

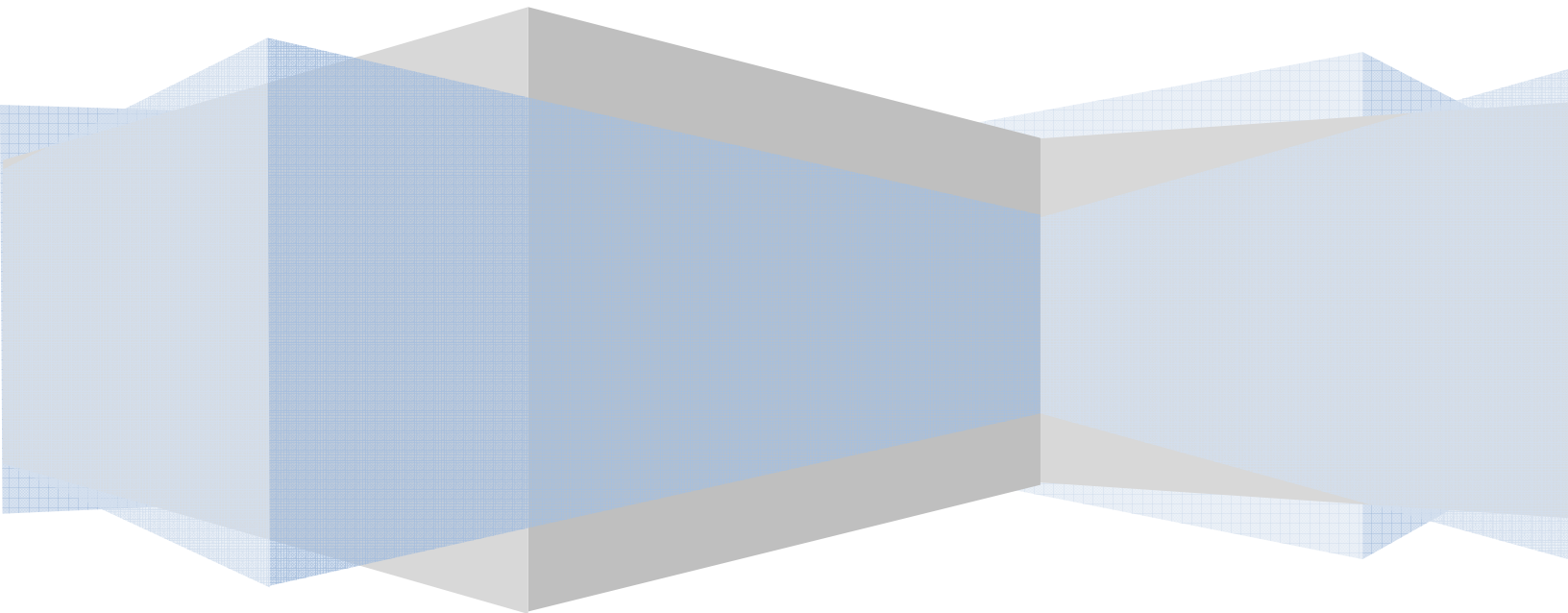
هيئة سوق رأس المال الفلسطينية



تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية

الإدارة العامة للدراسات والتطوير

2009



ملخص تنفيذي

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة وتحليل القدرة التنافسية لسوق فلسطين للأوراق المالية وذلك مقارنة مع أسواق كل من مصر والأردن والإمارات العربية المتحدة والتي تعتبر منافس لسوق فلسطين للأوراق المالية في جذب المستثمرين المحليين الفلسطينيين. وذلك بتحليل خصائص كل من هذه الأسواق من حيث الحجم ودرجة السيولة ودرجة التركيز إضافة إلى مقارنة لتكاليف العمليات في الأسواق محل الدراسة. وتشير النتائج إلى أن تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية ضعيفة جداً بل تكاد تكون معدومة مقابل الأسواق المشار إليها أعلاه، الأمر الذي يشير إلى إن هذه الأسواق تعتبر منافس حقيقي لسوق فلسطين للأوراق المالية ويجب أخذها بعين الاعتبار من قبل راسمي السياسات في قطاع الأوراق المالية الفلسطيني.

واختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات التي قد تساعد في زيادة القدرة التنافسية لسوق فلسطين للأوراق المالية

المحتويات

4	1. مقدمة
5	2. أهداف الدراسة
5	3. هيكلية الأسواق MARKET STRUCTURE
6	1.3 مركز الإيداع والتحويل
7	2.3 بيئة العمل الالكترونية
7	3.3 الشكل القانوني للسوق
8	4. أدوات الاستثمار
9	5. حجم السوق MARKET SIZE
15	6. أداء المؤشر العام
16	7. سيولة السوق MARKET LIQUIDITY
18	8. قلة التداول INFREQUENT TRADING
21	9. تركيز السوق MARKET CONCENTRATION
22	10. تكلفة العمليات TRANSACTION COSTS
23	MATCHING PROBLEM 1.10
23	TRANSACTION COSTS 2.10
29	11. الخلاصة
30	12. التوصيات
34	المراجع:

1. مقدمة

تهدف هذا الدراسة إلى تحليل تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية وقدرته على جذب المستثمرين سواءً المحليين أو الأجانب وذلك مقارنة مع بعض الأسواق العربية المجاورة والتي تعتبر في الآونة الأخيرة ذات اثر تنافسي على سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث لوحظ أن هناك استثمارات محلية فلسطينية على مستوى المستثمرين الأفراد تتجه إلى الاستثمار في أسواق مالية مجاورة كالأردن ومصر وأسواق الإمارات العربية المتحدة.

وعلى الرغم من عدم وجود إحصائيات دقيقة حول حجم هذه الاستثمارات في الأسواق العربية إلا انه يعتقد أنها في ازدياد وفقاً لبعض المؤشرات ومنها تخصيص بعض شركات الوساطة المحلية لموظفين لمتابعة أسواق محددة فقط كالأردن ومصر وغيرها وتلبية طلبات الشراء والبيع في هذه الأسواق، وتعود أسباب عدم توافر الإحصائيات حول هذا النوع من الاستثمارات إلى أن العديد من المستثمرين الأفراد يتجهون مباشرة إلى الاستثمار في أسواق الأردن ومصر والإمارات دون المرور عبر وسيط محلي.

ومن المعروف أن المستثمر دائماً يبحث عن الأسواق التي توفر له العائد الأفضل والمقصود هنا بالعائد من وجهة نظر القاعدة الاستثمارية المعروفة Risk-Return trade off حيث وان تساوت الفوائد التي توفرها الأسواق المجاورة مع السوق الفلسطيني، إلا انه قد تمتاز تلك الاستثمارات في الأسواق المجاورة بدرجة أقل من المخاطر والتي سوف يتم التطرق لها بنوع من التحليل في سياق الدراسة إضافة إلى التحديات التي تفرضها مثل هذه الظواهر على الجهات القائمة على تطوير وتنمية قطاع الأوراق المالية في فلسطين بداية من هيئة سوق رأس المال الفلسطينية ومروراً بسوق فلسطين للأوراق المالية وشركات الوساطة وممتهني المهن المالية. حيث أن فهم وتحديد الخصائص التنافسية لسوق فلسطين للأوراق المالية تساعد الجهات الرقابية المنظمة لعمل السوق المالي والممثلة بالهيئة في رسم سياسات تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص وتؤدي إلى وضع أنظمة وإجراءات تراعي خصائص الأسواق المجاورة والتي تمثل فرص بديلة للاستثمار أمام المستثمر الفلسطيني.

2. أهداف الدراسة

إن الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو التعرف على درجة تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية مقابل مجموعة من الأسواق العربية المجاورة والتي تعتبر أسواق منافسة بقوة لسوق فلسطين للأوراق المالية في جذب المستثمرين الفلسطينيين سواءً كان هذا الاستثمار مؤسسي أو فردي، وتم تحديد هذه الأسواق في كل من مصر والأردن والإمارات العربية المتحدة بشقيها سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، حيث سيتم تحليل خصائص هذه الأسواق مقارنة مع سوق فلسطين للأوراق المالية سواء من حيث تكاليف العمليات Transaction cost، السيولة، حجم النشاط، درجة المخاطر، وغيرها من العوامل المهمة التي تلعب دوراً حاسماً في اتخاذ القرار الاستثماري وبالتالي جذب المستثمرين الفلسطينيين إليها، وبالمقابل عزوف المستثمرين العرب والأجانب بشكل عام عن بناء مراكز استثمارية لهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

3. هيكلية الأسواق Market Structure

بداية لابد من التعرف على هيكلية الأسواق محل الدراسة من حيث الإطار التنظيمي الرقابي و الذي تعمل في ظلّه ، حيث يشير الشكل رقم 1 إلى فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في جميع الأسواق، بمعنى وجود هيئة رقابية مستقلة تتولى الإشراف والرقابة على مكونات قطاع الأوراق المالية، مع ضرورة الإشارة إلى اتساع نطاق الرقابة والإشراف لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية ليتعدى قطاع الأوراق المالية ويشمل كل من قطاعات التأمين والرهن العقاري والتأجير التمويلي.

