية وذلك من خلال العمل على تحرير الأسواق المالية، وإزالة المعوقات التي تحد من تدفقات الإستثمارات الأجنبية.
- موائمة الأنظمة والتشريعات: من الضروري قيام الأسواق العربية بموائمة الأنظمة والتشريعات فيما بينها والمتعلقة بالأسواق المالية، وتشجيع عمليات الإدراج المشترك.
- الحملات الترويجية: يجب على الأسواق العربية التركيز على الجانب التسويقي للأسواق المالية، من خلال تنفيذ حملات ترويجية متخصصة تبرز مزايا وفرص الإستثمار التي يمكن أن توفرها الأسواق العربية، وإمكانية توفيرها لمزايا تنويعية لمستثمري المحافظ الإستثمارية.

### 6- الإستثمار في أسواق المال " واقع التجربة الفلسطينية"

أنشأت سوق فلسطين للأوراق المالية في العام 1997 كمبادرة من القطاع الخاص الفلسطيني، لتعقد أول جلسة تداول لها في 1997/2/18 وتخضع سوق فلسطين للأوراق المالية لرقابة وإشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية والتي يقع ضمن نطاق إشرافها قطاعات سوق رأس المال الفلسطيني ممثلة بقطاع الأوراق المالية

ومن ضمنها سوق فلسطين للأوراق المالية، وقطاع التأمين والذي يشمل شركات التأمين العاملة في فلسطين، و وكلاء و وسطاء التأمين، إضافة الى قطاعي الرهن العقاري والتأجير التمويلي حيث يعتبر هذين القطاعين من القطاعات الناشئة والحديثة في الإقتصاد الفلسطيني.

### 1.6 أداء سوق فلسطين للأوراق المالية

بدأ سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل متواضع وذلك بعقد جلستي تداول أسبوعيا وبعدها قليل من الشركات المدرجة بلغت 18 شركة مساهمة عامة، لا يتجاوز رأس مالها 82 مليون دولار، وكما يتضح من الجدول رقم 2 فقد ارتفع حجم التداول من 25 مليون دولار عام 1997 الى ما يقارب 200 مليون دولار عام 2000، ثم إنخفض الى أقل من 50 مليون دولار عام 2002 قبل أن يرتفع الى ما يزيد على 2 مليار دولار عام 2005. وعاد حجم التداول للتراجع خلال الأعوام 2006 و 2007 ليلعب في نهاية عام 2007 813.5 مليون دولار تقريبا. ويعكس الإنخفاض في حجم التداول خلال الأعوام 2001-2003 وبشكل جلي تداعيات الإجراءات الإسرائيلية التي أعقبت إندلاع إنتفاضة الأقصى، وما تبعها من إغلاق وحصار، وما صاحب ذلك من حالة عدم تيقن سياسي وإقتصادي كبير أثرا بشكل سلبي على السوق المالي. أما الإرتفاع الكبير خلال العامين 2004-2005 فيمكن رده الى مجموعة من الأسباب أهمها: الهدوء النسبي على الصعيدين السياسي والأمني، والنتائج الجيدة لبعض الشركات، والتأثر بالطفرة العالمية والإقليمية. كما شهد العام 2004 سن عدد من القوانين المتعلقة بسوق المال مثل قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال. ويعمل في سوق فلسطين للأوراق المالية حاليا تسعة شركات وساطة، تقوم بدور الوساطة بين المستثمر والسوق المالي.

## جدول رقم (2): مؤشرات سوق فلسطين للأوراق المالية (1997-2007)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة (دولار)	عدد جلسات التداول	عدد الصفقات	القيمة السوقية (دولار)
1997	10,000,276	25,158,471	66	1,957	529,057,368
1998	16,782,498	68,642,344	100	7,639	587,876,243
1999	68,892,607	150,243,919	146	10,625	848,935,775
2000	93,351,075	188,982,443	211	20,143	766,018,025
2001	33,456,535	74,528,351	161	8,205	722,631,785
2002	18,666,938	45,084,654	100	4,579	576,593,466
2003	40,350,788	58,326,445	223	10,552	650,468,928
2004	103,642,845	200,556,709	244	27,296	1,096,525,380
2005	369,567,295	2,096,178,223	246	166,807	4,457,227,305
2006	222,689,351	1,067,367,951	238	150,592	2,728,811,088
2007	229,422,814	813,469,090	248	157,300	2,474,679,018

