



سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

دائرة الدراسات والأبحاث

2008/8

مقدمة

تهدف هذه الدراسة الى تشخيص واقع سوق فلسطين للأوراق المالية scanning study مقارنة مع الأسواق المالية العربية المحيطة وذلك من خلال إجراء دراسة مقارنة تشمل الجوانب الفنية والتنظيمية، ولهذا الغرض تم استخدام ثمانية أسواق عربية إضافة الى سوق فلسطين وهي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيتم الإشارة إليها اختصاراً أبو ظبي، سوق دبي العالمي (دبي)، سوق الأسهم السعودية (السعودية)، سوق البحرين للأوراق المالية (البحرين)، سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر)، سوق مسقط للأوراق المالية (عمان)، سوق عمان المالي (الأردن)، وبورصتي القاهرة والإسكندرية (مصر)، وسيتم استخداماً أساسياً كمية إحصائية في البحث، والبيانات الرئيسية المستخدمة هي أسعار الإغلاق اليومية للمؤشر العام لكل سوق من الأسواق محل الدراسة، وفي نهاية البحث وبناءً على النتائج العملية التي تم الحصول عليها، تم تحديد المشاكل الرئيسية التي يعاني منها سوق فلسطين للأوراق المالية وتحديد مقررات العلاج الازمة والاحتياجات البحثية المستقبلية.

نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية

إنطلقت المبادرة بإنشاء سوق مالية في فلسطين عام 1995، وكان ذلك من خلال فكرة ريادية من القطاع الخاص الفلسطيني، وتحديداً شركة فلسطين للتنمية والإستثمار (باديكو) التي باشرت وبالتنسيق والتعاون مع السلطة الوطنية الفلسطينية بالتمهيد لإنشاء السوق المالي، من أجل إستقطاب المدخرات الفلسطينية من داخل وخارج فلسطين وتشجيع تدفق الإستثمارات العربية والأجنبية، وكذلك من أجل تنظيم التداول بالأوراق المالية وتسهيله ضمن أجواء تضمن حماية الإستثمار. وقد تم في الرابع الأخير من العام 1996 توقيع إتفاقية تشغيل السوق مع وزارة المالية لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997 وقد استمرت رقابة وزارة المالية على سوق فلسطين للأوراق المالية إلى حيث تأسيس هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في عام 2005 كهيئة مستقلة تقوم بالدور الرقابي والإشرافي التنظيمي على قطاع الأوراق المالية في فلسطين.

وتشابه سوق فلسطين للأوراق المالية مع بعض الأسواق العربية من حيث حداثة النشأة، حيث تعتبر الأسواق العربية حديثة النشأة وأسواقاً ناشئة (emerging markets) وفقاً للمعايير الدولية. فقد تم تدشين غالبية الأسواق المالية العربية خلال العقدين المنصرمين باستثناء السوق المصري، بورصة القاهرة والإسكندرية، حيث وجدت في نهاية القرن الثامن عشر وتحديداً في العام 1888 إلا أن نشاط وتأثير تلك الأسواق مازال محدوداً على الساحة الدولية والإقليمية.

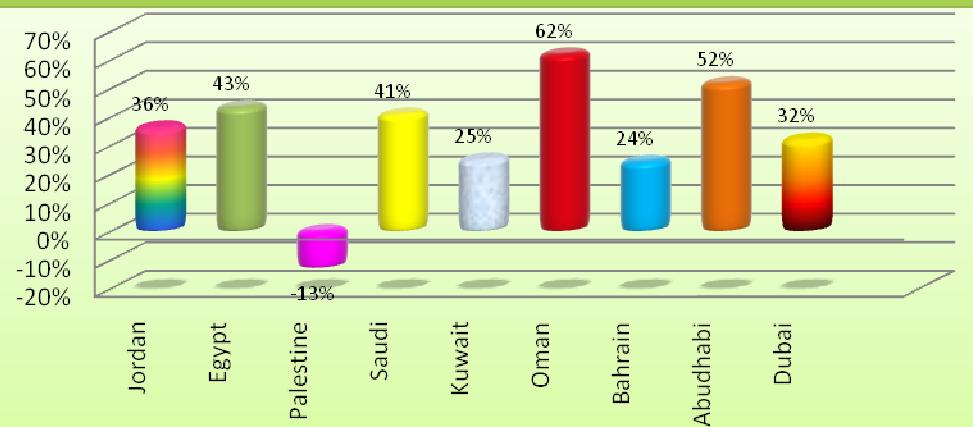
أداء مؤشر القدس مقارنة مع مؤشرات الأسواق العربية

يظهر الشكل رقم 1 التغير في أداء المؤشر العام للأسواق العربية بما فيها مؤشر القدس خلال عامي 2006 و 2007، حيث يلاحظ أن جميع أداء مؤشرات الأسواق العربية ارتفعت بنسبة تزيد عن 24% باستثناء سوق فلسطين للأوراق

المالية حيث شهد مؤشر القدس تراجعاً بنسبة 13% خلال عام 2007 مقارنة مع أداء العام 2006، ويعد ذلك إلى العديد من العوامل قد يكون أهمها الظروف السياسية التي تشهدها الساحة الفلسطينية.

أما من حيث أداء الأسواق العربية يلاحظ أن سوق مسقط للأوراق المالية شهد أكبر ارتفاع خلال عام 2007 حيث ارتفع المؤشر بنسبة 62% مما كان عليه في العام 2006، بليه سوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصة القاهرة والإسكندرية على التوالي.

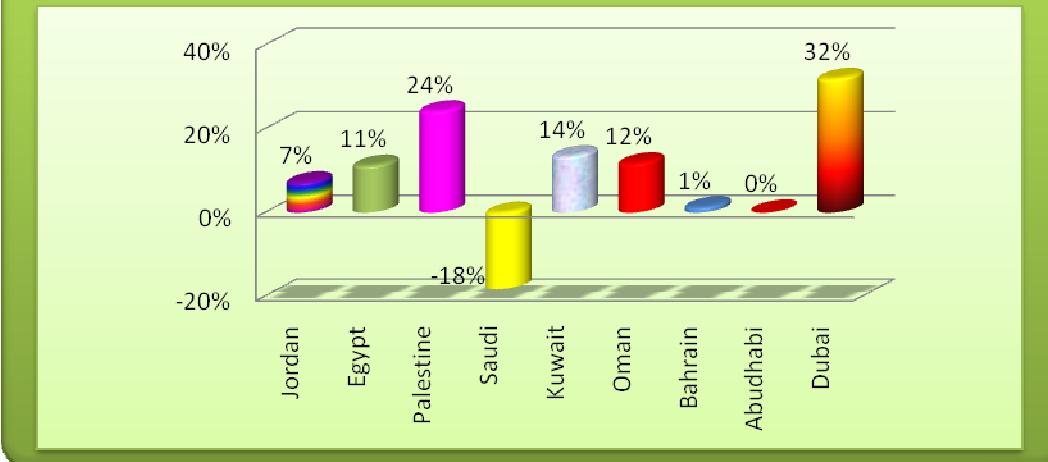
شكل رقم (١) : التغير في أداء مؤشرات الأسواق العربية لعام 2007-2006



وخلال الربع الأول من عام 2008، شهدت أداء مؤشرات الأسواق العربية تقلبات حادة حيث تراجع أداء مؤشر سوق الأسهم السعودي بصورة ملحوظة مما كان عليه خلال عام 2007 بينما ارتفع مؤشر سوق دبي المالي بنسبة 32% (انظر الشكل رقم 2).

أما فيما يخص أداء مؤشر القدس، فقد شهد تحسناً ملحوظاً خلال الربع الأول من عام 2008 وارتفع بنسبة 24% مما كان عليه في عام 2007.

شكل رقم (٢): التغير في أداء مؤشرات الأسواق العربية خلال الربع الأول من عام 2008



الإطار القانوني والتشريعي المنظم لعمل السوق

لجأت معظم الأسواق العربية إلى الفصل بين الوظيفة الرقابية والوظيفة التنفيذية على أسواق رأس المال، وذلك وفقاً للمعايير الدولية وتوصيات المنظمة الدولية لإتحاد الهيئات المشرفة على أسواق المال، حيث تناط مهمة التنظيم والمراقبة والإشراف على الأسواق المالية لجهات منبثقة عن القطاع العام وتمثلها هيئات سوق رأس المال، بينما ينبع دور التنفيذي بالسوق المالي نفسه. وفي هذا السياق سعت معظم الدول العربية إلى إيجاد وتحديث قوانين تتعلق بقطاع الأوراق المالية وتهدف إلى إعادة هيكلة الأسواق المالية وفصل الدور الإشرافي الذي يقوم بمراقبة وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية ووضع السبيل الكفيلة لحماية المستثمرين، بينما ينبع دور التنفيذي بالسوق المالي نفسه من حيث يتم تداول تلك الأوراق المالية وعمليات التسوية والتقارص ونقل الملكية. والمعلومات الواردة في الجدول رقم (١) تعطي لمحة عن هيكلية الأسواق المالية محل الدراسة:

جدول رقم 1: هيكلية الأسواق العربية

السوق	فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي	وجود سوق أولي وثانوي	فقط سوق ثانوي	مدة التسوية
البحرين	لا	-	نعم	T+2
مصر	نعم	نعم	-	T+3
الأردن	نعم	نعم	-	T+3
فلسطين	نعم	-	نعم	T+3
الكويت	لا	-	نعم	T+3
السعودية	لا	-	نعم	T+2
سلطنة عمان	نعم	نعم	-	T+3
الإمارات	نعم	نعم	-	T+3

إن التنظيم القانوني يعتبر العنصر الأساسي في تحقيق العدل وتكافؤ الفرص بين كافة الأطراف ذات العلاقة بقطاع سوق رأس المال، وتوفير بيئة صديقة ومواتية للاستثمار، ومن هذا المنطلق شهد الإطار التشريعي والقانوني المنظم لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية تحولاً جوهرياً منذ ثلاثة أعوام وذلك بعد إصدار قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 وقانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004 والذي بموجبه تم إنشاء هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في العام 2005 وفصل الدور الرقابي والإشرافي عن الدور التنفيذي بحيث تقوم الهيئة بكافة مهام الرقابة والإشراف على قطاعات سوق رأس المال في فلسطين.