جدول رقم 1: هيكلية الأسواق العربية

السوق	فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي	وجود سوق أولي وثانوي	فقط سوق ثانوي	مركز الإيداع والتحويل منفصل عن السوق المالي	مدة التسوية
مصر	نعم	نعم	-	منفصل	T+3
الأردن	نعم	نعم	-	منفصل	T+3
فلسطين	نعم	-	نعم	تابع	T+3
الإمارات	نعم	نعم	-	تابع	T+2

ويشير جدول رقم 1 أن سوق فلسطين للأوراق المالية لديه فقط سوق ثانوي في حين أن هناك سوق أولي (موازي) وثانوي في أسواق كل من مصر والأردن والإمارات العربية المتحدة، وفي حالة الأردن هناك سوق أول وثانوي وثالث لاستيعاب إدراج الشركات المساهمة العامة وفقاً لاستيفائها لمتطلبات الإدراج في كل من الأسواق الثلاثة.

1.3 مركز الإيداع والتحويل

تشير المعايير الدولية ذات العلاقة بأسواق المال وتحديداً معايير المنظمة الدولية للهيئات المشرفة على قطاع الأوراق المالية IOSCO إلى ضرورة فصل مركز الإيداع والتحويل كوحدة مستقلة عن السوق المالي. وفي هذا السياق يشير الجدول رقم 1 إلى تبعية مركز الإيداع والتحويل في كل من فلسطين والإمارات العربية المتحدة إلى السوق المالية، حيث يعتبر مركز الإيداع والتحويل أحد الأقسام أو الوحدات الإدارية في هذه الأسواق، في حين نجد أنه في كل من الأردن ومصر فإن مركز الإيداع والتحويل هي وحدة مستقلة غير تابعة للسوق المالي، حيث تقوم شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي وهي شركة مساهمة مصرية بمهام القيد والإيداع المركزي، في حين أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية في الأردن كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، وبدأ المركز مهامه في شهر أيار من عام 1999، ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري كما ويخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية الأردنية وإشرافها.

أما من حيث الخدمات التي يقدمها مركز الإيداع والتحويل فيلاحظ أنها متشابهة إلى حد ما في جميع الأسواق محل الدراسة ومن أهمها :-

1. تنفيذ عمليات التسوية والتقاص للأوراق المالية ونقل ملكية الأسهم واستخراج تقارير التقاص.
 2. إصدار شهادات إثبات الملكية بناءً على طلب المستثمرين.
 3. وضع وفك إشارة الرهن على الأوراق المالية لصالح الجهة المرتهنة.
 4. تحويل ملكية الأوراق المالية من حساب إلى آخر وذلك نتيجة للتحويلات العائلية والإرثية والقضائية.
- إلا انه يلاحظ أن هناك خدمات إضافية تقدمها مراكز الإيداع في الأسواق العربية غير متوفرة في مركز الإيداع لدى سوق فلسطين للأوراق المالية مثل :-

- 1- إصدار رقم مستثمر موحد لكل مستثمر جديد .
- 2- إتمام تنفيذ العمليات المقررة على الأوراق المالية نيابة عن الجهات المصدرة كما هو الحال في شركة مصر للمقاصة و الإيداع و القيد المركزي، حيث يقوم المركز بتوزيع دعوات اجتماع الهيئات العامة والأرباح السنوية نيابة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية .

2.3 بيئة العمل الالكترونية

يتشابه سوق فلسطين للأوراق المالية مع الأسواق الأخرى محل الدراسة في استخدام أحدث التقنيات المستخدمة في أسواق المال من حيث بيئة التداول الالكترونية، حيث يتم تنفيذ التداول عن بعد دون الحاجة إلى التواجد الفعلي في قاعة التداول داخل السوق، إضافة إلى استخدام التداول الالكتروني E- trade و يقوم سوق فلسطين و بالتنسيق مع الهيئة بمتابعة آخر التطورات في أنظمة العمل الالكترونية ، و كان آخرها استخدام برنامج Smart لمراقبة التداول و هو برنامج مستخدم بشكل واسع في غالبية أسواق المال المتقدمة و الناشئة حول العالم.

3.3 الشكل القانوني للسوق

من حيث الشكل القانوني للسوق المالي يبقى سوق دبي المالي الوحيد بين أسواق المال العربية الذي يتخذ صيغة شركة مساهمة عامة مدرجة أسهمها في السوق المالي نفسه، في حين أن سوق فلسطين للأوراق المالية

هو شركة مساهمة خاصة و سوق عمان المالي و بورصة القاهرة و الإسكندرية و سوق أبو ظبي للأوراق المالية هي مؤسسات عامة ذات نفع عام.

4. أدوات الاستثمار

هناك أداة استثمار وحيدة في سوق فلسطين للأوراق المالية ألا و هي الأسهم، على عكس الأسواق الأخرى محل الدراسة ، حيث يشير الجدول رقم 2 إلى الأدوات الاستثمارية المتاحة في كل من أسواق الأردن و مصر و الإمارات و التي تتنوع ما بين الأسهم و السندات و صناديق الاستثمار إضافة إلى الصكوك الإسلامية.

و تعتبر محدودية أدوات الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية و اقتصرها على الأسهم فقط من العوامل الرئيسية التي تحد من تنافسية السوق و يضعف من قدرته على جذب المستثمرين و تحديداً الاستثمار الأجنبي و الاستثمار المؤسسي حيث انه من العوامل الهامة في تعزيز الدور التنافسي للسوق المالي هو تنوع أدوات الاستثمار التي يطرحها للمستثمرين مما يمكن من تعزيز و تعديل مراكزهم الاستثمارية ما بين أدوات الملكية و أدوات الدين، الأمر الذي يؤثر على جانب الطلب في السوق المالي.

و من جهة أخرى فان محدودية أدوات الاستثمار يحد من جاذبية السوق المالي للشركات على الإدراج و يضعف من الدور الرئيسي المفترض للسوق المالي ألا و هو تجميع المدخرات و مساعدة الشركات المساهمة العامة في الحصول على التمويل اللازم و ذلك من خلال الإصدارات الأولية و الثانوية بشتى أنواعها سواء أدوات الملكية أو الدين الأمر الذي يؤدي إلى تعزيز جانب العرض في السوق المالي و الذي يعتبر من العوامل الأساسية في تنشيط التداول و زيادة الخيارات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين و يؤدي إلى زيادة عمق و سيولة السوق .

جدول رقم 2: أدوات الإستثمار المستخدمة في أسواق المال العربية

السوق	الأدوات الإستثمارية
الأردن	الأسهم
	السندات
	وحدات صناديق الإستثمار
فلسطين	الأسهم
مصر	الأسهم العادية
	الأسهم الممتازة
	السندات الحكومية
	سندات الشركات
	صناديق الإستثمار المغلقة
الإمارات	الأسهم
	السندات
	الصكوك الإسلامية
	صناديق الإستثمار

5. حجم السوق Market size

يعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية أصغر الأسواق العربية وفقاً لمقياس الحجم الأمر الذي يجعله سوقاً ضحلاً يعاني من قلة العمق Market depth و يحد من اتساع السوق Market breadth و صغر حجم السوق و قلة عمقه يؤثر سلباً على درجة السيولة Market liquidity التي بدورها تبقى أحد العوامل الرئيسية في قياس درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذا السوق أو ذلك. و هذا الأمر يجعل السوق عرضة للهزات العنيفة و يزيد من درجة تركيز السوق Market concentration ، و المقصود بعمق السوق هو إمكانية تنفيذ صفقات كبيرة من الأسهم دون التأثير القوي على الأسعار صعوداً أو هبوطاً الأمر الذي يجعل أو يعطي انطباعاً أحياناً أن فئة محدودة يمكنها التأثير على مجريات التداول في السوق سواء صعوداً أو هبوطاً ، و هذا الأمر يعتبر في غاية الأهمية لأنه في غالب الأحيان لا يمكن معالجته من قبل الجهة المنظمة أو المراقبة للقطاع ، حيث و إن توافرت الأنظمة و التعليمات اللازمة لضبط و مراقبة و حماية

حقوق المستثمرين (و التي هي موجودة فعلاً في حالة السوق الفلسطيني) إلا أنها لا تضمن بالضرورة عدم حدوث هزات و تأثيرات سعرية على الأسهم المدرجة، لان هذا الأمر نابع من صغر حجم السوق و عدم وجود عدد كبير من المستثمرين يقلل من الأثر النسبي لبعض الصفقات على أسعار الأسهم ، مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه الصفقات تتم وفقاً للأنظمة و التعليمات و تتوافق معها و بالتالي ليس باستطاعة المراقب أو المنظم إيقافها أو الاعتراض عليها ، بل يتم معالجتها من خلال سياسات طويلة الأجل -الأمر الذي سيتم التطرق إليه لاحقاً- تؤدي إلى زيادة عمق السوق و اتساعه و بالتالي انحسار الأثر النسبي لبعض الصفقات على أسعار الأوراق المالية و أحجام التداول .

