



الجامعة الإسلامية - غزة

عمادة الدراسات العليا

كلية التجارة - إدارة أعمال

تقييم تجربة بالتدريج المدرج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية.

إعداد الطالبة

غربة محمد نجيب أبو عمرو

إشراف

د. علاء الدين الرفاتي

قدمت هذا البحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في
إدارة الأعمال.

1429هـ - 2008م

الملاخص

تناقش هذه الدراسة مسألة الإدراج المزدوج للأسهم عبر الأسواق المالية المختلفة، وذلك عن طريق التركيز على تجربة سهم شركة الاتصالات الفلسطينية "بالتل" الذي أدرج بكل من سوق أبو ظبي المالي وسوق فلسطين للأوراق المالية، وقد قامت الباحثة بتقييم هذه العملية واكتشاف مزاياها لكل من الشركة والمساهمين والسوق المالي، وذلك باستخدام المنهج الوصفي التحليلي.

وفي هذا الإطار تم تصميم الاستبانة كأداة رئيسية للدراسة، وزعت على عينة من 160 نسخة واسترد منها 98 نسخة، وتم تدعيم نتائج الاستبانة من خلال تصميم مقابلة مع أعضاء مجلس الإدارة بالشركة. بالإضافة إلى قيام الباحثة بمقارنة بيانات سوق أبو ظبي خلال 2007/2002 لغرض دراسة أثر عمليات الإدراج المزدوج على السوق المضيفة، ونتج بذلك إثبات تأثير هذه العمليات على زيادة سيولة السوق وكذلك حجم التداول وزيادة عدد الصفقات.

إلا أن الباحثة وجدت تأثيراً ضئيلاً لهذه التجربة على سوق فلسطين ولم تحقق أهدافها مثل زيادة حجم التداول وعدد الصفقات، ولكنها نجحت في تحقيق الزيادة في عدد المساهمين بالرغم من كونها زيادة مؤقتة.

ومن توصيات الباحثة للشركة أن تكثف الجهود الإعلانية الداخلية والخارجية لهذه التجربة وتجري بعض التعديلات على آلية تطبيق هذه العملية، كما أوصت الشركات الغير مدرجة بالسوق الفلسطيني بضرورة السعي لإدراج سهمها في السوق، وضرورة سعي سوق فلسطين للأوراق المالية للحصول على عضوية الاتحاد الدولي للبورصات.

ABSTRACT

This research discusses the issue of dual listing stocks through different securities exchanges that by focusing on PALTEL's stock, which listed in both ADX and PSE . The researcher has evaluated this process through shedding the light on its advantages for the company, shareholders, and the exchanges by using the descriptive analytical approach.

In this regard, the researcher has designed a questionnaire of 160 copies as a basic tool for this research, in which 98 of them were back. Then a formal interview with Mr. Sharhabeel Al-Za'eem -member of the board of directors- has been used to support the results of the study. In addition, the researcher compared the trading data of ADX through 2002/2007 to study the effect of dual listing on the host exchange. As a result, the impact of these processes on increasing market liquidity, trading volume and increasing the number of bargains has been proved.

However, The researcher has found that this experience of dual listing has a little impact on the trading or transactions volume in PSE , and it did not achieve its goals like increasing the trading volume and the number of bargains. It only increased the number of shareholders temporarily.

The researcher recommends PSE to join the WFE “world federation of exchanges”, and PALTEL should expand the internal and external advertising efforts for this process and modify the implementations of it. Also, the researcher has recommended those companies that don't have a membership in the PSE to work on listing their stocks in the market.

أفكار عاشرة

إلى:

أعز وأعظم من يهدى.....والدي الغاليين.

نصفي الآخر وشريك حياتي.....زوجي العزيز.

نور المستقبل وبلسم حياتي.....أطفالي الصغار.

شريكات الطفولة.....شقيقتي العزيزات.

هبة الله عز وجل، أعادهم الله بالسلامة.....أشقائي الأعزاء.

كل من يتألم على أرض الوطن.....جرحانا وأسرانا البواسل.

كل من فدى فلسطين وضى من أجلها.....شهادتنا الأبرار.