وتنقسم الهيكلية القانونية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام وهي القوانين، الأنظمة، التعليمات

أما فيما يخص الفترة التي سبقت إصدار قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 (حيث تم إنشاء السوق المالي في العام 1997) فكان يتم العمل في السوق استناداً لاتفاقية التشغيل المبرمة ما بين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية من جهة والسلطة الوطنية الفلسطينية ممثلة بوزارة المالية من جهة أخرى، إضافة إلى مجموعة من الأنظمة التي تم إقرارها من قبل مجلس إدارة السوق، وحرصاً من الطرفين على إستقرار قطاع الأوراق المالية وتوفير الرقابة المطلوبة فقد كان يوجد في مقر السوق ممثل لوزارة المالية بشكل دائم.

أما القوانين المنظمة لعمل السوق فهي أربعة قوانين رئيسية:

- 1- قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004
- 2- قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004

3- قانون الشركات الأردني رقم (12) لسنة 1964 الساري المفعول في الضفة الغربية

4- قانون الشركات لسنة 1929 الساري المفعول في قطاع غزة

أولاً: قانون الأوراق المالية

حيث يعتبر قانون الأوراق المالية العصب الرئيسي لقطاع الأوراق المالية بما يتضمنه من قواعد وتنظيم للصلاحيات ما بين السوق وهيئة سوق رأس المال، ويحدد القانون صلاحيات الأطراف ذات العلاقة بعمل سوق رأس المال وخاصة السوق المالي وشركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق، ومن أهم المسائل التي يتطرق إليها القانون:

- تنظيم عملية إصدار وطرح الأوراق المالية للإكتتاب العام.
- تنظيم الأعمال التي يحق لشركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق ممارستها، ومن ضمنها تسويق الأوراق المالية، القيام بأعمال مستشار الاستثمار، الوساطة المالية وغيرها.
- تنظيم عملية تأسيس صناديق الاستثمار.
- تطرق القانون إلى إستغلال المعلومات الجوهرية وغير المنشورة والغش والخداع من قبل الأشخاص ذات العلاقة والمطبعين.
- تضمن القانون مجموعة من العقوبات والغرامات التي يمكن تطبيقها على الأشخاص المخالفين لحكمه.

ثانياً: قانون هيئة سوق رأس المال

حيث يعتبر قانون هيئة سوق رأس المال بمثابة قانون تنظيمي يحدد ويعزز مفهوم فصل الدور الرقابي الإشرافي على قطاع الأوراق المالية عن الدور التنفيذي، وبخول القانون هيئة سوق رأس المال مجموعة من المهام والصلاحيات والتي ببناء عليها تقوم الهيئة بممارسة دورها الرقابي الإشرافي. ويحدد القانون القطاعات الخاضعة لرقابة وإشراف هيئة سوق رأس المال وهي قطاع الأوراق المالية، قطاع التأمين، قطاع التأجير التمويلي، قطاع الرهن العقاري، وقطاع المؤسسات المالية غير المصرفية.

ثالثاً: قانون الشركات

يكسب قانون الشركات أهمية فائقة كونه ينظم القطاع الاقتصادي من حيث آلية تأسيس الشركات والأدوات المالية والإستثمارية المسموح لها طرحها للإكتتاب العام. وهنا تبرز الأهمية القصوى لإصدار قانون شركات حديث وعصري يواكب التطورات والتغيرات المستجدة على الساحة الاقتصادية خصوصاً أن قانون الشركات ساري المفعول حالياً قديم جداً إضافة إلى عدم توحد القانون بين الضفة الغربية وقطاع غزة. وهناك محاولات حثيثة لإصدار قانون شركات عصري، إلا أنه لم يتم إقراره بعد وذلك بسبب الظروف السياسية السائدة في فلسطين.

ويشمل القسم الثاني من البنية القانونية لسوق فلسطين مجموعة من الأنظمة ومن أهمها:

- نظام العضوية: وهو عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام التي تحكم وتنظم عضوية شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق المالي وتحدد صلاحياتها وواجباتها.
- نظام التداول: وهو عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام التي تحكم وتنظم عمليات تداول الأوراق المالية ويحدد واجبات وصلاحيات السوق تجاه تنظيم عمليات التداول.
- نظام الإدراج: ويشمل مجموعة القواعد والأحكام التي تحكم وتنظم عملية إدراج الشركات المساهمة العامة في السوق المالي ويحدد الحقوق التي تتمتع بها والواجبات المطلوبة منها.
- نظام الإفصاح: وهو عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام التي تحكم وتنظم إفصاح الشركات عن بياناتها المالية الختامية والربعية والنصف سنوية، بالإضافة إلى تنظيمه لإفصاح المطلعين.

وتجر الإشارة إلى أن معظم هذه الأنظمة قد تم إصدارها من قبل سوق فلسطين للأوراق المالية قبل تأسيس هيئة سوق رأس المال، حيث باشر سوق فلسطين للأوراق المالية أعماله قبل تأسيس هيئة سوق رأس المال بسبعين سنة، وقد تم مصادقة الهيئة على هذه الأنظمة بعد تأسيسها.

والقسم الثالث للبنية القانونية لقطاع الأوراق المالية سوق فلسطين هو التعليمات الصادرة من حين لآخر بشرط توافقها مع القوانين والأنظمة السارية ومنها تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، تعليمات ترخيص صناديق الاستثمار وغيرها من التعليمات.

يلاحظ مما سبق أن سوق فلسطين للأوراق المالية يقوم بدور إصدار الأنظمة والتعليمات ويقوم ببعض مهام المراقبة والإشراف كعمليات التفتيش على شركات الوساطة، ويمكن أن يعود ذلك لسبب إنشاء سوق فلسطين بفترة تسقيف إنشاء الهيئة.

البيئة التقنية لسوق فلسطين للأوراق المالية

يستخدم سوق فلسطين للأوراق المالية منظومة تكنولوجية متقدمة ومتطورة وذلك مقارنة مع الأسواق المالية العربية المحيطة، ويعتبر سوق فلسطين من أوائل الأسواق في المنطقة التي تستخدم أنظمة مؤتمته بالكامل للتداول ومركز الإيداع والتحويل، تلتها فيما بعد العديد من الأسواق المالية العربية، وتمكن هذه الأنظمة المستثمرين من تداول الأوراق المالية عن بعد دون الحاجة إلى التواجد الفعلي في مبني السوق المالي، ويستخدم سوق فلسطين أنظمة تشغيل عالية الموثوقية ومواكبة لأنظمة المستخدمة في الأسواق الإقليمية والدولية مثل، OS 400، AIX . تعتمد السوق نظام التداول Horizon ونظام مركز الإيداع والتحويل Equator.

وأطلقت سوق فلسطين للأوراق المالية مجموعة من الخدمات المقدمة لجمهور المستخدمين بإستخدام أحدث التكنولوجيا منها:

- التداول عبر الإنترنٌت وتهدف إلى التسهيل على المستثمر والتداول من أي مكان يتواجد به، وخصوصاً في ظل الظروف السياسية السائدة في فلسطين.
- منظومة متطرفة لبث المعلومات في السوق وتشمل موقع الإنترنٌت، ومراقب السوق market watch، ونشرة التداول اليومية والتقارير الإحصائية، البث المباشر الخاص باللوحات الإلكترونية والتلفزيونية، البث المباشر لمعلومات التداول على شكل رسائل قصيرة SMS، بث شريط التداول عبر المحطات التلفزيونية المحلية، ونظام البث المباشر على شبكة رويتز PS/equity.

الأدوات الاستثمارية المستخدمة في سوق فلسطين للأوراق المالية

ما لا شك فيه أن محدودية الأدوات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين تحد من سيولة وعمق السوق وبالتالي تؤثر سلباً على جانب الطلب على الأوراق المالية، ولهذا تسعى جميع الأسواق المالية إلى العمل على تنوع الأدوات الاستثمارية المعروضة في السوق المالي للتداول، وتحث الشركات على طرح أدوات إستثمارية غير الأدوات التقليدية كالأسهم والسنادات.

وأثبت معظم الأسواق العربية على تنوع أدواتها الاستثمارية وذلك لجذب المستثمرين وتحفيز الطلب، والجدول رقم (2) يوضح الأدوات الاستثمارية المستخدمة في أسواق المال العربية ومن ضمنها سوق فلسطين.