و بالرجوع إلى مقاييس الحجم و التي من أهمها القيمة السوقية للشركات المدرجة Market Capitalization ، يشير الجدول رقم 3 إلى القيمة السوقية لأسواق المال في كل من فلسطين و الأردن و مصر و أبو ظبي و دبي للأعوام 2007 و 2008 إضافة إلى الربع الأول من عام 2009 .

جدول رقم 3:

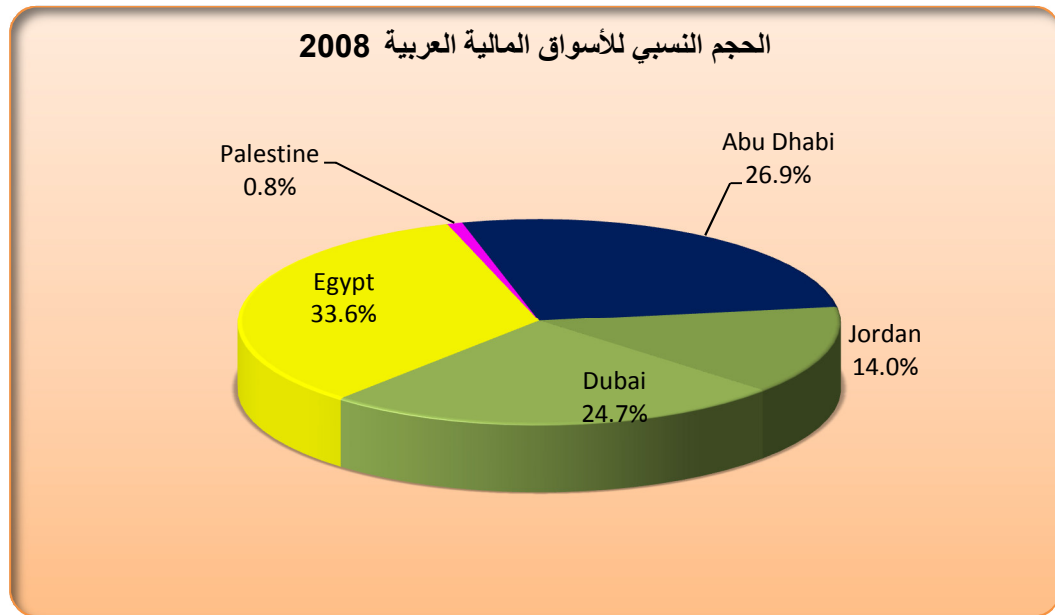
الحجم النسبي للأسواق المالية العربية (مليون \$)			
السوق	2007	2008	1st Q. 2009
أبو ظبي	121,128	68810	70210
الأردن	41,233	35844	32709
دبي	138,179	63099	57563
مصر	138,828	85923	96966
فلسطين	2,475	2123	2382
المجموع	443,849.68	255,799.00	259830
المصدر :	صندوق النقد العربي		

و من الأمور الهامة التي يشير إليها الجدول رقم 3 درجة التراجع الكبيرة الحاصلة في القيمة السوقية للأسواق المالية العربية ما بين الأعوام 2007 و 2008 و ذلك بفعل و أثر الأزمة المالية العالمية . فالقيمة السوقية لسوق أبو ظبي تراجعت بنسبة 43% عما كانت عليه في العام 2007 ، في حين كانت نسبة الانخفاض في القيمة السوقية 54% و 38% و 13% و 14% في أسواق كل من دبي و مصر و الأردن و فلسطين على

التوالي ، و ذلك كما هو معروف بسبب انخفاض أسعار الأوراق المالية المدرجة في هذه الأسواق نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية .

و يلاحظ من هذه النسب أن القيمة السوقية لسوق فلسطين للأوراق المالية كانت الأقل تراجعاً بعد الأردن خلال هذه الفترة و من المؤشرات الهامة التي يمكن ملاحظتها أن حجم سوق فلسطين للأوراق المالية لا يتعدى 1% من إجمالي حجم الأسواق محل الدراسة (انظر الشكل رقم 1)، الأمر الذي يشير بشكل واضح إلى صغر حجم سوق فلسطين على أساس القيمة السوقية مقارنة مع أسواق الأردن و مصر و الإمارات العربية المتحدة .

شكل رقم 1:



أما من حيث الأهمية النسبية للسوق المالي في الاقتصاد الوطني فيعبر عنها جدول رقم 4 و الذي يشير إلى القيمة السوقية للسوق المالي في عام 2008 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للدولة .

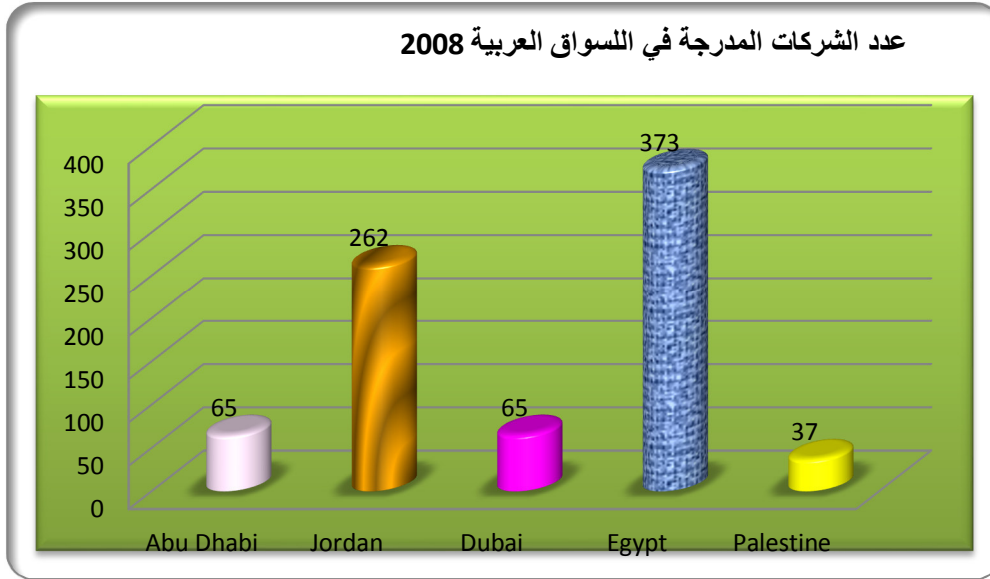
جدول رقم 4 :

السوق	القيمة السوقية للعام 2008 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
أبو ظبي	42%
الأردن	200.51%
دبي	38%
مصر	80%
فلسطين	51%
* تم اعتماد الناتج المحلي الإجمالي للعام 2007 لعدم صدور الأرقام الخاصة للعام 2008 .	

و تشير الأرقام الواردة في جدول رقم 4 إلى الدور الرئيسي الذي يلعبه السوق المالي الأردني في الاقتصاد الوطني، حيث تشكل القيمة السوقية أكثر من ضعفي الناتج المحلي الإجمالي للمملكة يليها السوق المصري و الذي تشكل قيمته السوقية ما نسبته 80% من الناتج المحلي الإجمالي المصري، في حين تشكل القيمة السوقية لسوق فلسطين للأوراق المالية 51% من إجمالي الناتج المحلي الفلسطيني خلال العام 2008 .

و من المؤشرات الهامة على حجم السوق عدد الشركات المدرجة و التي تشير إلى مجموعة الخيارات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمر ، و التي بدورها تمثل جانب العرض Supply في السوق المالي و تعطي مؤشر حول الدور الرئيسي الذي يلعبه السوق المالي كأداة هامة لتشجيع الاستثمار و تنمية المدخرات و ذلك من خلال إدراج جميع الشركات المساهمة العامة في السوق المالي و بالتالي توافر الفرص التمويلية أمام هذه الشركات لتمويل أنشطتها الاستثمارية و التشغيلية من خلال الإصدارات في السوق المالي.

شكل رقم 2:



ويشير شكل رقم 2 إلى عدد الشركات المدرجة في الأسواق محل الدراسة حيث تتربع البورصة المصرية على القمة كونها صاحبة أكبر عدد من الشركات المدرجة في السوق ، يليها سوق عمان المالي (262 شركة مدرجة) ، في حين يحتل سوق فلسطين للأوراق المالية المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة بواقع 37 شركة مدرجة في نهاية عام 2008.

و بالرغم من أهمية إدراج جميع الشركات المساهمة العامة في السوق المالي (المستوفية لشروط الإدراج) الأمر الذي هو ملزم بموجب القانون في غالبية الأسواق المالية العربية ، إلا أنه من الناحية العملية فإن الإدراج لا يضمن حتماً زيادة الأنشطة التشغيلية و أنشطة التداول في السوق المالي ، بمعنى آخر قد يمكن القول أن الإدراج هو ليس غاية بحد ذاته و إنما هو إحدى الوسائل لتفعيل و تنشيط السوق و زيادة عرض الأوراق المالية ، و بطبيعة الحال ذلك مقرون بتداول أسهم هذه الشركات المدرجة.