وأخيرا أهدي هذا العمل المتواضع لكل من يعشق فلسطين وأرضها العربية.

الباحثة

شكر وتقدير

أتوجه بالشكر والتقدير لكل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة
وساعد على خروجها بهذا الشكل
وأخص بالذكر المشرف الدكتور علاء الرفاتي
ولجنة المناقشة التي ناقشت هذه الدراسة
كما أتقدم بشكري للمسؤولين بشركات الوساطة الذين ساعدوني في توفير
المعلومات المطلوبة وتوزيع الاستبانات المقررة.
لا أريد أن أنسى إدارة السوق المالي، خاصة دائرة البحوث والدراسات
والأستاذ محمد حجاز.

الباحثة

غربة أبو عمرو

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الملخص باللغة العربية
ب	الملخص باللغة الإنجليزية
ت	الإهداء
ث	شكر وتقدير
ج	فهرس المحتويات
ذ	قائمة الجداول
ز	فهرس الملاحق
ز	فهرس الأشكال
1	المقدمة
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	
المبحث الأول: عناصر الخطة الدراسية	
4	المقدمة
5	مشكلة الدراسة
6	أهداف الدراسة
7	فرضيات الدراسة

8	أهمية الدراسة
10	محددات الدراسة
المبحث الثاني: الدراسات السابقة	
13	الدراسات العربية
17	الدراسات الأجنبية

الفصل الثاني: الإدراج في الأسواق المالية العربية	
المبحث الأول: سمات الأسواق المالية العربية	
30	مفهوم الأسواق المالية
31	دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي
32	فعالية الأسواق المالية
33	مقومات نجاح السوق المالي
35	السمات المشتركة للأسواق المالية العربية
36	شروط إصدار الأوراق المالية في الأسواق العربية
المبحث الثاني: الإدراج في الأسواق المالية	
39	مفاهيم
40	أنواع الأوراق المالية
41	تكلفة الإدراج
43	مزايا الإدراج
45	السلبيات التي تتعلق بالإدراج في السوق المالي

46	شروط الإدراج
50	شروط إدراج الشركات الأجنبية
52	التزامات الشركات والجهات المدرجة أوراقها المالية في السوق المالي
المبحث الثالث: الإدراج المزدوج	
55	مفاهيم
57	واقع الإدراج المزدوج للأسهم في عالم الأسواق المالية المختلفة
58	الطرق التي يتم عن طريقها الإدراج المزدوج
59	تكاليف الإدراج المزدوج
60	تأثيرات الإدراج المزدوج
63	مزايا الإدراج المزدوج
66	حالات اتخاذ قرار الإدراج المزدوج
67	الإدراج المزدوج العكسي
67	مساوئ الإدراج المزدوج
69	تجارب الإدراج المزدوج
الفصل الثالث: تحليل الدراسة	
المبحث الأول: منهجية البحث	
79	أسلوب الدراسة
80	أداة الدراسة
81	صدق الاستبانة
88	الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث

