

تعزير دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الخارجية

معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس)



2008



معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس)

تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الخارجية

2008

معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)

تأسس في القدس عام 1994 كمؤسسة مستقلة، غير ربحية متخصصة في أبحاث السياسات الاقتصادية والاجتماعية. يوجه عمل ماس من قبل مجلس أمناء يضم شخصيات مرموقة من أكاديميين ورجال أعمال من فلسطين والدول العربية.

رسالة المعهد

معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)، ملتزم بعمل أبحاث السياسات الاقتصادية والاجتماعية وفق أولويات التنمية في فلسطين بهدف المساعدة في صناعة السياسات الاقتصادية والاجتماعية وتعزيز المشاركة العامة في مناقشتها وصياغتها.

الأهداف الاستراتيجية

- ✧ عمل أبحاث ودراسات وفق أولويات واحتياجات صانعي القرار للمساعدة في اتخاذ قرارات ورسم سياسات مستندة للمعرفة.
- ✧ تقييم السياسات الاقتصادية والاجتماعية وتبيان تأثيرها على مختلف المستويات، وذلك لمراجعة وتصحيح السياسات المطبقة.
- ✧ توفير منبر حر للنقاش العام والديمقراطي حول قضايا السياسات الاقتصادية والاجتماعية للمهتمين وأصحاب الشأن.
- ✧ تقديم ونشر معلومات ونتائج الأبحاث الحديثة عن القضايا الاقتصادية والاجتماعية.
- ✧ تقديم الدعم الفني والمشورة المتخصصة لمؤسسات السلطة الوطنية الفلسطينية، والقطاع الخاص والمنظمات غير الحكومية لدعم مشاركتهم وانخراطهم في عملية صياغة السياسات.
- ✧ تقوية القدرات والمصادر لعمل أبحاث السياسات الاقتصادية والاجتماعية في فلسطين.

مجلس الأمناء

إسماعيل الزبيري (الرئيس)، غانية ملحيس (نائب الرئيس)، سامر خوري (أمين الصندوق)، غسان الخطيب (أمين السر)، نبيل قدومي، هبة حندوسة، جورج العبد، رجا الخالدي، رامي الحمد الله، رضوان شعبان، طاهر كنعان، لؤي شبانة، محمد نصر (المدير العام).

حقوق الطبع والنشر محفوظة © 2008 معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)

ص.ب. 19111، القدس وص.ب. 2426، رام الله

تلفون: 2987053/4، فاكس: 2987055، بريد إلكتروني: info@pal-econ.org

الصفحة الإلكترونية: <http://www.pal-econ.org>



معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس)

تعزير دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الخارجية

2008

تعزير دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الخارجية

أعدت هذه الدراسة من قبل فريق الباحثين في معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)، وقد شارك بصورة مباشرة في إعدادها كل من:

فريق البحث:

د. محمد نصر، المدير العام
مهند حامد، باحث مشارك
فوزي ارشيد، باحث مشارك
وجيه عامر، باحث مساعد
إبراهيم الشفاقي، باحث مساعد

المراجعة والتقييم:

د. باسم مكحول، خبير اقتصادي.
د. عاطف علاونة، مدير عام هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.
د. سليمان العبادي، عميد كلية العلوم المالية والإدارية، الجامعة العربية الأمريكية-جنين.

التدقيق اللغوي: عبد الرحمن أبو شمالة (عربي)
جاك لوماكس (انجليزي)

التنسيق الفني: لنا عبد الله

التمويل: تم إنجاز هذه الدراسة بدعم مشكور من قبل مركز بحوث التنمية الدولية-كندا (IDRC).

معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)

القدس ورام الله

2008

حقوق الطبع والنشر محفوظة © (ماس)

تقديم

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية من خلال جذب الاستثمارات الخارجية، والمحافظة على المدخرات الوطنية وتحويلها إلى مشاريع إنتاجية تسهم في زيادة التوظيف والدخل وتحسين مستوى المعيشة. وتتنافس الكثير من دول العالم على استقطاب الاستثمارات الأجنبية عن طريق تقديم الحوافز وطمأنة المستثمرين وتوفير بيئة مواتية تضمن عائداً مجزياً ومخاطر مقبولة.

وخلال السنوات العشر الماضية منذ تأسيسها، تطورت سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل ملحوظ. فقد زاد عدد الشركات المدرجة فيها من 18 شركة مساهمة عامة لا يتجاوز رأسمالها 82 مليون دولار عام 1997 إلى 35 شركة برأسمال قدره 950 مليون دولار تقريباً في نهاية العام 2007. كما ارتفع عدد الأسهم المملوكة للأجانب بأكثر من الضعف خلال الأعوام 2001-2006، وزادت قيمة الاستثمار الأجنبي من حوالي 283 مليون دولار في العام 2001 إلى أكثر من ملياري دولار عام 2005. وتعكس هذه المؤشرات قدرة السوق على استقطاب الاستثمارات الأجنبية إذا توفرت له المقومات اللازمة لذلك.

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم مدى جاذبية السوق المالي للاستثمارات الأجنبية، والمعوقات التي تواجه ذلك، والخطوات التي يمكن اتباعها لزيادة تلك الاستثمارات. ونحن نأمل أن تسهم التوصيات التي تقدمها الدراسة في بلورة السياسات الملائمة لتعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين وزيادة قدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية، مما ينعكس بشكل كبير على عملية التنمية الفلسطينية.

أود أن أشكر جميع الذين أسهموا في إعداد هذه الدراسة. وبالإضافة إلى فريق البحث، أود أن أشكر السادة سوق فلسطين للأوراق المالية، وهيئة سوق رأس المال، وشركات الوساطة، والخبراء الذين تمت مقابلتهم

والاستفادة من آرائهم. كما أشكر الزملاء د. باسم مكحول، و د. عاطف علاونة، و د. سليمان العبادي على مراجعة وتقييم الدراسة، والسيد عبد الرحمن أبو شمالة على مهارته في تدقيقها لغويا. وأشكر أيضا المشاركين في ورشة العمل التي تمت لمناقشة الدراسة، والذين ساهمت ملاحظاتهم القيمة في إثرائها. وأخيرا، أود أن أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لمركز البحوث للتنمية الدولي (IDRC) الكندي على تمويلهم لهذه الدراسة.

د. محمد نصر
المدير العام

المحتويات

1	1- مقدمة
5	2- الدراسات السابقة
5	1-2 خلفية نظرية
8	2-2 مراجعة الأدبيات
15	3- واقع سوق الأوراق المالية في فلسطين
16	1-3 سوق فلسطين للأوراق المالية: نبذة تاريخية
18	2-3 الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية
19	1-2-3 قطاع البنوك
21	2-2-3 قطاع التأمين
23	3-2-3 قطاع الاستثمار
26	4-2-3 قطاع الخدمات
28	5-2-3 القطاع الصناعي
30	3-3 شركات الوساطة
32	4-3 هيئة سوق رأس المال الفلسطينية
33	5-3 الإطار القانوني
35	6-3 القيود على الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية
39	4- محددات جاذبية سوق الأوراق المالية الفلسطينية للاستثمار الأجنبي: المنهجية
39	1-4 من هو المستثمر الأجنبي؟
40	2-4 حجم الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية
44	3-4 محددات جذب تدفقات الحقائق الاستثمارية
44	1-3-4 عوامل الاقتصاد الكلي
45	2-3-4 العوامل الخاصة بالسوق المالية

46	3-3-4 حماية المستثمرين
49	4-3-4 ترويج السوق المالية
51	5- تقييم جاذبية سوق الأوراق المالية الفلسطيني للاستثمار الأجنبي
51	1-5 عوامل الاقتصاد الكلي
51	1-1-5 الاستقرار السياسي والاقتصادي
53	2-1-5 الإدارة العامة
54	3-1-5 القطاع المصرفي في الأراضي الفلسطينية
55	2-5 العوامل الخاصة بسوق الأوراق المالية
55	1-2-5 الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية
58	2-2-5 ربحية الشركات المدرجة في السوق
59	3-2-5 الأدوات المالية المتوفرة في سوق فلسطين للأوراق المالية
59	4-2-5 العوامل المتعلقة بجاذبية سوق فلسطين للأوراق المالية
64	3-5 حماية المستثمرين
64	1-3-5 التشريعات والقوانين
69	2-3-5 حوكمة الشركات
70	4-5 ترويج سوق الأوراق المالية الفلسطينية
70	1-4-5 التوعية الاستثمارية
71	2-4-5 التسويق الخارجي
72	3-4-5 مدى اندماج السوق مع الأسواق الأخرى
73	4-4-5 البنك الحافظ الأمين وبنك التسوية
75	6- النتائج والتوصيات
79	المراجع

قائمة الجداول

17	مؤشرات سوق فلسطين للأوراق المالية (1997 – 2007)	جدول 1:
19	المؤشرات الرئيسية لقطاع البنوك حتى 2006/12/13	جدول 2:
22	المؤشرات الرئيسية لقطاع التأمين حتى 2006/12/31	جدول 3:
24	المؤشرات الرئيسية لقطاع الاستثمار في نهاية العام 2006	جدول 4:
26	المؤشرات الرئيسية لقطاع الخدمات حتى 2006/12/31	جدول 5:
28	المؤشرات الرئيسية للقطاع الصناعي حتى 2006/12/31	جدول 6:
31	تطور شركات الوساطة المالية العاملة في الأراضي الفلسطينية	جدول 7:
	النسبة المسموح بها لتملك الأجانب في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية	جدول 8:
36		
41	عدد الأسهم موزعة حسب الجهة المستثمرة (2001-2006)	جدول 9:
42	عدد الأسهم موزعة حسب الجهة المستثمرة العام 2006	جدول 10:
43	التوزيع النسبي للاستثمارات الأجنبية بين القطاعات (2001-2006)	جدول 11:
52	بعض المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الفلسطيني (1999-2006)	جدول 12:
56	رأسمال وحصص المستثمرين الأجانب في سوق فلسطين للأوراق المالية	جدول 13:
58	ربحية القطاعات في سوق فلسطين للأوراق المالية العام 2006	جدول 14:

قائمة الأشكال البيانية

- شكل 1: تطور مؤشر القدس في السنوات 1997-2007 18
- شكل 2: نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة بين 1997-2007 62
- شكل 3: نسبة حجم التداول (عدد الأسهم المتداولة في السوق) إلى الناتج المحلي الإجمالي 63

ملخص تنفيذي

تحاول هذه الدراسة تحليل الدور الذي يمكن أن تلعبه سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الأجنبية، وتحديد العوامل التي تساهم في جذب هذه الاستثمارات من خلالها، بغية الخروج بسياسات وآليات لتفعيل دور السوق في جذب الاستثمار الخارجي إلى الاقتصاد الفلسطيني.

احتلت العلاقة بين الأسواق المالية والاستثمار والنمو الاقتصادي حيزاً كبيراً من اهتمام متخذي القرارات الاقتصادية والباحثين والمحللين. فقد قامت معظم دول العالم بخطوات متعددة في هذا المجال؛ مثل تحرير القيود المفروضة على رأس المال بغية استقطاب تدفقات نقدية أجنبية إلى تلك الأسواق، ما يسهم في عملية التنمية في تلك الدول. وقد أظهر العديد من الدراسات السابقة أن الأسواق المالية تسهم في النمو الاقتصادي من خلال تجميع المدخرات وتوجيهها لدعم استثمارات حقيقية. كما حاولت دراسات أخرى تحديد العوامل التي تحدد الجاذبية الاستثمارية للدول، حيث برز دور البيئة الاستثمارية، والاقتصاد الكلي، والحوكمة، وغيرها من العوامل المهمة الأخرى.

تتكون سوق الأوراق المالية الفلسطينية من عدد من اللاعبين الأساسيين، من بينهم سوق فلسطين للأوراق المالية، والشركات المساهمة العامة، وشركات الوساطة، وهيئة سوق رأس المال، إضافة إلى المساهمين والمستثمرين وغيرهم. وقد أنشئت سوق فلسطين للأوراق المالية العام 1996، وابتدأ التداول فيها مطلع العام 1997، ولكنها تطورت بشكل سريع خلال السنوات العشر الماضية، حيث زاد عدد الشركات المدرجة فيها ليصل إلى 35 شركة مساهمة عامة، برأسمال يقارب 950 مليون دولار، وحجم تداول وصل إلى حوالي 2 مليار دولار العام 2005، بينما تجاوز مؤشر القدس حاجز الألف نقطة خلال العام نفسه قبل أن يعود للانخفاض إلى النصف في العامين 2006 و2007، بسبب العوامل السياسية المتذبذبة التي تمر بها المنطقة.

وتتفاوت أحجام ورؤوس أموال الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهي موزعة على خمسة قطاعات رئيسية: البنوك، التأمين، الاستثمار، الخدمات، الصناعة. ويتم تداول أسهم هذه الشركات من خلال تسع شركات وساطة، تلعب دوراً مهماً في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المحلية، وفي الحد من هروب رأس المال الوطني إلى الأسواق الخارجية.

تخضع سوق فلسطين للأوراق المالية لرقابة هيئة سوق رأس المال، وينظم عملها مجموعة من القوانين الحديثة، وبالذات قانون الأوراق المالية، وقانون هيئة سوق رأس المال، بالإضافة إلى مجموعة من الأنظمة والتعليمات التي تنظم عملها وعلاقتها بالشركات المدرجة وبالوسطاء والمستثمرين المحليين والخارجيين.

لم يحدد قانون الأوراق المالية نسبة التملك للفرد؛ سواء أكان محلياً أم أجنبياً، ولم يتطرق كذلك إلى إجمالي نسبة التملك المسموح بها للأجانب، لذلك يُعتبر النظام الداخلي للشركات المدرجة نفسها هو المحدد لذلك. إلا أن بعض الشركات المدرجة تعود في مجال تحديد نسبة الاستثمار المسموح بها للأجانب إلى الجهة المشرفة عليها، مثل البنوك التي تخضع لإشراف سلطة النقد ورقابتها. وتتفاوت الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية من حيث القيود التي تفرضها أنظمتها الداخلية على الاستثمار الأجنبي في ملكيتها، ففي حين تحدد بعض الشركات نسبة لا تزيد على خمسة أو عشرة بالمائة، تسمح بعض الشركات الأخرى بنسبة تملك غير محددة للمستثمر الأجنبي؛ سواء أكان فرداً أم شركة.

عند تحليل الدور الذي يمكن أن تلعبه سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية، تصادف الباحث مجموعة من الصعوبات المنهجية. وفي مقدمة هذه الصعوبات يأتي تحديد المقصود بـ"المستثمر الأجنبي"، لكي يمكن متابعة التغيرات التي تحدث في هذا المجال عند اتخاذ سياسات معينة. وفي حين تبدو المشكلة غير ذات قيمة في بعض البلدان، فإنها تبدو أكثر تعقيداً في الحالة الفلسطينية، نظراً لوجود فلسطينيين مغتربين لا يحملون الهوية الفلسطينية، ولكنهم مولودون في فلسطين أو مقيمون فيها دون هوية.

أما الصعوبة الثانية، فتتعلق بعدم توفر بيانات مفصلة حول الاستثمارات الأجنبية في فلسطين تسمح بعمل التحليل اللازم لدور السوق في الاقتصاد، وبخاصة أن قانون الأوراق المالية لا يسمح لسوق فلسطين للأوراق المالية بالإفصاح عن تلك البيانات، ما يتطلب البحث عن متغيرات بالإجابة لتقدير هذه الاستثمارات وتحليل التغيرات فيها. وقد تبين أن النسبة المملوكة للأجانب في سوق فلسطين للأوراق المالية تراوحت حول 40% من عدد الأسهم خلال الفترة بين 2001-2006، وأن نسبة قيمة الاستثمار قد تذبذبت خلال تلك الفترة، ولكنها كانت مرتفعة في قطاع البنوك ومنخفضة في قطاع الصناعة.

أما الصعوبة الثالثة، فهي في عدم التمكن من القيام بتحليل قياسي نظراً لعدم توفر السلاسل الزمنية للبيانات، وبالتالي لجأت الدراسة إلى التحليل الوصفي للتعرف على قدرة سوق الأوراق المالية الفلسطينية على جذب الاستثمارات الأجنبية. ويفودنا ذلك إلى تحدٍ رئيس يتمثل في تحديد العوامل التي يمكن من خلالها تقييم جاذبية البلد للاستثمار الأجنبي. وقد ساعدت النظرية الاقتصادية ومراجعة الأدبيات في تحديد أربع مجموعات رئيسية يمكن من خلالها تقييم جاذبية سوق الأوراق المالية للاستثمار الأجنبي، وهذه المحددات هي: الاقتصاد الكلي، العوامل المتعلقة بالسوق المالية، العوامل المتعلقة بحماية المستثمر، العوامل المتعلقة بالتوعية والتسويق.

استخدمنا المعايير السابقة لتقييم جاذبية سوق الأوراق المالية لتدفقات الحقائق الاستثمارية الأجنبية. وقد بينت الدراسة أن الإجراءات والسياسات الإسرائيلية قد أدت إلى درجة عالية من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، وهو ما انعكس في مؤشرات الاقتصاد الكلي الرئيسية، حيث انخفض الناتج المحلي بحوالي 30% العام 2006 مقارنة مع العام 1999، بينما تضاعف معدل البطالة خلال الفترة نفسها. ومن الواضح أن ذلك لا يخدم في جذب الحقائق الاستثمارية الأجنبية إلى سوق فلسطين للأوراق المالية.

وبالنسبة للإدارة العامة، فعلى الرغم من اللغط الذي يثور حول أداء السلطة الوطنية الفلسطينية، فإن عدداً كبيراً من الدراسات والتقارير أظهر أن الوضع الضريبي في الأراضي

الفلسطينية ليس سيئاً، وأن ظاهرة الفساد والرشاوى أقل، وسرعة إنجاز المعاملات أفضل من كثير من الدول المجاورة. وتقوم السلطة الفلسطينية بخطوات ملموسة لتعزيز ذلك.

وقد شهد القطاع المصرفي نمواً ملحوظاً، لاسيما بعد توقيع اتفاقية أوسلو العام 1993، حيث وصل عدد البنوك العاملة في الأراضي الفلسطينية إلى 22 بنكاً، وارتفع عدد فروع البنوك إلى 153 فرعاً. وقد أظهر هذا القطاع استقراراً وكفاءة جيدة خلال السنوات الماضية، ومع أنه يقدم خدمات تقليدية، فإنه يسهم في استقطاب المستثمرين الأجانب إلى سوق الأوراق المالية الفلسطينية.

وعند تحليل العوامل الخاصة بسوق فلسطين للأوراق المالية، أظهرت الدراسة أن عدد الشركات المدرجة في السوق ضئيل، والأدوات الاستثمارية فيها قليلة جداً، ولا تتعدى المتاجرة بالأسهم، ما يعكس ضحالة السوق ويقلل من جاذبيتها للاستثمار الأجنبي. وعلى الرغم من أن معدل العائد على الاستثمار في تلك الشركات مرتفع نسبياً، فإنه متذبذب، ما يعكس درجة عالية من المخاطرة. من ناحية أخرى، أظهر التحليل أن سوق فلسطين للأوراق المالية تستخدم أنظمة تكنولوجيا المعلومات بكفاءة وفعالية في التداول والرقابة على نشاط السوق، ما يسهم في تشجيع الاستثمار فيها.

وبالنسبة للعوامل المتعلقة بحماية المستثمرين، فقد أظهرت الدراسة أن التشريعات والقوانين التي تعمل في ظلها سوق فلسطين للأوراق المالية تضمن حرية تدفق الأموال من وإلى الأراضي الفلسطينية دون أية قيود. كما أن قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال، وكذلك الأنظمة والتعليمات التي تحكم عمل هذه السوق، تعزز مبادئ الحوكمة والشفافية، وتمنع التلاعب والمضاربة، ما يساعد على طمأنة المستثمرين وحماية حقوقهم، سواء أكانوا محليين أم أجانب. ومن بين الأنظمة التي صادقت عليها هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في هذا المجال، نظام الإفصاح، ونظام الإدراج، ونظام تداول الأوراق المالية، ونظام العضوية، ونظام قواعد السلوك المهني داخل السوق، ونظام فض المنازعات والتحكيم. وتعزيزاً لذلك، تقوم هيئة سوق رأس المال في فلسطين، من خلال لجنة وطنية

ولجان فنية متعددة، بإعداد قواعد للحوكمة تسعى إلى تطبيقها على الشركات المدرجة. ولتشجيع ذلك أيضاً، تشارك سوق فلسطين للأوراق المالية بمنح جوائز تقديرية للشركات التي تتفقد بدرجات عالية من الشفافية والنزاهة والحكم الرشيد.

وفي مجال ترويج سوق الأوراق المالية، محلياً ودولياً، فقد طوّرت سوق فلسطين للأوراق المالية برنامجاً خاصاً للتوعية الاستثمارية يهدف إلى بلورة بيئة صديقة للاستثمار في الأوراق المالية بين الشرائح المختلفة في المجتمع، إضافة إلى العديد من الأنشطة والمعلومات التي تنشرها على صفحتها الإلكترونية للتعريف بها وآلية عملها، والشركات المدرجة فيها، وشركات الوساطة العاملة في الأراضي الفلسطينية، والقوانين والأنظمة التي تحكم عمل السوق، وغير ذلك من الأنشطة والفعاليات. كما تقوم سوق فلسطين للأوراق المالية بمحاولات حثيثة للوصول إلى المستثمرين الأجانب، من خلال المؤتمرات وورش العمل والربط مع القنوات الإخبارية، وبخاصة الفضائيات، إضافة إلى محاولات الاندماج مع الأسواق المالية الأخرى في المنطقة، وعقد اتفاقيات الحافظ الأمين، وبنك التسوية، ... وغيرها.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات، من أهمها:

- ❖ توفير البيئة المواتية للاستثمار، وبالذات فرض سيادة القانون، ووقف الفلتان الأمني، وإصلاح الجهاز القضائي، واستكمال التشريعات الاقتصادية وتحديثها، مثل قانون الشركات، وقانون المنافسة، ... وغيرها.
- ❖ اتباع سياسات اقتصادية ومالية سليمة لتحقيق تنمية سريعة، مستفيدين من الدعم المالي الكبير الذي وعدت به الدول المانحة في باريس في كانون الأول 2007، في أعقاب مؤتمر "أنابوليس".
- ❖ العمل على تشجيع وتحفيز الشركات غير المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للقيام بذلك، بغية زيادة عمق السوق وتعزيز الثقة فيها، مع العلم أن القانون يجبرها على تقديم طلب إدراج.

- ❖ تسويق الأسهم الفلسطينية في الأسواق الخارجية، وبخاصة في الأسواق التي توجد فيها جالية فلسطينية كبيرة مثل أسواق الخليج.
- ❖ تعزيز وتطبيق قواعد الحوكمة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وفي شركات الوساطة، وفي الشركات المدرجة في السوق، وكذلك الإسراع في إقرار قواعد الحوكمة التي تقوم اللجنة الوطنية وهيئة سوق رأس المال بإعدادها منذ فترة، والتعاون مع المؤسسات المعنية بالشفافية والحوكمة، مثل الائتلاف من أجل النزاهة والمساءلة (أمان) وغيرها.
- ❖ إيجاد نظام إلكتروني يسمح للمستثمرين الأجانب بالتداول من خلال الإنترنت (الموقع الإلكتروني) وباستخدام بطاقة ائتمان (Credit Card) بشكل مباشر.
- ❖ الاستمرار في إصدار دليل الشركات المساهمة العامة المدرجة بشكل سنوي، والعمل على إيصاله إلى المستثمرين في الدول الأخرى عن طريق الممثلات الفلسطينية في الخارج.
- ❖ توفير بيانات إحصائية أكثر تفصيلاً، تمكن الباحثين من إجراء دراسات معمقة حول تأثير سوق الأوراق المالية ودورها، بحيث يستفاد منها في رسم السياسات المناسبة واتخاذ الخطوات الصحيحة لجذب الاستثمارات الأجنبية.
- ❖ تشجيع شركات الوساطة المحلية على تطوير نفسها، وبخاصة في مجال التداول من خلال الإنترنت، وعلى توسيع شبكة علاقاتها الخارجية، وربط نفسها مع شركات وساطة عالمية لجذب الاستثمارات الأجنبية.
- ❖ ربط سوق فلسطين للأوراق المالية بالقنوات الفضائية ووسائل الإعلام المختلفة، وزيادة الجهات التي تبث المعلومات عن السوق في الداخل والخارج.