و في بعض الأحيان قد يكون الإدراج عبئاً على السوق المالي إذا لم يكن مقروناً بزيادة مقابلة في أنشطة التداول على هذه الأسهم (أي زيادة العرض دون إزدياد مرادف في حجم الطلب) لان هذا قد يؤدي إلى أحد أشكال قلة التداول Infrequent trading و بالتالي زيادة درجة تركيز السوق Market Concentration و إنحسار السيولة الأمر الذي يزيد من مخاطر الاستثمار في ذلك السوق .

مثال على ذلك الشركات المدرجة في البورصة المصرية ، حيث كان عدد الشركات المدرجة بها قبل بضع سنوات يتجاوز 700 شركة إلا أن الشركات التي يتم تداول أسهمها لا يتعدى 20% من الشركات المدرجة، و كان الإدراج في حينه لأغراض و امتيازات ضريبية و امتيازات أخرى مرتبطة بالإدراج، فالإدراج لغرض الاستعراض أو الظهور لن يوفر للسوق السيولة و العمق و لن يؤدي إلى زيادة حجم النشاط، وهذه نقطة هامة يجب أخذها بعين الاعتبار من قبل الجهات الرقابية و تحديدا الهيئة. و لو تم اخذ القيمة السوقية نسبة إلى عدد الشركات المدرجة نحصل على ما يسمى معدل القيمة السوقية للشركة المدرجة و هي إحدى مقاييس الحجم في الأسواق المالية.

حيث تشير الأرقام الواردة في جدول رقم 5 إلى معدل القيمة السوقية للشركة المدرجة و التي بدورها تقف سوق أبو ظبي بعيداً عن الأسواق الأخرى محل الدراسة في هذا المضمرة بحوالي مليار دولار تقريبا كمعدل للقيمة السوقية للشركة المدرجة .

جدول رقم 5:

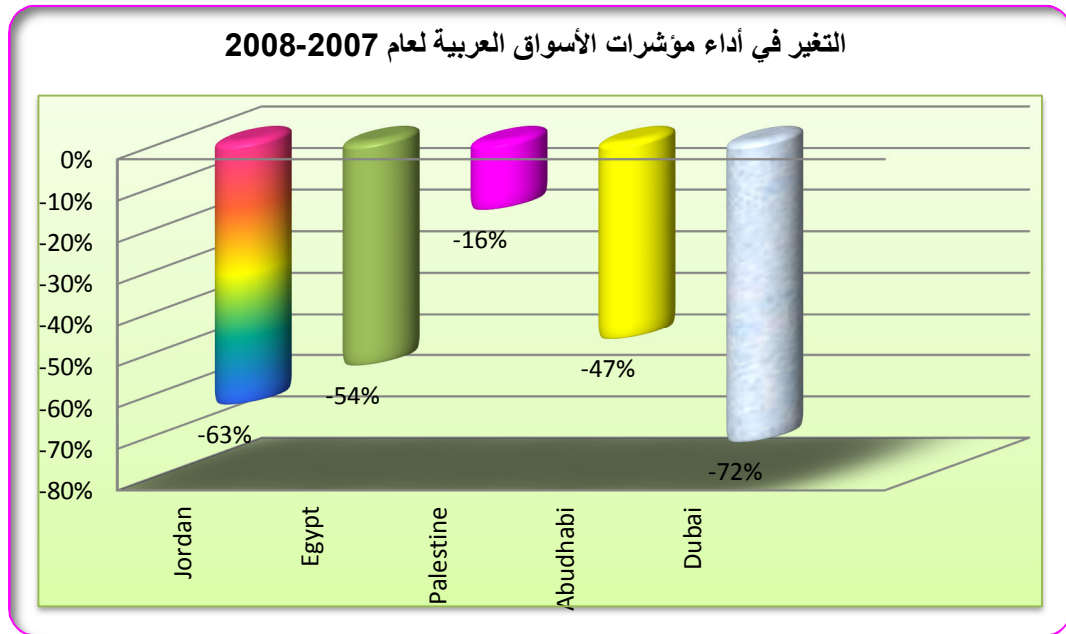
معدل القيمة السوقية للشركات المدرجة لعام 2008 (مليون \$)			
السوق	القيمة السوقية	عدد الشركات المدرجة	معدل القيمة السوقية للشركة
أبو ظبي	68,810.00	65	1,058.62
الأردن	35,844.00	262	136.81
دبي	63,099.00	65	970.75
مصر	85,923.00	373	230.36
فلسطين	2,123.00	37	57.38

6. أداء المؤشر العام

يظهر شكل رقم 3 التغيير في أداء مؤشرات الأسواق العربية محل الدراسة ما بين الأعوام 2007-2008 و الذي يشير إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية كان الأقل تراجعاً خلال العام 2008 مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى .

حيث تراجع مؤشر القدس بنسبة 16% في عام 2008 عما كان عليه في عام 2007، في حين شهد مؤشر سوق دبي المالي أكبر تراجع خلال عام 2008 ، حيث خسر ما نسبته 72% من المكاسب التي حققتها في عام 2007 يليه مؤشر سوق عمان المالي و مؤشر بورصة القاهرة و الإسكندرية و مؤشر سوق أبو ظبي حيث تراجعت هذه المؤشرات بواقع 63% و 54% و 47% على التوالي .

شكل رقم 3:



و تشير هذه النسب أن سوق فلسطين للأوراق المالية حقق أفضل أداء من حيث المؤشر العام خلال عام 2008 ، و بتعبير أكثر دقة كان الأقل تأثراً بالأزمة المالية العالمية و تداعياتها و ذلك لأسباب معروفة من أهمها عدم الارتباط مع الأسواق الإقليمية و الدولية و محدودية إن لم نقل انعدام الاستثمار الأجنبي و الاستثمار المحفظي في سوق فلسطين للأوراق المالية. في حين كان سوق دبي المالي الأكثر اهتزازاً و تأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية .

7. سيولة السوق market liquidity

تعتبر سيولة السوق من أهم العوامل التي تدخل في إتخاذ القرار الاستثماري للمستثمر سواء أكان الاستثمار فردي أو مؤسسي، كما تلعب دورا محوريا في تحديد كفاءة السوق السعرية pricing efficiency، وبالتالي تعتبر السيولة من المحاور الرئيسية التي تدخل في تحديد درجة المخاطر التي يتميز بها هذا السوق عن ذلك، أو هذا السهم عن أي من الأسهم الأخرى المدرجة. و ضعف السيولة في السوق المالي يؤدي إلى إجماع المستثمرين و هروبهم إلى أسواق أخرى أو أسهم أخرى في نفس السوق بحيث يمكنهم ذلك من تعديل مراكزهم الاستثمارية متى رغبوا دون تكبد تكاليف باهظة .

و هناك العديد من المؤشرات التي تقيس سيولة السهم أو سيولة السوق المالي بشكل عام ، حيث تشير الجداول 6 و 7 إلى بعض هذه المؤشرات مثل قيمة الأسهم المتداولة Trading Value و عدد الأسهم المتداولة Trading Volume، و معدل الدوران Turnover ratio

جدول رقم 6:

بعض مؤشرات السيولة						
حجم التداول كنسبة من GDP		عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)		قيمة الأسهم المتداولة (مليون \$)		السوق
2008	2007	2008	2007	2008	2007	
38.2%	29.0%	49,907.6	52,067.0	63,114.0	47,746.0	أبو ظبي
200.0%	122.2%	5,442.3	4,479.0	28,677.3	17,424.0	الأردن
50.4%	62.7%	76,508.3	105,257.0	83,096.0	103,297.0	دبي
28.4%	19.5%	339.2	300.0	1,185.2	814.0	فلسطين
81.9%	60.3%	22,151.0	15,752.0	87,958.0	64,772.0	مصر

جدول رقم 7:

معدل الدوران Turn Over Ratio		معدل حجم التداول اليومي (مليون \$)			السوق
2008	2007	1stQ 2009	2008	2007	
91.7%	39.4%	45.5	255.5	189.50	أبو ظبي
80.0%	42.2%	62.6	117.1	70.50	الأردن
131.7%	74.5%	123.2	337.8	409.90	دبي
58.2%	32.9%	3.2	4.9	3.28	فلسطين
100.6%	48.0%	173.5	344.9	258.10	مصر

حيث تشير قيمة و عدد الأسهم المتداولة و الواردة في جدول رقم 6 للأعوام 2007 و 2008 إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية يعاني من ضعف شديد في السيولة مقارنة مع الأسواق المالية العربية الأخرى محل الدراسة حيث لم يتعدى عدد الأسهم المتداولة 340 مليون سهم و بقيمة إجمالية 1185 مليون دولار في نهاية عام 2008، في حين بلغت عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي 76.5 مليار سهم تقريبا و بقيمة إجمالية 83 مليار دولار .