المبحث الثاني: إجراءات التحليل	
90	الفرضية الرئيسية الأولى
99	الفرضية الرئيسية الثانية
111	الفرضية الرئيسية الثالثة
الفصل الرابع: النتائج والتوصيات	
150	النتائج
153	التوصيات
154	الدراسات المقترحة
155	مفاهيم ومصطلحات
157	قاموس المصطلحات
159	المراجع
165	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
72	عدد الشركات المدرجة أحاديا ومزدوجا بالأسواق المالية العربية	جدول (2,1)
74	تجارب الإدراج المزدوج في بعض الاسواق المالية الغربية	جدول (2,2)
81	درجات مقياس ليكرت	جدول (3,1)
82	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الأول والدرجة الكلية للمحور	جدول (3,2)
83	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثاني والدرجة الكلية للمحور	جدول (3,3)
84	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثالث والدرجة الكلية للمحور	جدول (3,4)
85	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الرابع والدرجة الكلية للمحور	جدول (3,5)
86	معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور السادس والدرجة الكلية للمحور	جدول (3,6)
87	معامل الارتباط بين درجة كل محور من محاور الاستبانة والدرجة الكلية للاستبانة.	جدول (3,7)
90	أعداد المساهمين في سوق فلسطين للأوراق المالية	جدول (3,8)
91	عدد مساهمي الاتصالات في سوق فلسطين	جدول (3,9)
92	عدد مساهمي الاتصالات في سوق أبو ظبي	جدول (3,10)
94- 93	بيانات التداول لسوق أبو ظبي منذ عام 2002	جدول (3,11)
96- 95	بيانات التداول الإجمالي في سوق فلسطين	جدول (3,12)
102- 101	بيانات تداول سهم الاتصالات في سوق فلسطين المالي منذ 2007/2004	جدول (3,13)
104	عدد الصفقات على سهم بالتل في سوق أبو ظبي	جدول (3,14)
105	بيانات سهم بالتل في سوق أبو ظبي خلال السنوات 2007/2005	جدول (3,15)
105	سرعة التداول على سهم بالتل في سوق أبو ظبي	جدول (3,16)
106	بيانات سهم شركة الاتصالات الفلسطينية في سوق فلسطين خلال 2007/2004	جدول (3,17)
107	سرعة التداول لسهم بالتل في سوق فلسطين:	جدول (3,18)
111	العمر بالسنوات	جدول (3,19)
111	المؤهل العلمي	جدول (3,20)
112	التوزيع الجغرافي	جدول (3,21)
113	بداية التعامل مع الأسهم في سوق فلسطين	جدول (3,22)
114	المعرفة بحقوق المساهم بالشركة	جدول (3,23)
115	تقليل المخاطرة من خلال تكوين المحافظ الاستثمارية	جدول (3,24)
116	عدد الأسهم المحتفظ بها بالمحفظة الاستثمارية	جدول (3,25)
117	العلم بعملية إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي	جدول (3,26)
117	تاريخ القيام بشراء سهم الاتصالات	جدول (3,27)
118	التخلي عن سهم الاتصالات بخروجها من سوق أبو ظبي	جدول (3,28)
119	تأثر قرارات البيع والشراء لسهم الاتصالات بعملية الإدراج المزدوج	جدول (3,29)
120	ترتيب أنواع العائد الذي تفضل الحصول عليه	جدول (3,30)
121	الاستثمار في شركات أخرى في سوق أبو ظبي	جدول (3,31)
122	تاريخ بدء الاستثمار في شركات سوق أبو ظبي	جدول (3,32)
122	القيام بالاستثمار في أسواق مالية دولية	جدول (3,33)

123	السعي للاستثمار في أسواق مالية دولية	جدول(3,34)
124	تحقق مزايا التنوع الدولي بالاستثمار في سوق أبو ظبي	جدول(3,35)
125	الرغبة في الاستثمار في أدوات مالية غير الأسهم	جدول(3,36)
126	الرغبة بالمساهمة في شركات أجنبية	جدول(3,37)
127- 126	تحقق الرغبة في الاستثمار الخارجي عن طريق سهم الاتصالات	جدول(3,38)
127	نوع العملة المحتفظ بها بالمحفظة الاستثمارية	جدول(3,39)
128	تأثر القرارات الاستثمارية بالظروف الاقتصادية	جدول(3,40)
129	تحقق الحماية من المخاطر بالاستثمار في سهم الاتصالات	جدول(3,41)
130	دعم حقوق المساهمين من خلال إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي	جدول(3,42)
131	عدالة تسعير سهم الشركة عن طريق إدراجه في سوق أبو ظبي	جدول(3,43)
132	تفضيل خضوع السهم لرقابة سوق أخرى	جدول(3,44)
133	درجة الرضا بالاستثمار الخطر ذي العائد الكبير	جدول(3,45)
134	نوع العائد الذي يحققه سهم الاتصالات للمساهم	جدول(3,46)
135	درجة ارتفاع عائد سهم الاتصالات عن غيره بنفس القطاع في سوق فلسطين	جدول(3,47)
136	مساهمة الإدراج المزدوج في تحقيق ارتفاع العائد	جدول(3,48)
137	توفير الإدراج المزدوج السمعة العالمية للشركة	جدول(3,49)
138	اختلاف سعر سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي عنه في سوق فلسطين	جدول(3,50)
139	حال سعر سهم الاتصالات في أبو ظبي	جدول(3,51)
140	درجة سهولة تحويل سهم الاتصالات للنقدية	جدول(3,52)
141	السوق التي تتم من خلالها صفقات البيع والشراء على سهم الاتصالات	جدول(3,53)
142	القيام ببيع سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي	جدول(3,54)
142	جواز شراء سهم الاتصالات من سوق فلسطين وبيعه في سوق أبو ظبي أو العكس	جدول(3,55)
143	درجة توفر المعلومات الخاصة بالشركة في سوق فلسطين	جدول(3,56)
144	درجة توفر المعلومات الخاصة بالشركة في سوق أبو ظبي	جدول(3,57)
145	التزام الشركة بتوفير كافة المعلومات في الوقت المحدد	جدول(3,58)
146	مساهمة الإدراج المزدوج في تحسين وزيادة المعلومات عن الشركة	جدول(3,59)
147	تقديم الإفصاحات في كلا السوقين بالتزامن	جدول(3,60)