جدول رقم 2: أدوات الاستثمار المستخدمة في أسواق المال العربية

السوق	الأدوات الاستثمارية
الأردن	الأسهم السنادات وحدات صناديق الاستثمار
فلسطين	الأسهم الأسهم العادية الأسهم الممتازة السنادات الحكومية سنادات الشركات صناديق الاستثمار المغلقة
مصر	

الأوراق المالية	الأسهم	الكويت
صناديق الاستثمار		
الخيارات		
العقود الآجلة		
الأسهم	الأسهم	لبنان
صناديق الاستثمار		
السندات		
الأسهم	الأسهم	السعودية
السندات		
صناديق الاستثمار		
الأسهم	الأسهم	عمان
السندات		
صناديق الاستثمار		
الأسهم	الأسهم	الإمارات
السندات		
الصكوك الإسلامية		
صناديق الاستثمار		

يلاحظ من الجدول السابق تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة في جميع الأسواق العربية بإستثناء سوق فلسطين للأوراق المالية الذي ينحصر فيه التداول على الأسهم العادي فقط، الأمر الذي يحد من خيارات المستثمرين وكذلك يحد من القراءة التمويلية للشركات المدرجة وإضطرارها إلى اللجوء إلى الإقراض البنكي الذي يتصرف بقصر الأجل وارتفاع التكلفة، وتداول أداة إستثمارية وحيدة لها إنعكاسات سلبية على أداء السوق مثل صغر حجم السوق وضعف مستويات نسب التداول إضافة إلى عزوف وإنحسار الاستثمار المؤسسي.

حجم السوق Market size

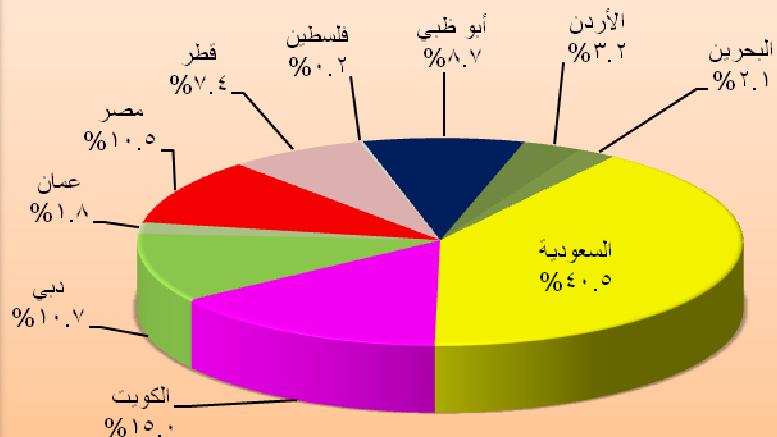
يعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية من أصغر الأسواق العربية وفقاً لمعايير الحجم، فالقيمة السوقية لسوق فلسطين (إحدى معايير الحجم) تمثل أقل من 1% (2475 مليون دولار نهاية العام 2007) من إجمالي القيمة السوقية للأأسواق العربية محل الدراسة في نهاية العام 2007. ويتبين من الشكل رقم 3 أن سوق الأسهم السعودي يتتصدر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، حيث يشكل ما نسبته 40% من إجمالي القيمة السوقية للأسوق العربية (522721 مليون دولار في نهاية العام 2007)، يليه سوق الكويت.

جدول رقم 3: الحجم النسبي للأسواق المالية العربية (مليون \$)

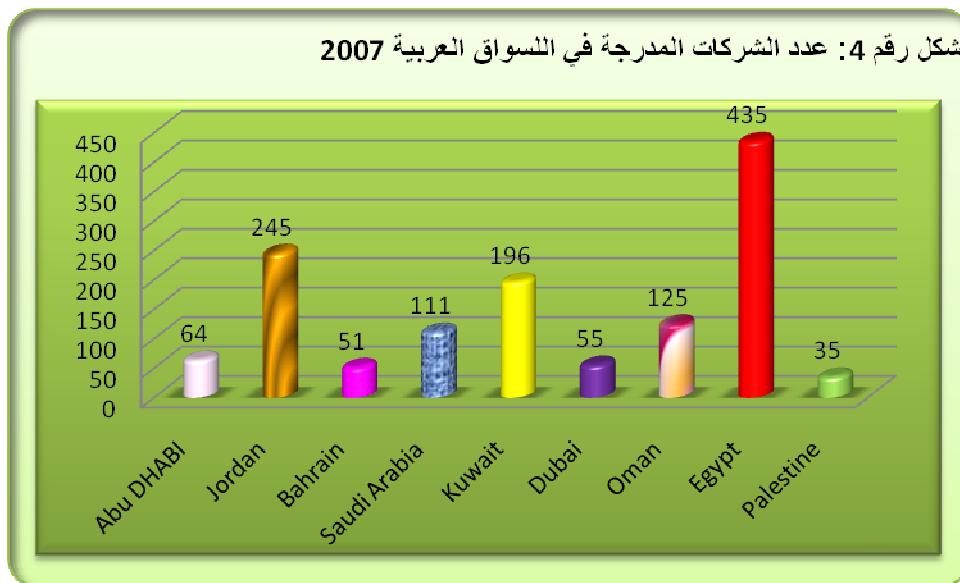
السوق	المجموع	2006	2007
أبو ظبي		80,745	112,160
الأردن		29,729	41,298
البحرين		21,122	26,796
السعودية		326,869	522,721
الكويت		105,950	193,513
دبي		86,895	138,698
عمان		13,033	22,767
مصر		93,496	134,904
قطر		60,905	95,505
فلسطين		2,729	2,475
المجموع		823,478.81	1,292,843.38

المصدر: صندوق النقد العربي

شكل رقم 3: الحجم النسبي للأسواق المالية العربية 2007



أما من حيث عدد الشركات المدرجة، والتي تشير إلى الخيارات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، فتحتل سوق فلسطين المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة في نهاية عام 2007 (35 شركة) مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى. وتتصدر مصر الأسواق العربية من حيث عدد الشركات المدرجة (435 شركة) تليها الأردن (245 شركة) والكويت (196 شركة).



وإذا أخذنا القيمة السوقية نسبة إلى عدد الشركات المدرجة، فإننا نحصل على معدل القيمة السوقية للشركة المدرجة وهذا تحول السعودية المقدمة من حيث معدل القيمة السوقية للشركة المدرجة (4709.2 مليون دولار) تليها سوق دبي (2521.78 دولار)، في حين متوسط القيمة السوقية لسوق فلسطين لا تتعدي 70.71 مليون دولار (أنظر جدول رقم .4)

جدول رقم 4: متوسط القيمة السوقية للشركات المدرجة لعام 2007 (مليون دولار)

أبو ظبي	1,752.49
الأردن	168.57
البحرين	525.41
السعودية	4,709.20
الكويت	987.31
دبي	2,521.78
عمان	182.14
مصر	310.12
فلسطين	70.71

ومن حيث الأهمية النسبية والدور الذي يلعبه سوق فلسطين في الاقتصاد الفلسطيني، فيمكن الإشارة إليها بعدة مقاييس من أهمها نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي بلغت في نهاية عام 2007 ما نسبته 60% تقريرياً من الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي يبرز أهمية الدور الذي يلعبه سوق فلسطين للأوراق المالية في الاقتصاد الفلسطيني. وتتفاوت هذه النسبة فيما يخص الأسواق العربية وأهميتها لاقتصاديات تلك الدول، فتمثل القيمة السوقية لسوق عمان المالي ما نسبته 289% من الناتج المحلي الأردني، 190% فيما يخص الكويت و 150% السعودية (انظر جدول رقم 5).

جدول رقم 5: القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2007

أبو ظبي	68.03%
الأردن	289.65%
البحرين	169.29%
السعودية	149.92%
الكويت	189.90%
دبي	84.13%
عمان	63.85%
مصر	125.63%
قطر	181.15%
فلسطين	59.32%

مؤشرات السيولة Liquidity indicators

تعتبر سيولة السوق market liquidity من أهم العوامل التي تسعى الأسواق المالية إلى تحقيقها، ومن أهم مؤشرات السيولة معدل الدوران turn over ratio، عدد الأسهم المتداولة، قيمة الأسهم المتداولة، و قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

وفي هذا السياق تشير البيانات الواردة في جدول رقم (6) إلى أن سوق الأسهم السعودي تعتبر من أنشط الأسواق العربية في نهاية عام 2007 حيث بلغ معدل الدوران السنوي 130% يليه سوق دبي المالي (74%)، أما فيما يخص سوق فلسطين للأوراق المالية فقد بلغ معدل الدوران للعام 2007 33%， وقيمة الأسهم المتداولة 814 مليون دولار وتشكل ما نسبته 19% من الناتج المحلي الإجمالي، كما تشير المعلومات الواردة في جدول رقم 4 إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية لديه أقل معدل حجم تداول يومي (3.28 مليون دولار) مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى محل التداول، الأمر الذي يشير جلياً إلى أن سوق فلسطين يعاني من ضعف في السيولة.