1- مقدمة

لا أحد يستطيع أن يتجاهل دور الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية لجميع الدول، وبخاصة الدول النامية التي ينقصها رأس المال، حيث تكون معدلات الادخار في تلك الدول عادة منخفضة. وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً كبيراً في جذب الاستثمارات الأجنبية، أو الاستثمارات المالية للأجانب، ما يسهم في توفير التمويل اللازم للشركات المحلية لتوسيع أنشطتها الإنتاجية، وبخاصة في حالة الاكتتابات الأولية، وهو ما ينعكس على زيادة الدخل والتوظيف، وبالتالي تحسين مستوى المعيشة في البلد. كما تسهم أسواق رأس المال في المحافظة على رؤوس الأموال الوطنية، وتحول دون تسربها إلى الخارج بحثاً عن فرص مجزية للاستثمار، ما يزيد من قدرة الاقتصاد على تحويل مدخراته إلى أنشطة إنتاجية وطنية. كذلك، فإن أسواق المال، من خلال آلية السعر، تقدم مؤشراً يعكس أداء الشركات المدرجة فيها، وبالتالي فهي توجه الاستثمارات المالية الأجنبية (والمحلية) نحو الفرص الاستثمارية الأكثر كفاءة وربحية في المدى البعيد، ما ينعكس بدوره على ارتفاع معدلات النمو والتوظيف.

وقد عانى الاقتصاد الفلسطيني من تدنى المدخرات الوطنية والاستثمارات المحلية والأجنبية نتيجة للسياسات والإجراءات الإسرائيلية المدمرة، وما صاحبها من عدم استقرار سياسي واقتصادي، خلال السنوات الماضية، وبخاصة منذ اندلاع انتفاضة الأقصى في نهاية أيلول العام 2000. وقد حاولت السلطة الوطنية الفلسطينية تشجيع الاستثمار من خلال سياسات تقوم على تحسين البيئة الاستثمارية، وسن التشريعات اللازمة لتشجيع الاستثمار، وتحديث البنية التحتية، وبناء المؤسسات، وغيرها. كما قامت بتشجيع قيام سوق للأوراق المالية في فلسطين من أجل المساهمة في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية، وتحويلها إلى استثمارات إنتاجية تعزز الاقتصاد الوطني.

وقبل شهور قليلة، احتفلت سوق فلسطين للأوراق المالية بالذكرى العاشرة لتأسيسها. وقد أظهر تقييم تجربة العقد الماضي نجاحات عديدة، كانت كبيرة في بعض المجالات ومتواضعة في مجالات أخرى. ولن نحاول في هذه الدراسة إعادة تقييم تلك التجربة، ولكننا نحاول تقييم الدور الذي يمكن أن تلعبه سوق فلسطين للأوراق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية لسد الفجوة بين الادخارات المحلية والاحتياجات الاستثمارية للاقتصاد الفلسطيني.¹ كما تهدف الدراسة إلى تحديد عوامل جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد الفلسطيني، وبخاصة المتعلقة بسوق فلسطين للأوراق المالية، بغية الخروج بسياسات وآليات لتفعيل دور السوق في جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد.

وتأتي أهمية هذه الدراسة في أنها الأولى التي تتناول دور سوق الأوراق المالية الفلسطينية في جذب الاستثمارات الخارجية. لقد كانت هناك محاولات محدودة لتقييم دور السوق في الاقتصاد الفلسطيني بشكل عام، أو لتقييم تجربة الإدراج والإفصاح والشفافية في السوق دون ربط ذلك بالاستثمارات الأجنبية، أو دراسات نظرية حول دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، وغيرها. من ناحية أخرى، هناك عدد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في دول أخرى من العالم، إلا أن هذه الدراسة تتميز بأنها تأخذ بالاعتبار خصوصية الظروف المحيطة بالاقتصاد الفلسطيني. وتزداد أهمية هذه الدراسة في هذا الوقت بالذات حيث يعاني الاقتصاد الفلسطيني من تدنٍّ في الاستثمارات الأجنبية والمحلية على الرغم من محاولات السلطة الوطنية المتكررة لجذب تلك الاستثمارات إلى الاقتصاد الفلسطيني، التي تصطدم بالإجراءات والسياسات الإسرائيلية المتعنتة. كما نأمل أن تسهم التوصيات التي تقدمها هذه الدراسة في المحافظة على المدخرات المحلية داخل الاقتصاد الفلسطيني، وتحويلها إلى أنشطة منتجة تدعم صمود الشعب الفلسطيني، وتخفف من مشاكل البطالة والفقر التي يعاني منها.

¹ يمكن التمييز هنا بين نوعين من الاستثمارات؛ النوع الأول هو الاستثمار في الاكتتاب الأولي الذي بشكل استثماراً فعلياً، والنوع الثاني هو الاستثمار في تداول أسهم شركة قائمة، الذي لا يمثل استثماراً فعلياً، بل هو نقل ملكية السهم من طرف إلى آخر.

تعتمد منهجية الدراسة على الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في توظيف الأسواق المالية لديها لجذب الاستثمارات الأجنبية. وسوف نستخدم البيانات الخاصة بسوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المدرجة فيها للتعرف على التطورات التي حدثت خلال العقد الماضي، والحوافز التي تم تقديمها من تلك الشركات (ومن السوق) لتحفيز وجذب الاستثمار الأجنبي، ومتابعة تطور حجم وحصّة هذا الاستثمار خلال الفترة الماضية. ونظراً لعدم توفر معلومات تفصيلية حول هذا الموضوع، فقد قام فريق البحث بإجراء مجموعة من المقابلات مع عدد من المسؤولين في سوق فلسطين للأوراق المالية، وفي هيئة سوق رأس المال، وشركات الوساطة، وبعض المستثمرين لاستكمال الجوانب المختلفة للموضوع.

تستعرض الدراسة في الجزء الثاني، بعد هذه المقدمة، الخلفية النظرية لدور الأسواق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية وعملية التنمية، والدراسات السابقة في هذا المجال. وفي الجزء الثالث تستعرض الدراسة واقع سوق فلسطين للأوراق المالية وتطورها خلال السنوات العشر الماضية، وما صاحب ذلك من تذبذب في مؤشرات السوق، وتحليل أسباب ذلك في ضوء المتغيرات السياسية والاقتصادية خلال تلك الفترة. كما تستعرض الدراسة في هذا الجزء اللاعبين الأساسيين في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبالذات الشركات المدرجة في السوق، وشركات الوساطة، وهيئة سوق رأس المال، وكذلك الإطار القانوني الذي تعمل سوق فلسطين للأوراق المالية في ظلّه، والقيود والضوابط على الاستثمارات الأجنبية في السوق. أما الجزء الرابع، فيتناول بعض الأمور المنهجية، وبخاصة تحديد مفهوم المستثمر الأجنبي، وأسلوب تقدير حجم الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وكذلك تحديد العوامل التي تساعد على جذب الحقائق الاستثمارية إلى السوق الفلسطينية. وفي الجزء الذي يليه (الخامس) نقوم باستخدام تلك العوامل كمؤشرات ومعايير لتقييم قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية. أما في الجزء السادس والأخير، فسنعرض أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتوصيات التي يمكن أن تسهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى الاقتصاد الفلسطيني.

2- الدراسات السابقة

1-2 خلفية نظرية

تسعى دول العالم المختلفة، وبخاصة الدول النامية، إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية نظراً لما تعود به هذه الاستثمارات من فوائد اقتصادية على تلك الدول. وتركز غالبية الدول على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI) (Foreign Direct Investment)، بينما لا تبدي حماساً كبيراً في استقطاب تدفقات الحقائق الاستثمارية (Portfolio Flows)؛ أي الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية المحلية. ويعود ذلك لكون الاستثمارات الأجنبية المباشرة استثماراً طويلة الأجل، وتتضمن نقلاً للخبرات والمعرفة المتعلقة بالتكنولوجيا إلى الدولة، ما يسهم بشكل فعال في النمو الاقتصادي، بينما تعتبر تدفقات الحقائق الاستثمارية، استثماراً مؤقتة، يسهل تصفيتها وبيعها متى شاء المستثمر أن يتخلص من محفظته، ما يعني زيادة المخاطر التي يمكن أن تؤدي إليها تلك التدفقات على اقتصاد الدول النامية، ما حدا ببعض أن يصفها بأنها عبارة عن "كازينوهات"، لها سلبيات كثيرة وإيجابيات قليلة (World Bank, 1996). علاوة على ذلك، فإن هذه التدفقات يمكن أن تؤدي في بعض الظروف إلى خلق أزمات مالية، كالأزمات التي ضربت اندونيسيا، وتايلاند، وكوريا الجنوبية، خلال العامين 1997 و1998.

وعلى الرغم من المخاطر التي تنطوي على تدفقات الحقائق الاستثمارية، فإن العديد من الدول النامية والمتطورة سعت خلال العقدين الماضيين إلى استقطاب تلك التدفقات إلى الأسواق المالية المحلية، وذلك من خلال تحرير القيود المفروضة على الأسواق المالية في هذا المجال. وتعتقد تلك الدول أن عملية تحرير الأسواق المالية تؤدي بشكل عام إلى زيادة حجم الاستثمارات في البلد، وتوسيع قاعدة المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية. كما أن تحرير الأسواق المالية يؤدي إلى زيادة الأبحاث وتحسين كمية وجودة المعلومات المتوفرة للمشاركين في السوق. إضافة

إلى ذلك، فإن دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المحلية، ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتدقيق، يرفع من مستوى الإفصاح والشفافية في البلد، ويعزز من ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في السوق، وبالتالي فإن من المتوقع أن يؤدي تحرير الأسواق المالية إلى زيادة كفاءة وعمق الأسواق المالية في تلك الدول (De la Torre et al, 2007). من ناحية أخرى، فقد أظهرت بعض الدراسات أن تحرير الأسواق المالية ينعكس بشكل إيجابي على معدلات الإدراج والتداول (Bekaert, Harvey, and Lundblad, 2001)، ويؤدي إلى تحسين أساليب الإفصاح وتعزيز بيئة المعلومات.

وقد تعرضت علاقة الأسواق المالية بالاستثمار والنمو الاقتصادي إلى كثير من الدراسة والتحليل. وأظهرت معظم الأدبيات الاقتصادية أن العلاقة بين تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي في الدول الصناعية هي علاقة إيجابية، بينما يوجد خلاف حول الدور الذي تلعبه السوق المالية في عملية النمو الاقتصادي في الدول النامية. ويشير ذلك إلى أن هناك متطلبات مؤسسية وتشريعية وتنظيمية مهمة يجب توفرها لكي تستطيع أسواق رأس المال القيام بدورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، والمساهمة في تحقيق معدلات نمو مرتفعة. ويمكن فهم ذلك من خلال فهم الآلية التي تربط بين السوق المالية والنمو الاقتصادي.

تلعب السوق المالية دوراً مهماً في دعم وتحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال مجموعة من القنوات. فأولاً، يشجع وجود قطاع مالي متطور على زيادة نسبة الادخار في الاقتصاد، حيث تتمكن شركات الوساطة المالية والأسواق المالية، من خلال استخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها، من توفير عائد أعلى للمدخرين، ما يؤدي إلى رفع مستوى الادخار في البلد. وثانياً، يساهم القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات (Transaction Costs)، حيث يقوم القطاع المصرفي والسوق المالية بنقل الأموال وبطريقة فعالة من المقرضين إلى المقترضين (أي بتحويل المدخرات إلى استثمارات)². وثالثاً، يحسن القطاع المالي من تخصيص الموارد، ما يؤدي إلى النمو

² تكلفة المعاملات (transaction cost) تشمل تكاليف البحث، والحصول على معلومات، والفاوض، والتعاقد، ومراقبة تنفيذ الاتفاقيات، وما شابه ذلك.

الاقتصادي، وذلك من خلال توفير السيولة اللازمة للمشاريع الاستثمارية، وبخاصة في حالة الاكتتاب الأولي، أو استقطاب شريك إستراتيجي لزيادة رأس المال؛ وتنوع المخاطر (Risk Diversification) من خلال الاستثمار في محافظ متنوعة؛ وتجميع المعلومات المتعلقة بالمشاريع المختلفة، ما يؤدي إلى توجيه الموارد نحو المشاريع الأكثر ربحية؛ وتجميع الموارد (Fund Pooling)، ما يجعل الاستثمارات الكبيرة ممكنة والإقراض أقل تكلفة؛ ومراقبة المقترضين للتأكد من أنهم سوف يفون بالتزاماتهم (Garcia & Liu, 1999).

وتحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالية في عملية النمو الاقتصادي. فالمشاريع الكبيرة تتطلب التزاماً طويلاً الأمد من قبل المستثمرين، الأمر الذي يجعل معظم المستثمرين يترددون في التنازل عن مدخراتهم لفترات طويلة. لكن وجود أسواق مال تتمتع بسيولة عالية يجعل من السهل على المستثمرين ربط مدخراتهم في مثل تلك المشاريع طويلة الأمد، لأن باستطاعتهم بيع حصصهم في أي مشروع بسهولة ويسر من خلال السوق المالية، ما يعني أن السوق المالية التي تتمتع بسيولة عالية تقلل من مخاطر الاستثمار المتعلقة بالمشاريع طويلة الأمد، ما يشجع على الاستثمار في تلك المشاريع، وبالتالي فإنه يحسن من فرص النمو الاقتصادي.

كما تسهم السوق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي بطريقة غير مباشرة، تكمن في رغبة المستثمرين في البحث عن معلومات عن الشركات، حيث يسعى المستثمرون إلى الحصول على معلومات عن الشركات المدرجة في الأسواق المالية التي تتمتع بتداول وسيولة عاليتين من أجل الاستثمار فيها وجني الأرباح، قبل أن يتم الإفصاح عن المعلومات الجديدة على الملأ، وقبل تغيير الأسعار. وبالتالي، فإن إمكانية الربح من خلال هذه المعلومات سيُشجع المستثمر على إجراء البحوث ومتابعة معلومات الشركات وأخبارها. وسوف تحسن عملية الحصول على معلومات أفضل عن الشركات من عملية تخصيص الموارد باتجاه المشاريع الأكثر ربحية، ما ينجم عنه نمو اقتصادي.

وأخيراً، فإن السوق المالية تساهم في دعم النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية (Corporate Control). فأسواق رأس المال التي يمكن وصفها بأنها أسواق كفوءة

(Efficient Markets) تسهل من عملية ربط كفاءة مدير الشركة بأداء سهم الشركة في السوق، ما يحفز المدير على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج للشركة، ما ينعكس على الشركة نفسها بشكل خاص، وعلى الاقتصاد بشكل عام. بالإضافة إلى ذلك، فإن التهديد بالاستيلاء على الشركة (Take-over Threat) إذا لم تحقق نتائج جيدة، يشجع المديرين على العمل من أجل تعظيم أرباح الشركة، وبالتالي سعر أسهمها، حتى لا يتم شراء الشركة من قبل مساهمين خارجيين، والاستغناء عن أولئك المديرين الذين لم يحققوا النتائج المقبولة. إن هذا التهديد الذي يحققه وجود سوق مالية متطورة يعالج ما يسمى بمشكلة الوكالة (Agency Problem)، أو مشكلة "صاحب رأس المال - الوكيل" (Principal Agent Problem)، ويعزز التوزيع الأمثل للموارد، ويدعم بالتالي النمو الاقتصادي.³

2-2 مراجعة الأدبيات

هناك عدد كبير جداً من الدراسات التي حاولت تحليل دور السوق المالية في جذب الاستثمارات الخارجية ومعدلات النمو في الدول المختلفة. فقد قام البنك الدولي بمجموعة من الدراسات تناولت جوانب مختلفة من هذا الموضوع، وركزت على حرية انتقال الأموال بين الدول المختلفة من خلال أسواق المال في تلك الدول (World Bank, 1996). كما ظهرت دراسات عديدة تناولت العلاقة بين أسواق المال والمتغيرات الاقتصادية المختلفة، وبالذات الاستثمار والتنمية.

³ تشير هذه المشكلة إلى أن مدير الشركة هو وكيل لصاحب الشركة يعمل لحسابه ولصالحه مقابل أجر، وبالتالي فإن على المدير أن يسعى لتعظيم أرباح الشركة، وبالتالي زيادة حقوق أصحابها. ولكن ما يحدث، في كثير من الأحيان، أن مدير الشركة يتصرف بشكل يحقق منفعه هو، مستغلاً عدم معرفة صاحب الشركة بتفاصيل ما يجري داخلها. وهذا ما يطلق عليه فصل الملكية عن الإدارة (separation of ownership from control). وتلعب الأسواق المالية دوراً كبيراً في معالجة هذه المشكلة من خلال الآلية التالية: إذا لم يقم المدير بتعظيم أرباح الشركة (أي بتعظيم حقوق المساهمين - أصحابها) فسوق ينعكس ذلك على أسعار أسهمها التي ستخفض إلى مستويات تجعل من المغري للمستثمرين الآخرين محاولة شراء تلك الأسهم من السوق المالية للسيطرة على الشركة، فإذا تم لهم ذلك يقومون باستبدال المديرين بأخرين أكثر كفاءة منهم، وأكثر قدرة على تحقيق مصالح الأصحاب الجدد، وهذا ما يطلق عليه "الاستيلاء على الشركة".

فقد قام لاديلكارل وزيرفوس (Ladelkarl and Zervos, 2000) بتحديد العوامل الأساسية التي تساعد في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المالية. واعتمد الباحثان على إجراء مقابلات مع مجموعة من المستثمرين من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية من أجل التوصل إلى قائمة العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عند اختيار بلد ما. وأوضحت الدراسة أن المستثمرين الأجانب يصنفون الدول إلى ثلاثة مجموعات من حيث جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية؛ المجموعة الأولى تمثل "الدول الذي يجب الاستثمار فيها" وهي الدول الصناعية التي تستقطب الاستثمارات الأجنبية بغض النظر عن الظروف التي تمر بها البلد؛ والمجموعة الثانية تمثل "البلدان التي يمكن الاستثمار فيها" وتشكل غالبية الدول، وهي الدول التي لو حسنت من ظروفها الاستثمارية فإنها ستصبح جذابة للمستثمرين الأجانب، والمجموعة الثالثة تمثل "الدول الممنوع الاستثمار فيها"، وهي الدول التي تقع تحت حظر دولي مثل إيران وكوريا الشمالية.

وقد صنفت الدراسة العوامل التي تحدد الجاذبية الاستثمارية للدول إلى عوامل مرتبطة بحجم وجودة العوامل الاقتصادية الكلية للبلد (السياسات الاقتصادية الكلية، الأسواق المالية المحلية، ... الخ)؛ وعوامل أخرى تتعلق بالكفاءة (الإطار القانوني والرقابي، والتسوية والمقاصة، والضرائب). وتشتمل عوامل الاقتصاد الكلي على مؤشرات للاستقرار الاقتصادي والسياسي (ويعتبر من أهم العوامل بالنسبة للمستثمرين الأجانب)، وجودة وحجم الأسواق المالية المحلية (قطاع المصارف، وقاعدة المستثمرين المحليين)، وجودة حوكمة الشركات (corporate governance). وأهم المؤشرات المستخدمة لتقييم جودة إدارة الشركات: حقوق المساهمين، التعامل العادل بين المساهمين، إدارة الشركة، الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى صلاحيات مجلس الإدارة (OECD, 2004). أما العوامل المتعلقة بالكفاءة، فتشمل: الإطار القانوني والتشريعي، التسوية وتكلفة وجودة تنفيذ عمليات الاندماج، سهولة بيع الأصول وتسجيل الملكية (custody)، الأمن والأمان.

كما تناولت دراسة بيلمير ومانسا (Billmeir and Massa, 2007) العوامل الاقتصادية التي تقف خلف تطور الأسواق المالية في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، وحلل الباحثان بيانات

لـ 17 دولة مثل معدل الدوران، ومستوى الدخل، ومستوى الادخار، والتغير في التضخم، والاستثمار، والتسهيلات المحلية. وقد ركز الباحثان على تأثير الثروة البترولية على القيمة السوقية للسوق، وتأثير جودة المؤسسات وما يتبعه من تطبيق لقوانين الملكية الفكرية والشفافية على المستثمرين. ومن المعروف أن المؤسسات التي تمتاز بالجودة العالية وتحارب الفساد وتكون بالعادة ذات شفافية عالية، تزيد من ثقة المستثمر فيها، وترفع الطلب على الأسهم، ما يؤدي إلى زيادة التداول في السوق المالية. كما أن المؤسسات التي تتسم بجودة عالية تشجع النمو بشكل عام، ما يؤدي إلى تحسن عمليات السوق المالية وتطويرها. وبالإضافة إلى العوامل السابقة الذكر، فقد درس الباحثان تأثير الحوالات المالية الخارجية التي تساعد بدورها في دعم التطور المالي في البلدان النامية، إذ تزيد من مستويات الدخل في هذه البلدان، ما يؤدي إلى زيادة حجم الودائع والتسهيلات في البنوك. وقد كشفت الدراسة أن الحوالات الخارجية والمؤسسات العالية الجودة تسهم بشكل فعال في تطور الأسواق المالية في الدول التي تفتقر إلى البترول، بينما كانت للبترول دلالة إحصائية ودور فعال في تطور أسواق المال في الدول الغنية بالبترول، بينما لم يكن للمؤسسات والحوالات الخارجية أي دور في تطور السوق المالية في هذه الدول. وتشير هذه الدراسة إلى أن من العوامل المهمة والمؤثرة في أداء أسواق الأوراق المالية التي تزيد من جاذبيتها للمستثمرين في الدول التي لا تملك ثروات، مثل البترول، جودة المؤسسات، وتطبيق قوانين الملكية الفكرية والشفافية. كما تؤكد الدراسة دور الحوالات الخارجية (تدفق الأموال من الخارج) في دعم التطور المالي لهذه البلدان.

تناولت دراسة بويد وآخرين (Boyd et al, 2000) موضوع تأثير التضخم على التطور المالي من خلال تحليل بيانات التضخم، والقطاع المالي، والسوق المالية (الحجم والسيولة)، ومعدل العائد على الأسهم في 100 دولة للفترة الممتدة بين 1960-1995. وقد خلصت الدراسة إلى أنه في ظل معدلات تضخم بين منخفضة ومتوسطة، فإن هناك علاقة عكسية بين التضخم ومعدلات التداول والسيولة في السوق المالية. وفي مثل هذه الحالات، يكون هناك ترابط قوي بين التضخم وتذبذب أسعار الأسهم. كما بينت الدراسة أنه مع ارتفاع نسبة التضخم، فإن تطور السوق المالية المتمثل في حجم التداول يتراجع، غير أن التأثير

الحددي من أي ارتفاع لنسبة التضخم في تطور السوق المالية يتلاشى بسرعة. وفي الدول التي تزيد فيها نسبة التضخم على 15% سنوياً، فإن العائد الاسمي على الأسهم غير مرتبط بالتضخم. وتدل نتائج هذه الدراسة على أن معدلات التضخم في البلد تؤخذ بالحسبان عند المستثمرين الأجانب، وتعكس -إلى حد ما- التقلبات المتوقعة في أسعار الأسهم، على المدى القصير على الأقل، التي تعكس قوة ومدى ثبات أداء الاقتصاد والاستقرار فيه.