و لو أخذنا حجم التداول Trading value كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، نجد أن فلسطين تأتي في المرتبة الأخيرة و بنسبة 28% تقريبا ، في حين بلغ حجم التداول في سوق عمان المالي خلال العام 2008 ضعف حجم الناتج المحلي الإجمالي الأردني، أما فيما يخص مصر فقد شكل حجم التداول ما نسبته 82% من الناتج المحلي المصري .

أما من حيث معدل الدوران Turnover ratio و الذي يقيس حجم التداول الكلي نسبة إلى القيمة السوقية فيلاحظ أن معدل الدوران في سوق فلسطين للأوراق المالية كان الأقل من بين الأسواق العربية ، فعلى سبيل المثال في عام 2007 تم تداول ثلث الأسهم المدرجة فقط في سوق فلسطين للأوراق المالية ، و ارتفعت هذه النسبة في عام 2008 لتصل إلى تداول أكثر من نصف الأسهم المدرجة بقليل . في حين تم تداول جميع الأسهم المدرجة في البورصة المصرية في عام 2008 ، في حين بلغ معدل دوران الأسهم في سوق دبي المالي ، سوق أبو ظبي للأوراق المالية و سوق عمان المالي 132% ، 92% ، 80% على التوالي .

أما من حيث معدل حجم التداول في الجلسة الواحدة فيلاحظ أيضاً و بصورة جلية مدى تدني حجم التداول في الجلسة الواحدة في سوق فلسطين للأوراق المالية الذي لم يتعدى 5 مليون دولار في عام 2008 و تراجع خلال الربع الأول من عام 2009 إلى 3 مليون دولار تقريبا، في حين كان معدل حجم التداول اليومي في السوق المصري 345 مليون دولار، سوق دبي 338 مليون دولار، سوق عمان المالي 117 مليون دولار خلال العام 2008 ، إلا انه يلاحظ حصول تراجع حاد في معدل حجم التداول للجلسة الواحدة في الربع الأول من عام 2009 ، و هذا يعود بالدرجة الرئيسية إلى تدني أسعار الأسهم .

تشير الأرقام الواردة في الجداول 6 و 7 إلى حجم مشكلة السيولة التي يعاني منها سوق فلسطين للأوراق المالية بل و يدق ناقوس الخطر أمام الجهات القائمة على قطاع الأوراق المالية كإهيئة و السوق المالي ، الأمر الذي قد يهدد بعزوف المستثمرين المحليين عن الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية و بالتأكيد يضعف الجهود التي تبذل لإقناع المستثمرين الأجانب ببناء مراكز إستثمارية لهم في سوق فلسطين للأوراق المالية .

8. 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 صغر الفاصل الزمني يتحول 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 ولنقل 15 دقيقة minutes interval 15 فإنه من الطبيعي أن لا يتم تداول جميع الأسهم خلال هذه الفترة الزمنية وهذا ما يطلق عليه عدم التداول.

والتمييز بين هذين النوعين مهم من حيث آلية إيجاد الحلول لظاهرة قلة التداول، ولظاهرة قلة التداول إنعكاسات سلبية عديدة على أداء الأسواق المالية ومن أهمها إنعدام سيولة الورقة المالية وضعف سيولة السوق المالي بشكل عام، إزدياد درجة المخاطر المرتبطة بالإستثمار في ذلك السوق والأوراق المالية المدرجة به، 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 الى 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 الى إستنتاجات إحصائية خاطئة تؤثر على القرار الإستثماري المتخذ.

ومن الإنعكاسات السلبية لقلة التداول للورقة المالية وجود ما يسمى بالعلاقة غير الخطية لإستجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الواردة للسوق، فمن أهم خصائص السوق الكفوء efficient market (المقصود هنا الكفاءة السعرية أو كفاءة التسعير) أن أسعار الأوراق المالية تستجيب بصورة خطية وسريعة للمعلومات الواردة الى السوق بحيث لا يمكن لأحد من المتعاملين الإستفادة من هذه المعلومات دون غيره وتحقيق أرباحاً غير عادية نتيجة المتاجرة 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 (وتحديدًا عدم التداول للورقة المالية وفقًا 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 2008.

جدول رقم 8:

قلة التداول				
عدد الصفقات المنفذة		عدد الأسهم المتداولة		اسم الشركة
2008	2007	2008	2007	
91	2	43,738	110	الشركة العربية لمنتجات الباطون
33	21	29,140	12,233	العربية لصناعة الدهانات
47	91	14,940	119,802	المستثمرون العرب
0	0	0	0	جراند بارك للفنادق
8	17	4,600	627,969	القدس للاستثمار العقاري
147	78	234,903	46,337	المشرق للتأمين
326	209	327,321	806,451	المجموع
152,319	157,300	339,168,807	299,422,814	أجمالي نشاط السوق
0.21%	0.13%	0.10%	0.27%	النسبة من إجمالي نشاط السوق

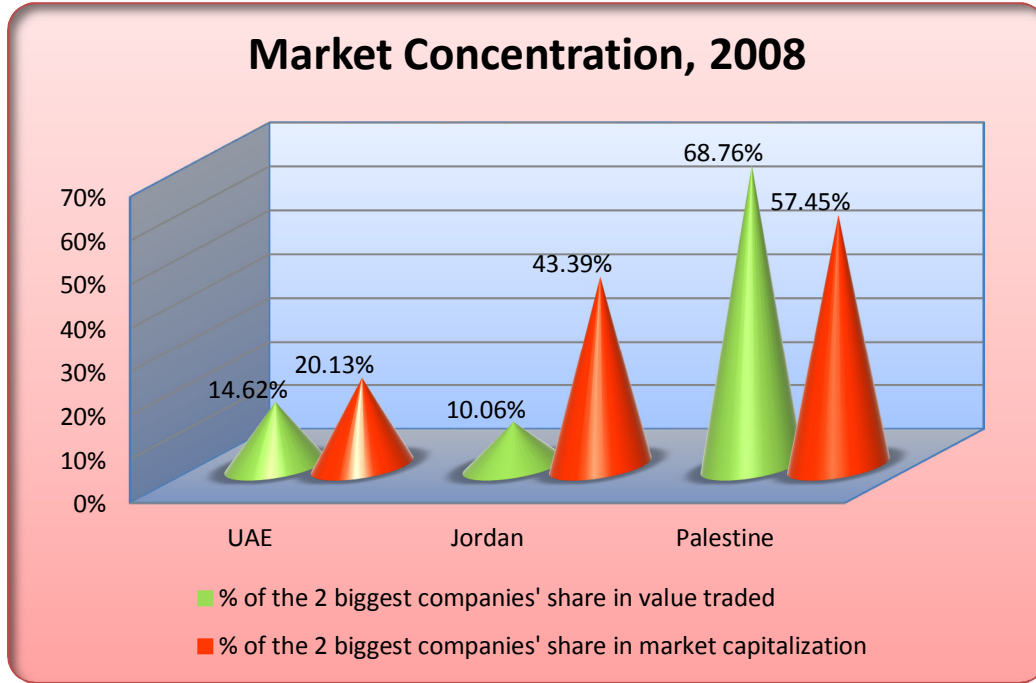
فلو نظرنا على سبيل المثال إلى شركة القدس للاستثمار العقاري نجد أنه تم تنفيذ 8 صفقات على سهمها تم من خلالها تداول ما مجموعه 4600 سهم فقط طيلة عام 2008 ، في حين تم تداول 29140 سهم من أسهم الشركة العربية لصناعة الدهانات ، تم تنفيذها من خلال 33 صفقة طيلة عام 2008 .

و بالنظر إلى العينة الواردة في جدول رقم 8 و التي تشمل 6 شركات مدرجة ، فان هذه الشركات تمثل ما مجموعه 16% من مجموع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية إلا أن إجمالي عدد الأسهم

المتداولة على هذه الشركات لا يتعدى 0.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال الأعوام 2007، 2008، الأمر الذي يظهر و بصورة جلية ظاهرة قلة التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية و بالتالي ضعف السيولة ، و الذي طرح هو وصف لهذه الظاهرة الذي قد يكون معروفا لدى الجميع و لكن السؤال الأهم هو آلية معالجة هذه الظاهرة الأمر الذي سيتم التطرق إليه ضمن التوصيات في نهاية هذه الدراسة ، يذكر أن ظاهرة قلة التداول تؤدي إلى زيادة درجة تركيز السوق المالي.

9. 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 للأوراق المالية بشكل خاص من هذه الظاهرة، حيث يلاحظ من شكل رقم (4) إستحواذ أكبر شركتين مدرجتين في السوق (مصنفة على أساس القيمة السوقية وحجم التداول) على ما نسبته 57% و 69% من القيمة السوقية الإجمالية وقيمة التداول الكلي للسوق على التوالي.