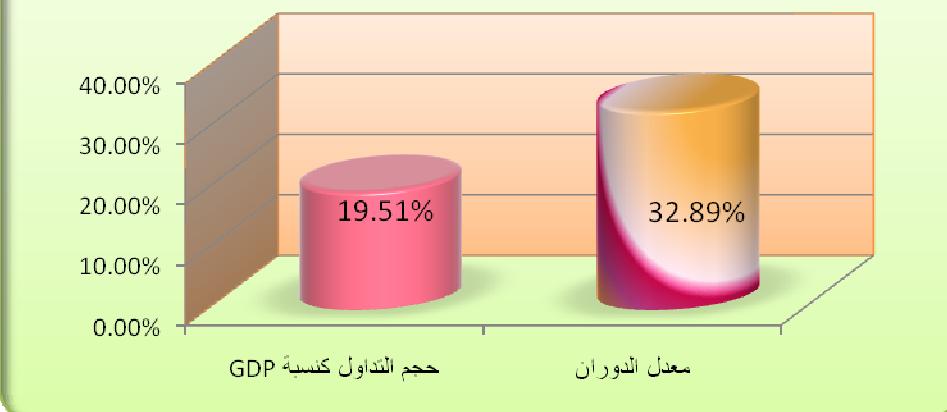
جدول رقم 6: بعض مؤشرات السيولة لعام 2007

السوق	قيمة الأسهم المتداولة (مليون \$)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل حجم التداول اليومي (مليون \$)	معدل الدوران	حجم التداول كنسبة GDP
أبو ظبي	47,746	52,067	189.50	42.57%	28.96%
الأردن	17,424	4,479	70.50	42.19%	122.21%
البحرين	1,069	851	4.30	3.99%	6.75%
السعودية	682,287	57,886	2,751.20	130.53%	195.68%
الكويت	130,896	70,417	529.90	67.64%	128.45%
دبي	103,297	105,257	409.90	74.48%	62.66%
فلسطين	814	300	3.28	32.89%	19.51%
عمان	5,211	2,742	21.00	22.89%	14.61%
قطر	29,927	3,411	118.80	31.34%	56.76%
مصر	64,772	15,752	258.10	48.01%	60.32%

شكل رقم 5: بعض مؤشرات السيولة لسوق فلسطين 2007



شكل رقم 6: بعض مؤشرات السيولة لسوق فلسطين 2007



تقييم الأداء المالي Financial Valuation

يظهر جدول رقم (7) بعض مؤشرات الأداء المالي لسوق فلسطين للأوراق المالية مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى، وهذه المؤشرات هي نسبة القيمة السوقية إلى العائد على السهم (سعر الإغلاق مقسوماً على عائد السهم الواحد) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (سعر الإغلاق مقسوماً على القيمة الدفترية للسهم).

وتقيس هذه النسب مدى كلفة هذه الأسواق للمستثمر، فعلى سبيل المثال عندما تكون P/E ratio تساوي 13.59 مرة فإن ذلك يعني أن المستثمر يدفع سعر لذلك السهم أكبر بـ 13 مرة من عائد السهم الفعلي، وتشير البيانات الواردة في جدول رقم (7) إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية يعتبر من أقل الأسواق كلفة (بالاعتماد على نسبة P/BV) ويأتي في المرتبة الثانية بعد سوق البحرين (اعتماداً على نسبة P/E).

جدول رقم 7: بعض مؤشرات الأداء المالي لأسواق المال العربية

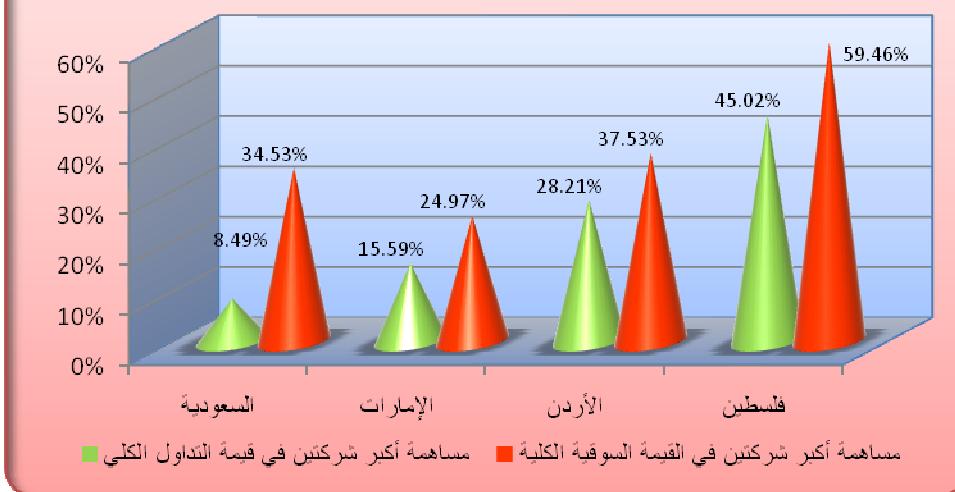
P/BV ratio (times)	P/E ratio (times)	السوق
3	28	الأردن
2.1	13.1	البحرين
4.3	23.2	السعودية
4	14.7	عمان
2.9	16.3	أبو ظبي
2.9	16.5	دبي
1.43	13.59	فلسطين

ويعتبر سوق عمان المالي (الأردن) من أكثر أسواق المال العربية كلفة (P/E ratio) يليه سوق الأسهم السعودي . وبمفهوم التحليل المالي، كلما كبرت هذه النسب للسوق المالي فإنها تعطي مؤشر حول تضخيم أسعار الأسهم في ذلك السوق Over valued، وهناك عدة أسباب لهذه الظاهرة منها حدة المضاربات أو الأيدي الساخنة كما تسمى أحياناً وضعف الكفاءة التسعيرية للسوق المالي .

تركيز السوق Market Concentration

تعتبر ظاهرة تركيز السوق من أهم المعوقات التي تؤثر سلباً على سيولة السوق، ويقصد بتركيز السوق market concentration هو إنحسار معظم أنشطة السوق بعدد محدود جداً من الشركات المدرجة (في الغالب شركتين أو ثلاثة) بحيث تستحوذ هذه الشركات على نسبة كبيرة من أنشطة التداول والقيمة السوقية للسوق، وتعد هذه الظاهرة سمة من سمات الأسواق المالية الناشئة Emerging markets ، ويعاني سوق فلسطين بشكل خاص من هذه الظاهرة، حيث يلاحظ من شكل رقم (7) إستحواذ أكبر شركتين مدرجتين في السوق (مصنفة على أساس القيمة السوقية وحجم التداول) على ما نسبته 59% و 45% من القيمة السوقية الإجمالية وقيمة التداول الكلي للسوق على التوالي.

شكل رقم 7: مؤشرات تركيز أسواق المال العربية



جدول رقم 7: مساهمة أكبر شركتين في سوق فلسطين للأوراق المالية في حجم النشاط الكلي للسوق، 2007

النسبة الى السوق	النسبة الى السوق	النسبة الى السوق	النسبة الى حجم التداول الكلي	النسبة الى قيمة السوقية الكلية
22.53%	25.14%	21.86%	24.74%	شركة فلسطين للتنمية والإستثمار
37.01%	12.33%	23.16%	9.78%	الإتصالات الفلسطينية

ومقارنة مع الأسواق العربية تعد سوق فلسطين من أشد الأسواق تركيزا highly concentrated market الذي يحد من سيولة السوق و يؤدي الى ظاهرة قلة التداول thin trading or infrequent trading والتي سيتم التطرق لها لاحقا بالتفصيل. أما في حالة الأردن فيلاحظ أن مساهمة أكبر شركتين مدرجتين في سوق عمان المالي في القيمة السوقية الكلية تبلغ 38%， بينما تبلغ هذه النسبة 35% في كل من الإمارات العربية المتحدة وال Saudia على التوالي.

ومن الإنعكاسات السلبية لظاهرة تركز السوق تأثيرها على المؤشر العام للسوق، ففي حالة مؤشر القدس فإنه يتم احتسابه مرجحا بالقيمة السوقية value weighted index الذي يعكس تركيز السوق على المؤشر العام بصورة تلقائية، حيث يزداد الوزن النسبي لشركة أو شركتين بصورة كبيرة في المؤشر العام للأسعار.

قلة التداول Infrequent Trading

يقصد بقلة التداول عدم تداول أسهم بعض الشركات المدرجة لفترات طويلة من الزمن قد تصل لعدة أشهر في بعض الأحيان كما هو الحال في بعض الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقلة التداول ظاهرة منتشرة في معظم الأسواق المالية الناشئة Emerging markets .

وهناك نوعين من قلة التداول، النوع الأول يحدث عندما يتم تداول السهم خلال الفترة الزمنية محل القياس interval ولنقل جلسة التداول مثلا ، ولكن ليس بالضرورة في نهاية الجلسة أو الفترة وتسمى هذه الظاهرة بالتداول غير المتزامن non-synchronous trading، والنوع الآخر لقلة التداول يحدث عندما لا يتم تداول سهم الشركة إطلاقا خلال جلسة التداول أو عدة جلسات تداول ويسمى هذا النوع عدم التداول non-trading، ويعتبر الفاصل الزمني المستخدم في عملية القياس هو الأساس في التمييز بين التداول غير المتزامن وعدم التداول، فكلما صغرت الفاصل الزمني يتتحول التداول غير المتزامن إلى عدم تداول، فمثلا عند قياس العوائد على أساس شهري فإن معظم الأسهم تكون قد تم تداولها على الأقل مرة واحدة خلال الشهر ولكن ليس بالضرورة في آخر يوم في الشهر (تاريخ احتساب

العوائد) فهذا هو التداول غير المتزامن، أما في حال قياس العوائد خلال فترة زمنية قصيرة ولنقول 15 دقيقة 15 minutes interval فإنه من الطبيعي أن لا يتم تداول جميع الأسهم خلال هذه الفترة الزمنية وهذا ما يطلق عليه عدم التداول.