فهرس الملاحق

الملاحق	رقم الصفحة
ملحق رقم (1) : نص الاستبانة	166
ملحق رقم (2) : نص المقابلة	171
ملحق رقم (3) : نموذج طلب إدراج	177
ملحق رقم (4) : أسماء المحكمين	178

فهرس الأشكال

الشكل	رقم الصفحة
الأسهم المتداولة ومتوسط التداول اليومي في سوق أبو ظبي	95
عدد الأسهم المتداولة والصفقات في سوق فلسطين المالي	97
رسم توضيحي لعدد الصفقات وحجمها على سهم بالتل من خلال سوق فلسطين المالي.	102

المقدمة:

تتنوع الدراسات التي تساهم في تطوير وتحسين كفاءة الأسواق المالية، ويسعى كل لتقديم ما يستطيع لمواكبة حركة التطورات العالمية، فجاءت هذه الدراسة كمحاولة للمشاركة في ذلك، وتهتم هذه الدراسة بتسليط الضوء على عملية الإدراج المزدوج للأسهم والتي تقوم بها الشركات في أسواق مالية متعددة، خاصة أن هذه العملية انتشرت في العقود الأخيرة بشكل كبير، وأصبحت أخبار الإدراجات المزدوجة التي تقوم بها الشركات تتوالى تباعاً، إلا أن سوقى لندن ونيويورك الماليين أخذاً نصيب الأسد في هذه الإدراجات، ومن هنا نبعت التساؤلات حول أهمية هذه العملية وجدواها.

وقد تم اختيار شركة الاتصالات الفلسطينية "بالتل" كعينة لدراسة هذه العملية من واقع تقييمها ودراسة آثارها على كل من الشركة والمساهمين وسوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك لكونها الشركة الفلسطينية الوحيدة التي قامت بهذه الخطوة من خلال إدراج سهمها في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بتاريخ 2005/12/26.

واعتمدت فرضيات الدراسة على عدد من المتغيرات مثل: سيولة السوق وعمقه، حجم التداول، عدد المساهمين، عدد الصفقات وحجمها، المخاطر الإجمالية المتحققة، وحجم نشاط الشركة.

وقد صممت الباحثة استبانة للإجابة على فرضيات الدراسة ووزعت على عينة عشوائية مقدارها 160 نسخة من مجتمع كلي يبلغ حوالي 7080 مساهم في 2008/10/19، وتم استرداد 98 نسخة منها، كما تم إجراء بعض المقارنات لبيانات سوق أبو ظبي المالية المنشورة خلال 2002-2007 وذلك لقيام عدد من الشركات الأجنبية بالإدراج المزدوج به، محاولة لإثبات فوائد الإدراج المزدوج على سوق الأوراق المالية، وقد جاءت النتائج لتؤكد فوائد هذه العملية على السوق والتي تتعلق بزيادة حجم التداول وحجم الصفقات وسيولة السوق.

إلا أن الدراسة أكدت عدم نجاح تجربة "بالتل" في تحقيق الكثير من أهدافها، ولكنها تمكنت من تحقيق الزيادة في عدد المساهمين فقط .