ومقارنة مع الأسواق العربية تعد سوق فلسطين من أشد الأسواق تركزاً highly concentrated market، أما في حالة الأردن فيلاحظ أن مساهمة أكبر شركتين مدرجتين في سوق عمان المالي في القيمة السوقية الكلية تبلغ 43%، بينما تبلغ هذه النسبة 20%، في الإمارات العربية المتحدة.

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

10. تكلفة العمليات Transaction Costs

تعتبر آلية التداول و مصالح الأطراف ذات العلاقة بالإضافة إلى Bid – ask spread المكونات الأساسية لما يسمى Market microstructure و الذي يعتبر من العوامل الهامة و الأساسية التي يجب على المنظم

و المطور لقطاع الأوراق المالية التعرف عليها و فهمها بصورة دقيقة عند رسم السياسات ووضع الأنظمة و التعليمات المنظمة لعمل قطاع الأوراق المالية. و يعتقد البعض أن المقصود بتكاليف العمليات هي عمولات التداول المباشرة التي يدفعها المستثمر لقاء عمليات التداول التي ينفذها ، إلا أن تكاليف العمليات لا تقتصر فقط على العمولات و الرسوم التي يدفعها المستثمر لقاء عمليات التداول كما سيتم التوضيح لاحقاً. و لكن بداية لا بد من توضيح بعض المفاهيم ذات العلاقة بتكلفة العمليات .

Matching problem 1.10

و المقصود هنا أن البائعين و المشترين يتكبدون تكاليف باهظة لإيجاد كل الآخر و ذلك إما بسبب المكان (Physical or virtual location) ، أو بسبب الزمان أي أن يصل البائع في وقت يختلف عن وقت وصول المشتري (و هنا يأتي دور صانع السوق market maker)، وهناك مشكلة الحجم و هي مثلا عندما يكون مطلوب 10000 سهم من أسهم الشركة X بينما المعروض فقط 500 سهم و هذه الحالة يمكن ملاحظتها بوضوح في سوق فلسطين للأوراق المالية (Much more risk to liquidity traders) وهناك مشكلة السعر و هي اختلاف سعر العرض عن سعر الطلب و بالتالي عدم حدوث التداول و هي ما تسمى bid – ask spread و كلما زاد اتساع الفجوة كلما قل التداول و ازدادت صعوبة Matching و بالتالي ضعف السيولة و إزداد درجة المخاطر .

Transaction Costs 2.10

إن تكاليف العمليات هي تلك التكاليف التي يتكبدتها البائع و المشتري ليجد كل منهما الآخر و بالتالي تنفيذ عملية التداول (Matching) ، و كلما قلت تكاليف العمليات كلما دل ذلك على كفاءة السوق التشغيلية Operational efficiency لهذا تسعى أسواق المال جاهدة إلى إتباع شتى السبل التي تؤدي إلى تقليل تكلفة العمليات و بالتالي زيادة درجة جاذبية و تنافسية السوق و زيادة قدرته على جذب المستثمرين ، حيث أنه و من وجهة نظر المستثمر فان تكلفة العمليات تعتبر العنصر الحاسم في قراره الاستثماري من حيث الإجابة على أربع أسئلة محورية و هي أين ؟ و متى ؟ و ماذا ؟ و كيف ؟ يستثمر .

و بشكل عام هناك نوعين من تكاليف العمليات :-

• التكاليف المباشرة أو الصريحة Explicit Cost و تشمل كل من :-

- عمولة التداول Commissions

- الرسوم الأخرى مثل رسوم الإدراج ، رسوم التحويل العائلي ، رسوم الرهن الخ .

• التكاليف الضمنية Implicit Costs و تتمثل في :-

- ارتفاع الأسعار على المشتريين و انخفاضها على البائعين (price of a trade)
- تكلفة التداول الفوري باستخدام أوامر السوق و هو ما يسمى (bid – ask spread) و هي عبارة عن الفرق بين أدنى سعر يكون البائع عنده مستعد للبيع و بين أعلى سعر يرغب المشتري في دفعه للورقة المالية، و يختلف إتساع الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء للورقة المالية بناء على درجة سيولة تلك الورقة .
- تكلفة الفرصة البديلة في حال عدم القدرة على تنفيذ التداول الفوري للورقة المالية .
- عدم القدرة على التداول بأحجام كبيرة Implementation shortfall

و تعتبر التكاليف الضمنية بالغالب أكبر بكثير من التكاليف الصريحة و لكنها صعبة التقدير و معالجتها تتطلب جهود كبيرة و في الغالب يتم إغفالها من قبل القائمين على الأسواق المالية ، وكلما زادت سيولة السوق المالي كلما قلت التكاليف الضمنية .

و بالرجوع إلى الأسواق محل الدراسة و لتحديد تكلفة العمليات الخاصة بسوق فلسطين للأوراق المالية مقارنة مع الأسواق المالية العربية المنافسة الأخرى توضح الجداول رقم 9 و 10 التكاليف المباشرة للعمليات ، حيث تشير المعلومات الواردة في جدول رقم 9 إلى عمولات التداول في الأسواق المالية محل الدراسة، و بنظرة فاحصة على مقدار عمولات التداول نجد أن سوق فلسطين للأوراق المالية هو الأكثر تكلفة بين هذه الأسواق من حيث عمولات التداول .

و يشير جدول رقم 10 إلى تركيبة عمولة التداول من حيث توزيعها على الأطراف ذات العلاقة (السوق، و الهيئة ، و شركة الأوراق المالية ، و مركز الإيداع) ، حيث يتبين أن الهيئة في كل من فلسطين و الأردن تتساوى في حصتها من العمولة في حين تتجاوز حصة سوق فلسطين للأوراق المالية من العمولة حصة كل من سوق عمان للأوراق المالية و مركز الإيداع و التحويل مجتمعة .

كما يلاحظ أن لدى شركات الأوراق المالية في الأردن هامش مناورة في حصتها من نسبة العمولة إذ تتراوح عمولة التداول التي تتقاضاها ما بين 0.4% و 0.6% .

جدول رقم 9:

حجم التداول للعام 2008 (مليون \$)	عمولة التداول	السوق
1185.2	%0.72	فلسطين
28677.3	%0.74 - %0.54	الأردن
63114	10 + %0.275 دراهم و بحد أدنى 65 درهم +10 درهم	أبو ظبي
83096	10 + %0.275 دراهم و بحد أدنى 65 درهم +10 درهم	دبي
	المعلومة غير متوفرة	مصر

جدول رقم 10:

توزيع العمولة بين الأطراف ذات العلاقة					
المجموع	المركز	شركة الأوراق المالية	السوق	الهيئة	
%0.72	-	%0.47	%0.20	%0.05	فلسطين
%0.54 - %0.74	%0.04	%0.4 - %0.6	%0.05	%0.05	الأردن
دراهم 10 + %0.275	%0.05	%0.15	%0.05	%0.025	الإمارات
					مصر
					المعلومة غير متوفرة

أما فيما يخص الرسوم و العمولات الأخرى و الموضحة في جدول رقم 11 فيلاحظ أن سوق فلسطين للأوراق المالية هي الأعلى من حيث الرسوم فلو أخذنا على سبيل المثال رسوم الإدراج الأولي للأسهم مقارنة مع الأردن نجد أن الحد الأعلى لرسوم الإدراج في فلسطين هي \$10000 إضافة إلى رسوم إدراج إضافية بواقع 2 \$ / مساهم للشركات التي يزيد عدد مساهميها عن 5000 مساهم ، في حين لا تتقاضى سوق عمان رسوم إدراج أولية من الجهات المصدرة للأوراق المالية المدرجة فيها ، بل تتقاضى رسوم إدراج سنوية فقط.

مما سبق يلاحظ أن التكاليف الصريحة في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الأعلى من بين الأسواق العربية محل الدراسة مما يضعف القدرة التنافسية لسوق الأوراق المالية في فلسطين. أما من حيث التكاليف الضمنية فلن يختلف الوضع كثيراً حيث أن تكاليف العمليات الضمنية في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الأعلى ، و

يتضح ذلك جليا من متابعة درجة اتساع الفرق بين سعر العرض و سعر الطلب للأوراق المالية المدرجة bid – ask spread، إضافة إلى صعوبة تنفيذ الصفقات الكبيرة في سوق فلسطين للأوراق المالية دون تنسيق مسبق أو دون التأثير على الأسعار ، مما يزيد من تكلفة الفرصة البديلة لعدم تنفيذ التداول.