فحصت دراسة هويانغ (Wei Huang, 2006) تأثير الانفتاح المالي⁴ على تطور النظام المالي من خلال دراسة بيانات 35 من الأسواق النامية في السنوات 1976-2003. وقد اعتمدت الدراسة على العديد من متغيرات السوق المالية، والقطاع المصرفي، والحسابات القومية، وذلك لقياس درجة الانفتاح والتطور المالي. ومن ضمن هذه المؤشرات نسبة القيمة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لحجم السوق، ونسبة قيمة التداول الإجمالية في السوق على الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للسيولة، وعلى معدل دوران السوق كمؤشر لكفاءة السوق. وخلصت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي هو متغير ذو دلالة إحصائية، ويفسر الفروقات الحاصلة في تطور النظام المالي بين البلدان المختلفة في الدراسة. وبذلك، فإن الدراسة تشير إلى أن سوق الأوراق المالية بمؤشراتها، هي جانب مهم من جوانب الانفتاح المالي والتطور المالي في الدول، الذي بالتأكيد يؤخذ بالحسبان لدى دراسة المستثمرين الأجانب للدول لاتخاذ قرار الاستثمار فيها؛ أي أن المؤشرات السابقة، التي تعكس حجم السوق واتساعها، تعبر عن جاذبية سوق الأوراق المالية للمستثمرين، ويمكن دراستها وتحليلها لاتخاذ قرار بالاستثمار في هذه السوق.

وقد أجرى كلاين وأوليفي (Klein and Olivie, 2001) دراسة فحصت بيانات من 87 بلداً صناعياً ونامياً في الفترة بين 1976-1995. واعتمدت الدراسة على مؤشرات التطور المالي؛ مثل نسبة سيولة المطلوبات إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة موجودات البنك الخاصة إلى موجودات البنوك الخاصة، وموجودات البنك المركزي. واستخدم الباحثان مؤشرات الانفتاح المالي المعتمدة من قبل صندوق النقد الدولي. وخلصت الدراسة إلى

⁴ المقصود بالانفتاح المالي هو السماح للأجانب بالاستثمار بالأسهم المحلية، وتسهيل إجراءات استثمار الأجانب في البلد.

وجود علاقة إيجابية بين الانفتاح المالي والتطور المالي في الدول المتقدمة. أما في الدول النامية، فلم تتمكن الدراسة من إثبات مثل هذه العلاقة فيها. وتؤكد الدراسة دور القطاع المصرفي، ومدى توفر السيولة فيه، في الانفتاح المالي بجانب أسواق الأوراق المالية، وعمل هذين العاملين معاً كمقياس لجذب الاستثمارات.

أما دراسة ليفاين وزيرفوس (Levine and Zervos, 1996) فتناولت العلاقة بين تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي طويل الأمد. واستخدم الباحثان بيانات من 41 دولة للفترة 1976-1993⁵، وقاما بتحليل أثر معدل النمو في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على العديد من المتغيرات مع عزل تأثير الاستقرار السياسي والاستثمار في رأس المال البشري والأوضاع الاقتصادية. واعتمد الباحثان على مؤشر عام يعكس تطور السوق المالية يشتمل على بيانات تتعلق بحجم البورصة، وعدد الأسهم المتداولة، ومدى تكامل السوق المالية مع الأسواق المالية العالمية. وبعد عزل الاستثمار في رأس المال البشري والسياسات المالية وسعر الصرف، كشفت الدراسة عن ارتباط ذي دلالة إحصائية إيجابية بين تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي طويل الأمد.

وقام نيوربيرغ وآخرون (Niewerburgh et al, 2006) بدراسة العلاقة بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي طويل الأمد في بلجيكا باستخدام بيانات لبورصة بروكسيل (BXS) للفترة بين 1830-2000. واستخدم الباحثون مؤشرات تطور السوق المالية التي تعكس حجم السوق المالية والقيمة السوقية، بالإضافة إلى مؤشرات من القطاع المصرفي (الإدخار والودائع). ومن خلال نموذج قياسي رياضي وأدلة تاريخية، توصل الباحثون إلى نتيجة تشير إلى أن وجود السوق المالية، كمصدر تمويل للشركات في بلجيكا، كان له الأثر المهم في دفع عجلة النمو فيها. فبعد إزالة القيود أمام تأسيس شركات المساهمة المحدودة، والسماح لها بالإدراج والتداول في السوق المالية البلجيكية، فإن تطور سيولة السوق المالية إبان العام 1870 شكل نواة التطور المتسارع في بورصة بروكسيل.

⁵ يتم قياس تطور السوق المالية من خلال مؤشرات عديدة أهمها حجم السوق المالية، والسيولة، وتذبذب السوق المالية، تركز السوق المالية، ومدى تكاملها مع الأسواق المالية العالمية.

تعتبر دراسة مهتدي وأجاروال (Mohtadi and Agarwal, 2002) الدراسة الأولى التي تركز على الأسواق في الدول النامية. واعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 21 دولة نامية للفترة بين 1977-1992. وقد أخذت الدراسة البيانات من مصدر واحد، وذلك للتغلب على مشكلة عدم تطابق البيانات التي عانت منها دراسة أخرى وهي دراسة ليفاين وزيرفوس (Levine and Zerovs, 1990). واعتمدت هذه الدراسة على مؤشرات عديدة لتقييم مدى تطور السوق المالية، بينما اعتمدت دراسة ليفاين وزيرفوس على مؤشر واحد. وحاولت الدراسة اختبار فرضيتين: تتعلق الأولى بالعلاقة غير المباشرة التي تربط تطور السوق المالية بالنمو الاقتصادي (من خلال الاستثمار)، وتختبر الفرضية الثانية العلاقة المباشرة بين تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي. وأظهرت الدراسة أن تطور السوق المالية يساهم في النمو الاقتصادي بشكل مباشر وغير مباشر⁶ ومن خلال التأثير المباشر، تبين أن سيولة السوق المالية ممثلة بمعدل الدوران لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، كما أن حجم السوق المالية ممثلاً في نسبة القيمة السوقية (Capitalization Ratio) -القناة غير المباشرة- يؤثر على الاستثمار الذي بدوره يؤثر على النمو الاقتصادي.

⁶ التأثير المباشر يقصد به أن تطور السوق المالية يؤثر على النمو الاقتصادي بطريقة مباشرة من خلال سيولة السوق المالية (معدل الدوران) التي تؤثر على النمو الاقتصادي. أما التأثير غير المباشر، فيكمن في أن حجم السوق المالية يؤثر على الاستثمار، والاستثمار بدوره يؤثر على النمو الاقتصادي.

3- واقع سوق الأوراق المالية في فلسطين

سوق الأوراق المالية، مثل سوق أي سلعة أخرى، وهي تعني المكان أو الآلية التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية وشراؤها (أسهم، سندات، مشتقات، وغيرها)، وتتكون من مجموعة من المشترين (يمثلون جانب الطلب) والبائعين (يمثلون جانب العرض). ويسمى المكان أو الآلية التي يتم فيها التبادل بـ "السوق المالية" أو "البورصة". وقبل قيام السلطة الوطنية الفلسطينية، لم يكن هناك مكان (بورصة) يتم فيه تبادل الأوراق المالية، وبخاصة أن عدد الشركات المساهمة العامة في فلسطين كان محدوداً.

بعد اتفاقية أوسلو العام 1994، ومع زيادة التوقعات بانتعاش اقتصادي في الأراضي الفلسطينية، وبدء انتشار الشركات المساهمة العامة، بادرت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار "باديكو"، بالتنسيق مع السلطة الوطنية الفلسطينية، في إنشاء شركة لتداول الأوراق المالية (سوق مالية)، أطلق عليها "سوق فلسطين للأوراق المالية"، وذلك من أجل استقطاب المدخرات الفلسطينية في فلسطين وخارجها، وتشجيع الاستثمارات الأجنبية في فلسطين، بهدف توفير التمويل طويل الأجل لمشروعات اقتصادية تنهض بالاقتصاد الوطني الفلسطيني. وقد تحققت هذه الفكرة في 1996/11/7 بتوقيع اتفاقية تشغيل سوق الأوراق المالية كشركة مساهمة خاصة، لتعقد أول جلسة تداول لها في 1997/2/18.

ومن هنا، وتلافياً لأي التباس، نود التأكيد على أهمية التمييز بين سوق الأوراق المالية في فلسطين وسوق فلسطين للأوراق المالية (أو البورصة الفلسطينية). ففي حين تشير الأخيرة إلى كيان قانوني محدد، له مالكون وعملاء، ويتم الترخيص له من هيئة رسمية معينة (في هذه الحالة، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية)، فإن الأولى (سوق الأوراق المالية في فلسطين) هي مفهوم أوسع بكثير، وتشير إلى مجموعة من اللاعبين الرئيسيين من بينهم سوق فلسطين للأوراق المالية (البورصة)، والشركات المدرجة في البورصة، وشركات الوساطة، وهيئة سوق رأس المال، والمستثمرون، والمساهمون، وغيرهم. ونظراً لأن اهتمامنا في هذه الدراسة يشمل سوق الأوراق المالية بأكملها، فسوف نقدم فيما يلي وصفاً موجزاً للاعبين الأساسيين فيها.

3-1 سوق فلسطين للأوراق المالية: نبذة تاريخية

بدأت سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل متواضع بجلستين أسبوعياً، وبعدد قليل من الشركات المدرجة بلغت 18 شركة مساهمة عامة، لا يتجاوز رأسمالها 82 مليون دولار. وقد زاد عدد جلسات التداول إلى خمس جلسات ابتداء من مطلع العام 2003، وزاد عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 26 شركة في ذلك العام، ثم إلى 35 شركة برأسمال قدره 950 مليون دولار تقريباً في نهاية العام 2007. وخلال السنوات العشر الماضية، تم ترخيص تسع شركات وساطة (حتى نهاية العام 2007)، ويوجد لهذه الشركات مكاتب فرعية في عدد من المدن الفلسطينية.

وكما يتضح من جدول 1، فقد ارتفع حجم التداول من 25 مليون دولار العام 1997 إلى ما يقارب 200 مليون دولار العام 2000، ثم انخفض إلى أقل من 50 مليون دولار العام 2002 قبل أن يرتفع إلى ما يزيد على 2 مليار دولار العام 2005. ويعكس الانخفاض في حجم التداول خلال الأعوام 2001-2003، وبشكل جلي، تداعيات الإجراءات الإسرائيلية التي أعقبت اندلاع انتفاضة الأقصى، وما تبعها من إغلاق وحصار، وما صاحب ذلك من حالة عدم تيقن سياسي واقتصادي كبيرين، أثرا بشكل سلبي على السوق المالية. أما الارتفاع الكبير في حجم التداول خلال العامين 2004 و2005، فيمكن رده إلى مجموعة من الأسباب، أهمها الهدوء النسبي في الظروف السياسية والأمنية، وتحويل ملكية شركة الخدمات التجارية الفلسطينية إلى صندوق الاستثمار الفلسطيني، والنتائج الطيبة لبعض الشركات. كما شهد العام 2004 سنّ عدد من القوانين المتعلقة بسوق المال، مثل قانون الأوراق المالية، وقانون هيئة سوق رأس المال. وانخفض حجم التداول مرة ثانية ليصل إلى حوالي مليار دولار العام 2006 وحوالي 800 مليون دولار العام 2007، وذلك نتيجة لفوز حركة "حماس" في الانتخابات التشريعية التي جرت العام 2006، واستيلائها على قطاع غزة في منتصف شهر حزيران 2007.

ويتضح النمط نفسه في بقية المؤشرات الأخرى، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة للشركات المدرجة في السوق من 10 ملايين سهم العام 1997 إلى 93 مليون سهم العام 2000، قبل

أن ينخفض إلى أقل من 19 مليون سهم العام 2002، ليرتفع العام 2005 إلى ما يقارب 370 مليون سهم، ثم ينخفض إلى أقل من 230 مليون سهم خلال العامين 2006 و2007. ومع اختلاف الأرقام، فإن القيمة السوقية، وعدد الصفقات تعكسان الاتجاه نفسه، ولأسباب نفسها.

جدول 1: 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.

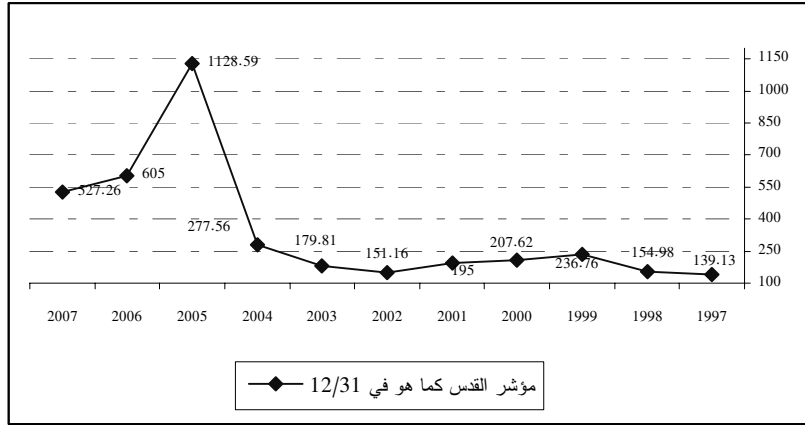
ويعكس مؤشر القدس الصورة نفسها السابقة.⁷ فقد استمر مؤشر القدس في تحقيق معدلات نمو عالية، وارتفعت قيمته من 100 نقطة العام 1997 (سنة إنشائه) ليصل إلى 236.76 نقطة العام 1999 (انظر شكل 1)، لينخفض بعدها إلى 151.16 نقطة العام 2002 (عندما اجتاحت إسرائيل معظم مدن الضفة الغربية)، ليرتفع ثانية ويصل إلى قمته العام 2005

⁷ يعتبر مؤشر القدس (الذي تم اعتماده في شهر تموز من العام 1997) أحد المؤشرات الرئيسية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهو مقياس مرجح بالقيمة السوقية لأسهم 10 شركات مدرجة في السوق، نشطة التداول، تم اختيارها لتمثل جميع القطاعات الاقتصادية المتداولة في السوق، وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة 1997/7/7 كنقطة أساس، بحيث تساوي القيمة 100%. وقد قامت السوق بتعديل عينة شركات مؤشر القدس في بداية العام 2008 لتشمل 12 شركة، لمعرفة المزيد عن كيفية وتقاصيل احتساب مؤشر القدس، انظر الموقع الإلكتروني: www.p-s-e.com.

(1128.59 نقطة) قبل أن ينخفض تدريجياً إلى حوالي 600 نقطة العام 2006، وحوالي 530 نقطة العام 2007. وعلى الرغم من التذبذب في قيمة المؤشر، فإن الزيادة الكبيرة خلال فترات الهدوء النسبي تعكس رغبة المستثمرين في استثمار أموالهم في السوق، ما يعكس إمكانية كبيرة لقدرة السوق على حشد المدخرات وجذب الاستثمارات إلى الاقتصاد الفلسطيني في المستقبل.

وتؤكد هذه الأرقام والمؤشرات مقدار حساسية السوق المالية للتغيرات السياسية والأمنية التي تجري في المنطقة، ما يثير تحدياً كبيراً أمام محاولات السوق المالية لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية إلى الاقتصاد الفلسطيني في ظل هذه الظروف الصعبة.

شكل 1: تطور مؤشر القدس في السنوات 1997-2007



المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

2-3 الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

هناك 35 شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، موزعة على خمسة قطاعات رئيسية، هي: قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الاستثمار،

قطاع الصناعة. وفيما يلي استعراض موجز لأهم البيانات الخاصة بهذه الشركات، بما يتلاءم واحتياجات الدراسة، موزعة حسب القطاع.

3-2-1 قطاع البنوك

يضم قطاع البنوك حتى نهاية العام 2006 في الأراضي الفلسطينية 22 بنكاً، 11 منها محلية وعشرة بنوك عربية وبنك أجنبي واحد. ويندرج في سوق فلسطين للأوراق المالية سبعة بنوك، وبنك واحد منها أدرج في النصف الأول من العام 2007.

كما يتضح من جدول 2، فقد شكل عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع خلال العام 2006 حوالي 42.4 مليون سهم؛ أي ما نسبته 19% من عدد الأسهم المتداولة في ذلك العام، تمثل حوالي 15% من القيمة السوقية، و14% من عدد الصفقات، و11% من قيمة الأسهم المتداولة في السوق. ويشكل صافي الأرباح بعد الضرائب لقطاع البنوك حوالي 20.6 مليون دولار أمريكي، أو ما يعادل 12.7% من صافي الأرباح بعد الضرائب للقطاعات كافة في السوق. كما بلغ عدد المساهمين في هذا القطاع 6922 مساهماً يمثلون حوالي 10% من عدد المساهمين في السوق.

جدول 2: المؤشرات الرئيسية لقطاع البنوك حتى 2006/12/13*

المؤشر	قطاع البنوك	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	413358746	15
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	120967156	11
عدد الأسهم المتداولة	42363089	19
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	20605318	12.7
إجمالي عدد المساهمين	6922	10

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006.

* تعبر الأرقام عن ستة بنوك مدرجة حتى العام 2006، ولا تشمل بنك الرفاه المدرج العام 2007.

وتشمل قائمة البنوك المدرجة في السوق المالية تحت هذا القطاع، حسب تاريخ الإدراج، ما يلي:

❖ **بنك الاستثمار الفلسطيني:**

تأسس العام 1994 لممارسة الأعمال المصرفية والتجارية والاستثمارية في فلسطين وخارجها، وهو أول بنك تم إدراجه في السوق من هذا القطاع بتاريخ 1994/2/13، وجرى أول تداول على أسهمه بتاريخ 1997/6/1. بالإضافة للفرع الرئيسي، هنالك ستة فروع أخرى، وقد ارتفع رأسمال البنك في العام 2006 إلى 40 مليون دولار بعد أن كان 20 مليون دولار في العام 2005، ويتوزع إلى 40 مليون سهم على 205 مساهمين.

❖ **بنك فلسطين الدولي:**

تأسس العام 1996 لممارسة الأعمال التجارية والمصرفية، وقد تم إدراج أسهم البنك في سوق فلسطين للأوراق المالية بتاريخ 1997/2/22، وجرى أول تداول على أسهم البنك بتاريخ 1997/4/8، وتم شطب إدراج البنك بتاريخ 2007/6/21، حيث كان موقوفاً عن التداول بتاريخ 2005/10/6، وقد طرحت أسهمه بالدينار الأردني.

❖ **بنك القدس للتنمية والاستثمار:**

تأسس العام 1996 ليقوم بجميع أنواع الخدمات المصرفية والاستثمارية وحشد مدخرات الاستثمار من الداخل والخارج من خلال ثمانية فروع عدا الفرع الرئيسي. وتم تداول أسهمه بالدولار الأمريكي منذ تاريخ 1997/5/27 بعد أن تم إدراجه بتاريخ 1997/3/22. يساهم في أسهم البنك 431 مساهماً. وقد تضاعف رأسمال البنك من 25 مليون دولار في العام 2005 إلى 50 مليون دولار في العام 2006.

❖ **البنك الإسلامي العربي:**

تأسس العام 1995 ليقدم خدمات مصرفية إسلامية عصرية، وتم إدراج أسهم البنك بتاريخ 1997/11/22، وعقدت أول جلسة تداول بتاريخ 1997/12/17 وبالدولار

الأمريكي. وحتى العام 2006، يساهم في البنك 2256 مساهماً، وتم رفع رأسمال البنك إلى 35 مليون دولار، حيث كان رأس المال 21 مليون دولار في العام 2005.

❖ بنك فلسطين:

تأسس العام 1960 في قطاع غزة، وحتى نهاية العام 2006 أصبح هنالك 24 فرعاً في كل من الضفة وقطاع غزة عدا الفرع الرئيسي، ويعمل هذا البنك لتقديم الخدمات المصرفية. وتم إدراج أسهمه بتاريخ 2005/9/22، وعقدت أول تداول لأسهمه بتاريخ 2005/11/9. وحتى نهاية العام 2006، تداول 2291 مساهماً أسهم البنك بالدولار الأمريكي، ويعمل البنك على تغطية رأس المال غير المدفوع ليصبح رأس المال المدفوع 50 مليون دولار. وقد انشأ البنك حديثاً شركة الوساطة للأوراق المالية.

❖ البنك التجاري الفلسطيني:

تأسس في العام 1992 لتقديم الخدمات المصرفية من خلال أربعة فروع أخرى عدا الفرع الرئيسي، وهو آخر بنك تم إدراجه في العام 2006 وبتاريخ 12/20، وقد بدأ التداول في اليوم نفسه، ويتداول 624 مساهماً أسهمه بالدولار.

❖ شركة بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة:

تأسس لتلبية الحاجات المتزايدة لتمويل المشاريع الصغيرة في العام 2005 برأسمال بلغ 30 مليون دولار، وحتى منتصف العام 2007 كان هنالك فرعان للبنك بما فيهما الفرع الرئيسي. وقد تم إدراج البنك والبدء بتداول أسهمه بالدولار الأمريكي بتاريخ 2007/4/29، من قبل 18569 مساهماً.

3-2-2 قطاع التأمين

يوجد في قطاع التأمين في الأراضي الفلسطينية تسع شركات تأمين، أربعة منها مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهو بذلك أقل القطاعات تمثيلاً في السوق المالية من ناحية عدد الشركات. ويعتبر قطاع التأمين في فلسطين من القطاعات الصغيرة الحجم، ولا يغطي سوى أنواع محددة من التأمين، وبخاصة تأمين السيارات والتأمين على الحوادث وغيرها،

وغالباً ما يعاد التأمين لدى شركات خارج الأراضي الفلسطينية، وبخاصة في إسرائيل. كما يعتبر قطاع التأمين من القطاعات الحديثة في فلسطين، فقبل العام 1992، لم يكن هنالك إلا شركة تأمين واحدة، هي الشركة العربية للتأمين، ومقرها نابلس. وتخضع شركات التأمين العاملة في فلسطين لقانون التأمين رقم (20) الذي تم إقراره سنة 2005. وفي العام 2006، بدأ قطاع التأمين يخضع لرقابة إدارية من قبل هيئة سوق رأس المال.

وكما يتضح من جدول 3، فإن حصة قطاع التأمين لا تتجاوز 6% من القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية، كما أن نسبة الأسهم المتداولة فيه لا تتعدى 2% من إجمالي عدد الشركات المدرجة، مع أن عدداً من تلك الشركات كان من أوائل الشركات المدرجة في السوق. ويمكن أن يعزى ضعف مساهمة وأثر هذا القطاع في السوق إلى عدم توجه الناس إلى خدمات التأمين غير الإلزامية بسبب الثقافة العامة حول التأمين على الحياة وما يتبعها من خدمات.

جدول 3: المؤشرات الرئيسية لقطاع التأمين حتى 2006/12/31

المؤشر	قطاع التأمين	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	152139667	6
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	19997996	2
عدد الأسهم المتداولة	5098508	2
صافي الأرباح بعد الضرائب	1214592	0.8
إجمالي عدد المساهمين	3680	5

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006.

وفيما يلي عرض ملخص لشركات التأمين المدرجة حسب أولوية الإدراج في السوق:

❖ المؤسسة العربية للتأمين:

تعتبر من أوائل المؤسسات التي تعمل في مجال التأمين في فلسطين، حيث أنشئت في العام 1975 لتقوم بأعمال التأمين وإعادة التأمين وإدارة مخاطر العملاء، وتم إدراج

أسهم المؤسسة بتاريخ 1997/1/4 وبدأ التداول عليها بالدينار الأردني بتاريخ 1997/2/18. وحتى نهاية العام 2006، تم تداول أسهمها من قبل 552 مساهماً.