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

المبحث الأول : عناصر الخطة الدراسية

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

المبحث الأول

عناصر الخطة الدراسية

- مقدمة.
- مشكلة الدراسة.
- أهداف الدراسة.
- الفرضيات.
- متغيرات الدراسة.
- أهمية الدراسة.

مقدمة:

إن إدراج أوراق مالية مصدرة من قبل شركة محلية في أكثر من سوق يعتبر أمر تقليدي في الأسواق العالمية خاصة في الأسواق المتطورة والمتقدمة، فمسألة الإدراج المزدوج تعتبر من القضايا العصرية والحديثة التي التفتت إليها مؤخرا الأسواق العربية ولا بد من استغلالها على أكمل وجه لتجسد في نهاية المطاف العلاقات بين الأسواق العربية أو العالمية.

فجمهورية مصر العربية تحتل المرتبة الأولى بين الدول العربية كالأردن والسعودية وقطر ولبنان والإمارات وعمان، من حيث عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن العالمية وبعده وصل إلى 10 شركات كما بنهاية عام 2006.

(مراد حجازين) <http://www.ammanstock.net/vb/showthread.php?t=21663>

وتعتبر الأسباب الرئيسة الكامنة وراء قيام الشركات بتبني هذا المفهوم والمتعارف عليها دوليا، هي إعطاء فرصة النفاذ للسوق العالمي والتعامل مع شبكة واسعة من المستهلكين والموردين والمستثمرين بمجرد تسجيل طلب إدراج مزدوج في بورصة عالمية، إضافة إلى السبب الأكثر أهمية وهو المكانة والمصداقية التي تتمتع بها تلك البورصة العالمية، أو العمل على توفر السيولة بشكل كبير في أسواق المنطقة.

كما يضيف الإدراج المزدوج السمعة العالمية لأسهم الشركة كونها حظيت بموافقة الإدراج في بورصة عالمية وأكملت جميع الشروط الواجب توافرها وذات المستوى العالي إذ أغلب البورصات العالمية المتقدمة تتمتع بمستوى إداري جيد وقدر كبير من الشفافية والمسؤولية وجودة الحكم، كما يعطي الإدراج المزدوج فرصة للشركات التي تريد أن توسع نشاطاتها إلى خارج حدودها المحلية والإقليمية.

(مراد حجازين) <http://www.ammanstock.net/vb/showthread.php?t=21663>

أن الإدراج المزدوج سيحل كثيرا من المشاكل التي تعاني منها سوق الأسهم ، وعلى رأسها مشكلة حجم الإفصاح المطبقة بعدها الأدنى في الوقت الحالي، حيث لا تفصح الشركات المحلية المدرجة سوى عن قوائمها المالية، بينما يصل الإفصاح في الشركات العالمية إلى سياسات واستراتيجيات تلك الشركات.

<http://www.4lines.net/post221939-1.html>

ومن الشروط الواجب توفرها لنجاح الأسواق المالية أن يكون هناك طلب عال على الأدوات المالية ، ويتوقف ذلك على أن يكون هناك معدل عال من الادخار ووجود وعي اقتصادي توظيفي لدى المواطنين. وهذين البندين غير متوفرين بدرجة كبيرة في مجتمعنا الفلسطيني وذلك بسبب الظروف الاقتصادية الصعبة التي يواجهها من جراء الاحتلال وممارساته التعسفية ، كما أثر أيضا على ثقافة الشعب الفلسطيني فلا يفضلون الاستثمار في الأوراق المالية أو أي مجال آخر . (المزيني، 2002، ص157، رسالة ماجستير)

وفي هذه الدراسة سنلقي الضوء على تجربة الإدراج المزدوج التي قامت بها شركة الاتصالات الفلسطينية*¹(بالتل) في 26/تشرين/2005 نظرا لكونها الشركة الفلسطينية الوحيدة المدرجة في سوق أبو ظبي المالي الدولي بالإضافة إلى سوق فلسطين المالي.