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية (بيانات غير منشورة)

أما فيما يخص أداء مؤشر القدس، وهو المؤشر الرئيسي لسوق فلسطين للأوراق المالية، فمنذ إنشاء السوق المالي في عام 1997، حافظ مؤشر القدس على نسب نمو متضردة، حيث أغلق في نهاية العام 1998 على 154.98 نقطة محققا بذلك نسبة نمو بلغت 11% عما كان عليه في عام 1997. وواصل مؤشر القدس نموه في السنتين اللاحقتين ليغلق في نهاية العام 2000 عند حاجز 207.62 نقطة، إلا أنه ونتيجة لإندلاع إنتفاضة الأقصى في نهاية العام 2000 وما تبعها من تداعيات، تراجع أداء المؤشر العام لسوق فلسطين للأوراق المالية ليغلق عند مستوى 151.16 نقطة في نهاية العام 2002. وحقق مؤشر القدس قفزة نوعية خلال الأعوام 2004 و 2005، كغيره من مؤشرات الأسواق العربية، حيث سجل في نهاية العام 2005، 1128.59 نقطة. وكنتيجة للحركة التصحيحية التي شهدتها أسواق المنطقة ومن ضمنها سوق فلسطين خلال العام 2006، أغلق مؤشر القدس عند حاجز 605 نقطة في نهاية العام 2006 مسجلا بذلك تراجعا حادا بلغت نسبته 46%. و في نهاية عام 2007 أغلق المؤشر عند حاجز 527.26 نقطة وبفارق 77.74 نقطة عن إغلاق المؤشر لعام 2006 أي بانخفاض نسبته 12.58% (شكل رقم 1).

شكل (1): أداء مؤشر القدس في السنوات 1997-2007



## 2.6 الشركات المدرجة في السوق

هناك 35 شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية حتى منتصف عام 2008، موزعة على خمسة قطاعات رئيسية، وهي قطاعات البنوك، التأمين، الخدمات، الإستثمار، والصناعة. وفيما يلي نبذة عن كل من هذه القطاعات

### 1.2.6 قطاع البنوك

يعد قطاع البنوك في السوق من القطاعات القيادية والمؤثرة خاصة في قيم وأحجام التداول، ويضم قطاع البنوك ست شركات من أصل 35 شركة مدرجة في السوق، ليشكل ما نسبته 17 في المائة من إجمالي عدد الشركات المدرجة، وبقيمة سوقية بلغت حوالي 429 مليون دولار في نهاية العام 2007، وهي بذلك تشكل ما نسبته 17 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2007.

**جدول 3: المؤشرات الرئيسية لقطاع البنوك**

المؤشر	قطاع البنوك	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	429,829,467	17
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	344,350,212	42
عدد الأسهم المتداولة	133,017,150	44
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	31,850,395	17
إجمالي عدد المساهمين	22,480	21.5

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007

**2.2.6 قطاع التأمين**

يعتبر قطاع التأمين من القطاعات الصغيرة، سواء من عدد الشركات المدرجة أو من حيث قيم التداول وأحجامه، ووصل عدد شركات هذا القطاع مع نهاية العام 2007 الى أربع شركات من أصل 35 شركة مدرجة، ليشكل ما نسبته 11 في المائة من إجمالي عدد الشركات المدرجة، فيما بلغت القيمة السوقية لهذا القطاع حوالي 90 مليون دولار وهي بذلك تشكل ما نسبته 4 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2007.