❖ شركة التأمين الوطنية:

تأسست في العام 1992 للعمل في مجمل أنواع التأمين، وتم إدراجها أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية بتاريخ 1997/4/8، ويساهم 2692 مساهماً في رأسمال الشركة حسب بيانات العام 2006.

❖ المجموعة الأهلية للتأمين:

أنشئت كشركة مساهمة عامة إبان قيام السلطة الوطنية في العام 1992 للعمل في مجالات التأمين وإعادة التأمين والتعويض والضمان والاستثمار المنقول. وتم إدراج أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية في 1997/2/23، وبدأ التداول عليها بالدولار الأمريكي بتاريخ 1997/8/4.

❖ المشرق للتأمين:

تأسست العام 1992 بعد قيام السلطة الوطنية كذلك، وتعمل في مجالات التأمين المختلفة، مثل التأمين على الحياة، وضد الحرائق والحوادث. تم إدراج أسهم الشركة حديثاً بتاريخ 2006/7/9، وبدأ التداول على أسهمها بالدينار الأردني في اليوم نفسه، ويساهم 140 مساهماً في رأسمال الشركة.

3-2-3 قطاع الاستثمار

يعتبر هذا القطاع ثاني أكبر القطاعات من حيث عدد الشركات بعد قطاع الصناعة، حيث يضم 8 شركات مدرجة في السوق؛ خمس شركات تابعة لهذا القطاع حتى نهاية العام 2006، وشركتان تم نقلهما إلى قطاعين آخرين، وشركة تم إدراجها في النصف الأول من العام 2007. وبناءً على بيانات العام 2006، التي تشمل 5 شركات فقط، فإن القيمة السوقية لهذا القطاع تمثل 29% من قيمة السوق، وقيمة الأسهم المتداولة تتجاوز ثلث قيمة الأسهم في السوق (39%) (انظر جدول 4).

جدول 4: المؤشرات الرئيسية لقطاع الاستثمار في نهاية العام 2006

المؤشر	قطاع الاستثمار	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية \$	892788254	29
قيمة الأسهم المتداولة \$	445587844	39
عدد الأسهم المتداولة	115403057	46
صافي الأرباح بعد الضرائب \$	45269379	28
إجمالي عدد المساهمين	19244	27.5

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006.

وفيما يلي ملخص عن الشركات الثماني العاملة في هذا القطاع حسب أولوية الإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية:

❖ **فلسطين للاستثمار العقاري:**

أنشئت العام 1994 لإنشاء العقارات وبيعها وامتلاكها، وقد تم إدراج أسهم هذه الشركة بتاريخ 1997/2/24 ليتم التداول على أسهمها بالدينار الأردني للمرة الأولى في اليوم نفسه.

❖ **فلسطين للتنمية والاستثمار:**

تأسست العام 1993 لتشجيع الاستثمار في المجالات الاقتصادية المختلفة؛ الصناعية، والسياحية، والإسكان، والخدمات ... الخ، كما تقدم الشركة الخدمات الاستشارية. وتم إدراج أسهمها بتاريخ 1997/6/5، وبدأ تداولها بالدولار الأمريكي بتاريخ 1997/6/4.

❖ **المستثمرون العرب:**

أنشئت العام 1994 للاستثمار في مشاريع اقتصادية مختلفة وشراء واستئجار العقارات، وتم إدراج أسهمها بتاريخ 1997/7/27، وبدأ التداول عليها بالدينار الأردني بتاريخ 1998/1/25.

❖ **فلسطين للاستثمار الصناعي:**

تأسست العام 1995 للاستثمار في المشاريع الصناعية والمشاركة في إنشاء المدن الصناعية، وقامت بتأسيس شركات مساهمة أخرى هي شركة فلسطين لصناعات اللدائن، وشركة الدواجن، وشركة إلكترونيات وكهربائيات فلسطين. وتم إدراج أسهمها بتاريخ 2002/12/31 كشركة مساهمة ضمن قطاع الصناعة ومن ثم في قطاع الاستثمار. وبدأ التداول عليها بالدينار الأردني بتاريخ 2004/6/6.

❖ **الائتمان للاستثمار والتنمية:**

تأسست العام 2004 لممارسة الأنشطة الاستثمارية، كما تمارس البيع بالجملة لبعض البضائع. وأدرجت أسهمها بتاريخ 2006/7/16، وبدأ التداول عليها بالدينار الأردني في اليوم نفسه.

❖ **الفلسطينية للاستثمار والإئمان:**

تعتبر شركة قابضة أنشئت العام 1993، وتم إدراج أسهمها حديثاً بتاريخ 2006/7/23 وجرى أول تداول عليها بالدينار الأردني في اليوم نفسه. تساهم الشركة في العديد من الشركات مثل الشركة الوطنية للخدمات الطبية وشركة افرست للاستثمارات العقارية.

❖ **القدس للاستثمارات العقارية:**

تأسست العام 1995 كشركة مساهمة عامة للقيام بالعديد من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية. وتم إدراج أسهمها في نهاية العام 2006 (2006/12/17) وبدأ التداول عليها بالدولار الأمريكي في اليوم نفسه.

❖ **شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار:**

تأسست العام 2005 لإنشاء مجمعات تجارية وصناعية وغيرها من الاستثمارات المختلفة. وقد أدرجت أسهمها بتاريخ 2007/1/21 وتداولت بالدولار الأمريكي في اليوم نفسه.

3-2-4 قطاع الخدمات

يضم قطاع الخدمات سبع شركات، بعد انضمام الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية "واصل" مطلع العام 2007، ونقل شركة فلسطين للاستثمار العقاري إلى قطاع الاستثمار. وحتى نهاية العام 2006، بلغت حصة هذا القطاع حوالي 41% من القيمة السوقية لجميع القطاعات، على الرغم من قلة عدد الشركات المنضوية تحته، ويعود ذلك إلى وجود شركتين ذات حجم كبير في السوق، وهما شركة الاتصالات الفلسطينية والشركة الفلسطينية للكهرباء. وبالتالي، فإن قيمة الأسهم المتداولة في هذا القطاع تعتبر الأعلى بين القطاعات، وتشكل 43% حتى نهاية العام 2006 (انظر جدول 5).

جدول 5: المؤشرات الرئيسية لقطاع الخدمات حتى 2006/12/31

المؤشر	قطاع الخدمات	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	1,037,319,910	41
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	442,764,501	43
عدد الأسهم المتداولة	8,303,794	26
صافي الأرباح بعد الضرائب (\$)	86,645,680	53.5
إجمالي عدد المساهمين	24,432	35

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006.

وفيما يلي ملخص عن الشركات السبع المدرجة تحت هذا القطاع مرتبة حسب تاريخ الإدراج:

❖ المؤسسة العقارية العربية:

تعمل منذ العام 1986 لتقديم خدمات الشراء والبيع والاستئجار والتأجير وإدارة الرهن والتصرف بشكل عام في أية عقارات أو أموال غير منقولة. أدرجت أسهمها بتاريخ 1997/1/4 ليتم تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 1997/2/18.

❖ شركة الاتصالات الفلسطينية:

تأسست العام 1995 لتوفير أنظمة وخدمات الاتصالات وأنظمة المعلومات، وتقوم الشركة بتأسيس شركات أخرى حسب الاحتياجات الفلسطينية. وقد تم إدراج أسهمها بتاريخ 1997/5/6 ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 1997/6/3.

❖ الشركة العربية للفنادق:

تأسست العام 1996 لتقديم مختلف الخدمات المتعلقة بالمشاريع العقارية والفندقية والسياحية والتجارية، وقد أدرجت أسهمها بتاريخ 1998/5/3، ليتم تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 1998/6/14.

❖ جرائد بارك للفنادق والاستجمام:

تأسست العام 1999 للعمل في مجالات السياحة المختلفة، وبخاصة الفندقية منها، وقد أدرجت أسهمها بتاريخ 1999/11/24 ليتم التداول عليها بالدينار الأردني في اليوم نفسه. وقد توقف تداول أسهمها بتاريخ 2003/10/16 لتعثر الشركة داخلياً بالالتزام بقوانين السوق،⁸ وحتى نهاية العام 2006 لم يُستأنف تداول أسهمها بعد.

❖ العربية الفلسطينية لمراكز التسوق:

تأسست الشركة العام 1999 لإنشاء وتشغيل مراكز تسوق عصرية، على أن تتضمن كافة المراكز الترفيهية والمطاعم وغيرها من المرافق المرتبطة. وتم إدراج أسهم الشركة في العام التالي لإنشائها بتاريخ 2000/9/21 وتم تداول أسهمها بالدينار الأردني في اليوم نفسه.

❖ الشركة الفلسطينية للكهرباء:

تأسست العام 1999 في قطاع غزة، لإنشاء محطات توليد الكهرباء وغيرها مما تتطلبه من معدات وآلات. تم إدراج أسهم الشركة بتاريخ 2004/3/28 ليتم تداولها لأول مرة بالدولار الأمريكي بتاريخ 2004/5/15، وكان الهدف الأساسي للشركة هو تغطية كل مناطق السلطة الفلسطينية بالخدمات الكهربائية، إلا أن الظروف السياسية حالت دون ذلك.

⁸ مقابلة تلفونية مع محمد حجازي، دائرة الشركات المدرجة، سوق فلسطين للأوراق المالية.

❖ الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية (واصل):

أنشئت العام 2005 لتقديم الخدمات اللوجستية المختلفة، وتجد حلولاً متكاملة لدخول وتدفق المعلومات والأموال والبضائع إلى داخل فلسطين وخارجها. بدأ تداول أسهمها بتاريخ 2007/4/23 بالدينار الأردني عقب إدراجها في اليوم نفسه.

3-2-5 القطاع الصناعي

يشمل هذا القطاع أكبر عدد من الشركات المدرجة في السوق، وأصبح يضم عشر شركات، بعد أن تم نقل شركة فلسطين للاستثمار الصناعي مطلع العام 2007 إلى قطاع الاستثمار. ومع ذلك، فإن حصة القطاع لم تتجاوز 9% حتى نهاية العام 2006 من إجمالي القيمة السوقية للسوق، بل إن قيمة الأسهم المتداولة فيه لم تتجاوز 5% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق. ويمكن أن يعزى ذلك إلى أن غالبية الشركات الصناعية يقل رأسمالها عن 15 مليون دولار أمريكي،⁹ (انظر جدول 6).

جدول 6: المؤشرات الرئيسية للقطاع الصناعي حتى 2006/12/31

المؤشر	قطاع الصناعة	حصة القطاع من السوق (%)
القيمة السوقية (\$)	233,204,511	9
قيمة الأسهم المتداولة (\$)	38,047,735	5
عدد الأسهم المتداولة	8,303,794	7
صافي الأرباح بعد الضرائب	8,094,188	5
إجمالي عدد المساهمين	15,417	22

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006.

والشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية من هذا القطاع مرتبة حسب تاريخ الإدراج، هي:

⁹ دليل الشركات المساهمة العامة، الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006.

❖ **شركة القدس للمستحضرات الطبية:**

تعتبر من الشركات التاريخية في السوق الفلسطينية، حيث تأسست العام 1969، وتعمل بشكل أساسي في صناعة الأدوية والمستحضرات الكيماوية عموماً، كما أنها تهتم بشكل كبير بدخول منتجاتها إلى الأسواق الخارجية. أدرجت أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية بتاريخ 1997/1/20، وجرى أول تداول عليها بالدينار الأردني بتاريخ 1997/2/18.

❖ **الشركة العربية لصناعة الدهانات:**

تعمل في مجالات صناعة الدهان، وتأسست العام 1995 لتكون بذلك منافساً فلسطينياً للمنتجات الإسرائيلية، وتم إدراج أسهمها في السوق بتاريخ 1997/3/5، ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 1997/6/10.

❖ **شركة سجائر القدس:**

تأسست العام 1964 لإنتاج سجائر محلية الصنع وتسويقها محلياً. وتم إدراج أسهمها بتاريخ 1997/7/24، ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 1997/8/3.

❖ **مصانع الزيوت النباتية:**

تختص باستيراد الزيوت النباتية الخام وتحويلها إلى زيوت نباتية وسمنة منذ العام 1953، إلا أنها أدرجت أسهمها بتاريخ 1999/8/9، ليبدأ تداولها بالدينار الأردني في اليوم نفسه.

❖ **الشركة العربية لمنتجات الباطون:**

تعمل منذ العام 1987 في تجارة واستيراد وتصدير كافة المنتجات المرتبطة بالباطون والبناء، وتم إدراج أسهمها بتاريخ 1999/12/23 ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 2000/7/23.

❖ **شركة فلسطين لصناعات اللدائن:**

تأسست العام 1998 لإنتاج مختلف صناعات البلاستيك وتوزيعها في الأسواق المحلية والخارجية، وقد أدرجت أسهمها بتاريخ 2002/12/30، وعقدت أول جلسة تداول على أسهمها بالدينار الأردني بعد أكثر من عام بتاريخ 2004/1/6.

❖ **شركة دواجن فلسطين:**

تعمل منذ العام 1997 في مجالات الأعلاف والحبوب ومزارع الدجاج وما يتعلق بها من خدمات، وتم إدراج أسهمها نهاية العام 2002 (2002/12/31)، ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 2004/1/11.

❖ **شركة بيرزيت للأدوية:**

تأسست العام 1973 لتصنيع الأدوية والعقارات الطبية للسوق المحلية والخارجية. وتم إدراج أسهمها بتاريخ 2004/12/22، ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 2005/1/16.

❖ **مطاحن القمح الذهبي:**

تعمل منذ تأسيسها العام 1995 في مجال طحن القمح بأنواعه وتوزيعه وبيعه محلياً وخارجياً، ولم تدرج أسهمها إلا في تاريخ 2005/5/17، ليبدأ تداولها بالدينار الأردني بتاريخ 2005/6/26.

❖ **الوطنية لصناعة الكرتون:**

تأسست العام 1993 لإنتاج الكرتون بأنواعه والاتجار به. وبدأ التداول على أسهمها بالدينار الأردني بتاريخ 2006/8/6 عقب إدراجها في اليوم نفسه.

3-3 شركات الوساطة

تلعب شركات الوساطة المالية دوراً مهماً في جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال شبكة علاقاتها بالأسواق المالية الخارجية. فهي، كما يوحي اسمها، تقوم بدور الوساطة بين

المستثمر والسوق المالية، وهي بالتالي القناة الرئيسية لتدفق الأموال من الداخل والخارج، وبخاصة إذا كانت لها فروع في الخارج، حيث يستطيع أي شخص، من خلال هذه الشركات، أن يتاجر، أو يتداول، في الأسواق المالية، ما يسهل عملية الاستثمار من قبل المستثمرين المحليين والأجانب في الدول المختلفة. وقد بدأت أول شركة وساطة العمل في هذا المجال سنة 1995؛ أي قبل إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية. وفي الواقع، فقد تأسست خمس شركات قبل إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية، وكانت هذه الشركات تعمل كوسيط لتسهيل وجذب المستثمرين الفلسطينيين إلى الأسواق المالية الخارجية. ومع تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية العام 1997، زاد عدد شركات الوساطة المالية، المحلية والأجنبية، العاملة في الأراضي الفلسطينية حتى بلغ تسع شركات مع نهاية العام 2007. ويبين جدول 7 أسماء تلك الشركات حسب تاريخ تأسيسها ومقر عملها، وهذا يشير إلى أن نشاط سوق فلسطين للأوراق المالية يحتاج إلى هذا التطور في عدد الوسطاء، وربما أكثر، كما يحتاج إلى انتشار أكبر لها في الداخل والخارج، وربما هنا تجدر الإشارة إلى أهمية دعوة وتشجيع شركات الوساطة من الدول المختلفة لفتح فروع لها في فلسطين، لزيادة قنوات الاستثمار المتاحة للأجانب.

جدول 7: تطور شركات الوساطة المالية العاملة في الأراضي الفلسطينية

اسم الشركة	مقرها	سنة تأسيسها
الشركة الوطنية للأوراق المالية	رام الله	1995
شركة الأردن وفلسطين للاستثمارات المالية	رام الله	1996
الشركة المتحدة للأوراق المالية	رام الله	1996
شركة الهدف للاستثمار والأوراق المالية	نابلس	1996
الشركة العالمية للأوراق المالية	نابلس	1996
شركة سهم للاستثمار والأوراق المالية	رام الله	1999
شركة لوتس للاستثمارات المالية	رام الله	2004
شركة الوساطة للأوراق المالية	غزة	2005
النورس للاستثمارات المالية	بيت لحم	2007

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية: www.p-s-e.com.

وتقوم هذه الشركات بتقديم خدمة شراء وبيع كافة الأوراق المالية المطروحة لدى سوق فلسطين للأوراق المالية، وتقديم الاستشارات المالية للمستثمرين، بالإضافة إلى تقديم معلومات وتحليلات للأسواق المالية التي يرغب المستثمر المحلي في الاستثمار فيها في الأسواق المالية الأخرى، وتزويد المتعاملين بتقارير حول بيانات الشركات وإفصاحاتها، بالإضافة إلى توفير بعض المعطيات عن المؤشرات الاقتصادية الموجودة في فلسطين من خلال مواقعها الإلكترونية. وتعكس هذه الخدمات أهمية الدور الذي تلعبه شركات الوساطة في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المحلية، والحد من عملية هروب رأس المال المحلي إلى الأسواق الخارجية.

3-4 هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطينية استناداً إلى المادة رقم 2 من قانون الأوراق المالية رقم 13 لسنة 2004. وتقوم الهيئة بالإشراف على سوق فلسطين للأوراق المالية وقطاعات مالية أخرى. وتسعى الهيئة إلى حماية المستثمرين في الأوراق المالية، وتوفير وتعزيز السيولة في السوق، وتحقيق مبادئ الشفافية والإفصاح العادل والشامل؛ من خلال التنظيم والرقابة والإشراف على نشاطات المؤسسات غير المصرفية، ومراقبة تطورها، بما يضمن سلامة عملها، كما تقوم الهيئة بتنظيم عملية الإفصاح المتعلقة بهذا الجانب. وقد ألقى على كاهلها الكثير من الأعباء الرقابية المتخصصة والمتعددة، في حين أنها أسقطت على السوق الفلسطينية إسقاطاً ولم يتم إنشاؤها وتطورها مع الشركات المساهمة العامة أو سوق فلسطين للأوراق المالية، وإنما بعد عمل سوق فلسطين للأوراق المالية لثماني سنوات، وبالتأكيد كانت العديد من الشركات قد أنشئت حسب قانون الشركات الأردني العام 1964. وتقوم الهيئة حالياً بالإشراف والمراقبة وترخيص جميع العمليات المتعلقة بقطاع الأوراق المالية. ويتدرج تحت الهيكل التنظيمي لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية (بالإضافة إلى الدوائر الإدارية الأخرى) مجموعة من الدوائر المتخصصة في جميع أنواع الرقابة المالية غير المصرفية، وبالذات الرقابة على الأوراق المالية، والتأمين، وتمويل الرهن العقاري، والتأجير التمويلي، والمؤسسات غير المصرفية.

أصدرت الهيئة مجموعة من التعليمات والتعميمات المنظمة للسوق، من أهمها تعميم ترخيص شركات الأوراق المالية، وتعميم ترخيص صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى التعميم الخاص بإفصاح الشركات المساهمة العامة غير المدرجة، وتعميم بخصوص تنظيم اجتماع الهيئات العامة للشركات المدرجة. وهناك تعميمات أخرى تنصب بالدرجة الأولى حول موضوع إفصاح شركات الأوراق المالية عن الأمور الجوهرية في تلك الشركات، والتغيرات التي تحدث في مجالس إدارة الشركات والأعضاء فيها، وأي معلومات أخرى ذات أهمية.

3-5 الإطار القانوني

خضعت سوق فلسطين للأوراق المالية لرقابة وزارة المالية بموجب اتفاقية موقعة بينهما، وذلك حتى صدور "قانون الأوراق المالية" رقم 12 لسنة 2004، و"قانون هيئة سوق رأس المال" رقم 13 لسنة 2004. وقد عرّف "قانون الأوراق المالية" الأوراق المالية بأنها حقوق ملكية أو أدوات دين؛ سواء أكانت محلية أم أجنبية، ويجب أن توافق الهيئة على اعتمادها. وتشمل هذه الأوراق الأسهم والسندات، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، والمشتقات المالية مثل الأسهم والسندات القابلة للتحويل وغيرها، والعقود آنية أو آجلة التسوية. ويستثني القانون الأوراق التجارية (شيكات، كمبيالات)، والاعتمادات المستندية والأوراق التي تتداولها المصارف فيما بينها حصراً، وبوالص التأمين وحقوق المتقاعدين.

أما فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي وتملك الأجانب؛ فيتعرض القانون لموضوع التملك والاستثمار في أسهم السوق من خلال بنود عدة، إلا أنه لا يتطرق بشكل مباشر إلى الاستثمارات الأجنبية في السوق، من حيث تنظيمها، أو تقييدها، أو تحديدها، وهذا لا يعتبر نقصاً أو ضعفاً إذا ما نظرنا إلى أن القيود والإجراءات أو الشروط، وبخاصة على الاستثمار الأجنبي ستكون معوقاً لا مشجعاً لتدفق الاستثمارات. وللأمور الرقابية والحماية، فإن هذه الاستثمارات كذلك تكون تحت الرقابة من خلال آليات مختلفة في السوق. وقد ترك القانون السوق نسبة تملك الأجانب في الشركات لقانون الشركات نفسه ولأنظمتها الداخلية.

وقد حدد قانون الأوراق المالية صلاحيات السوق، ولكنه أخضعها لرقابة هيئة سوق رأس المال، التي منحها القانون أيضاً حق الإشراف والتفتيش والتدقيق في سجلات السوق. كما طلب القانون من السوق تقديم الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بقواعد السوق إلى الهيئة، التي يمكن أن تطلب إجراء تعديلات عليها إذا رأت ذلك ضرورياً. وقد بين القانون شروط إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام، وشروط الترخيص لشركات الأوراق المالية والخدمات التي تقدمها، وصناديق الاستثمار، وسندات القرض، والعرض العام للأوراق المالية، وأعمال الغش والخداع، واستغلال المعلومات غير المنشورة التي يعاقب عليها القانون، والمسؤوليات المدنية، والتحقيق والعقوبات، إضافة إلى أحكام أخرى. وقد نص القانون بشكل أساسي أن على السوق أن تبلغ الهيئة عن أي شخص يملك 10% أو أكثر، بشكل مباشر أو غير مباشر، من الأوراق المالية للمصدر، كما يجب على كل من يملك أو يتصرف بنسبة 10% أو أكثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة من الأوراق المالية في شركة واحدة، أن يبلغ السوق. كما أوجب القانون على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلباً لإدراج أسهمها في السوق، وأعطى الشركات القائمة مهلة ستة أشهر من تاريخ نفاذ القانون لتقدم طلب إدراج أسهمها في السوق وتصوب أوضاعها بما يتماشى وأحكام هذا القانون.

أما قانون هيئة سوق رأس المال، فقد أنشأ هيئة اعتبارية تسمى "هيئة سوق رأس المال"، وحدد أهدافها وصلاحياتها ومهامها، التي تشمل الإشراف على سوق الأوراق المالية، والتنظيم والرقابة والإشراف على نشاطات المؤسسات المالية غير المصرفية، بما فيها تداول الأوراق المالية، وتنظيم الإفصاح عن أية بيانات أو معلومات تخص القطاع المالي غير المصرفي، ومراقبة تطور المؤسسات المالية غير المصرفية. وقد بين القانون تركيبة إدارة الهيئة، ومهام وصلاحيات مجلس إدارتها، ودوائرها، وموازناتها، وغيرها من الأحكام.