جدول رقم 11:

الرسوم والعمولات الأخرى	
فلسطين	
عمولات التحويل الإرثي 0.72% من القيمة السوقية للأوراق المالية المحولة و بحد أدنى 1.5 \$ عن كل شركة يملك المتوفى فيها أسهم	
عمولات التنازل بين الأقارب 0.48% من القيمة السوقية للأوراق المالية المتنازل عنها و بحد أدنى 1.5 \$	
رسوم الرهن تستوفى لقاء القيام بعملية الرهن وتستوفى من الجهة المرتهنة للأسهم بواقع 0.5% من القيمة السوقية للأسهم المرهونة بحد أدنى 70 \$ و بحد أعلى 7000 \$	
رسوم الإدراج	
رسوم إدراج أولية تدفع لمرة واحدة	
رسوم إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة 3000 \$ + 0.02% من رأس المال المكتتب به (بحد أعلى 10000 \$)	
رسوم إدراج أسناد قرض صادرة عن السلطة الوطنية الفلسطينية أو الحكومة الفلسطينية 0.01% من قيمة الإصدار الإسمية	
رسوم إدراج أسناد قرض الشركات والبلديات والجهات الأخرى 0.01% من قيمة الإصدار الإسمية (بحد أدنى 500 \$)	
رسوم إدراج إضافية للشركات المساهمة العامة التي يزيد عدد مساهميها عن 5000 مساهم 2 \$ لكل مساهم فوق 5000 مساهم	
رسوم إدراج أسهم الزيادة 0.05% من قيمة الإصدار الإسمية (بحد أدنى مقداره 1000 \$)	
رسوم إدراج سنوية	
رسوم إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة 3000 \$ + 0.02% من معدل القيمة السوقية خلال الربع الأخير من السنة السابقة	

رسوم إدراج إضافية للشركات المساهمة العامة التي يزيد عدد مساهميها عن 5000 مساهم \$2 لكل مساهم فوق 5000 مساهم

رسوم إدراج أسناد قرض صادرة عن السلطة الوطنية الفلسطينية أو الحكومة الفلسطينية 0.01% من قيمة الإصدار الإسمية

رسوم إدراج أسناد قرض الشركات والبلديات والجهات الأخرى 0.01% من قيمة الإصدار الإسمية (بحد أدنى \$500)

الأردن

لا يتقاضى سوق عمان المالي رسوم إدراج أولية من الجهات المصدرة للأوراق المالية المدرجة فيها ، بل يتقاضى السوق رسوم إدراج سنوية فقط تفاصيلها على النحو التالي :-

أ- تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج الأوراق المالية المصدرة داخل المملكة في البورصة، بواقع (0.0004) أربعة بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الأوراق، على أن لا يزيد المبلغ المستوفى على (3000) ثلاثة آلاف دينار

ب- تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج أسناد القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية بواقع (0.0001) واحد بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الأسناد على أن لا يزيد المبلغ المستوفى على (1000) ألف دينار.

ج- تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقطوعاً عن كل إصدار مقابل إدراج أسناد القرض المصدرة من قبل أي من الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات مبلغ (250) مائتين وخمسين ديناراً.

د- تستوفي البورصة بدلاً مقطوعاً عن كل إصدار مقابل إدراج أدونات الخزينة المصدرة من قبل أي من الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات مبلغ (250) مائتين وخمسين ديناراً.

هـ- لا تستوفي البورصة بدل إدراج سنوي عن أسهم الشركات التي يعلق إدراجها أثناء تصفيتها تصفية اختيارية أو تصفية إجبارية (الشركات تحت التصفية).

و- يراعى عند استيفاء بدل الإدراج المحدد في الفقرتين (أ و ب) من هذه المادة تاريخ الإدراج بحيث يتناسب البديل المستوفى مع المدة الزمنية المتبقية لنهاية السنة.

ز- تستوفي البورصة بدلاً مقابل إدراج الأوراق المالية غير الأردنية يساوي البدلات المقررة على الأوراق المالية بموجب أحكام هذا النظام .

أبو ظبي

عمولة التحويل الإرثي 0.15% من القيمة السوقية للأسهم في يوم التداول السابق بحد أدنى 30 درهم من طرف واحد

عمولة التحويل العائلي 0.15% من القيمة السوقية للأسهم في يوم التداول السابق بحد أدنى 30 درهم من طرف واحد

رسوم الرهن 0.15% من القيمة السوقية للأسهم في يوم التداول السابق بحد أدنى 100 درهم وبحد أقصى مليون درهم غير مستردة

فك الرهن مجانا

رسوم القيد لدى هيئة الأوراق المالية والسلع

- يبلغ رسم طلب القيد والإدراج لدى الهيئة (2,000) درهم تدفع عند تقديم الطلب.
- يبلغ رسم قيد الشركة لدى الهيئة (25,000) درهم كحد أدنى وإذا تجاوز رأسمال الشركة (50) مليون درهم يضاف إلى ما سبق (0.0001) من أية مبالغ تتجاوز ال (50) مليون درهم وبحد أقصى (100,000) درهم.
- يبلغ رسم تجديد قيد الشركة لدى الهيئة (5,000) درهم كحد أدنى ، وإذا تجاوز رأسمال الشركة عند القيد أو التجديد (50) مليون درهم يضاف إلى ما سبق (0.0001) من أية مبالغ تتجاوز ال (50) مليون درهم، وبحد أقصى (10,000) درهم .

دبي

رسوم التحويل الإرثي 0.2% من القيمة السوقية للأسهم بحد أدنى 25 درهم من طرف واحد

رسوم التحويل العائلي 0.15% من القيمة السوقية للأسهم بحد أدنى 25 درهم من طرف واحد

رسوم الرهن 0.2% من القيمة السوقية للأسهم بحد أدنى 100 درهم وبحد أقصى مليون درهم غير مستردة

رسوم القيد لدى هيئة الأوراق المالية والسلع

- يبلغ رسم طلب القيد والإدراج لدى الهيئة (2,000) درهم تدفع عند تقديم الطلب.
- يبلغ رسم قيد الشركة لدى الهيئة (25,000) درهم كحد أدنى وإذا تجاوز رأسمال الشركة (50) مليون درهم يضاف إلى ما سبق (0.0001) من أية مبالغ تتجاوز ال (50) مليون درهم وبحد أقصى (100,000) درهم.
- يبلغ رسم تجديد قيد الشركة لدى الهيئة (5,000) درهم كحد أدنى ، وإذا تجاوز رأسمال الشركة عند القيد أو التجديد (50) مليون درهم يضاف إلى ما سبق (0.0001) من أية مبالغ تتجاوز ال (50) مليون درهم، وبحد أقصى (10,000) درهم .

مصر

المعلومات غير متوفرة

11. الخلاصة

في هذه الدراسة تم تحليل العوامل التي تؤثر في القدرة التنافسية لسوق فلسطين للأوراق المالية من حيث جاذبيته للاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي أفرادا و مؤسسات ، و ذلك مقارنة مع بعض الأسواق العربية المجاورة و التي يمكن إعتبارها منافس حقيقي لسوق فلسطين للأوراق المالية حيث لوحظ ازدياد جذب هذه الأسواق للمستثمرين المحليين الفلسطينيين ،لما تحققة هذه الأسواق من فرص استثمارية واعدة و ذلك نتيجة المستوى الجاذب الذي وصلت إليه أسعار الأسهم المدرجة في هذه الأسواق و هي سوق عمان المالي و بورصة القاهرة و الإسكندرية و سوق أبو ظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالي. و تم تحليل عوامل و محددات القدرة التنافسية لأسواق المال محل الدراسة مثل أنشطة التداول ، الحجم ، السيولة ، تكاليف العمليات الهيكلية و غيرها من الخصائص التي تمتاز بها هذه الأسواق .

و لإجمال نتائج تحليل تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية فانه تم تلخيص نتائج التحليل لكل العوامل المؤثرة على تنافسية السوق بإعطاء تصنيف A ، B ، C لكل عامل من هذه العوامل حيث تشير A إلى عدم معاناة السوق تجاه هذا العامل في حين تشير C إلى معاناة السوق بدرجة ملحوظة تجاه هذا المقياس أو العامل .

جدول رقم 12:

السوق					المقياس
فلسطين	مصر	الأردن	دبي	أبو ظبي	
C	A	A	A	A	تنوع أدوات الاستثمار
C	A	A	A	A	حجم السوق
C	B	B	A	A	درجة السيولة
C	A	A	A	A	قلة التداول
C	N/A	B	A	A	درجة التركيز
C	N/A	B	A	A	تكلفة العمليات
A	C	C	C	B	أداء المؤشر العام (2008)

و يشير الجدول رقم 12 إلى أن تنافسية سوق فلسطين للأوراق المالية هي الأضعف من بين الأسواق محل الدراسة.

12. التوصيات

تشير نتائج الدراسة إلى ضعف القدرة التنافسية لسوق فلسطين للأوراق المالية في مقابل أسواق كل من الأردن و مصر و الإمارات العربية المتحدة ، و تعتبر هذه النتائج متوقعة بل تكاد تكون ملموسة بشكل عام لدى العاملين في قطاع الأوراق المالية إلا أن هذه الدراسة قدمت و بصورة تفصيلية العوامل الأساسية التي تضعف من تنافسية السوق المالي الفلسطيني و إلى أي مدى تؤثر هذه العوامل في الحد من تنافسية السوق المالي الفلسطيني .