**جدول 4: المؤشرات الرئيسية لقطاع التأمين**

المؤشر	قطاع التأمين	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	90,679,466	4
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	23,622,024	3
عدد الأسهم المتداولة	8,477,744	3
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	4,843,331	3
إجمالي عدد المساهمين	3,780	4

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007

**3.2.6 قطاع الإستثمار**

بلغ مجموع شركات قطاع الإستثمار مع نهاية العام 2007 ثمانين شركة من أصل 35 شركة مدرجة في السوق، ليشكل حوالي 23 في المائة من إجمالي عدد الشركات المدرجة، وبلغت القيمة السوقية لهذا القطاع حوالي 723 مليون دولار، وهي بذلك تشكل ما نسبته حوالي 29 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2007.

## جدول 5: المؤشرات الرئيسية لقطاع الإستثمار

المؤشر	قطاع الإستثمار	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	723,428,802	29
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	225,130,139	27
عدد الأسهم المتداولة	112,969,820	38
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	37,542,366	21
إجمالي عدد المساهمين	20,696	20

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007

## 4.2.6 قطاع الخدمات

يعد قطاع الخدمات في السوق المالي من القطاعات المؤثرة ويستأثر بأحجام تداول عالية، فقد ضم هذا القطاع مع نهاية العام 2007 سبع شركات ليشكل حوالي 20 في المائة من إجمالي عدد الشركات المدرجة، وتجاوزت القيمة السوقية لهذا القطاع المليار دولار وهي بذلك تشكل ما نسبته 41 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2007.

## جدول 6: المؤشرات الرئيسية لقطاع الخدمات

المؤشر	قطاع الخدمات	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	1,022,878,814	41
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	200,942,237	25
عدد الأسهم المتداولة	38,310,037	13
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	96,943,799	53
إجمالي عدد المساهمين	38,997	37

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007

## 5.2.6 قطاع الصناعة

ضم قطاع الصناعة في نهاية العام 2007 عشر شركات من أصل 35 شركة مدرجة في السوق المالي، ليشكل حوالي 29 في المائة من إجمالي عدد الشركات المدرجة، وقد بلغت القيمة السوقية لهذا القطاع حوالي 207 ملايين دولار وهي بذلك تشكل ما نسبته حوالي 8 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2007.

## جدول 7: المؤشرات الرئيسية لقطاع الصناعة

المؤشر	قطاع الصناعة	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	207,862,470	8
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	19,242,479	2
عدد الأسهم المتداولة	6,648,063	2
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	10,853,232	6
إجمالي عدد المساهمين	15,288	15

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007

## 3.6 الإطار القانوني

خضعت سوق فلسطين للأوراق المالية لرقابة وزارة المالية بموجب إتفاقية التشغيل الموقعة بينهما وذلك حتى صدور قانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004، وقانون هيئة سوق رأس المال رقم 13 لسنة 2004. أما فيما يتعلق بالإستثمار الأجنبي وتملك الأجانب، فيتطرق القانون لموضوع التملك والإستثمار في أسهم السوق من خلال بنود عدة، إلا أنه لا يتطرق بشكل مباشر الى الإستثمارات الأجنبية في سوق الأوراق المالية، من حيث تنظيمها، تقييدها، وتحديدتها. وهذا الأمر لا يعتبر نقصاً أو ضعفاً إذا ما نظرنا أن القيود والإجراءات والشروط، وبخاصة على الإستثمار الأجنبي ستكون معوقاً لا مشجعاً لتدفق الإستثمارات.

وقد ترك القانون نسبة تملك الأجانب في الشركات لقانون الشركات نفسه ولأنظمة الشركات الداخلية. وقد حدد قانون الأوراق المالية صلاحيات السوق، ولكنه أخضعها لرقابة هيئة سوق رأس المال، التي منحها القانون أيضاً حق الإشراف والتفتيش في سجلات السوق. وقد بين القانون شروط إصدار وطرح الأوراق المالية للإكتتاب العام، وشروط الترخيص لشركات الأوراق المالية والخدمات التي تقدمها. أما قانون هيئة سوق رأس المال، فقد أنشأ هيئة إعتبارية تسمى " هيئة سوق رأس المال " وحدد أهدافها وصلاحياتها ومهامها، والتي تشمل الإشراف على سوق الأوراق المالية، والتنظيم والرقابة والإشراف على نشاطات المؤسسات التي تعمل في قطاعات سوق رأس المال.