وفي صيف العام 2006، قررت الهيئة العامة للسوق تحويل سوق فلسطين للأوراق المالية إلى شركة مساهمة عامة، وطرح 50% من أسهمها للاكتتاب العام للجماهير ولمستثمرين آخرين، من بينهم شركات أوراق مالية أعضاء في السوق، ومستثمر إستراتيجي أجنبي، ما

ينعكس على زيادة الشفافية والحكم الجيد في السوق، إلا أن هذه المحاولة، على الأقل حتى إعداد الدراسة، لم تستكمل بعد.

3-6 القيود على الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية

كما أشرنا سابقاً، لم يحدد قانون الأوراق المالية نسبة التملك للفرد أو المؤسسة؛ سواء أكان محلياً أم أجنبياً، ولم يتطرق كذلك إلى إجمالي نسبة التملك المسموح بها للأجانب. ويعتبر نظام السوق أن النظام الداخلي للشركات المدرجة نفسه هو الذي يحدد ذلك، وليس السوق، وبخاصة أن أحد أهداف السوق هو تشجيع الاستثمارات الأجنبية في الأسهم المدرجة فيها، مع الأخذ بعين الاعتبار عدم سيطرة فئات معينة على السوق أو الشركات. كما أن بعض الشركات المدرجة تعود في مجال تحديد نسبة الاستثمار المسموح بها للأجانب إلى الجهة المشرفة عليها، مثل البنوك التي تخضع لإشراف سلطة النقد ورقابتها، مع العلم أن سلطة النقد لا تشترط أن يكون المستثمر محلياً أو أجنبياً، وتترك نسبة الاستثمار المسموح بها للأجانب أيضاً للنظام الداخلي للشركة. إلا أن سلطة النقد تحدد في أنظمتها أن لا تزيد حصة الفرد محلياً كان أم أجنبياً على 10% من قيمة رأس المال وكحصة منه، وفي حال الزيادة فإنها تدرس حالة المستثمر من نواح عدة، وذلك لضمان عدم سيطرة فئات معينة على البنك وأعماله المصرفية.¹⁰

وتتفاوت الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية من حيث القيود التي تفرضها أنظمتها الداخلية على الاستثمار الأجنبي في ملكيتها، ويوضح جدول 8 هذا التفاوت.

¹⁰ مقابلة هاتفية مع جمال عودة، قسم الرقابة في سلطة النقد.

جدول 8: النسبة المسموح بها لتملك الأجانب في الشركات المدرجة
في سوق فلسطين للأوراق المالية

اسم الشركة	القيود على الاستثمار الأجنبي
بنك الاستثمار الفلسطيني	يسمح البنك بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا يوجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
بنك فلسطين الدولي	يُسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك 5% من رأسمال البنك، و10% للشركات؛ سواء محلية أم أجنبية، أما نسبة التملك الإجمالي للأجانب فغير محددة.
بنك القدس للتنمية والاستثمار	يسمح للفرد المحلي أو الأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 10% من رأسمال البنك، أما نسبة التملك الإجمالي للأجانب فغير محددة.
البنك الإسلامي العربي	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 15% من رأسمال البنك، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
بنك فلسطين	يسمح للفرد المحلي أو الأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 10% من رأسمال البنك، أما نسبة التملك الإجمالي للأجانب فغير محددة.
البنك التجاري الفلسطيني	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 49% من رأسمال البنك، في حين لا تتجاوز نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي 49%.
شركة بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة	يسمح البنك بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا يوجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
المؤسسة العربية للتأمين	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
شركة التأمين الوطنية	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
المجموعة الأهلية للتأمين	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 10% من رأسمال الشركة، في حين لا تتجاوز نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي 49%.
المشرق للتأمين	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، كما أن نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي غير محددة أيضاً.
فلسطين للاستثمار العقاري	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركة، في حين لم تحدد نسبة التملك القصوى للشركات. أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
فلسطين للتنمية والاستثمار	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 10% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.

اسم الشركة	القيود على الاستثمار الأجنبي
المستثمرون العرب	يُسمح للفرد المحلي والأجنبي بالإضافة إلى الشركات المحلية والأجنبية بنسبة تملك غير محددة من رأسمال الشركة. ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
فلسطين للاستثمار الصناعي	يُسمح للأفراد أو الشركات المحليين أو الأجانب بتملك غير محدود من رأسمال الشركة. ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
الاتئمان للاستثمار والتنمية	يُسمح للأفراد أو الشركات المحليين أو الأجانب بتملك غير محدود من رأسمال الشركة. ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
الفلسطينية للاستثمار والإثماء	يُسمح للأفراد أو الشركات المحليين أو الأجانب بتملك غير محدود من رأسمال الشركة. ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
القدس للاستثمارات العقارية	لا يوجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي؛ سواء أكانوا أفراداً أم شركات من رأسمال الشركة.
شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 10% من رأسمال الشركة، في حين لا تتجاوز نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي 49%.
المؤسسة العقارية العربية	يسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 30% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
شركة الاتصالات الفلسطينية	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
الشركة العربية للفنادق	يُسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 10% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
جراند بارك للفنادق والاستجمام	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
الشركة الفلسطينية للكهرباء	يُسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 2% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية (واصل)	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
القدس للمستحضرات الطبية	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.

اسم الشركة	القيود على الاستثمار الأجنبي
الشركة العربية لصناعة الدهانات	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
شركة سجابر القدس	يُسمح للفرد المحلي والأجنبي بتملك نسبة لا تتجاوز 2% من رأسمال الشركة، أما نسبة التملك القصوى لإجمالي التملك الأجنبي فهي غير محددة.
مصانع الزيوت النباتية	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
الشركة العربية لمنتجات الباطون	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
شركة فلسطين لصناعات اللدائن	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا يوجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
شركة دواجن فلسطين	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
شركة بيرزيت للأدوية	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
مطاحن القمح الذهبي	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.
الوطنية لصناعة الكرتون	تسمح الشركة بنسبة تملك غير محددة لكل من الفرد الأجنبي والمحلي، ولا توجد نسبة تملك قصوى لإجمالي التملك الأجنبي.

قام معهد "ماس" بتجميع البيانات من المصدر التالي: سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007؛ دليل الشركات المساهمة العامة، 2006.

4- محددات جاذبية سوق الأوراق المالية الفلسطينية للاستثمار الأجنبي: المنهجية

عند محاولة تقييم جاذبية السوق المالي للاستثمار الأجنبي، أو التعرف على حجم الاستثمارات الأجنبية في السوق المالي، تصادفنا مجموعة من العقبات والصعوبات المنهجية، التي نستعرض بعضها هنا قبل أن ننتقل إلى محاولة تقدير هذه الاستثمارات، وتحليل إمكانية جذب المزيد منها إلى الاقتصاد الفلسطيني من خلال سوق فلسطين للأوراق المالية.

1-4 من هو المستثمر الأجنبي؟

اعتمدت سوق فلسطين للأوراق المالية معايير مختلفة لتحديد الجنسيات للمساهمين، ولكن منذ نيسان العام 2007، عُرّف المستثمر الأجنبي بأنه الشخص أو الجهة الاعتبارية (شركة أو مؤسسة... الخ)، التي لا تملك عند التسجيل هوية فلسطينية، أو جواز سفر فلسطيني، أو هوية القدس، أو وثائق السفر الصادرة عن الحكومات العربية للفلسطينيين خاصة.¹¹ وتعتبر هذه من الصعوبات المنهجية للدراسة، بحيث يأتي تحديد التعريف ليتمكن الباحث من متابعة التغيرات التي تحدث في هذا المجال عند اتخاذ سياسات معينة. وفي حين تبدو المشكلة غير ذات قيمة في بعض البلدان، فإنها تبدو أكثر تعقيداً في الحالة الفلسطينية، نظراً لوجود فلسطينيين مغتربين لا يحملون الهوية الفلسطينية، ولكنهم مولودون في فلسطين أو مقيمون فيها دون هوية، وغيرها من الحالات المعقدة. وسيتم اعتماد هذا التعريف لأغراض هذه الدراسة، وذلك بناء على المعايير التالية:

¹¹ في الفترة التي سبقت هذا التاريخ، كان يتم الاعتماد على مكان الميلاد إضافة إلى الوثائق الرسمية لتحديد الجنسية. مثال ذلك، مساهم يقيم في الأردن ويحمل جواز سفر أردنياً ومكان ميلاده فلسطين كان يتم اعتباره فلسطينياً حسب النظام القديم وحالياً يتم اعتباره أردنياً على اعتبار مكان الإقامة الدائم. وبالتالي، فإن بيانات المستثمرين بعد هذا التاريخ يتم تصنيفها حسب التعريف الجديد، أما البيانات السابقة فلم يتم تعديلها بعد، وهذا يشير إلى أن البيانات الخاصة بالعام 2006 والسابقة له قد صنفت على التعريف السابق.

1. المساهمون الذين يقيمون إقامة معتادة في أي جزء من فلسطين، والفلسطينيون حملة وثائق السفر الصادرة عن الحكومات العربية وغيرها، يتم اعتبار جنسيتهم فلسطينية.
2. المساهمون الذين لا ينطبق عليهم البند 1 أعلاه: يتم اعتماد مكان الإقامة المعتادة لتحديد الجنسية، بشرط توفير وثائق رسمية تدعم ذلك، مثل جواز السفر المستخدم من قبلهم عادة في معاملاتهم.
3. لكل مساهم لا ينطبق عليه البند 1 أعلاه الحق في اختيار الجنسية التي يراها مناسبة في سجلات مركز الإيداع والتحويل، بشرط تزويد المركز بالوثائق الرسمية الداعمة.
4. يتم اعتماد جنسية واحدة فقط للمساهم في سجلات مركز الإيداع والتحويل، بموجب جواز السفر الذي يتم توثيقه في المركز من قبل المساهم.

4-2 حجم الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية

ينقسم الاستثمار في السوق المالية حسب الجهة المستثمرة إلى نوعين: استثمار الشركات، واستثمار الأفراد، ويمكن التمييز في كل منهما بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي. وتحليل الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن القيمة المثلى هي اعتبار قيمة الاستثمار المباشر في لحظة القيام به. إلا أن قانون الأوراق المالية الفلسطيني لا يسمح للسوق بالإفصاح عن هذه البيانات لأي شخص، حفاظاً على سرية المعلومات الخاصة بالمستثمرين.¹² وللتعويض عن ذلك، يمكن دراسة واقع الاستثمار الخارجي في سوق فلسطين للأوراق المالية 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 9، فإن نسبة الأسهم المملوكة للأجانب لم تتجاوز 44% في الفترة ما بين العامين 2001 و2006. وعلى الرغم من أن هذه النسبة لم تتغير كثيراً خلال تلك

¹² تشير المادة (13) من قانون الأوراق المالية إلى أنه "لا يجوز للسوق أو مديرها أو مسؤولها أو موظفيها أو للمركز، الإفصاح لأي شخص عن المعلومات المتعلقة بمعاملات شركات الأوراق المالية الأعضاء وممتلكاتها، أو معاملات الشركات المدرجة وممتلكاتها، أو معاملات المستثمرين وممتلكاتهم، باستثناء ما يسمح به هذا القانون أو قواعد السوق، إلا إذا كانت هذه المعلومات عامة، ولا ينطبق هذا الحظر على المعلومات المطلوب توفيرها للهيئة بموجب هذا القانون أو اللوائح أو بقرار قضائي".

الفترة، فإن عدد الأسهم المملوكة للأجانب قد ارتفع إلى أكثر من الضعف، ليصل إلى 335.5 مليون سهم العام 2006، وبنسبة نمو تقارب 57% مقارنة بالعام 2005. ويمكن أن يعزى ذلك لدخول مساهمين جدد إلى السوق بشكل مباشر، أو لإدراج شركات جديدة في سوق فلسطين مملوكة للأجانب.¹³

جدول 9: عدد الأسهم موزعة حسب الجهة المستثمرة (2001-2006)

السنة	إجمالي عدد الأسهم	استثمار محلي	استثمار أجنبي	نسبة الأسهم المملوكة للأجانب (%)	مساهمون غير مكتملي البيانات
2001	360,498,984	198,710,154	151,865,870	42	9922960
2002	361,171,609	198,493,352	152,755,297	42	9922960
2003	390,595,183	209,810,730	170,861,493	44	9922960
2004	467,754,350	284,167,129	173,301,344	37	10285877
2005	576,410,724	334,797,796	226,868,865	39	14744063
2006	836,905,226	459,855,363	355,501,772	42	21548091

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

يلاحظ من جدول 9 كذلك أن تصنيف المستثمرين كمحليين وأجانب بدأ منذ العام 2001 فقط، وإضافة إلى ذلك، فإن هنالك العديد من المساهمين (أو الأسهم المملوكة) ليسوا مصنفيين كمحليين أو أجانب، أي مساهمين غير مكتملي البيانات، وهذه الأسهم في زيادة لا نقصان، ما قد يضلل النتائج القابلة للتحليل. كما يلاحظ وجود نقص في التصنيف، حيث يجب تصنيف المساهمين؛ سواء أجانب أم محليين، إلى شركات وأفراد، وذلك حسب النظام المستخدم في مركز الإيداع والتحويل، الأمر الذي يوضح مدى اهتمام الشركات في الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. وعلى سبيل المثال، يمكن معرفة مدى اهتمام البنوك في الاستثمار في الأوراق المالية، أو مدى اهتمام الشركات المحلية والأجنبية في إنشاء شركات فلسطينية أو تداول أسهمها، وغيرها.

¹³ لا تتوفر بيانات مفصلة حول طبيعة الاستثمار، وهل يمثل اكتتاب عام أولي، أو دخول شريك إستراتيجي (توسيع رأس المال)، أو شراء أسهم لشركات قائمة.

في بداية العام 2006، تم العمل على تصنيف الاستثمار في مركز الإيداع والتحويل إلى أربع فئات هي أفراد محليين، وشركات محلية، وأفراد أجانب، وشركات أجنبية، وبالتالي توزعت أعداد المساهمين وأعداد الأسهم على هذه الفئات الأربع بعد أن كانت محصورة في فئتين. وبالتالي لا يمكن استخدام بيانات العام 2006 المصنفة إلى أربع فئات، لأنه لا يوجد سنوات بالتصنيف نفسه للمقارنة بها. ولكن لا بد من استعراضها لبيان حصة الشركات من الأسهم، فبالنظر إلى جدول 10 نلاحظ أن حصة الشركات من الاستثمار الأجنبي تمثل 66%، ولكن، كما ذكرنا سابقاً، فإن هنالك نسبة، ولو ضئيلة، تتعلق بالأسهم المملوكة لمساهمين غير مكتملي البيانات، بلغت 2.6% في العام 2006.

جدول 10: عدد الأسهم موزعة حسب الجهة المستثمرة العام 2006

مساهمون غير مكتملي البيانات	شركة		فرد		إجمالي عدد الأسهم
	أجنبية	محلية	أجنبي	محلي	
21,548,091	233,897,017	165,689,622	121,604,755	741,165,294	836,905,226

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

وقد حاولنا حساب القيمة السوقية لاستثمارات الأجانب في أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتحويلها إلى نسب موزعة على القطاعات المختلفة لبيان أهمية القطاع بالنسبة للمستثمرين الأجانب (انظر جدول 11). وقد لوحظ أن نسبة قيمة الاستثمار الأجنبي تشابهت تقريباً مع نسبة عدد الأسهم المملوكة للأجانب، التي أشرنا إليها قبل قليل، باستثناء العامين 2005 و2006، حيث حصل ارتفاع في حصة المستثمرين الأجانب من الأسهم، ترافق مع ارتفاع نسبي في أسعار إغلاق الأسهم نهاية العام، مقارنة بأسعار السنوات الأخرى السابقة.

ارتفعت قيمة الاستثمار الأجنبي بين السنوات 2001-2006 بشكل كبير، حيث كانت تقارب 283 مليون دولار أمريكي في العام 2001، وانخفضت في العامين 2002 و2003 عن هذه القيمة، إلا أنها تجاوزت 400 مليون دولار في العام 2004، وتضاعفت في العام 2005 إلى

أكثر من ملياري دولار أمريكي، وهي سنة مميزة لنشاط السوق من حيث التداول وأسعار الأسهم، ومن ثم انخفضت في نهاية العام 2006 إلى 1,656 مليون دولار.

**جدول 11: التوزيع النسبي للاستثمارات الأجنبية
بين القطاعات (2001-2006)**

(نسبة مئوية)

نسبة الاستثمار الأجنبي						القطاع
2006	2005	2004	2003	2002	2001	
28.0	5.7	4.3	5.1	6.0	6.4	الصناعة
13.1	49.9	37.2	43.8	42.6	43.3	الخدمات
11.3	36.2	54.4	52.3	52.1	52.7	البنوك
90.6	10.0	14.7	1.0	9.2	8.8	التأمين
27.8	51.1	46.6	47.5	44.7	47.1	الاستثمار
47.4	45.8	37.0	40.8	40.4	42.4	القطاعات

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

أما من الناحية القطاعية، فيلاحظ أن نسبة الاستثمارات الأجنبية في القطاع الصناعي بقيت على ما هي طوال السنوات ما بين 2001-2005، وأن حصة الأجانب في هذا القطاع ارتفعت إلى 28%؛ أي ما يقارب 84 مليون دولار. أما في قطاع الخدمات، فيلاحظ تذبذب النسبة بشكل ضئيل في السنوات الأولى وانخفاضها بشكل كبير من 49.9% إلى 13.1% بين العامين 2005 و2006. وفي قطاع البنوك، شكلت نسبة الاستثمار الأجنبي أكثر من 50%، عدا العام 2005 الذي انخفضت فيه إلى 36.2%، ثم واصلت انخفاضها إلى 11.3% في العام 2006. أما بالنسبة لقطاع التأمين، فقد سجل تغيراً كبيراً في نهاية العام 2006 في حصة الاستثمار الأجنبي، حيث بلغت نسبتها 90.6% ما يعادل 1.2 مليار دولار أمريكي. وفيما يتعلق بقطاع الاستثمار، بقيت نسبة استثمار الأجانب أكثر من 40% حتى وصلت أكثر من 51% في العام 2005، قبل أن تنخفض في العام 2006 إلى 27.8%؛ أي ما يقارب 244 مليون دولار أمريكي.

نلاحظ مما سبق أن العام 2006 سجل تحولات كبيرة في مساهمة المستثمرين الأجانب بين القطاعات المختلفة، ما يعكس اهتمامات المستثمرين الأجانب وتقييمهم لجاذبية القطاعات المختلفة عند اتخاذ قرار الاستثمار. ويثير هذا تساؤلاً مهماً حول العوامل التي تحدد جاذبية الاستثمار في قطاع معين دون سواه، وفي بلد معين دون غيره، وهو ما سنحاول التطرق إليه في الجزء التالي.

3-4 محددات جذب تدفقات الحقائق الاستثمارية

من أجل تقييم مدى جاذبية فلسطين للاستثمارات الأجنبية، وبخاصة تدفقات الحقائق الاستثمارية، ينبغي مراجعة العوامل التي يتطلع إليها المستثمر الأجنبي ويهتم بها عند اتخاذ القرار بالاستثمار أو عدم الاستثمار في بلد ما. وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى مجموعة من العوامل التي تحدد جاذبية البلد للاستثمارات الأجنبية.¹⁴ ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى أربع مجموعات رئيسية هي:

1-3-4 عوامل الاقتصاد الكلي

وتشمل هذه العوامل:

- ✧ الاستقرار السياسي والاقتصادي: فكلما كان الوضع الاقتصادي مستقراً، وكانت معدلات النمو مرتفعة ومعدلات البطالة منخفضة، كان ذلك مؤشراً على أن الاقتصاد قوي، وأن الاستثمار في المؤسسات المدرجة في السوق المالية ستحقق أرباحاً مجزية للمستثمرين.
- ✧ الإدارة العامة: وتمثل أحد المحددات الرئيسية للبيئة الاستثمارية، ويشمل ذلك السياسات الضريبية، والبيروقراطية، والحكم الرشيد، والقضاء وغيرها.
- ✧ المؤسسات المالية والمصرفية: يلعب القطاع المصرفي دوراً مهماً في جمع الموارد المالية من المودعين ونقلها للاستثمار في السوق المالية. لذلك، يمكن اعتبار مدى تطور هذا القطاع من المؤشرات المهمة في درجة جاذبية البلد الاستثمارية من وجهة

¹⁴ انظر مراجعة الأدبيات في الجزء الثاني من هذه الدراسة.

نظر المستثمر الأجنبي. ويصعب أن تنشأ سوق مالية متطورة وناجحة في ظل غياب قطاع مصرفي متطور، يلبي احتياجات المستثمرين المالية، ويسهل عملية الاستثمار في السوق المالية.

4-3-2 العوامل الخاصة بالسوق المالية

وتشمل هذه العوامل:

- ✧ الشركات المدرجة في السوق من حيث عددها وحجمها ورؤوس أموالها. فكلما كان عددها كبيراً، ورأسمالها مرتفعاً، كانت هناك فرصة للمستثمر الأجنبي أن يزيد من استثماراته في السوق.
- ✧ ربحية الشركات المدرجة في السوق: حيث يعتبر العائد على رأس المال وحقوق المساهمين من المؤشرات المهمة للمستثمرين المحليين والأجانب على السواء. فالمستثمر يسعى، بصفة عامة، إلى تعظيم القيمة الصافية لحقوقه، ضمن حدود مقبولة من المخاطرة. وفي كثير من الأحيان، يقبل المستثمر معدلات مرتفعة من المخاطرة إذا تم تعويض ذلك بمعدلات عوائد مجزية.
- ✧ الأدوات المالية المتوفرة في سوق الأوراق المالية: فكلما كانت هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة، وفر ذلك فرصاً استثمارية أكبر وقلل من المخاطر.
- ✧ العوامل المتعلقة بكفاءة السوق: يقوم المستثمر الأجنبي عادة بدراسة كفاءة السوق المالية وفعاليتها بتمعن قبل أن يقوم باستثماراته في السوق.¹⁵ ويشمل ذلك آليات عمل السوق، والتكنولوجيا المستخدمة فيها، والفترة الزمنية لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول العادل، وسيولة السوق (عمقها واتساعها)، ومدى اندماج السوق مع الأسواق الأخرى في المنطقة، والبنك الحاضن (الحافظ الأمين). ويهتم هذا الجزء كذلك بحساب مؤشرات مالية واقتصادية بغية تقييم بعض الأبعاد المهمة في أسواق الأوراق المالية. ومن بين هذه المؤشرات نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق من الناتج المحلي الإجمالي، التي تعكس الجزء الخاص بالمستثمر في الناتج المحلي

¹⁵ ليس المقصود هنا كفاءة سوق المال بالمعنى الأكاديمي.

الإجمالي من خلال استثماره في الشركات المدرجة، وبالتالي يعبر هذا المؤشر عن قدرة الشركات المدرجة في استقطاب المزيد من المستثمرين، وهي تعبير، بمعنى آخر، عن عمق السوق واتساعها. أما المؤشر الثاني، وهو نسبة حجم التداول من الناتج المحلي الإجمالي، فيقيس الجزء من الناتج المحلي الإجمالي الخاص بسيولة الأصول المتداولة في السوق كجزء من الاقتصاد الكلي، الذي يعكس بالتالي قدرة السوق على توفير سيولة نقدية للمستثمرين. كما توجد مؤشرات أخرى يمكن أن تعكس سيولة السوق، مثل نسبة معدل دوران رأس المال في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولكن من الصعب تناولها وحسابها لعدم توفر معدل دوران رأس المال في السوق.