والتمييز بين هذين النوعين مهم جداً من حيث آلية إيجاد الحلول لظاهرة قلة التداول ولهذا السبب تم الإسهاب قليلاً في الجانب التقني لموضوع قلة التداول، ولظاهرة قلة التداول إنعكاسات سلبية عديدة على أداء الأسواق المالية ومن أهمها عدم تقييم الورقة المالية بالقيمة الصحيحة، فعندما يقوم مدراء المحافظ والمستثمرين باستخدام الأساليب الإحصائية الكمية في تحديد خياراتهم من الأسهم المتاحة فإن أسعار الأوراق المالية التي لم يتم تداولها لفترات طويلة، لا تعكس القيمة العادلة لهذه الورقة وبالتالي تؤدي إلى ما يسمى بالخداع أو الوهم الإحصائي statistical illusion، وتظهر نوع من الترابط الزمني الوهمي في سلسلة أسعار الورقة المالية serial correlation من الناحية الإحصائية التقنية وبالتالي تؤدي إلى إستنتاجات إحصائية خاطئة تؤثر على القرار الاستثماري المتخذ.

ومن الإنعكاسات السلبية لقلة التداول للورقة المالية وجود ما يسمى بالعلاقة غير الخطية لاستجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الواردة للسوق، فمن أهم خصائص السوق الكفؤ efficient market (المقصود هنا الكفاءة السعرية أو كفاءة التسعير والتي سيتم التطرق لها لاحقاً) أن أسعار الأوراق المالية تستجيب بصورة خطية وسريعة للمعلومات الواردة إلى السوق بحيث لا يمكن لأحد من المتعاملين الاستفادة من هذه المعلومات دون غيره وتحقيق أرباحاً غير عادلة نتيجة المتأخرة بهذه المعلومات، لأنها وبكل بساطة معلومات متوفرة للجميع وانعكست بصورة سريعة في أسعار الورقة المالية.

وبالرجوع إلى سوق فلسطين للأوراق المالية يلاحظ أن ظاهرة قلة التداول (وتحديداً عدم التداول للورقة المالية وفقاً للتصنيف أعلاه) هي سمة مميزة لمعظم الأسهم المدرجة في السوق، حيث في كثير من الحالات قد تمر عدة أشهر على بعض الأوراق المالية المدرجة دون أن يتم تداولها ولو لمرة واحدة. ويظهر الجدول رقم (8) بعض المؤشرات الرئيسية لظاهرة قلة التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث يظهر أنشطة التداول لبعض الشركات المدرجة لعام 2007.

جدول رقم 8: بعض مؤشرات قلة التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية

اسم الشركة	عدد الصحفيات المنفذة	عدد الأسهم المتداولة
الشركة العربية لمنتجات الباطون	110	2
العربية لصناعة الدهانات	12233	21
المستثمرون العرب	119802	91
جراند بارك للفنادق	0	0
القدس للاستثمار العقاري	627969	17
المشرق للتأمين	46337	78
المجموع	806451	209
النسبة من إجمالي نشاط السوق	0.27%	0.13%

فعلى سبيل المثال الشركة العربية لمنتجات الباطون تم تداول 110 سهم من أسهمها فقط ومن خلال صفقتين طوال عام 2007 أي لم يتم تداول سهم الشركة سوى مرتين خلال عام 2007. وتمثل الشركات الواردة في الجدول ما نسبته 17% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوق في حين بلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة لهذه الشركات إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق 0.27% ، وما نسبته 0.13% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة أي أقل من 0.5%， الأمر الذي يشير إلى حجم مشكلة قلة التداول (عدم التداول) التي يعاني منها سوق فلسطين للأوراق المالية.

ومن المعروف أن ظاهرة عدم التداول لبعض الأوراق المالية تعكس سلباً على أداء السوق المالي بشكل عام وعلى المستثمرين، حيث بالإضافة إلى الآثار السلبية الفنية لقلة التداول والتي تم ذكرها سابقاً، تؤثر قلة التداول على سيولة السوق من الحد من قدرة المستثمرين على تعديل مراكزهم الاستثمارية وذلك من خلال بيع وشراء الأوراق المالية وزيادة المخاطر المرتبطة بعدم سيولة الورقة المالية، وكما هو معروف فإن سيولة الورقة المالية تعد من أهم العوامل المؤثرة في تحديد درجة المخاطرة المرتبطة بذلك الورقة، هذا إضافة إلى العوامل النفسية المرتبطة بظاهرة قلة التداول حيث إحجام المستثمرين عن تداول سهم معين يعطي إنطباعاً نفسياً سلبياً لدى المستثمرين عن سهم هذه الشركة، الأمر الذي قد لا يكون دقيقاً فيما لو تم اتخاذ القرار الاستثماري بناءً على أساس علمية وإجراء عمليات التحليل الفني والأساسي لسهم تلك الشركة.

وتعتبر ظاهرة قلة التداول من العوامل الرئيسية في تحديد درجة المخاطر لذلك السوق وللشركات المدرجة فيه، وهناك أسباباً عديدة لهذه الظاهرة ويتطلب معالجتها تضافر جهود جهات عديدة سيتم النظر فيها لاحقاً.

البيانات المستخدمة في التحليل الكمي

تم استخدام أسعار الإغلاق التاريخية (time series) للمؤشر العام لأسواق المال العربية محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من 1/1/1998 ولغاية 4/8/2008، وتحتلت هذه الفترة من سوق آخر وذلك بسبب تاريخ إنشاء السوق أو عدم توفر البيانات.

وتتجدر الإشارة إلى أن العائد هو المتغير الذي سيتم الاعتماد عليه وليس سعر الإغلاق، ويتم احتساب العائد وفقاً للمعادلة التالية:

$$R_t = 100\% * \log(P_t/P_{t-1})$$

حيث:

$$R_t = \text{العائد على مؤشر السوق}$$

$$P_t = \text{سعر الإغلاق للمؤشر العام}$$

$$P_{t-1} = \text{سعر الإغلاق في اليوم السابق للمؤشر العام}$$

ويشير الجدول رقم (9) الى الدلالات الإحصائية الأولية للسلسل الزمنية لعوائد المؤشر العام للأسواق العربية، وبالنظر الى متوسط العوائد (Mean) نجد أن أبو ظبي حقق أعلى عائد بمتوسط (0.1382)، بمعنى آخر فإن المؤشر العام لسوق أبو ظبي للأوراق المالية قد حقق عائد بنسبة 13.82% خلال فترة الدراسة، يليه سوق الكويت للأوراق المالية بينما يأتي سوق فلسطين في المرتبة الرابعة، حيث حقق مؤشر القدس عائداً بنسبة 7.73% خلال الفترة 1998/8/4 ولغاية 2008/1/1.

جدول رقم 9: البيانات الإحصائية الأولية لعوائد المؤشر العام لأسواق المال العربية

	PALESTINE	SAUDI	ABUDHABI	BAHRAIN	DUBAI	EGYPT	JORDAN	KUWAIT	OMAN
Mean	0.0773	0.0479	0.1382	0.0040	0.0435	0.0835	0.0702	0.1248	0.0304
Median	-0.0272	0.0989	0.0844	0.0068	0.0206	0.0274	0.0285	0.1341	0.0141
Maximum	27.2330	17.9204	14.1097	2.2304	21.6679	18.3692	72.5685	5.0469	6.8038
Minimum	-25.3643	-17.5253	-15.2536	-4.5817	-8.4913	-10.9751	-73.1956	-4.7773	-8.6990
Std. Dev.	1.9222	1.4531	1.6478	0.5153	1.0084	1.6623	2.2767	0.8347	0.8721
C.V Analysis	24.8668	30.3361	11.9233	130.4557	23.1816	19.9078	32.4316	6.6883	28.6875
Jarque-Bera	123,626.40	67,213.82	33,014.38	4,480.77	1,850,786.00	8,706.84	70,695,928.00	1,837.32	8,780.99
Probability	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Sum	1.5940	1.4641	1.6906	0.0630	0.4775	2.1917	1.8149	2.2208	0.7963
Sum Sq. Dev.	0.7619	0.6454	0.3318	0.0423	0.1115	0.7251	1.3405	0.1239	0.1993
Observations	2063	3058	1223	1595	1098	2625	2587	1779	2622

ولكن هناك الوجه الآخر في عملية تقييم عوائد الاستثمار ألا وهي المخاطر التي يتکبدها المستثمر في سبيل تحقيق تلك العوائد، فمن المتعارف عليه في أدبيات الاستثمار أنه كلما إزدادت المخاطر إزدادت العوائد التي يطلبها المستثمر والعكس صحيح، أي أنه إذا أراد المستثمر تحقيق عائد أعلى فعليه أن يتتحمل درجة أعلى من المخاطر. وهذه العلاقة الطردية ما بين العائد والمخاطر *Linear risk-return relationship* تفترض أن المستثمر رشيد Rational في إتخاذ قراراته الإستثمارية، أي أنه بطبيعته لا يحب المخاطر ويعمل على تجنبها *Riskverse* وبالتالي يطلب عائد أعلى مقابل تحمله درجة أعلى من المخاطر.