فهل كانت تجربة ناجحة؟ وهل استفادت منها وحققت النتائج المطلوبة؟ وكيف قامت بهذه التجربة؟ وهل تحتاج سوقنا وشركاتنا إلى هذه العملية؟ هل لها دور في تحسين الأداء والارتقاء إلى المستوى المطلوب؟

مشكلة الدراسة:

عاصرت الباحثة خلال السنوات السابقة زيادة التوجه في فلسطين للاستثمار بالأسهم من خلال البورصة الفلسطينية، واهتمت بدراسة هذه التغيرات وأثرها على عالم المال والأعمال من خلال التداول على الأسهم، خاصة بعد تعرفها على تجربة شركة الاتصالات في الإدراج المزدوج لسهمها عبر سوقي فلسطين وأبو ظبي للأوراق المالية.

وتتمثل المشكلة الرئيسية في إعداد هذه الدراسة هي:

ما هي الدوافع التي تقف وراء عملية الإدراج المزدوج لأسهم شركة الاتصالات في سوق أخرى غير السوق الأم؟ وكيف تمت هذه العملية وما هي نتائجها؟

¹ * تأسست شركة الاتصالات في عام 1995 في الأراضي الفلسطينية، وتقدم العديد من الخدمات المميزة، وقد أدرجت في سوق فلسطين المالي بتاريخ 1997/5/6 وأدرجت في سوق أبو ظبي المالي بتاريخ 2005/12/26. لمزيد من المعلومات زوروا الموقع: <http://www.paltel.net>

وتنبثق عدة مشاكل من هذه المشكلة تتمثل في الآتي:

1. هل حجم أسهم شركة الاتصالات في سوق فلسطين المالي يتلاءم مع متطلبات الإدراج المالي في سوق أخرى؟
2. ما مدى الحاجة إلى إدراج أسهم شركة الاتصالات في سوق أخرى غير السوق الأم؟
3. هل حققت شركة الاتصالات المزايا المتوقعة من عملية الإدراج المزدوج؟
4. هل تعتبر عملية الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات ميزة تنافسية بالنسبة للشركات الأخرى المدرجة في سوق فلسطين؟
5. ما هو تأثير عملية الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات على سوق فلسطين المالي؟

أهداف الدراسة:

تأتي هذه الدراسة لتحقيق هدف رئيسي وهو محاولة تقييم تجربة شركة الاتصالات الفلسطينية للإدراج المزدوج. من خلال :

1. التعرف على عملية الإدراج المزدوج.
2. الكشف عن فوائد الإدراج المزدوج التي قد تتحقق للمستثمرين.
3. تبيان المزايا والفوائد التي قد تعود للشركة صاحبة الإدراج.
4. الكشف عن دور الإدراج المزدوج ومساهمته في تطوير أداء السوق المالي الفلسطيني وتقديمه.
5. المشاركة في محاولة تطوير سوق فلسطين المالي والمساعدة على اتساعه وازدهاره
6. مواكبة الموجات التطورية النقدية في مجال الاستثمار في الأسواق المالية.

الفرضيات:

بناء على مشكلة الدراسة وأهدافها تم صياغة عدد من الفرضيات:

• الفرضية الرئيسية الأولى: الإدراج المزدوج يعود بالفائدة للسوق المالي:

الفرضيات الفرعية:

1. يؤدي الإدراج المزدوج إلى جذب مستثمرين جدد.
2. يعمل الإدراج المزدوج على زيادة القدرة على المنافسة وبالتالي تحسين أداء السوق المالي من خلال زيادة عمق السوق وسيولته.
3. يعتبر الإدراج المزدوج وسيلة للترويج للبورصة الفلسطينية من خلال زيادة الطلب والعرض.

• الفرضية الرئيسية الثانية: الإدراج المزدوج يوفر ميزة تنافسية وسمعة عالمية للشركة:

الفرضيات الفرعية:

1. يؤدي الإدراج المزدوج إلى زيادة حجم التداول و توفير سيولة عالية لأسهم الشركة مقارنة بالشركات الأخرى.
2. يعتبر الإدراج المزدوج وسيلة لمواجهة المخاطر العامة مثل الظروف الاقتصادية والخاصة مثل سوء إدارة السوق.
3. يؤدي الإدراج المزدوج إلى كفاءة التسعير و تقليل متوسط تكلفة رأس المال في الهيكل التمويلي.
4. يؤدي الإدراج المزدوج إلى توفير فرص توسيع نشاط الشركة خارج حدود الدولة.