## 4.6 الإستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية

ينقسم الإستثمار في السوق المالي حسب الجهة المستثمرة الى نوعين: إستثمار الشركات، وإستثمار الأفراد. ويمكن التمييز في كل منهما بين الإستثمار المحلي والإستثمار الأجنبي. ولتحليل الإستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن القيمة المثلى هي إعتبار قيمة الإستثمار المباشر في لحظة القيام به، إلا أن قانون الأوراق المالية الفلسطيني لا يسمح للسوق بالإفصاح عن هذه البيانات لأي شخص حفاظا على سرية المعلومات الخاصة بالمستثمرين. وفي دراسة أعدت من قبل معهد أبحاث السياسات الإقتصادية الفلسطيني (ماس، 2008)، قامت الدراسة بتحديد واقع الإستثمار الأجنبي في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك بتحليل القيمة السوقية لأسهم المستثمرين الأجانب في نهاية العام، وذلك بضرب عدد الأسهم المملوكة للأجانب بسعر إغلاق هذه الأسهم نهاية العام.

كما يتضح من جدول رقم 8 فإن نسبة الأسهم المملوكة للأجانب لم تتجاوز 44 في المائة في الفترة ما بين العامين 2001-2006. وعلى الرغم من أن هذه النسبة لم تتغير كثيرا خلال تلك الفترة كثيرا، فإن عدد الأسهم المملوكة للأجانب قد إرتفع الى أكثر من الضعف ليصل الى 335.5 مليون سهم في عام 2006. ويمكن أن يعزى ذلك لدخول مستثمرون جدد الى السوق بشكل مباشر، أو لإدراج شركات جديدة في سوق فلسطين مملوكة للأجانب<sup>3</sup>.

جدول 8: عدد الأسهم موزعة حسب الجهة المستثمرة (2001-2006)

السنة	إجمالي عدد الأسهم	إستثمار محلي	إستثمار أجنبي	نسبة الأسهم المملوكة للأجانب (%)	مساهمون غير مكتملي البيانات
2001	360,498,984	198,710,154	151,865,870	42	9,922,960
2002	361,171,609	198,493,352	152,755,297	42	9,922,960
2003	390,595,183	209,810,730	170,861,493	44	9,922,960
2004	467,754,350	284,167,129	173,301,344	37	10,285,877
2005	576,410,724	334,797,796	226,868,865	39	14,744,063
2006	836,905,226	459,855,363	355,501,772	42	21,548,091

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة

<sup>3</sup> لا تتوفر بيانات مفصلة حول طبيعة الإستثمار، وهل يمثل إكتتاب أولي أو دخول شريك إستراتيجي (توسيع رأس المال)، أو شراء أسهم لشركات قائمة. كما أنه يوجد هناك مشكلة في تعريف الأجنبي، أي غير حامل الهوية الفلسطينية، ويمكن أن يكون هناك نسبة عالية جدا من الإستثمارات المملوكة للأجانب، تعود الى فلسطينيين يعيشون في الدول المجاورة ولا يملكون حق الإقامة في فلسطين