4-3-3 حماية المستثمرين

من أهم العوامل التي تجذب الاستثمار إلى السوق المالية هو ثقة المستثمر واطمئنانه إلى أن أمواله غير معرضة للضياع بسبب الغش أو الخداع، وبالتالي، فهو ينظر إلى الآليات التي تقدم له ولأمواله الحماية اللازمة، ومن أهمها:

✦ التشريعات والقوانين: تحاول العديد من الأسواق المالية الحفاظ على مصداقيتها أمام المستثمرين، المحليين منهم والأجانب، من خلال فرض قوانين وأنظمة تطمئن المستثمر إلى وجود رقابة صارمة تمنع أي تلاعب أو غش، وتضمن حقوقه، وتؤكد له أن مؤشرات السوق تعبر تماماً عن أوضاع الشركات المدرجة فيها، وتضمن حرية انتقال رأس المال والأرباح.

✦ حوكمة الشركات: هناك الكثير من التعريفات لمصطلح الحوكمة (Corporate Governance)، وتعرف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) الحوكمة بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"، كما تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الحوكمة بأنها: "مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين".

تعتبر الحوكمة بشكل عام عن نظام أو مجموعة نظم تحكم العلاقات بين الأطراف التي تؤثر على أداء الشركة أو المؤسسة، وتهتم هذه الأنظمة أيضاً بتعزيز قوة المؤسسة على المدى البعيد واستبعاد احتمالات انهيارها. كما تحدد أنظمة الحوكمة أيضاً المسؤول في الشركة أو المؤسسة والمسؤولية الملقاة على عاتقه.

تهدف قواعد الحوكمة بشكل أساسي إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح الحق لأصحاب المصالح في مساءلة الإدارات، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة لذوي العلاقة، والالتزام بأحكام القانون، ومراجعة الأداء المالي، وإدخال جهات مستقلة إلى مجالس الإدارة تحقق رقابة مستقلة على القرارات وتنفيذها، ما يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمارات في السوق المالية. وهناك محددات داخلية وأخرى خارجية للحوكمة. وتهتم المحددات الخارجية بالمناخ العام للاستثمار في الدولة وفي الاقتصاد ككل، وتشمل كل ما هو متاح لضمان حسن إدارة المؤسسات والشركات، بحيث تقلل الفجوة والتعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص، وبخاصة القوانين والأنظمة (قانون الأوراق المالية، أو قانون سوق المال، وقانون الشركات، وقانون المنافسة والاحتكار والإفلاس ... الخ)، والقطاع المالي (المصارف، وسوق المال)، وكفاءة أجهزة وهيئات الرقابة (هيئة سوق رأس المال، وديوان الرقابة ... الخ)، وبعض مؤسسات تنظيم الأعمال والعمال (الجمعيات المهنية، والنقابات ... الخ)، وغيرها من مؤسسات المجتمع المدني والجهات الأخرى. أما المحددات الداخلية، فتتناول الشركة من الداخل، من حيث اتخاذ القرارات، وتوزيع السلطات بين مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والهيئة العامة، لضمان عدم التعارض بين هذه الأطراف.

إن تطبيق الحوكمة يزيد ثقة جميع الأطراف المعنية بالاقتصاد، كما يؤدي إلى تعميق دور أسواق المال ورفع قدرتها على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، ولكن بما يضمن الحفاظ على حقوق الأقلية وصغار المستثمرين. ومن جهة أخرى، فإن الحوكمة تشجع النمو في القطاع الخاص وتزيد من قدراته التنافسية.

وتعتبر قواعد الحوكمة التي طورتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) من أكثر القواعد قبولاً وتطبيقاً في الشركات المساهمة العامة، وتقوم هذه القواعد وفق خمسة معايير هي:

- ✧ ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلاً من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقاً مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.
- ✧ حفظ حقوق جميع المساهمين: بما يشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
- ✧ المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: وتعنى المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على المعاملات كافة مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
- ✧ دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة في الشركة: ويشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملون وحملة السندات والموردون والعملاء.
- ✧ الإفصاح والشفافية: ويتناول الإفصاح عن المعلومات المهمة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.
- ✧ مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

4-3-4 ترويج السوق المالية

ويهدف ذلك إلى المحافظة على المستثمر المحلي وجذب المستثمر الأجنبي إلى السوق المالية، ويشمل:

- ✧ التوعية الاستثمارية: وتعمل التوعية الاستثمارية على جذب المستثمرين المحليين إلى السوق المالي المحلي، والمحافظة على رأس المال الوطني داخل السوق ومنع تسربه إلى الخارج. فليس من الحكمة العمل على اجتذاب رأس مال أجنبي بقيمة 100 مليون دولار، مثلاً، بينما يتم تسرب 500 مليون دولار من المستثمر المحلي إلى الأسواق الخارجية.
- ✧ التسويق الخارجي: ويشمل ذلك الجهود التي تبذل للوصول إلى المستثمرين الأجانب في الأسواق الخارجية، بما في ذلك المؤتمرات والندوات وغيرها، وكذلك الحوافز والإغراءات التي تقدم لهم، مثل المعاملة بالمثل وحرية حركة رأس المال والأرباح، وطمأنة المستثمر الخارجي على استثماراته، وغيرها.

5- تقييم جاذبية سوق الأوراق المالية اللسطيني للاستثمار الأجنبي

من الصعب استخدام أسلوب الاقتصاد القياسي لتحليل دور سوق الأوراق المالية الفلسطينية في جذب الاستثمار الأجنبي، نظراً لعدم توفر سلاسل زمنية دقيقة من جهة، ولتأثير العوامل السياسية الكبيرة على الاستثمار الأجنبي من جهة أخرى، إضافة إلى أمور منهجية أخرى. وبالتالي، سوف نلجأ في هذه الدراسة إلى أسلوب التحليل الوصفي من خلال عدد من المقابلات مع المسؤولين والمراقبين والمهتمين بالموضوع، للتعرف على الدور الذي يمكن أن يلعبه في جذب الاستثمارات الخارجية في المستقبل. وسوف نحاول في هذا الجزء تطبيق المعايير التي تمت الإشارة إليها في الجزء السابق، لتقييم قدرة سوق فلسطين المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى فلسطين، والحيولة دون هروب رؤوس الأموال الفلسطينية إلى الأسواق المالية في الخارج.

5-1 عوامل الاقتصاد الكلي

5-1-1 الاستقرار السياسي والاقتصادي

تعاني الأراضي الفلسطينية من حالة متفاقمة من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي نتيجة السياسات والإجراءات الإسرائيلية المتعسفة، من اجتياحات، وحصار، وإغلاق، ومصادرة للأراضي والمياه، وبناء المستوطنات، وبناء جدار الفصل العنصري، وتجريف الأراضي الزراعية ومصادرتها، وتدمير البنية التحتية، وغيرها. وقد تفاقمت هذه الأمور منذ اندلاع انتفاضة الأقصى في نهاية شهر أيلول العام 2000. فقد أشارت التقارير إلى أن عدد الحواجز الإسرائيلية في الضفة الغربية بلغ نحو 576 حاجزاً ثابتاً و2480 حاجزاً طياراً خلال النصف الأول من العام 2007، ما أعاق حركة تنقل الأشخاص والبضائع بين مدن

وقرى الضفة الغربية.¹⁶ كما أن سيطرة إسرائيل على المعابر بين الضفة الغربية والأردن، وبين قطاع غزة ومصر، أدى إلى تشوهات كبيرة في التجارة والعلاقات الخارجية للأراضي الفلسطينية مع بقية دول العالم. وعلى الرغم من التحسن النسبي الذي حدث في العامين 2004 و2005، فإن الأوضاع تدهورت مرة أخرى، وزادت حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي حدة منذ العام 2006، بعد فوز حركة "حماس" في الانتخابات التشريعية وتشكيل الحكومة، بمقاطعة الحكومة الفلسطينية وقطع التمويل عنها ومنع البنوك من تحويل الأموال إليها، علاوة على امتناع إسرائيل عن تحويل أموال الضرائب الفلسطينية إلى السلطة، ما فاقم الأمور في الأراضي الفلسطينية حتى غدت الحكومة عاجزة عن دفع رواتب الموظفين. وتدهورت الأمور مرة أخرى بعد استيلاء "حماس" على السلطة في قطاع غزة، ما أصبح يهدد وحدة الصف الفلسطيني، ويزيد من حالة عدم التيقن التي تعاني منها المنطقة.¹⁷

وقد انعكس ذلك على المؤشرات الاقتصادية المختلفة. وكما يتضح من جدول 12، فقد انخفض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلى حوالي 70% مما كان عليه العام 1999، وارتفع معدل البطالة العام 2006 إلى حوالي 23.6%؛ أي ضعف ما كان عليه العام 1999.

جدول 12: بعض المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الفلسطيني (1999-2006)

المؤشر	1999	2002	2003	2004	2005	2006
الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (مليون دولار)	4,511.7	3,838.9	4,165.3	4,247.7	4,502.6	4,107.0
نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دولار أمريكي)	1,612.3	1,191.3	1,272.3	1,246.2	1,281.	1,129.
معدل نمو نصيب الفرد من ن.م.ج (%)	**4.3	(8.5)	6.8	(2.1)	2.8	(11.9)
معدل البطالة عن العمل (%)	11.8	31.3	25.6	26.8	23.5	23.6

المصدر: المراقب الاقتصادي والاجتماعي، ماس، العدد 10.
* الأرقام بين قوسين هي أرقام سالبة.
** معدل النمو في العام 1999 هو بالنسبة للعام 1998.

¹⁶ (بيان صحفي) مركز غزة للحقوق والقانون يصدر تقريراً نصف سنوي حول حالة حقوق الإنسان في الأراضي الفلسطينية. لمزيد من التفاصيل، انظر الموقع الإلكتروني: <http://www.hrinfo.net/palestine/gcrl/2007/pr0709.shtml>

¹⁷ للمزيد من التفاصيل، راجع تقرير البنك الدولي (2007): <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomics/?economyid=204>

من الواضح أن حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في فلسطين لا تساعد في جذب تدفقات الحقائق الاستثمارية الأجنبية إلى سوق الأوراق المالية الفلسطيني، لما يعكسه هذا المؤشر من ارتفاع في المخاطرة وعدم التيقن في الأراضي الفلسطينية.

5-1-2 الإدارة العامة

ثار كثير من اللغط حول التشوّهات في الاقتصاد الفلسطيني، والفساد، والاحتكارات الحكومية، وغيرها، ولكن مكحول (2007) يشير إلى أن الوضع الضريبي في الأراضي الفلسطينية ليس سيئاً مقارنة بالدول المجاورة، كما أن ظاهرة الفساد والرشاوى أقل، وسرعة إنجاز المعاملات أفضل، بينما يتقارب أداء الجهاز القضائي في الأراضي الفلسطينية مع مثيله في الدول المحيطة. ولكن هذا لا يعني أن فلسطين قد بلغت مرتبة متقدمة في هذا المجال، فقد صنف مؤشر انطباعات الشفافية الدولي للعام 2005 (Transparency International Perception Index) الأراضي الفلسطينية في المرتبة 107 من بين 159 دولة شملها التصنيف. ويعكس هذا المؤشر انطباعات رجال الأعمال والاقتصاديين عن الفساد في البلدان التي يعملون فيها. ويشمل مفهوم الفساد: الرشوة، والمحسوبية، والمحاباة، والوساطة، واستغلال المنصب العام، وإهدار المال العام، وتهريب وغسيل الأموال (أمان، 2006).

وقد قامت السلطة الفلسطينية بعدد من الإجراءات بهدف الحد من ظاهرة الفساد في الأراضي الفلسطينية، وتطبيق الشفافية والنزاهة في إدارة مؤسساتها، ومن أهم هذه الإجراءات:

- ✧ قيام المجلس التشريعي بسن عدد من القوانين بهدف مكافحة الفساد والحد منه، ومنها قانون الكسب غير المشروع، وقانون الرقابة الإدارية والمالية، وقانون العقوبات.
- ✧ صدور المرسوم الرئاسي الذي نشر في الجريدة الرسمية العام 1995 بشأن الهيئة الفلسطينية المستقلة لحقوق المواطن.
- ✧ ظهور مؤسسات المجتمع المدني مثل الائتلاف من أجل النزاهة والمساءلة (أمان) للتأكد من النزاهة والشفافية في الأراضي الفلسطينية.

من ناحية أخرى، تفتقر السلطة الفلسطينية إلى قوانين الملكية الفكرية على الرغم من رفع مسودات عدة لقانون الملكية الفكرية إلى المجلس التشريعي من قبل وزارة الثقافة الفلسطينية في الفترة بين العامين 1996 و2000، إلا أن المجلس التشريعي لم يقر هذا القانون الذي يعتبر ركيزة أساسية لاستقطاب الاستثمارات بشكل عام، وتدفعات الحقائق الاستثمارية بشكل خاص إلى الأراضي الفلسطينية. وينظر المستثمرون الأجانب إلى غياب الملكية الفكرية بأنه خلل حقيقي في البنية الاستثمارية في فلسطين. وما زال القانون الإنجليزي لحقوق الملكية الفكرية لعام 1924 ساري المفعول في الأراضي الفلسطينية، وبسبب قدم القانون فإنه لا يتواءم مع التطورات الحديثة وشؤون الملكية الفكرية الحديثة التي رافقت صناعة الأقراص المدمجة والإنترنت وغيرها.

5-1-3 القطاع المصرفي في الأراضي الفلسطينية

شهد القطاع المصرفي نمواً ملحوظاً لاسيما بعد توقيع اتفاقية أوسلو العام 1993، حيث منح الفلسطينيون سيادة محدودة على بعض المناطق الفلسطينية. وفي العام 1994، بلغ عدد البنوك العاملة في الأراضي الفلسطينية ثمانية بنوك: بنكان محليان وستة بنوك وافدة، وبلغ عدد الفروع 34 فرعاً. وفي نهاية العام 2006 وصل عدد البنوك العاملة في الأراضي الفلسطينية 22 بنكاً، نصفها محلي والنصف الآخر وافد، وارتفع عدد فروع البنوك إلى 153 فرعاً.

تصنف جميع البنوك التي تعمل في الأراضي الفلسطينية كبنوك تجارية، بما فيها البنوك الإسلامية، وتقدم باقية من الخدمات المصرفية التقليدية كفتح الحسابات المصرفية بأنواعها، وتقديم التسهيلات الائتمانية، وخدمات الصراف الآلي، ... الخ. وقد بدأ عدد من البنوك العاملة في الأراضي الفلسطينية بتقديم خدمة الصيرفة الإلكترونية (E-banking)، إلا أن هذه الخدمات لا تزال خدمات بسيطة وتقتصر على طلب كشف حساب وتحويل الأموال بين الحسابات، ... الخ¹⁸. ومن الجدير بالذكر، أن الأراضي الفلسطينية تفتقر إلى البنوك الاستثمارية (Investment Banks) التي تقوم بدراسة وتنفيذ وتحديد السعر العادل للسهم

¹⁸ مكحول وآخرون، دراسة غير منشورة.

وطرحه للاكتتاب العام. وعادة ما يتم في الأراضي الفلسطينية تحديد سعر دولار واحد أو دينار واحد للسهم الواحد عند الاكتتاب العام دون دراسة مفصلة لتحديد قيمة السهم بناء على دراسة أصول الشركة، وعملياتها، ومنتجاتها.

ومن أهم السياسات التي تبنتها سلطة النقد الفلسطينية، والتي لها الأثر الكبير في استقطاب تدفقات الحقائب الاستثمارية وطمأنة المستثمرين الأجانب، التأكيد على حرية تنقل الأموال، وعدم فرض قيود على الحوالات المالية من وإلى الأراضي الفلسطينية. كما سمحت سلطة النقد الفلسطينية للبنوك الفلسطينية بعملية الإقراض من أجل الاستثمار في الأسهم، الأمر الذي يتوقع أن ينعكس إيجاباً على سوق فلسطين للأوراق المالية.

ويعتبر القطاع المصرفي الفلسطيني قطاعاً مستقراً على الرغم من الظروف الصعبة التي تمر بها الأراضي الفلسطينية، والناجمة تحديداً عن الممارسات الإسرائيلية المتعسفة ضد الشعب الفلسطيني. ويتمتع هذا القطاع بكفاءة جيدة، إذ أن عدداً كبيراً من البنوك التي تعمل في الأراضي الفلسطينية هي امتداد لبنوك عربية ذات انتشار عربي وعالمي واسع، وذات خبرة مصرفية عالية. وبذلك، يمكن اعتبار القطاع المصرفي الفلسطيني أحد العوامل الإيجابية التي تساعد في استقطاب المستثمرين الأجانب إلى سوق فلسطين للأوراق المالية.

2-5 العوامل الخاصة بسوق الأوراق المالية

2-5-1 الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

يوجد في الضفة الغربية أكثر من 80 شركة مساهمة عامة، مدرج منها في سوق فلسطين للأوراق المالية 28 شركة. أما في قطاع غزة، فيوجد 24 شركة مساهمة عامة، مدرج منها 7 شركات، بينما توجد شركة أجنبية واحدة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبذلك يصبح مجموع الشركات المدرجة في السوق حتى النصف الأول من العام 2007 (36) شركة من أصل 104 شركات مساهمة عامة؛ أي حوالي الثلث، ما يعني أن ثلثي الشركات المساهمة العامة الموجودة في فلسطين غير مدرجة في السوق المالية، على الرغم من أن قانون الأوراق المالي الفلسطيني يوجب على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلباً

للإدراج في السوق، ويعطي الشركات المساهمة العامة القائمة عند صدور القانون فترة ستة أشهر لتقديم طلب الإدراج وتصويب أوضاعها بما يتماشى وأحكام ذلك القانون.

تتوزع الشركات المدرجة في السوق على خمسة قطاعات: قطاع البنوك، قطاع الاستثمار، قطاع الصناعة، قطاع التأمين قطاع الخدمات. وكما يتضح من جدول 13، فقد تراوح رأسمال تلك الشركات ما بين أقل من مليون وحوالي 250 مليون دولار أمريكي، ولكن معظمها لا يتعدى رأسمالها عشرين مليون دولار، وحوالي نصفها رأسمالها أقل من عشرة ملايين دولار أمريكي.

جدول 13: رأسمال وحصة المستثمرين الأجانب في سوق فلسطين للأوراق المالية

اسم الشركة	رأس المال المدفوع (دولار أمريكي)*	نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب (أفراد وشركات) من الأسهم (%)
بنك الاستثمار الفلسطيني	40,000,000	50.38
بنك فلسطين الدولي	غير متوفر	44.17
بنك القدس للتنمية والاستثمار	50,000,000	72.67
البنك الإسلامي العربي	31,162,145	61.23
بنك فلسطين	36,299,146	8.83
البنك التجاري الفلسطيني	20,000,000	51.39
شركة بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة	28,843,645	4.3
المؤسسة العربية للتأمين	1,157,721	0.55
شركة التأمين الوطنية	7,627,119	3.58
المجموعة الأهلية للتأمين	7,596,913	38.67
المشرق للتأمين	4,545,139	14.93
فلسطين للاستثمار العقاري	61,820,645	74.81
فلسطين للتنمية والاستثمار	249,989,000	47.78
المستثمرون العرب	13,209,777	2.85
فلسطين للاستثمار الصناعي	26,483,051	62.22
الائتمان للاستثمار والتنمية	5,649,718	0
الفلسطينية للاستثمار والإئتماء	6,836,750	0.06

اسم الشركة	رأس المال المدفوع (دولار أمريكي)*	نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب (أفراد وشركات) من الأسهم (%)
القدس للاستثمارات العقارية	10,000,000	72.02
شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار	29,594,944	42.69
المؤسسة العقارية العربية	1,340,240	1.17
شركة الاتصالات الفلسطينية	185,911,017	52.52
الشركة العربية للفنادق	28,248,588	30.84
جراند بارك للفنادق والاستجمام	1,619,718	0.53
العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	7,353,279	3.81
الشركة الفلسطينية للكهرباء	60,000,000	5.43
الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية (واصل)	9,112,524	8.74
القدس للمستحضرات الطبية	7,062,147	2.16
الشركة العربية لصناعة الدهانات	2,118,644	33.3
شركة سجاير القدس	7,135,893	1.43
مصانع الزيوت النباتية	4,237,288	21.62
الشركة العربية لمنتجات الباطون	940,678	1.54
شركة فلسطين لصناعات اللدائن	7,010,201	8.94
شركة دواجن فلسطين	13,236,371	5.98
شركة بيززيت للأدوية	15,536,723	4.01
مطاحن القمح الذهبي	21,186,441	13.27
الوطنية لصناعة الكرتون	7,062,147	21.97

قام معهد "ماس" بتجميع البيانات من المصدر التالي: سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007. دليل الشركات المساهمة العامة، 2006.

* تم اعتماد متوسط سعر صرف كل من الدينار والشيقل مقابل الدولار في العام 2006 على النحو التالي:

1 دولار أمريكي = 0.7080 دينار أردني.

1 دولار أمريكي = 4.20 شيقل إسرائيلي.

وتشير هذه الأرقام إلى ضحالة هذه السوق، ما يقلل من جاذبيتها للاستثمار الأجنبي، حيث أنها لا توفر بدائل كثيرة للمستثمرين. من ناحية أخرى، فإن أسواق المال الضحلة سريعة التأثر بالعوامل الخارجية وبالمضاربات، ما يجعل عامل المخاطرة في تلك الأسواق مرتفعاً، وبخاصة عندما يكون هناك عدد كبير من الشركات الحليفة المدرجة في السوق، كما هو الحال بالنسبة للشركات التابعة لشركة "باديكو" مثلاً.

5-2-2 ربحية الشركات المدرجة في السوق

كما يتضح من جدول 14، فإن البيانات المنشورة حول نتائج الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تشير إلى أن معدل العائد على حقوق المساهمين خلال الأعوام الثلاثة الأخيرة (2004-2006) تظهر، أولاً، أن العوائد على الاستثمار متفاوتة من قطاع إلى آخر، ولكنها، بشكل عام، مرتفعة نسبياً. كما تظهر هذه البيانات، ثانياً، أن هذه العوائد تتذبذب من سنة إلى أخرى، فهي مرتفعة العام 2005 مقارنة مع العامين 2004 و2006، وهو ما يعكس الوضع السياسي الذي تعيشه المنطقة، ما يشير إلى حساسية السوق المالية للمتغيرات والظروف السياسية والأمنية المحيطة. وبشكل عام، فإن الإجراءات الإسرائيلية تؤدي إلى عدم التمكن من الوصول إلى الأسواق الداخلية، ناهيك عن الأسواق الخارجية، إضافة إلى الصعوبات التي تتفاقم في مجال التصدير والاستيراد. كما أن تلك الإجراءات تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأعمال وانخفاض القدرة التنافسية للمنتجات الفلسطينية، وهو ما ينعكس سلباً على ربحية المؤسسات العاملة في الاقتصاد. كل ذلك يؤدي بالتالي إلى ضعف جاذبية السوق الفلسطينية للاستثمار الأجنبي، وبخاصة في ظل المنافسة الحادة بين الأسواق المالية المجاورة على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية.

جدول 14: ربحية القطاعات في سوق فلسطين للأوراق المالية العام 2006

(نسبة مئوية)

القطاع	عائد السهم			العائد على حقوق المساهمين			العائد على رأس المال			العائد على القيمة السوقية		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004
البنوك	11	56	10	32	48	12	16	24	11	5	15	11
الاستثمار	13	55	9	31	34	108	12	53	109	9	7	7
الصناعة	13	32	28	2	20	102	14	25	18	5	9	9
التأمين	3	106	38	4	1	28	7	8	33	11	8	8
الخدمات	40	60	36	29	36	21	41	75	36	5	10	10

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، 2007؛ دليل الشركات المساهمة العامة، 2006.