و لكن السؤال المهم هنا :- ما هو المطلوب من قبل القائمين على قطاع الأوراق المالية و تحديداً الهيئة و السوق المالي لتعزيز القدرة التنافسية لسوق فلسطين للأوراق المالية ؟

تحاول هذه الدراسة و من خلال التوصيات المقترحة مساعدة متخذي القرار في الهيئة من إتخاذ القرارات المبنية على معلومات دقيقة و من واقع دراسات علمية تؤدي في النهاية إلى معالجة المشاكل التي تحد من تنافسية السوق .

حيث و كما هو معروف هناك جهود حثيثة تبذل من قبل الهيئة و السوق المالي لجذب الاستثمارات الأجنبية لسوق فلسطين للأوراق المالية ، إلا أنه لا بد من الإشارة و التنبيه إلى أنه و في ظل المؤشرات و الظروف الحالية لسوق فلسطين للأوراق المالية فإنه قد تتولد عوامل طاردة للمستثمرين المحليين في فلسطين وتدفعهم للاستثمار في الأسواق المجاورة و التي تعتبر و بناء على نتيجة الدراسة منافس قوي لسوق فلسطين للأوراق المالية ، خصوصاً و أن هذه الأسواق توفر في الوقت الحالي فرص إستثمارية واعدة في ظل انخفاض أسعار الأسهم المدرجة و إمكانية تحقيق عوائد مجزية على المدى القصير .

و من أهم التوصيات التي توردها هذه الدراسة ما يلي :-

1- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار البيئة السياسية والاقتصادية التي يعمل في ظلها سوق فلسطين للأوراق المالية، على الرغم من أن هذا الأمر يعتبر بديهياً و هو حاضر في ذهن متخذي القرار باستمرار، إلا أن إغفال هذا الأمر يؤدي أحياناً إلى رفع سقف التوقعات عند رسم السياسات و اتخاذ القرارات، فالبيئة التي يعمل في ظلها سوق فلسطين تختلف كلياً عن البيئة التي يعمل في ظلها أي من الأسواق المالية العربية الأخرى. الأمر الذي يحد من هامش المناورة أمام متخذي القرار، علماً إن

البيئة السياسية و الاقتصادية المحيطة بسوق فلسطين قد تعتبر المسبب الرئيسي للعديد من المشاكل
المفصلية التي يعاني منها سوق فلسطين للأوراق المالية .

2- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المشاكل الرئيسية التي يعاني منها سوق فلسطين للأوراق المالية ، و
من أهمها ضعف أنشطة السوق من حيث أحجام التداول ، ففي حال تم تفعيل حجم النشاط في سوق
فلسطين للأوراق المالية فان العديد من المشاكل الفرعية التي يعاني منها السوق سوف تنتهي تلقائياً
مثل ضعف السيولة و درجة التركيز و قلة التداول .

و من المعروف أن تفعيل حجم النشاط في السوق المالي هو ليس بالأمر اليسير إطلاقاً بل يحتاج إلى
خطة عمل متكاملة لا يتسع المجال هنا إلى ذكر تفاصيلها، و قد تعتبر خطة عمل الإدارة العامة
للأوراق المالية للسنوات الثلاث القادمة مثال حي على ذلك بحيث قد يؤدي تطبيقها إلى تفعيل و
تنشيط حجم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية .

وفي المقابل قد لا تؤدي المعالجة الآنية لبعض المشاكل الفرعية إلى النتائج المرجوة ، فعلى سبيل
المثال على الرغم من أهمية الإدراج في السوق المالي و إلزاميته بموجب القانون، و على فرض أنه
تم إدراج عشرة شركات إضافية على سبيل المثال، إلا أن حجم التداول على هذه الشركات كان
ضعيفاً جداً كما هو الحال في بعض الشركات المدرجة حالياً، فان ذلك قد يؤدي إلى زيادة المشاكل
التي يعاني منها السوق، من حيث قلة التداول و زيادة درجة التركيز و بالتالي إزداد درجة المخاطر
المرتبطة بضعف السيولة .

مثال آخر فيما لو أراد القائمون على قطاع الأوراق المالية تقليل تكاليف العمليات من خلال تخفيض
التكاليف الصريحة فقط و لنقل عمولات التداول، فان هامش المناورة المتاح محدود جداً وذلك بسبب
ضعف حجم التداول الأمر الذي يؤثر سلباً على إيرادات السوق المالي و شركات الوساطة و الهيئة
بصورة مؤثرة ، و بالرجوع إلى جدول رقم 9 في صفحة 25 يلاحظ أن حجم التداول لسوق فلسطين
لعام 2008 لا يتعدى 1200 مليون دولار في حين بلغ حجم التداول في سوق دبي المالي 83 مليار
دولار ، و في الأردن 28.6 مليار دولار، الأمر الذي يتيح لهذه الأسواق تخفيض عمولات التداول و
هو الأمر الذي يفسر عملياً انخفاض عمولات التداول في هذه الأسواق عما هو عليه في سوق
فلسطين ، بمعنى آخر وجود ما يسمى Mass trading في هذه الأسواق.

3- محاولة تقليل تكاليف العمليات (التكاليف الصريحة) في سوق فلسطين للأوراق المالية وفي حال تعذر ذلك، فإنه يجب على الأقل الإبقاء عليها في وضعها الحالي مع ضرورة التركيز على تقليل التكاليف الضمنية والتي تم الإشارة إليها سابقاً في سياق الدراسة.

4- التركيز على تطوير دور الوساطة المالية في فلسطين وعدم إقتصارها على عمليات السمسرة فقط، بل يجب أن تتعداه إلى تقديم خدمات مالية جديدة. حيث قد يكون من أسباب جاذبية الأسواق المجاورة للمستثمرين الفلسطينيين توافر بيوت خبرة في تلك الدول، وتنوع الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة في تلك الدول وتقديم الإستشارات المالية المبنية على دراسات تحليلية لأسهم الشركات المدرجة (على الأقل القيادية منها) لدرجة أن بعض شركات الوساطة في الأردن تقدم دراسات تحليلية عن بعض الشركات المدرجة في السوق الفلسطيني. وهذا الأمر يجذب المستثمرين الفلسطينيين للإستثمار في أسواق الدول المجاورة وتحديداً الأردن ومصر و الإمارات العربية المتحدة، وذلك لسهولة وتوافر قنوات الإتصال وتوافر المعلومات المبنية على تحليلات علمية، مما يسهل على المستثمر الحصول على المعلومة اللازمة دون الحاجة للتواجد الفعلي في تلك الدول، ودون تكبد تكاليف باهظة للحصول على المعلومات الضرورية.

من جهة أخرى، قد يكون هناك دور لشركات الوساطة الأعضاء في سوق فلسطين (ولو بصورة غير مباشرة) في ضعف التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة في سوق فلسطين (وضعها في دائرة الظل) وتسلط الضوء على شركتين أو ثلاثة، على الرغم من تحقيق هذه الشركات نتائج مالية جيدة ولسنوات متتالية.

5- العمل على تنويع أدوات الإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية وعدم إقتصارها على الأسهم فقط.

6- تفعيل الإستثمار المؤسسي في السوق الفلسطيني وذلك من خلال تشجيع إنشاء صناديق الإستثمار، وقد يكون مشروع تطوير صناديق التقاعد الخاص Private Pension Funds والذي تعمل الهيئة على تطويره مثال جيد على تحفيز وتطوير الإستثمار المؤسسي، حيث يساهم الإستثمار المؤسسي في ضبط إيقاع السوق ويساعد على إستقراره وحمايته من الهزات العنيفة.

7- ضرورة تركيز حملات التوعية الاستثمارية و استهدافها لفئات محددة كإدارات الشركات المساهمة العامة إضافة إلى حملات التوعية التي تستهدف جمهور المستثمرين ، و تركيزها على مواضيع محددة، مثل أهمية استناد القرارات الاستثمارية على المعلومات الدقيقة الموثوقة و عدم اتخاذ القرارات الانفعالية.

8- على الرغم من أهمية الجهود الحثيثة المبذولة لجذب الاستثمارات الأجنبية إلا انه يجب التركيز و الانتباه إلى أهمية التمسك بالمستثمر المحلي و ذلك من خلال اتخاذ خطوات تؤدي إلى زيادة ثقته بالسوق الفلسطيني مثل التركيز على الشفافية و عدالة التداول و حماية حقوق المستثمرين و زيادة نوعية المعلومات المتوافرة عن الشركات المساهمة العامة و هذا ما توفره مدونة حوكمة الشركات التي تم إقرارها مؤخراً، حيث أن تطبيق المدونة سيؤدي إلى زيادة الشفافية.

المراجع:

- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول 2009، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- سوق فلسطين للأوراق المالية- الواقع والتحديات، 2008، الإدارة العامة للدراسات والتطوير، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.
- الموقع الإلكتروني لسوق عمان المالي www.ase.com.jo
- الموقع الإلكتروني لسوق أبوظبي للأوراق المالية www.adx.ae
- الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي www.dfm.ae
- التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2008، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- سوق فلسطين للأوراق المالية، 2009. التقرير السنوي 2008. نابلس- فلسطين