ويلاحظ من الجدول 8 أن تصنيف المستثمرين كمحليين وأجانب بدأ منذ عام 2001 فقط، كذلك هناك العديد من المساهمين ( أو الأسهم المملوكة) ليسوا مصنفيين كمحليين أو أجانب، أي مساهمين غير مكتملي البيانات، وهذه الأسهم في زيادة لا نقصان. كما يلاحظ وجود نقص في التصنيف، حيث يجب تصنيف المساهمين سواء محليين أو أجانب الى شركات وأفراد، الأمر الذي يوضح مدى إهتمام الشركات في الإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. وعلى سبيل المثال، يمكن معرفة مدى إهتمام البنوك في الإستثمار في الأوراق المالية، أو مدى إهتمام الشركات المحلية والأجنبية في إنشاء شركات فلسطينية أو تداول أسهمها وغيرها. أما فيما يخص القيمة السوقية للإستثمارات الأجنبية في أسهم الشركات المدرجة وذلك بعد تحويلها الى نسب موزعة على القطاعات المختلفة، لبيان أهمية القطاع بالنسبة للمستثمرين الأجانب، فيشير الجدول رقم 9 الى التوزيع النسبي للقيمة السوقية للإستثمارات الأجنبية للقطاعات المختلفة في سوق فلسطين للأوراق المالية. فيلاحظ أن نسبة الإستثمارات الأجنبية في القطاع الصناعي بقيت كما هي طوال السنوات ما بين 2001-2005، وأن حصة الأجانب في هذا القطاع إرتفعت الى 28 في المائة، وفي قطاع البنوك شكلت نسبة الإستثمار الأجنبي أكثر من 50 في المائة، عدا العام 2005 الذي انخفضت فيه الى 36.2 في المائة ثم واصلت إنخفاضها الى 11.3 في المائة في العام 2006.

جدول 9: التوزيع النسبي للقيمة السوقية للإستثمارات الأجنبية بين القطاعات (2001-2006)

القطاع	نسبة الإستثمار الأجنبي					
	2006	2005	2004	2003	2002	2001
الصناعة	28	5.7	4.3	5.1	6	6.4
الخدمات	13.1	49.9	37.2	43.8	42.6	43.3
البنوك	11.3	36.2	54.4	52.3	52.1	52.7
التأمين	90.6	10	14.7	1	9.2	8.8
الإستثمار	27.8	51.1	46.6	47.5	44.7	47.1
القطاعات	47.4	45.8	37	40.8	40.4	42.4

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة

## 7- الخلاصة

تطرقت الدراسة الى الإستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الإستثمارات الأجنبية، حيث تم بداية التمييز ما بين الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر. ويتصف الإستثمار الأجنبي المباشر بطول الأمد والقيمة المضافة التي يضيفها الى الإقتصاد الوطني، بينما يتخذ الإستثمار الأجنبي غير المباشر شكل الإستثمارات المحفظة في الأسواق المالية للدولة المضيفة، وما يتبعه من إنعكاسات سلبية على السوق المالي المحلي في حال إنسحابه بصورة سريعة. ومن ثم إستعرضت الدراسة إتجاهات الإستثمارات الأجنبية وتدققاتها الى الدول المختلفة في العالم والدور الرئيسي الذي تلعبه أسواق رأس المال في النشاط الإقتصادي من خلال زيادة نسبة الإدخار في المجتمع، وتقليل تكاليف المعلومات والمعاملات، كما يساهم السوق المالي في دعم النمو الإقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية.

وحددت الدراسة متطلبات جذب الإستثمار في أسواق رأس المال العربية من خلال عوامل تعود على النظام السياسي والإقتصادي، وعوامل خاصة بالسوق المالي من حيث تنوع الأدوات الإستثمارية وزيادة كفاءة السوق. وفي ختام الدراسة تم التطرق الى واقع التجربة الفلسطينية ودور سوق فلسطين للأوراق المالية في جذب الإستثمارات الأجنبية، حيث تم تحديد حجم الإستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية، ونسبة توزيعها على القطاعات المختلفة في السوق وذلك بعد التعرف على أداء سوق فلسطين للأوراق المالية خلال السنوات الماضية.



## المراجع

- الأونكتاد، قاعدة بيانات الإستثمار الأجنبي المباشر، 2007.
- سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل الشركات المساهمة العامة، 2007.
- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبوظبي، 2007.
- معهد أبحاث السياسات الإقتصادية الفلسطيني "ماس" ، تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الإستثمارات الخارجية، 2008.

Billmeier A. and Massa I., What drives stock market development in the Middle East and central Asia- institutions, remittances, or natural resources? IMF working paper, WP/07/157, 2007.

De La Torre A. Gozzi, J. C., and Schmukler S. L., Stock market development under globalization: Whither the gains from reforms? World Bank Policy Research, Working paper 4184, 2007.