5-2-3 الأدوات المالية المتوفرة في سوق فلسطين للأوراق المالية

لا توجد في سوق فلسطين للأوراق المالية أدوات استثمارية باستثناء الأسهم، ما يقلل من جاذبية السوق للاستثمار المحلي والأجنبي بسبب قلة الفرص الاستثمارية وزيادة المخاطر. ويشير عبادي (2007) إلى أن عدم وجود سندات في سوق فلسطين للأوراق المالية يؤدي إلى أمور عدة، من بينها عدم توفر الأموال اللازمة للشركات التي تستطيع اقتراضها من خلال إصدار سندات، وعدم قدرة الحكومة على تمويل العجز المؤقت أو الدائم في موازنتها. كما أن افتقار السوق إلى الأدوات المالية الحديثة مثل الخيارات والمشتقات المالية والأدوات المالية المستقبلية يحرم المستثمرين من التأمين على محافظهم الاستثمارية، وبالتالي يزيد من عوامل المخاطرة في السوق.

5-2-4 العوامل المتعلقة بجاذبية سوق فلسطين للأوراق المالية

5-2-4-1 آليات عمل دوائر السوق والتكنولوجيا المستخدمة فيها

تستعرض الدراسة هنا وبشكل موجز آلية عمل الأقسام داخل السوق، حيثما لزم، ومدى استخدامها للتكنولوجيا، للخروج بفكرة مجملة عن أداء السوق داخلياً. كل ذلك يرتبط مباشرة بكفاءة السوق، ويزيد من جاذبيتها للاستثمارات الخارجية.

تعمل دائرة الشؤون الإدارية في السوق في مجالات عدة، ويخص دراستنا منها أنها مسؤولة عن حسابات السوق الخارجية، ومن ضمنها اتفاقية الحافظ الأمين للاستثمار الأجنبي، وهو بنك (HBSC) الشرق الأوسط، الذي يشكل علاقة مباشرة مع المستثمر الأجنبي، وإذا حدث أي تغير أو تطور في السوق يُطلع المستثمر الأجنبي عليه. ولكن عمليات التداول تتم عن طريق شركات الوساطة. كما تقوم هذه الدائرة بمتابعة الشكاوى والملاحظات من المستثمرين من خلال لجنة مختصة تتابع هذه الشكاوى والحالات العارضة.

ومن الدوائر المهمة في السوق كذلك؛ دائرة الرقابة والتدقيق التي يتمثل دورها في الرقابة على جميع الأعمال في السوق. كما تقوم الدائرة بالتنقيش على شركات الوساطة بشكل

دوري ومفاجئ، للتأكد من مطابقتها للإجراءات والقوانين، والتأكد كذلك من الملاءة المالية للشركة، وغيرها من الأمور الإدارية والفنية.¹⁹ وتقوم الدائرة أيضاً بالتدقيق على الشركات الأعضاء من حيث التزامهم برأس المال، وعمليات البيع والشراء، للتأكد من سلامة وتوثيق المعاملات، وضمان عدم التلاعب بأموال المستثمرين، وعدم استخدام أموال المودعين في أعمال أخرى، وهو ما يزيد من ثقة المستثمر الأجنبي والمحلي بالسوق.

ومن الدوائر المهمة في السوق المالية الفلسطينية، دائرة الأنظمة التكنولوجية، التي تشكل الحلقة الرئيسية في توصيل المعلومات إلى المستثمرين، وبخاصة أن السوق تعتمد على الخدمات الإلكترونية في جميع المعاملات والعمليات داخلها، مثل نظام الإيداع والتحويل، ونظام بث التداول الإلكتروني (e-trade). وكانت السوق من أول المبادرين لاستخدام هذا النظام، وهو من أفضل الأنظمة مقارنة مع الأسواق الأخرى. وهناك خطة جديدة لبث المعلومات من قبل الأقسام مباشرة إلى الموقع الإلكتروني للسوق، دون الحاجة إلى النظام القديم، الذي كان يُعتمد فيه على قسم الـ (IT) في تجميع البيانات، ومن ثم إدخالها إلى الموقع.

أما دائرة العمليات والرقابة، فتعتبر حلقة الوصل بين سوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المساهمة العامة، حيث تتم فيها مراقبة التداول للتأكد من تطبيق الإجراءات والأنظمة المعمول بها في السوق. كما تقوم هذه الدائرة بمراقبة المواقع الإلكترونية للشركات المدرجة وشركات الوساطة فيما يتعلق بإصدارات السوق في تلك المواقع. ويلاحظ كذلك أن عمل هذه الدائرة هو جزء مهم من عمل السوق، وذلك لضمان حقوق المساهمين والمستثمرين عبر متابعة سلوك الشركات ومدى تطبيقها للأنظمة والقواعد. وقد تصل هذه المتابعة إلى طلب تفسير فوري من الشركات المدرجة في حال ملاحظة تغييرات غير مبررة في سلوك أسهمها. لذلك، فإن من الضروري لهذا القسم متابعة الأنظمة الحديثة للرقابة في الأسواق الأخرى، والاستعانة بها لزيادة الفاعلية داخل السوق. كما أن هذه الدائرة يجب عليها التأكيد على شركات الوساطة مراعاة الأنظمة كافة المفروضة عليها، حتى تعزز المساواة في الفرص بين المستثمرين وتطبيق مبدأ العدالة بينهم.

¹⁹ وهي عبارة عن مقدرة شركات الوساطة على تغطية الالتزامات المترتبة عليها في وقتها.

5-2-4 مؤشرات جاذبية السوق

نستعرض في هذا الجزء بعض المؤشرات التي تعكس جاذبية السوق المالي الفلسطيني.

✧ نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي:

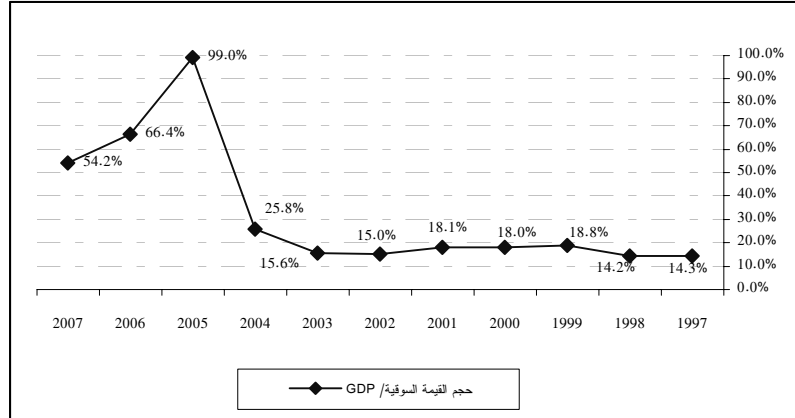
يشير شكل 2 إلى حدوث ارتفاع في قيمة هذا المؤشر خلال السنوات الأولى من تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية وحتى نهاية العام 1999. ففي نهاية العام 1999، ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بنسبة 60% على ما كانت عليه في نهاية العام 1997، في حين ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 21% خلال الفترة نفسها، ما أدى إلى ارتفاع في قيمة المؤشر. وهذا يعكس ارتفاع أسعار الأسهم من جهة، وتحسن قدرة السوق في استقطاب المزيد من المستثمرين الجدد إليها، وتنشيط تداولهم من جهة أخرى، وهو ما حدث فعلاً في تلك الفترة منذ إنشاء السوق وحتى بداية الانقضاة في العام 2000.

أما الفترة التي تلت أحداث انقضاة الأقصى، فشهدت تراجعاً في المؤشر بسبب انخفاض القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بنسبة أعلى من انخفاض الناتج المحلي الإجمالي. ومما لا شك فيه أن الأحداث السياسية فرضت نفسها على أرض الواقع، فقد أحجم كثير من المستثمرين عن الاستثمار في السوق، ما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة (سواء في القيمة أم العدد)، كما أثر على نشاط الشركات نفسها وأرباح أسهمها، ما أثر على مدى رغبة المساهمين أو المستثمرين في وضع مدخراتهم في تلك الشركات، فقد انخفضت القيمة السوقية للأسهم بنسبة 20% في نهاية العام 2002 مقارنة بنهاية العام 2001، بينما انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 3.8% للفترة نفسها.

وشهدت الفترة منذ بداية العام 2004 وحتى نهاية العام 2005 تحسناً ملحوظاً على قيمة المؤشر، فقد أُلقت التطورات التي شهدتها الساحة السياسية بظلالها على السوق التي شهدت نشاطاً ملحوظاً، ما دفع بالكثير من المستثمرين إلى الاستثمار فيها. ويلاحظ من شكل 2 حدوث ارتفاع كبير في هذا المؤشر في الفترة السابقة نتيجة ارتفاع القيمة السوقية بنسبة أكثر من 815% على ما كانت عليه في نهاية العام 2003، بينما زاد

الناتج المحلي للفترة نفسها بنسبة 8%. وهذا يبرز بشكل كبير ارتفاع جاذبية السوق للمستثمرين وتفضيلهم استخدام مدخراتهم في هذا المجال من الاستثمارات، ويعكس كذلك زيادة جاذبية أسهم الشركات التي استعادت جزءاً من نشاطها بعد تعافي الاقتصاد قليلاً.

شكل 2: نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة بين 1997-2007



* المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

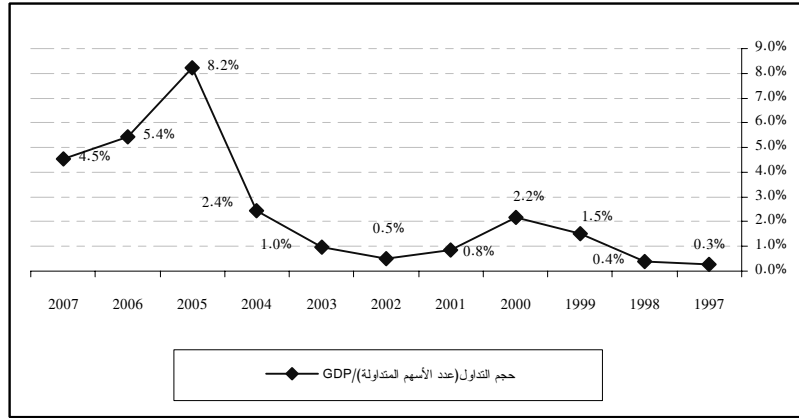
** الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، تقرير حصاد 2007.

ولكن ما لبث هذا المؤشر يرتفع حتى بدأ بالتراجع خلال العامين الأخيرين (2006 و2007)، حيث انخفضت القيمة السوقية مقارنة بالعام 2005، وتراجع الناتج المحلي الإجمالي عن العام نفسه بنسبة أقل، ما أدى إلى تراجع في قيم هذا المؤشر. ويعكس ذلك في الغالب وجود عمليات تصحيحية في نشاط السوق، إذ أن النشاط الكبير والمفاجئ في العام 2005 لم يكن يمثل وتيرة النمو السابقة في الناتج المحلي الإجمالي الذي يعكس نشاط الشركات نفسها بشكل غير مباشر، وبالتالي يمكن اعتبار هذا النمو فقاعة لا مرآة للاقتصاد. وهذه التقلبات السريعة لا تطمئن المستثمرين المحليين والأجانب، ويبرز أهمية دور سوق فلسطين للأوراق المالية وهيئة سوق رأس المال الفلسطينية في الرقابة وتصحيح الأوضاع.

❖ نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي

يعكس هذا المؤشر سيولة الأصول المتداولة في السوق كجزء من الاقتصاد الكلي، حيث يدل على قدرة السوق على توفير سيولة نقدية للمستثمرين. ونلاحظ من شكل 3 ارتفاعاً في قدرة السوق على توفير السيولة النقدية للمستثمرين خلال فترتين هما: الفترة اللاحقة لتأسيس السوق المالية وحتى منتصف العام 2000، والفترة من منتصف العام 2003 وحتى نهاية العام 2005. فقد شهدت هذه الفترات إقبال المستثمرين على الدخول إلى سوق فلسطين للأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع في عدد الأسهم المتداول في السوق، بالإضافة إلى أنها شهدت ارتفاعاً في قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

شكل 3: نسبة حجم التداول (عدد الأسهم المتداولة في السوق) إلى الناتج المحلي الإجمالي



* المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

** الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، تقرير حصاد 2007.

أما الفترات الأخرى، فقد شهدت تراجعاً في المؤشر نتيجة انخفاض عدد الأسهم المتداولة، والناجم عن إجمام المستثمرين على الاستثمار في السوق نظراً للظروف السياسية التي كانت سائدة في تلك الأوقات، إضافة إلى التراجع في قيمة الناتج المحلي الإجمالي. ولكن هذا

التراجع لا يعبر بالضرورة عن عدم قدرة السوق على توفير السيولة اللازمة للمستثمرين، بل كان نتاجاً للظروف المحيطة في السوق.

5-3 حماية المستثمرين

5-3-1 التشريعات والقوانين

تبنت السلطة الوطنية الفلسطينية مبادئ الاقتصاد الحر، كما هو موثق في المادة رقم 21 من القانون الأساسي الفلسطيني، التي تسمح بحرية تدفق الأموال من وإلى الأراضي الفلسطينية دون أية قيود. وتعتبر حركة رأس المال من العوامل المشجعة في الاستثمار في الأراضي الفلسطينية، إذ تمكن المستثمرين من سحب استثماراتهم متى يرتئون ذلك.

تحاول سوق فلسطين للأوراق المالية اجتذاب المستثمرين المحليين والأجانب، وبخاصة المستثمرين العرب وتحديداً الفلسطينيين المغتربين، من خلال تطوير القوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكم عمل السوق، وتعزيز مبادئ الحوكمة والشفافية، وتمنع التلاعب والمضاربة، وذلك لضمانتهم وحماية حقوقهم، سواء أكانوا محليين أم أجانب. ومن بين الأنظمة التي أصدرها سوق فلسطين للأوراق المالية، وأقرتها هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، في هذا المجال نظام الإفصاح، ونظام الإدراج، ونظام تداول الأوراق المالية، ونظام العضوية، ونظام قواعد السلوك المهني داخل السوق، ونظام فض المنازعات والتحكيم. وسوف نستعرض بإيجاز هذه الأنظمة نظراً لتأثيرها على تعزيز ثقة المستثمرين بالسوق، ما ينعكس إيجاباً على التدفقات النقدية الداخلة إلى الوطن.

5-3-1-1 نظام الإدراج

يعتبر هذا النظام أساساً للتعامل بين الشركات المساهمة العامة وسوق فلسطين للأوراق المالية، الذي يتم من خلاله ضمان حقوق جميع الأطراف وأهمهم المساهمون. ويحتوي النظام على جوانب عدة مهمة يجب أن تلتزم السوق والشركات بها. فيحتوي نظام الإدراج تفصيلاً

للأوراق المالية التي تم إدراجها في السوق. ومع أن الوضع الحالي يتم فيه تداول الأسهم فقط، فإن النظام يسمح بتداول أنواع عدة أخرى من الأوراق المالية، مثل سندات القرض، والسندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل الصادرة عن الحكومات، وغيرها من الأوراق المالية، ما يوفر بيئة جاذبة للمستثمرين الأجانب بسبب تعدد الخيارات أمامهم.

يحدد النظام إجراءات الإدراج للشركات المحلية، والأجنبية كذلك، ولكن بشروط إضافية تضمن مصداقية الشركة وقوتها المالية. كما يوضح نظام الإدراج التزامات الشركات الفلسطينية المدرجة اتجاه السوق (التقيد بمتطلبات الإفصاح، التقيد بقرارات السوق، التقيد بأحكام نظام الإدراج، ... الخ)، كما يطلب النظام من الشركات الأجنبية -بالإضافة إلى الالتزامات التي تم ذكرها- أن تمسك الدفاتر التجارية، وتقوم بإعداد بياناتها المالية وفقاً للمعايير المحاسبية، ونشر تلك البيانات. ويستلزم النظام أن تقدم تلك الشركات بياناتها المالية وفقاً لمتطلبات القانون المعمول به في فلسطين، وتعليمات الهيئة، وقواعد السوق. إن فتح المجال أمام الشركات الأجنبية بالإدراج يعزز الانفتاح على الأسواق الأخرى، ويجعل سوق فلسطين للأوراق المالية متعددة الخيارات الاستثمارية أمام المستثمرين.

5-3-1-2 نظام الإفصاح

يتناول هذا النظام عملية الإفصاح للجهات الثلاث الرئيسية: الشركات المدرجة والشركات طالبة الأرباح، الأشخاص المطلعون وذوو العلاقة، الشركات الأعضاء والشركات طالبة العضوية. وعلى الرغم من تخصيص فصل كامل في النظام لكل جهة، فإن النظام خصص الجزء الأكبر من المواد لتفصيل عملية الإفصاح للجهة الأولى (الشركات المدرجة والشركات طالبة الإدراج). وتلزم مواد النظام الشركات المدرجة بالإفصاح للسوق عن كل معلومة و/أو أمر جوهرية يمكن أن يؤثر على تقييم أي من أوراقها المالية لدى السوق. وقد قسّم النظام عملية الإفصاح إلى مراحل عدة، مع العلم أنه أفرد 18 مادة في 19 صفحة للحديث عن التفاصيل التي يجب توفرها في التقرير السنوي (الوضع المالي، أعمال الشركة، البحث والتطوير، الممتلكات، الأسهم وعوائدها، الإجراءات القانونية ... الخ). كل هذا لإدراك الجهات المسؤولة بأهمية الإفصاح في عدالة التداول وحفظ السوق من الانهيار عند انهيار

الشركات فيه، ما يضمن بشكل مباشر حقوق المساهمين المحليين والأجانب، وبالتالي يحافظ على الاستثمارات المحلية ويزيد من الاستثمارات الأجنبية. ولذلك، فقد شرع النظام إفصاحات مرحلية عدة خلال العام، منها الجديد، ومنها القديم، تضمن فيها بقاء المستثمرين على اطلاع تام بالتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم التي يملكونها. وتشمل الإفصاحات المرحلية: الإفصاح عند الإدراج، الإفصاح عند نهاية السنة المالية والبيانات الختامية والتقارير السنوي، الإفصاح من خلال التقارير الدورية الربعية والنصفية، الإفصاح المستمر عن الأمور الجوهرية. وهذه الأخيرة هي من أهم الإفصاحات التي يجب إخطار السوق بها فوراً، وذلك بما لا يزيد على يوم عمل واحد من تاريخ وقوعها، وبالتالي فإن سوق فلسطين للأوراق المالية بأمس الحاجة لها، إذ أنها تلغي دور الإشاعات في التأثير على أسعار الأسهم، وبالتالي تقلبات التداول فيها، وهذا بالتأكيد لن يتحقق إذا لم تشدد سوق فلسطين للأوراق المالية على تطبيقه. وهنا يأتي دور لجنة ضبط المخالفات، التي يحق لها أن توصي بواحد أو أكثر من إجراءات جزائية عدة تتراوح بين التنبيه الكتابي والغرامة (بما لا يتجاوز 10,000 دينار أردني)، وصولاً إلى تعليق أو وقف التداول، أو نقل أو تعليق أو شطب الإدراج.

5-3-1 نظام تداول الأوراق المالية

يتناول نظام تداول الأوراق المالية النشاطات المتعلقة بتداول وتحويل الأوراق المالية المدرجة في السوق، بالإضافة إلى العلاقة بين السوق والشركات الأعضاء (شركات الأوراق المالية)، كما يتناول علاقة الأعضاء مع عملائهم والأعضاء الآخرين. ويتعرض النظام إلى تفاصيل الإجراءات الإدارية والتنظيمية، وجلسات التداول، كما يتعرض إلى تفاصيل أخرى تتعلق بإدارة شؤون العملاء، من أهمها: جلسات التداول، أنواع العملاء، تزويد السوق بالمعلومات، الأشكال المختلفة لحسابات العملاء؛ كالحساب العادي، والمشارك، والمسمى، والمدار تقديرياً. وبالتالي، فإن وجود هذا النظام يجعل كل الإجراءات واضحة لجميع العملاء، ولن يكون هنالك تفضيل بينهم، وهذا بالتأكيد سيزيد من جاذبية السوق للمستثمرين ككل، ويحافظ على شفافيتها أمام جميع الجهات ذات العلاقة، إذ أن هذا النظام يعمل على ضبط التعامل في السوق بتوضيح صور التعامل غير المشروع والمخالفات.

5-3-1-4 نظام العضوية

يتناول نظام العضوية تفاصيل تتعلق بشروط العضوية في السوق، ويتضمن النظام تعليمات لتداول الأوراق المالية غير المدرجة بالسوق، أي الأوراق المالية لتلك الشركات التي تكون في طور توفيق أوضاعها، ويتم تداول هذه الأسهم في سوق الأوامر "السوق الموازية"، حيث يتناول النظام أحكاماً خاصة بهذه السوق في قسم منفرد. ويعني ذلك فتح المجال أمام جميع الشركات المساهمة في تجريه الإدراج، وهذا في المستقبل يضمن عمل هذه الشركات بقوانين السوق، كما يبشر بوجود قاعدة استثمارية أوسع في المستقبل، لكن هذا لا يزال غير منفذ، وعلى الجهات المعنية الإلحاح في البدء بتنفيذه.

مما يتعلق أيضاً بشروط العضوية؛ أن تكون الشركة المتقدمة للعضوية مؤسسة ومسجلة في فلسطين. ويجوز لشركة الأوراق المالية العضو في سوق أجنبية التقدم لطلب عضوية بشرط وجود فرع أو شركة تابعة أو شركة قابضة أو شركة حليفة لها في فلسطين، مع إثبات وإرفاق نسخة عن شهادة تثبت قبولها كعضو لدى السوق الأجنبية المنتسبة لها. كما يجب على الشركة الأجنبية أن ترفق بطلب الحصول على العضوية خطة الشركة المتعلقة بتوظيف مواطنين لتوطين المهنة في حال كان مستخدموها من غير الفلسطينيين. نلاحظ من النظام أنه يفتح الباب للتوسع في الشركات الأعضاء حتى لو كانت أجنبية، وهذا يزيد من قنوات الاستثمار المحلية والأجنبية لسوق فلسطين للأوراق المالية ويعزز انتشارها في الدول الأخرى.

5-3-1-5 نظام قواعد السلوك المهني داخل السوق

يتناول نظام قواعد السلوك المهني داخل السوق مواضيع عدة من أهمها: التزامات الشركة العضو اتجاه السوق، التزامات الشركة العضو اتجاه العملاء، نزاهة التعامل في الأوراق المالية، الالتزام بمكافحة غسل الأموال. كما يشرح النظام تضارب المصالح، وما يتعلق بالتعامل المهني على المعلومات الداخلية، ويتطرق إلى التزام أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وموظفي السوق بالحفاظ على السرية.

لحماية حقوق المساهمين والحفاظ على العدالة، فإن هذا النظام يتطرق في قسم "التأثير غير المبرر على الأسعار والاتفاقيات غير المشروعة في السوق" إلى حظر العمليات الوهمية أو غير الحقيقية التي يقصد بها إيهام المتعاملين بوجود سوق نشطة في الأوراق المالية. كما يتناول هذا القسم حظر إعطاء بيانات أو تصريحات أو معلومات مضللة، أو بث الشائعات حول ارتفاع أسعار الأوراق المالية أو انخفاضها.

ولحماية السوق من الفساد وتعزيز الحوكمة، فإنه وفي قسم "نزاهة التعامل في الأوراق المالية" في هذا النظام، يتطرق إلى أنه لا يجوز للشخص المعتمد قبول أي مبلغ أو هدية أو حافز مهما كان نوعها لتشجيع أو لمكافأة -سواء بطريقة مباشرة أم غير مباشرة- مقابل تقديم نصيحة بالاستثمار في أوراق مالية محددة لعميل معين أو للجمهور بشكل عام.