وهناك عدة مقاييس ومؤشرات لقياس المخاطر المرتبطة بالعائد منها البسيطة ومنها الأساليب الإحصائية المعقدة التي لا مجال لنذكرها هنا، ويمكن التعبير عن المخاطر من البيانات الإحصائية الواردة في جدول رقم (9) بمقدار تشتت أو تنبذب العوائد عن وسطها الحسابي والتي يعبر عنها بمقاييس الإنحراف المعياري standard deviation ، وبالنظر إلى الجدول أعلاه يلاحظ أن سوق عمان المالي يظهر أكبر نسبة من المخاطر (2.2767) بليه مباشرة سوق فلسطين للأوراق المالية (1.9222) والذي يحتل المرتبة الثانية بين الأسواق العربية من حيث درجة المخاطرة اعتماداً على مؤشر الإنحراف المعياري.

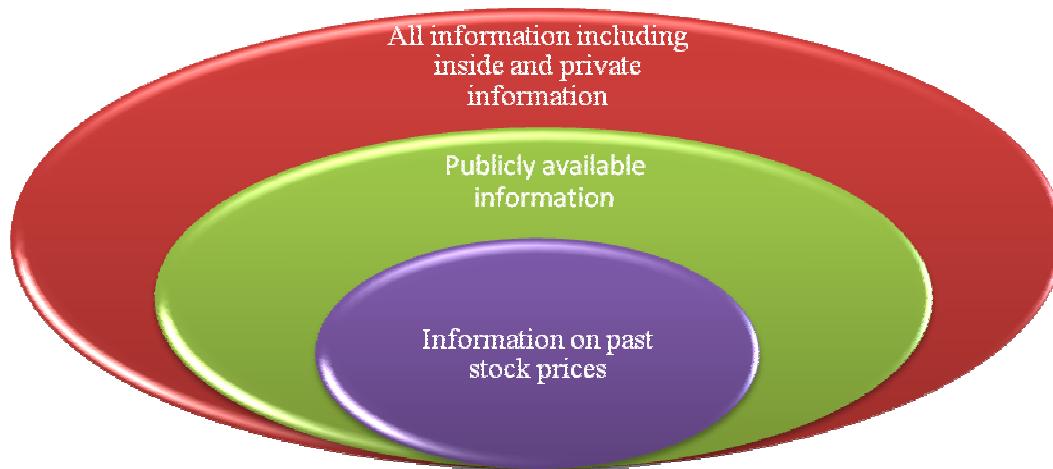
وهناك مقياس آخر لمدى تشتت العوائد *Coefficient of Volatility of returns* وهو معامل الإنحراف variation ويسمى أحياناً بتحليل معامل الإنحراف (C.V analysis)، وفي هذا السياق يلاحظ أن البحرين تتتصدر الأسواق العربية من حيث درجة المخاطرة تليها الأردن بينما تأتي فلسطين في المرتبة الخامسة من حيث درجة المخاطرة اعتماداً على تحليل معامل الإنحراف.

كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية

يعتبر موضوع كفاءة السوق المالي Market Efficiency من أهم المواضيع التي نوقشت وبحثت في مجال الأسواق المالية المتقدمة منها والناشئة. وببداية لابد من تحديد مفهوم الكفاءة، حيث يقصد بكفاءة السوق الكفاءة السعرية للسوق المالي وفقاً لمفهوم نظريات السوق الكفؤ (EMH) Efficient Market Hypothesis ، فهناك نوعين من الكفاءة في الأسواق المالية، الأولى تسمى الكفاءة الداخلية أو كفاءة التشغيل Operational Efficiency وهي مرتبطة بهيكلية السوق وسرعة ودقة إنجاز العمليات، والنوع الآخر من الكفاءة يسمى الكفاءة السعرية (أو الكفاءة الخارجية) Pricing Efficiency وهي سرعة إنعكاس المعلومات الواردة إلى السوق في سعر الورقة المالية، بحيث لا يستطيع أحد المتعاملين من تحقيق عوائد غير عادية Abnormal returns نتيجة حصوله على هذه المعلومات دون غيره، لأنها ببساطة متوفرة لدى الجميع وانعكست في أسعار الورقة المالية.

وكفاءة السعرية هي محل تركيزنا هنا، وتأتي الكفاءة السعرية ضمن مفهوم نظريات السوق الكفؤ، وتعتبر من أكثر وأهم المواضيع التي تم فحصها ودراستها عملياً في حقل التمويل وتحديداً أسواق المال، ووفقاً لنظريات السوق الكفؤ هناك ثلاثة مستويات للكفاءة :

- 1- الصيغة الضعيفة Weak-form efficiency : بحيث تعكس الأسعار جميع المعلومات التاريخية لسعر الورقة المالية، بمعنى آخر لا يمكن تحقيق عوائد غير عادلة إستناداً إلى المعلومات المتوفرة في سلسلة الأسعار التاريخية للورقة المالية.
- 2- الصيغة شبه القوية Semi-strong-form efficiency : بحيث يعكس سعر الورقة المالية إضافة إلى الأسعار التاريخية، جميع المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين (Publicly available information).).
- 3- الصيغة القوية Strong-form efficiency: بحيث يشمل سعر الورقة المالية إضافة إلى مجموعة المعلومات الواردة أعلاه، جميع المعلومات المتاحة بما في ذلك المعلومات الخاصة (Private information) وغير متاحة لجميع المتعاملين.
- والمستوى الثالث من الكفاءة يشمل ضمنياً المستويين الأول والثاني.



وتحقق معظم أسواق المال المتقدمة Matured markets الصيغة شبه القوية، بمعنى أنه لا يمكن لأحد من المتعاملين بالأوراق المالية من تحقيق عوائد إضافية (غير متوسط العوائد المتاح في السوق) نتيجة المتاجرة بالمعلومات، حيث أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع هذه المعلومات بصورة سريعة وفعالة، بينما تراوح معظم الأسواق الناشئة ما بين تحقيق وعدم تحقيق المستوى الأول من الكفاءة.

وفي هذا السياق، فإنه سيتم فحص المستوى الأول من الكفاءة السعرية (الصيغة الضعيفة) للأسواق المالية العربية محل الدراسة ومن ضمنها سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد يسأل سائل حول أهمية هذه الصيغة المختلفة للكفاءة، وماذا يعني لو كانت الأسواق العربية محل الدراسة أو بعضها غير كفؤ وفقاً للصيغة الضعيفة، فتكون الإجابة أن الكفاءة السعرية للسوق المالي تؤثر على آلية تسعير الأوراق المالية وشفافية التعامل وحماية المستثمرين ومدى كفاءة

وفعالية آلية الإفصاح المتتبعة في السوق، بحيث لا يستطيع أي متعامل نتيجة حصوله على معلومات محددة دون غيره من المستثمرين من تحقيق عوائد إضافية استناداً إلى هذه المعلومات، وهناك عدة عوامل تحد من كفاءة السوق السعرية لعل من أهمها ضعف السيولة وقلة التداول التي تم الإشارة إليها سابقاً وضحلة السوق.

وهناك عدة أساليب لقياس كفاءة السوق بصيغته الضعيفة، منها ما يسمى بأسلوب الخطى العشوائى Random Walk (RWM) وهو الذي سوف سيتم استخدامه هنا، ويقوم هذا الأسلوب بكل بساطة على قياس مدى قدرة أسعار الأمس بالتنبؤ بأسعار اليوم باستخدام تحليل الإنحدار للسلسل الزمنية لعوائد المؤشر العام لأسواق المال العربية وفقاً للمعادلة التالية:

$$R_t = a_0 + a_1 R_{t-1} + e$$

حيث:

$$R_t = \text{العائد في تاريخ } t$$

$$R_{t-1} = \text{العائد في اليوم السابق } t-1$$

$a_1 a_0$ هي معاملات Parameters يتم تقديرها باستخدام تحليل الإنحدار

وحتى يكون السوق المالي كفؤ وفقاً للصيغة الضعيفة، يجب أن تكون المعاملات a_0, a_1 لا تختلف عن الصفر إحصائياً، ويكون e residual term (متبقلاً وموزعاً بصورة متطابقة ومستقلة من الناحية الإحصائية (i.i.d))

بمعنى آخر، لو كان معامل R_{t-1} لا يختلف عن الصفر فإن ذلك يعني أن الأسعار التاريخية للمؤشر لديها قدرة تنبؤية للأسعار الحالية وبالتالي يمكن للمستثمرين بناء استراتيجيات تداول مبنية على الأسعار التاريخية.

الجدول رقم (10) يشير إلى نتائج التحليل المشار إليه أعلاه والذي تم تطبيقه على جميع الأسواق العربية محل الدراسة، حيث وجدت المعاملات a_0, a_1 أو أحدهما على الأقل يختلف عن الصفر وبدرجة معنوية إحصائية مقبولة (5%) لجميع الأسواق بـاستثناء سوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي، حيث تشير النتائج إلى أن جميع المعاملات لكل منها لا تختلف عن الصفر وذلك بالإستناد إلى t-value, P-value، الأمر الذي يشير إلى أن سوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي هي أسواق كفؤة بمفهوم الصيغة الضعيفة للكفاءة السعرية على عكس باقي الأسواق العربية والتي تشير النتائج إلى أنها أسواق لا تتمتع بالكفاءة السعرية.