5-3-1-6 نظام فض المنازعات والتحكيم

يوضح هذا النظام نطاق الخضوع للنظام، حيث يعتبر التعامل والإدراج والعضوية لدى السوق المالية إقراراً بالخضوع لأحكام هذا النظام، والتزاماً بتنفيذ القرارات الصادرة بمقتضاه. ويتطرق النظام إلى دور لجنة ضبط المخالفات والخطوات المتبعة (الإحالة، الجزاء، الغرامات)، كما فصل النزاعات التي تم العمل فيها عن طريق التحكيم، وهي النزاعات الناشئة عن تعامل الشركات الأعضاء بالأوراق المالية، وعن تسوية عمليات تداول الأوراق المالية، وعن استثمارات الجمهور بالأوراق المالية، وعن تقديم معلومات أو وثائق غير صحيحة أو مضللة. وتطرق في فصل كامل إلى الغرامات المحددة، وكيفية الطعن بقرار فرض الغرامة.

يعتبر هذا النظام مكملاً للأنظمة الأخرى، ويجب تنفيذه بشكل سوي على جميع الجهات المخالفة، لتعزيز التزامها بأنظمة السوق التي تضمن حقوق الجميع، وبخاصة المستثمرين أو المساهمين، ناهيك عن أن هذا النظام يمنع التضليل والتداولات المشبوهة التي تعيق عمل السوق وتؤثر على أدائها ومصداقيتها أمام جمهور المستثمرين.

5-3-2 حوكمة الشركات

تعتبر الحوكمة مفهوماً جديداً في الأراضي الفلسطينية. وتقوم هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بإعداد ميثاق الحوكمة الذي سيطبق على الشركات المدرجة كمرحلة الأولى، إيماناً منها بأن الحوكمة أصبحت من الأسس العالمية المهمة في تقييم سلامة البيئة الاستثمارية، وعنصراً مهماً من عناصر جذب الاستثمار. وقد تم تشكيل لجنة وطنية لإعداد ميثاق الحوكمة في فلسطين (اللجنة الوطنية للحوكمة)، وسيتبع ذلك تعيين فريق فني ليتعرف على آليات إعداد قواعد الحوكمة وتجربة الدول العربية، والتشاور مع الأطراف المعنية للوصول إلى صياغة أولية للميثاق، يتبعها مناقشته على المستوى الوطني، ومن ثم إقرار الميثاق وتنفيذه.

يشكل اعتماد قواعد للحوكمة في الأراضي الفلسطينية واحدة من المهمات الصعبة الملقاة على عاتق المسؤولين، حيث أن الطابع العائلي هو الغالب في الشركات الفلسطينية. ويعتبر بعض المسؤولين أننا بعيدون جداً عن الحوكمة.²⁰ ولن يكون من السهل أو السلاسة تمريرها على البيئة الفلسطينية، إلا أنها تعتبر في الوقت نفسه من أهم الخطوات التي يجب إجراؤها لضمان حقوق المستثمرين، وبخاصة الصغار منهم. وسيكون من أهم أهداف الحوكمة مراجعة المكافآت والتعيينات وإجراءات التعيين والتدقيق الداخلي والمساعدة وتعزيز دور الهيئة العامة وصلاحياتها. وسيكون تطبيق قواعد الحوكمة إلزامياً، وتقديم تفسير لعدم التطبيق إن لم تطبق. ويجب أن تطبق قواعد الحوكمة على القطاعات جميعها، وبخاصة القطاعين العام والخاص الفلسطينيين، بما يشمل كل أنواع الشركات والبنوك والوزارات، ولذلك فإن قواعد الحوكمة يجب أن تندمج في إطار واحد مع قانون الشركات.

²⁰ مقابلة شخصية مع د. عاطف علونة.

4-5 ترويج سوق الأوراق المالية الفلسطينية

1-4-5 التوعية الاستثمارية

طوّرت سوق فلسطين للأوراق المالية برنامجاً خاصاً للتوعية الاستثمارية، وهو برنامج يهدف إلى بلورة بيئة صديقة للاستثمار في الأوراق المالية بين الشرائح المختلفة في المجتمع، ويتم ذلك عبر التعريف بجدوى وآليات الاستثمار في السوق المالية، والعوائد الممكنة ومتطلبات الاستثمار الواعي والأمن، وتطوير الوعي الاستثماري، والمعرفة بقطاع الأوراق المالية بين جمهور المتعاملين في السوق المالية. كما يسعى البرنامج إلى تزويد الشرائح المستهدفة (وبخاصة المستثمرين الجدد) بقاعدة معرفية تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت الملائم، وفتح المجال أمام صغار المستثمرين للاستثمار قليل المخاطر، بما في ذلك الاستثمار في المحافظ والصناديق. ويهدف البرنامج التوعية الاستثمارية إلى تعميم ثقافة الإفصاح والحوكمة الرشيدة بين الشركات المساهمة العامة كمتطلب لبيئة التداول العادل. كما يهدف البرنامج إلى تعريف الجمهور بقطاع الأوراق المالية، وماهية السوق المالية وعملها، بالإضافة إلى توفير المعلومات المتوفرة عن الأحداث الجارية في السوق المالية، بهدف تسهيل عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية على أسس سليمة. كما تنتشر السوق في صفحاتها الإلكترونية كثيراً من المعلومات حول القوانين والأنظمة المتعلقة بالاستثمار في السوق المالية، والأخبار والبيانات المتعلقة بالشركات المدرجة في السوق، وغيرها من المعلومات التثقيفية.

إضافة إلى ذلك، تقوم سوق فلسطين للأوراق المالية بمجموعة من الفعاليات والأنشطة والإجراءات، منها إقامة دورات تدريبية مكثفة في مواضيع متنوعة مثل إدارة المخاطر، والرقابة الداخلية، والصحافة المالية والاقتصادية، وعقد دورات حول دور الوسيط المعتمد وأثره على التداول في السوق، بالإضافة إلى مجموعة من الندوات والمحاضرات التي تتناول مواضيع مختلفة من أجل تعريف المستثمرين المحتملين بآلية عمل السوق ونشاطها، وتوزيع كراسات حول الاستثمار في البورصة، وحقوق المساهمين، وقراءة القوائم المالية.

وتقوم السوق بتخصيص صفحة خاصة بها على الجرائد المحلية، يتم فيها نشر المعلومات عن السوق وأدائها، إضافة إلى التقارير الإحصائية التحليلية لها. كما تشجع طلاب المدرس والجامعات على زيارتها، وتقدم مساعدات فنية ومالية للجامعات، وبخاصة طلبة كليات التجارة والاقتصاد لتشجيعهم على الانخراط في السوق المالية كعاملين ومستثمرين.

5-4-2 التسويق الخارجي

من بين الأمور التي يغفلها الكثير من المشرفين على الأسواق المالية أهمية الوصول إلى المستثمر الأجنبي في مكان تواجهه بدلاً من انتظار أن يقوم هذا المستثمر بالبحث عن فرص استثمارية في الأسواق المختلفة. وتزداد أهمية ذلك في ظل المنافسة القوية بين الأسواق المالية المختلفة لاجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية إليها، من خلال مجموعة من الأدوات والآليات. بل إن بعض تلك الأسواق توظف متخصصين في التسويق والعلاقات العامة للمساعدة في الوصول إلى المستثمرين المحتملين، ودراسة خصائصهم، والعمل على الوصول إليهم.

ويشكل الفلسطينيون المغتربون، وبخاصة في دول الخليج العربي، مستثمرين محتملين نظراً لارتباطاتهم القوية بالوطن، ورغبتهم في مساعدة الاقتصاد الفلسطيني من خلال المساهمة في الاستثمار في الشركات القائمة. ويمكن أن يتم ذلك من خلال عقد ورش عمل في الدول التي تتواجد فيها جاليات فلسطينية كبيرة، وعقد مؤتمر تسويقي في الخارج للسوق المالية الفلسطينية.²¹

وقد قامت سوق فلسطين للأوراق المالية بخطوات ملحوظة في هذا المجال، حيث عقدت الملتقى السنوي الأول في شهر أيلول العام 2007، ودعت إليه مجموعة من المستثمرين والمهتمين من دول عديدة. كما قامت بترجمة جميع الأنظمة واللوائح التي تهم المستثمرين

²¹ انظر تعقيب عمر القوقة على الجلسة الأولى، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، رام الله وغزة، 8-9 أيلول 2007.

الأجانب ومعظم القوانين الفلسطينية، وبخاصة ذات العلاقة بالأمور الاقتصادية والاستثمارية. كما تم الإعلان أثناء الملتقى الاقتصادي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني أن السوق بصدد تنظيم جولة تسويقية (Road Show) في دبي لتسويق البورصة الفلسطينية في الخارج.

وهناك خدمة أخرى تقدمها سوق فلسطين للأوراق المالية لتسويق نفسها وزيادة انتشارها، وهي خدمة الـ SMS التي يتم تفعيلها مرة أخرى بوضعية أفضل من ذي قبل. كما أن هناك أكثر من 15 جهة وشركة تبيث التداول والمعلومات من السوق، ويقوم تلفزيون فلسطين ببحثها داخلياً؛ أما خارجياً فنقوم وكالة رويترز بذلك. وهناك الآن خدمة الكشف عن الرصيد، ومتابعة المستثمرين لرصدتهم عن طريق الموقع الإلكتروني للسوق، التي ستفتح المجال أمام المستثمرين الخارجيين لمتابعة أرصدتهم من الخارج. ولا شك أن هناك الكثير مما يمكن إضافته في هذا المجال لفتح آفاق جديدة أمام السوق المالي الفلسطينية في الدول المجاورة. ويحتاج الأمر إلى جهد جماعي من جميع الأطراف، وخصوصاً هيئة سوق رأس المال، وسوق فلسطين للأوراق المالية، وشركات الوساطة الفلسطينية التي يمكن أن تزيد من شبكة علاقاتها بالأسواق الخارجية، إضافة إلى الدور الذي يمكن أن يلعبه الإعلام، وخصوصاً القنوات الفضائية والمواقع الإلكترونية وغيرها.

5-4-3 مدى اندماج السوق مع الأسواق الأخرى

سوق فلسطين للأوراق المالية هي عضو في اتحاد أسواق المال العربية، وعضو في اتحاد البورصات الأوروبية-الآسيوية، واتحاد البورصات العالمية، ومنظمة مؤسسات الإيداع لدول أفريقيا والشرق الأوسط، وملتقى بورصات الدول الإسلامية. وقد وقع سوق فلسطين للأوراق المالية مذكرة تفاهم مع بورصتي القاهرة والإسكندرية وصندوق النقد العربي، بالإضافة إلى اتفاقية توأمة مع البورصة السويدية. وتعتبر هذه الاتفاقيات جزءاً من سياسة انتشار وتوسع نشاط السوق المالي الفلسطيني في الأسواق الخارجية، ولكنها تحتاج إلى استكمال ومتابعة وتطوير لإنجاحها.

5-4-4 البنك الحافظ الأمين وبنك التسوية

وقعت سوق فلسطين للأوراق المالية اتفاقية الحافظ الأمين مع بنك (HSBC-Middle East) العام 1999، وذلك من أجل تشجيع وتسهيل عملية استقطاب الاستثمارات الأجنبية إلى الأراضي الفلسطينية.²² ويعتبر الحافظ الأمين عنصراً مهماً في اجتذاب المستثمرين العالميين، حيث يقدم لهم الكثير من الخدمات، مثل فتح الحسابات النقدية، وحسابات الأوراق المالية، والقيام بعمليات التسوية والمقاصة وغيرها من العمليات والخدمات الأخرى. ولا يقدم الحافظ الأمين الاستشارات الاستثمارية، ولكنه يساعد في توفير المعلومات وشرح الفوارق العملية لصالح المستثمرين العالميين. وتعتبر هذه الخطوة مهمة جداً لدعم وتشجيع الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، لأنها تسهل على الأجانب شراء الأسهم في السوق. كما قامت سوق فلسطين للأوراق المالية بتوقيع اتفاقية بنك التسوية مع البنك العربي، حيث تم بموجبها اعتماد البنك العربي للقيام بتسوية المدفوعات المترتبة عن بيع وشراء الأوراق المالية المدرجة في السوق، وضمان سداد هذه المبالغ في الأوقات المحددة وضمن إجراءات السوق. ويتولى البنك بموجب هذه الاتفاقية مهمة النقص بين الوطاء لضمان تسديد المبالغ المستحقة عليهم، وذلك حسب مبدأ الدفع مقابل تسليم الأوراق المالية.

²² حسب قانون الأوراق المالية رقم 12 للعام 2004، يعرف الحافظ الأمين بأنه الشخص الاعتباري الذي يمارس أعمال الحفظ الأمين للأوراق المالية، ويقصد بخدمات الحفظ الأمين الخدمات المقدمة من الحافظ الأمين؛ سواء أكانت مباشرة أم من خلال حافظ أمين آخر أو أكثر، لحماية المستثمر في الأوراق المالية ومساعدته في تثبيت حقوقه التي تتعلق بالأوراق المالية.

6- النتائج والتوصيات

أظهرت الدراسة أن سوق الأوراق المالية في فلسطين سوق واعد. وبالرغم من حداثة السوق، إلا أنه يمكن أن يسهم في استقطاب نسبة جيدة من الاستثمارات الأجنبية التي تبحث عن فرص استثمارية مناسبة، من حيث العائد والأمان، إذا تمت معالجة بعض المعوقات التي تواجهه. كما أظهرت الدراسة أن سوق فلسطين للأوراق المالية قد تطورت بشكل كبير خلال السنوات العشر الماضية منذ تأسيسها، وأنها استطاعت استقطاب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية وتحويلها إلى استثمارات محلية، وذلك للحيلولة دون تسربها إلى الأسواق المالية في الخارج. كما استطاعت السوق أن تجذب نسبة معقولة من الاستثمارات الخارجية وتضعها في السوق الفلسطينية لتصب في مصلحة التنمية الاقتصادية، ما يسهم في سدّ الفجوة المتفاقمة بين الادخار والاستثمار في الأراضي الفلسطينية.

كما تظهر الدراسة أن هناك مجموعة من العوامل التي تشجع على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، من بينها سرعة إنجاز المعاملات، وعدم تفشي ظاهرة الفساد والرشاوى، ووجود قطاع مصرفي مستقر وسليم، ووجود فرص استثمارية مجزية، وحرية تدفق الأموال من وإلى الأراضي الفلسطينية دون قيود، ووجود مجموعة من القوانين والأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم عمل السوق المالية التي تعزز الشفافية، وجودة الحوكمة، ومحاولات ناجحة لتوعية المستثمرين في الداخل، ما يحد من هروب رؤوس الأموال المحلية إلى الأسواق الخارجية.

بالمقابل، كان هناك مجموعة أخرى من العوامل التي لا تخدم عملية جذب الاستثمارات الأجنبية للسوق الفلسطينية، ومن بينها عدم الاستقرار السياسي، وتدهور الأوضاع الاقتصادية، وعدم استكمال المنظومة التشريعية، وبخاصة القوانين الرئيسية؛ مثل قانون الشركات، وقانون الملكية الفكرية، وضحالة السوق من حيث قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وصغر أحجام هذه الشركات، وزيادة عنصر المخاطرة، وافتقار السوق إلى أدوات

استثمارية متنوعة وحديثة، وانخفاض السيولة في السوق، ومحاولات محدودة للوصول إلى الأسواق الخارجية، وتسويق سوق المال الفلسطينية في تلك الأسواق.

ولتحقيق قدرة أفضل على جذب الحقائق الاستثمارية الأجنبية إلى السوق المالية الفلسطينية، فإن الدراسة تقدم مجموعة من التوصيات التي يمكن إجمالها فيما يلي:

❖ من الطبيعي أن يكون التحدي الأكبر أمام الاستثمار في أي مكان في العالم هو حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، ولا يختلف الأمر عن ذلك في فلسطين. وبالتالي، فإن من المهم أن تقوم السلطة الوطنية الفلسطينية بتوفير البيئة المواتية للاستثمار في حدود ما يمكنها القيام به، وبخاصة فرض سيادة القانون، ووقف الفلتان الأمني، وإصلاح الجهاز القضائي، واستكمال وتحديث التشريعات الاقتصادية، مثل قانون الشركات، وقانون المنافسة، وغيرهما.

❖ نظراً لأهمية الاقتصاد الكلي في قرارات الاستثمار التي يتخذها المستثمر الأجنبي، فإن من الأهمية بمكان اتباع سياسات اقتصادية ومالية سليمة لتحقيق تنمية سريعة، على الرغم من الظروف الصعبة والتحديات الكبيرة التي يتعرض لها الاقتصاد الفلسطيني نتيجة للسياسات والإجراءات الإسرائيلية المتعنتة. وقد يكون ذلك ممكناً في الوقت الحاضر نتيجة للدعم المالي الكبير الذي وعدت به الدول المانحة في باريس في كانون الأول 2007، في أعقاب مؤتمر أنابوليس.

❖ أظهرت الدراسة أن حوالي ثلثي الشركات المساهمة العامة في فلسطين غير مدرجة في السوق المالية، على الرغم من أن قانون الأوراق المالية يوجب على جميع الشركات المساهمة العامة تقديم طلب إدراج إلى السوق، ما يحدّ من الفرص الاستثمارية أمام المستثمر المحلي والأجنبي. وبالتالي يجب العمل على تشجيع وتحفيز الشركات غير المدرجة للقيام بذلك، بغية زيادة عمق السوق وتعزيز الثقة فيها.

❖ يجب العمل بجهد أكبر على تسويق الأسهم الفلسطينية في الأسواق الخارجية، وبخاصة في الأسواق التي توجد فيها جالية فلسطينية كبيرة مثل أسواق الخليج، من خلال عقد ورش العمل والندوات لشرح الحوافز التي تقدمها السوق المالية الفلسطينية للمستثمرين

- الأجانب، سواء من حرية تحويل الأموال، إلى معاملة المستثمر الأجنبي نفس معاملة المستثمر المحلي، إلى إمكانية الحصول على عوائد مجزية، إضافة إلى طمأننة المستثمرين إلى وجود رقابة صارمة على نشاط السوق لمنع التلاعب بالأسعار والغش، وتعامل المطلعين على خفايا الشركة (insider information)، وتضارب المصالح.
- ✧ لطمأننة المستثمرين أيضاً، يجب العمل على تعزيز وتطبيق قواعد الحوكمة في السوق المالية نفسها، وفي شركات الوساطة، وفي الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. وفي هذا المجال، يجب الإسراع في إقرار قواعد الحوكمة التي تقوم اللجنة الوطنية وهيئة سوق رأس المال بإعدادها منذ فترة. كما يجب التعاون مع المؤسسات المعنية بالشفافية والحوكمة، مثل الائتلاف من أجل النزاهة والمساءلة (أمان) وغيرها.
- ✧ إيجاد نظام إلكتروني يسمح للمستثمرين الأجانب بالتداول من خلال الإنترنت (الموقع الإلكتروني) وباستخدام بطاقة ائتمان (Credit Card) بشكل مباشر؛ ما يشجع الاستثمارات الأجنبية في السوق المالية، ويفتح قنوات جديدة لها. وهذا يتطلب عمل تشريعات وقوانين تسمح وتنظم عملية الاستثمار عن طريق الإنترنت.
- ✧ الاستمرار في إصدار دليل الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالية بشكل سنوي، كما في العام 2006، والعمل على إيصاله إلى المستثمرين في الدول الأخرى عن طريق الممثلات الفلسطينية في الخارج (بالإضافة إلى مواصلة وضعه على الموقع الإلكتروني كما هو الأمر حالياً).
- ✧ توفير بيانات إحصائية أكثر تفصيلاً تمكن الباحثين من إجراء دراسات معمقة حول تأثير ودور سوق فلسطين للأوراق المالية، بحيث يستفاد منها في رسم السياسات المناسبة، واتخاذ الخطوات الصحيحة لجذب الاستثمارات الأجنبية، مثل الإفصاح عن نسبة الاستثمار الأجنبي على موقعها الإلكتروني، على الأقل كنسبة من الاستثمار ككل وتوزيعها قطاعياً، وإعادة تصنيف البيانات منذ بداية العام 2001 وحتى العام 2006 على أساس التعريف الجديد للمستثمر الأجنبي، وإعادة توزيع المستثمرين إلى أجنبي ومحلي (شركات وأفراد) لجميع السنوات السابقة وحتى العام 2007، والعمل على تصنيف البيانات ليس كأفراد وشركات وأجنبي ومحلي فحسب، وإنما حسب التوزيع

الجغرافي المحلي، والتوزيع الجغرافي الدولي، ما يسمح بمعرفة الأسواق التي يجب استهدافها أكثر من غيرها، وكذلك التصنيف حسب العمر والجنس وغيرها من المؤشرات.

✧ نظراً لأهمية الدور الذي تلعبه شركات الوساطة في توجيه المستثمرين، وبخاصة ذوي الخبرة المحدودة في مجال الاستثمار، يجب تشجيع شركات الوساطة المحلية على تطوير نفسها، وبخاصة في مجال التداول من خلال الإنترنت، وعلى توسيع شبكة علاقاتها الخارجية، وربط نفسها مع شركات وساطة عالمية لجذب الاستثمارات الأجنبية.

✧ ربط سوق فلسطين بالقنوات الفضائية ووسائل الإعلام المختلفة، وزيادة الجهات التي تبث المعلومات عن السوق في الداخل والخارج، مثل وكالة رويترز التي تقوم حالياً بربط المعلومات المتعلقة بالسوق المالية الفلسطينية.

المراجع

- الائتلاف من أجل النزاهة والمساءلة-أمان. "النزاهة والشفافية والمساءلة في مواجهة الفساد، 2006":
<http://www.aman-palestine.org>
- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني. تقرير حصاد 2007. رام الله، فلسطين، 2007.
سلطة النقد الفلسطينية. التقرير الإحصائي الشهري، أعداد مختلفة.
- سوق فلسطين للأوراق المالية. وقائع الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، رام الله - غزة، أيلول 2007.
- _____ دليل الشركات المساهمة العامة، 2006.
- عبادي، سليمان. "دور السوق المالية في الاقتصاد: تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية"، في: وقائع الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني. رام الله - غزة، 2007.
- معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني "ماس". المراقب الاقتصادي والاجتماعي الربيعي، عدد 10، رام الله، فلسطين، 2007.
- مكحول، باسم. "محددات البيئة الاستثمارية المواتية في السوق الفلسطينية، في: وقائع الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني. رام الله - غزة، 2007.

- Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C., 2001. Does financial liberalization spur growth? NBER Working Paper No. 8245.
- 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.
- Boyd, J et al., The Impact of Inflation on financial Sector Performance, Journal of Monetary Economics, Vol. 47, Issue 2, 2001.
- 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.
- Garcia V. and Liu L., Macroeconomic determinants of Stock Market development, Journal of Applied Economics, Vol. II, No. 1, 1999.
- Huang W, emerging Markets financial Openness and financial Development, Discussion Paper NO. 06/588, University of Bristol, 2006.
- Klien M, G. Olivie (2001), "Capital account liberalization, financial depth and economic growth", mimeo (Medford, MA: Tufts).

- Ladekarl J. and Zervos S., Housekeeping and Plumbing: the Inevitability of Emerging Markets, World Bank policy research Working Paper 3299, 2004.
- Levine R. and Zervos S., Stock Market Development and Long- run growth, World Bank, 1996.
- Mohtadi H. and Agrwal S. (2002), Stock market Development and economic Growth: evidence from Developing Countries, A Working Paper University of Wisconsin- Milwaukee, <http://www.uwm.edu/~mohtadi/PA1-4-01.pdf>.
- Nieuwerburgh, s.v., Buelens, F. and Cuyvers, L. 2006, Stock Market Development and Economic Growth in Belgium, Explorations in Economic History, Volume 43, Issue 1.
- OECD, Principles of Corporate Governance, 2004, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.
- World Bank, The World Bank Economic Review. Vol. 10, no. 2, May 1996, Washington D.C.
- Yartey C. Adjasi C., Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges, IMF Working Paper; WP/07/209, 2007. <http://www.hrinfo.net/palestine/gcrl/2007/pr0709.shtml>
- <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/?economyid=204>