جدول رقم 10: نتائج تحليل الكفاءة السعرية لأسواق المال العربية

Random Walk Model for Arab stock markets Indices					
Market		Coefficient	Std. error	t-value	P-value
Abu Dhabi	a_0	0.0010	0.0005	2.133	0.033
	a_1	0.3086	0.0272	11.330	0.000
Jordan	a_0	0.0010	0.0004	2.273	0.023
	a_1	-0.3554	0.0184	-19.327	0.000
Palestine	a_0	0.0007	0.0004	1.631	0.103
	a_1	0.1030	0.0219	4.701	0.000
Egypt	a_0	0.0007	0.0003	2.152	0.032
	a_1	0.1742	0.0192	9.057	0.000
Saudi	a_0	0.0005	0.0003	1.757	0.079
	a_1	0.0334	0.0181	1.846	0.065
Bahrain	a_0	0.0000	0.0001	0.286	0.775
	a_1	0.1736	0.0247	7.035	0.000
Oman	a_0	0.0002	0.0002	1.275	0.202
	a_1	0.3068	0.0186	16.501	0.000
Dubai	a_0	0.0004	0.0003	1.417	0.157
	a_1	0.0071	0.0302	0.235	0.814

والسؤال المهم هو، ماذا تعني هذه النتائج وما هي انعكاساتها على المستثمرين من جهة، وعلى إدارات الأسواق المالية والجهات المشرفة عليها من جهة أخرى. وبالنسبة لجمهور المستثمرين، تفيد النتائج بأن الأسواق المالية محل الدراسة ومن ضمنها سوق فلسطين للأوراق المالية هي أسواق لا تنتهي بالكافاءة التسعيرية (باستثناء السوق السعودي وسوق دبي)، بمعنى آخر يمكن لهؤلاء المستثمرين ومن خلال إتباع سياسات تداول مبنية على دراسات إحصائية لأسعار المؤشر العام التاريخية ، كالتحليل الفني مثلًا، التنبؤ بإتجاهات الأسعار المستقبلية .

بالنسبة لسوق فلسطين للأوراق المالية تشير النتائج إلى أن الأسعار التاريخية للورقة المالية يمكنها التنبؤ بنسبة 10% (a_1) لهذه الورقة. وتعد نسبة 10% عالية حتى من وجهة النظر الاقتصادية وليس فقط الإحصائية، أي قدرة التنبؤ بإتجاهات الأسعار وتمكين المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية (أي أعلى من المتوسط العام للعوائد) من خلال المضاربة بهذه المعلومات ألا وهي الأسعار التاريخية للورقة المالية، على الأقل الأوراق المالية الداخلة في إحتساب مؤشر القدس.

أما من ناحية الجهات الإشرافية والتنفيذية فهذا يتطلب إتخاذ سياسات وإجراءات تزيد من كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال زيادة عمق وإتساع السوق، زيادة السيولة وزيادة عرض الأوراق المالية وهي الأمور التي سيتم التطرق لها لاحقاً بالتفصيل فيما يخص سوق فلسطين للأوراق المالية.

التطبيقات العملية لنتائج الدراسة

عملت هذه الدراسة على دراسة واقع سوق فلسطين للأوراق المالية من الناحية الفنية والقانونية، وذلك مقارنة مع مجموعة من الأسواق العربية. وقد استندت الدراسة، على أسلوب التحليل الكمي الإحصائي و استخدام السلال لفترة تمتد لعشرة سنوات تقريباً لأسعار الإغلاق اليومية للمؤشر العام للأسواق محل الدراسة. كذلك تطرق البحث إلى تحليل مؤشرات النشاط لسوق فلسطين للأوراق المالية من حيث الحجم والسيولة والعمق ونشاط التداول، وذلك بصورة مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى، والهدف من هذه الدراسة هو تحديد المشاكل التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك باستخدام أسلوب البحث العلمي المبني على التحليل الكمي الإحصائي للبيانات، وتقديم المقترنات والتوصيات لمعالجة المعوقات والمشاكل التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية. لمساعدة متذبذبي القرار في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، وهي الجهة صاحبة الاختصاص بالمراقبة والإشراف على قطاع الأوراق المالية في فلسطين، من إتخاذ القرارات الالزامية المبنية على الدراسة العلمية.

وإستناداً إلى النتائج العلمية لهذه الدراسة فإنه يمكن تلخيص المشاكل والصعوبات التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية وفقاً للآتي:

أولاً: فصل الدور التنفيذي عن الدور الرقابي

على الرغم من إنشاء هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وهي الجهة المخولة بالإشراف على قطاع الأوراق المالية ومن ضمنه سوق فلسطين للأوراق المالية، إلا أنه يلاحظ أن هناك دلائل تشير إلى عدم الفصل التام بين هاتين الوظيفتين وذلك من خلال قيام سوق فلسطين ببعض المهام التي تتعدى الدور التنفيذي المنوط به ليتجاوز دور الهيئة في الإشراف والمراقبة ومن الأمثلة على ذلك، قيام السوق المالي بإصدار التعليمات والأنظمة والقيام بمهام التفتيش على شركات الوساطة.

ثانياً: حجم السوق

أشارت النتائج بوضوح إلى صغر حجم سوق فلسطين من حيث القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة، قيمة التداول السنوي، معدل حجم التداول اليومي، أو من حيث محدودية الأدوات الاستثمارية المتاحة وإقتصرارها على نوع واحد فقط وهو الأسهم العادي، وإقتصرار المستثمرين على نوع واحد فقط وهو الأفراد أو صغار المستثمرين والذين تتصرف قراراتهم الاستثمارية بالإعتباطية وعدم الموضوعية.

ثالث: السيولة وعمق السوق

أشارت النتائج إلى ضعف السيولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وضحلة السوق من حيث محدودية الصفقات وقلة حجم التداول إنخفاض معدل دوران السهم الأمر الذي يزيد من مخاطر الاستثمار في السوق المالي، حيث أنه من المعروف أن ضعف سيولة الورقة المالية يزيد من مخاطرها ويؤدي إلى إحجام المستثمرين عنها وتحديداً للإصدارات المؤسسية المنشودة والتي تسعى إلى ضمان قدرتها على تعديل مراكز إستثماراتها المحفظية.

رابعاً: الغياب شبه التام لدور المستثمر المؤسسي وصانع السوق

يلاحظ غياب دور المستثمر المؤسسي وصانع السوق Market maker في سوق فلسطين للأوراق المالية الأمر الذي يزيد من تقلبات الأسعار يجعل السوق عرضة للمضاربات، حيث من المعروف أن المستثمر المؤسسي يحفظ ويساهم في استقرار السوق من خلال إستثماراته طويلة الأجل والمبنية على أساس علمية.

خامساً: قلة التداول Infrequent trading

وهي ظاهرة عامة تتصف بها معظم الأسواق الناشئة، بحيث قد يمر عدة أشهر على بعض الأوراق المالية المدرجة دون أن يتم تداولها ولو لمرة واحدة، الأمر الذي يحد من سيولة السوق ويعمق تركيزه market concentration ويزيد من درجة المخاطر لدى المستثمر نتيجة عدم سيولة الورقة المالية.

سادساً: قلة ومحدودية الخيارات الإستثمارية المتاحة

حيث يتميز سوق فلسطين دون سواه من الأسواق العربية بقلة عدد الشركات المدرجة وإقتصرار أدوات الاستثمار على نوع واحد فقط وهو الأسهم، الأمر الذي يحد من القدرة التمويلية للشركات كذلك يؤثر سلباً على الهدف الأساسي للسوق المالي ألا وهو تجميع المدخرات وتمويل الإستثمارات.

سابعاً: عدم كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية

حيث أثبتت الدراسة أن سوق فلسطين (كغيره من الأسواق العربية) هو سوق غير كفؤ، وترجم هذه المشكلة بسبب ضعف السيولة وقلة التداول وضحلة السوق إضافة إلى ضعف في آلية الإفصاح من حيث الشمولية وآلية تفاعل المستثمرين مع المعلومات المفصح عنها وتخاذل القرارات الإستثمارية بشأنها.

مقررات لمعالجة المشاكل

قد تكون العديد من المشاكل والمعيقات الوارد ذكرها أعلاه معروفة مسبقاً، ولكن المهم في هذه الدراسة هو تشخيص هذه المشاكل وتحديد حجمها مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى والتعرف على مسبباتها من واقع الدراسة العلمية، والعمل على اقتراح سبل محددة للعلاج بحيث تكون قابلة للتنفيذ زمنياً وموضوعياً تمكن الهيئة من إتخاذ القرار المناسب في هذا السياق، وتشمل المقررات التالية:

1- إعادة صياغة العلاقة ما بين الهيئة وسوق فلسطين ووفقا للقوانين المرعية، بحيث يلتزم سوق فلسطين للأوراق المالية بالدور التنفيذي المنوط به وتعزيز دور الهيئة في ممارسة صلاحياتها الممنوحة لها بموجب القانون بالمراقبة والأسراف على قطاع الأوراق المالية حيث أنها الجهة الوحيدة المخولة بذلك وهذا يتطلب الآتي:

- أن يتمتع سوق فلسطين عن أصدار أية تعليمات أو أنظمة أو قرارات ذات طبيعة إشرافية رقابية، وأن يقتصر هذا الدور على الجهة صاحبة الإختصاص وهي الهيئة، وفيما يتعلق بالأنظمة والتعليمات الصادرة سابقا من قبل السوق وصادقت عليها الهيئة (مثل تعليمات الإفصاح فهناك تعليمات صادرة من قبل السوق وتعليمات صادرة من قبل الهيئة) فإنه قد يكون من الأفضل أن تصدر أنظمة وتعليمات جديدة من قبل الهيئة تلغى الأنظام والتعليمات السابقة وتشملها من حيث المضمون والمحتوى وتتضمن توحيد الأنظمة والتعليمات.

- منع سوق فلسطين من القيام بعمليات التفتيش على شركات الوساطة أو أية مهام تفتيش ذات طابع رقابي، وإقتصار هذا الدور على هيئة سوق رأس المال ممثلة بدائرة التفتيش في إدارة الرقابة على الأوراق المالية حيث أن إزدواجية التفتيش تؤدي إلى إرباك شركات الوساطة إضافة إلى كونها تجاوز للدور الرقابي الإشرافي من قبل السوق.

- إعادة تنظيم عملية الإفصاح، حيث حاليا تقوم الشركات المدرجة والجهات الخاضعة لتعليمات الإفصاح بالإفصاح للسوق المالي والهيئة، وهنا قد يكون من الأفضل أن يتم الإفصاح إلى الهيئة فقط ومن خلال الهيئة يتم تمرير الإفصاحات إلى السوق المالي بعد أن تكون الهيئة قد عملت على دراسة وتحليل الإفصاحات والتتأكد من استيفائها لشروط ومتطلبات تعليمات الإفصاح، بذلك ضمن مركزية المراقبة والمتابعة لعملية الإفصاح، ويتم الاستفادة من نتائج أعمال التفتيش التي تقوم بها الإدارات المختصة في الهيئة وربطها بعملية الإفصاح.

- تقوم حاليا سوق فلسطين بمنح شهادة وسيط مالي معتمد وتنصح هذه الشهادة لمستخدمين لدى شركات الوساطة تخوله التداول، إدخال أوامر الشراء والبيع وغيرها لحساب الشركة العضو. وعليه قد يكون من الأفضل أن تمنح هذه الشهادة من قبل الهيئة حيث أن الهيئة هي التي تمنح الترخيص لشركات الوساطة وممتهنو المهن المالية كمستشار الاستثمار وغيرها وبالتالي يعامل وسيط المعتمد بالمثل بالحصول على الترخيص والشهادة من هيئة سوق رأس المال.

2- زيادة عمق السوق المالي

ويمكن زيادة عمق السوق من خلال عدة وسائل قد يكون من أهمها توسيع أدوات الاستثمار وزيادة عرض الأوراق المالية والتي يمكن تنفيذها من خلال الآتي:

- توسيع الأدوات الاستثمارية وذلك من خلال إصدار أدوات مالية جديدة وقد تكون السندات الأنسب في الوقت الراهن، وهذا يتطلب إعداد دراسة مفصلة حول موضوع إصدار السندات من حيث

المتطلبات التشريعية والفنية الازمة، كذلك قياس مدى استعداد وتقىم الشركات المساهمة لموضوع إصدار السندات كأداة تمويلية ذو تكلفة أقل من الإقراض البنكي. ولهذا الغرض ستقوم دائرة الدراسات والأبحاث بإعداد دراسة حول هذا الموضوع تتضمن قياس حجم سوق السندات المتوقع في فلسطين من خلال دراسة مسحية تحليلية لتركيبة هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة ومتطلبات توفير الإطار التنظيمي والفني لعملية إصدار السندات.

- زيادة عدد الشركات المدرجة ويأتي ذلك من خلال استكمال الجهود المبذولة من قبل الهيئة في إلزام الشركات المستوفية لشروط الإدراج على إدراج أسهمها في السوق المالي. وفي هذا السياق تشير بيانات مراقب الشركات 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 مساهمة عامة أجنبية أي بمجموع 139 شركة مساهمة عامة متاح لها الإدراج (ولو نظريا) في السوق المالي ، وبالنظر الى عدد الشركات المدرجة حاليا والبالغة 35 نجد أن ما نسبته 25 % فقط من الشركات المساهمة العامة مدرجة في السوق.

مع ضرورة الإشارة الى أن معظم الشركات غير المدرجة غير مؤهلة للإدراج حاليا وذلك لعدم استيفاء شروط الإدراج، الأمر الذي يبرز ضرورة قيام الهيئة بتفعيل إنشاء السوق الموازي لإستيعاب الشركات الغير مدرجة بسبب عدم استيفاء شروط الإدراج في السوق الأولى.

وهذا يتطلب إعداد دراسة معمقة حول شروط ومتطلبات إنشاء السوق الموازي وهو الأمر الذي سوف تقوم به دائرة الدراسات خلال الفترة القريبة القادمة، وخصوصا أنه يجب الحرص في تحديد شروط الإدراج في السوق الموازي، حيث هناك عدد كبير من الشركات المدرجة حاليا قد تضطر الى الإنقال الى السوق الموازي الأمر الذي يترك السوق الأولى بعدد محدود جدا من الشركات المدرجة.

ومن المعروف أن إنشاء السوق الموازي يؤدي الى زيادة عدد الخيارات الاستثمارية المتاحة وبالتالي زيادة عرض الأوراق المالية وإلزام الشركات المدرجة بشروط ومتطلبات الإفصاح بما في ذلك من أثر إيجابي على سيولة وعمق السوق.

3- تحفيز الطلب وزيادة السيولة وتنشيط التداول

هناك عدة آليات تهدف الى تحفيز الطلب على الأوراق المالية وزيادة سيولتها من خلال زيادة أحجام وأنشطة التداول ومن هذه الآليات:

- تفعيل دور المستثمر المؤسسي ويأتي ذلك من خلال استكمال إجراءات الهيئة في هذا السياق حيث تم إصدار تعليمات ترخيص صناديق الاستثمار وبذلك أصبح الإطار

القانوني التنظيمي جاهز ويبقى دور التركيز الفني على موضوع صناديق الاستثمار من حيث تركيز برامج التوعية والتأهيل والترويج.

- تفعيل آلية شراء الشركة لأسهمها Treasury stocks وذلك من خلال إصدار التعليمات المنظمة، وسوف تقوم دائرة الدراسات بإعداد دراسة حول هذا الموضوع من حيث المتطلبات القانونية والفنية، الأمر الذي يسهم في زيادة السيولة والمحافظة على استقرار السوق وتنشيط أحجام التداول.

- تفعيل آلية التمويل بالهامش Margins وذلك من خلال إصدار التعليمات اللازمة بهذا الشأن، ويمكن الإستفادة من خبرات الأسواق العربية المجاورة والتي سبقتنا في هذا المجال. وسيتم أعداد دراسة حول هذا الموضوع

- دراسة إمكانية إيجاد صانع السوق Market maker والذي هو عبارة عن الجهة الطبيعية أو الإعتبارية القوية والمعتهدة والمستعدة والمرخص لها بالعمل من قبل الهيئة بالشراء والبيع من خلال العلاقة العكسية مع اتجاه السوق وذلك للقيام بالدفاع أو المقاومة، وبالتالي وجود صانع السوق يحمي السوق من التقلبات الحادة في الأسعار وبالتالي يساهم مساهمة فعالة في استقرار السوق، ويقوم صانع السوق بخلق طلب على سهم معين أو إمتصاص العرض الزائد على ذلك السهم وبالتالي الحد من دور المضاربين.

ويمكن الإستعانة بخبرات الأسواق المجاورة، فمثلاً وقعت سوق دبي العالمية إتفاقية صانع سوق مع بنك سيكو الإستثماري، وهو أول عضو في بورصة خليجية كصانع للسوق، وسيتم عمل دراسة تفصيلية حول موضوع صانع السوق من حيث المفاهيم والمتطلبات القانونية والفنية لصانع السوق.

- زيادة نوعية وجودة الإفصاح ، ويطلب ذلك إعادة تنظيم آلية الإفصاح وتوحيد الإننظمة والتعليمات الخاصة وصدرها من قبل الهيئة، مع ضرورة التركيز على تحليل الإفصاحات من قبل دائرة الإفصاح في إدارة الرقابة على الأوراق المالية، للتأكد من جودة المحتوى المعلوماتي للمعلومات المفصح عنها وشموليتها وتلبيتها لمتطلبات وتعليمات الإفصاح.

ذلك إعداد برامج توعية ذات علاقة بموضوع الإفصاح ومن هذه الأدوات إعداد دليل الإفصاح للشركات المدرجة والمساهمة العامة.

4- إعادة تقييم الأننظمة والتعليمات ذات العلاقة والصادرة من قبل الهيئة وذلك من واقع التجربة العملية لتطبيق هذه الأننظمة وتحديد متطلبات التطوير.

5- التنسيق مع الجهات ذات العلاقة وذلك لاستكمال المنظومة التشريعية المؤثرة على البيئة الاستثمارية في فلسطين ومن أهمها إصدار قانون شركات عصري ومتطور، ومراجعة قانون الضرائب وإقتراح التوصيات بشأن التعديلات الازمة لخدمة قطاع الاستثمار وتحديدا فيما يتعلق بالصناديق الاستثمارية.

الأبحاث المستقبلية

أفرزت النتائج العملية للدراسة الحالية الحاجة الى دراسات مستقبلية في مواضيع محددة والتي سوف تقوم دائرة الدراسات بتوفيرها خلال الفترة القادمة وتنتقل المواضيع التالية:

- 1- السوق الموازي
- 2- شراء الشركة لأسهمها Treasury stocks
- 3- صانع السوق Market maker
- 4- التمويل بالهامش Margins

ملحق: أداء المؤشر العام للأسوق العربية خلال فترة الدراسة والممتدة من 1/1/1998 ولغاية 4/8/2008