• الفرضية الرئيسية الثالثة: الإدراج المزدوج يعود بالفائدة لمستثمري ومساهمي الشركة المدرجة .

الفرضيات الفرعية:

1. يساعد الإدراج المزدوج على تنويع الاستثمارات في المحافظ الاستثمارية.
2. يؤدي الإدراج المزدوج إلى تقليل مستوى المخاطرة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية خاصة المخاطر الخاصة.
3. يمكن الإدراج المزدوج المستثمرين من حمل أوراق مالية ذات عائد مجدي وتمتاز بالسمعة العالمية.
4. يوفر الإدراج المزدوج إمكانية الحصول على السيولة اللازمة.
5. يؤدي الإدراج المزدوج إلى زيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة.

متغيرات الدراسة:

المتغير المستقل: الإدراج المزدوج لأسهم شركة الاتصالات.
المتغير التابع: سيولة السوق المالي/عمق السوق المالي/ حجم المستثمرين/حجم الصفقات /عدد الأسهم المتداولة /المخاطر الإجمالية/حجم نشاط الشركة/تنويع الاستثمارات/كفاءة التسعير/حجم التداول.

أهمية الدراسة:

1. تتبع من أهمية السعي لإلحاق السوق المالي الفلسطيني بالأسواق العالمية والعربية، حيث تسعى الشركات لإدراج أسهمها في الأسواق ذات السيولة العالية وذات التنظيم والرقابة الجيدين.

فمن أشهر البورصات في جذب الشركات:

بورصة لندن: عدد الشركات المدرجة 3208 منها 329 شركة أجنبية.

بورصة نيويورك : عدد الشركات المدرجة 2280 ومنها 447 شركة أجنبية.

نجد أن عدد الشركات الكندية المدرجة فيها 83 شركة وأثبتت الدراسات أن هذه الشركات يتم تداولها بأسعار أعلى من الشركات الكندية المماثلة لها والمدرجة بكندا فقط

ويعزى ذلك إلى الإدراج المزدوج . (الملتقى،الجلسة الثالثة،الورقة الثانية)

2. تتمثل في كون الشعب الفلسطيني يتمتع بخصوصية وجود نسبة عالية منه خارج الوطن وتركز معظم الثروات الشخصية في الخارج وعدم القدرة على الاستثمار داخل الوطن وإدارته من الخارج بشكل فعال فيجب البحث عن وسيلة لجذب هؤلاء المستثمرين من مناطق وجودهم للاستثمار في الشركات الفلسطينية . (داوود، 2006، ص 37، رسالة ماجستير)
3. أهمية البحث عن وسيلة لربط سوق فلسطين المالي بالأسواق المالية الأخرى فالاتجاهات الحالية في الأسواق المالية العالمية ، التحول إلى شركات مساهمة هادفة للربح والاندماجات والتحالفات . (الملتقى، الجلسة الثالثة، الورقة الثانية)
4. تتبع أهمية الدراسة من خلال تأثيرها على شريحة واسعة من المجتمع مثل:
 - 0 المستثمرين في الأوراق المالية.
 - 0 الشركات المدرجة في سوق فلسطين المالي.
 - 0 السوق المالي الفلسطيني وإدارته.
5. تعتبر هذه الدراسة من أولى الدراسات التي تتجز بالغة العربية في هذا الموضوع، في الوقت الذي تتنوع الدراسات الأجنبية التي تطرحه.

جمع المعلومات:

1. استخدم الباحث مصدرين أساسين للمعلومات:

المصادر الثانوية: حيث اتجه الباحث في معالجة الإطار النظري للبحث إلي مصادر البيانات الثانوية والتي تتمثل في الكتب والمراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة، والدوريات والمقالات والتقارير، والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، والبحث والمطالعة في مواقع الإنترنت المختلفة.

المصادر الأولية: لمعالجة الجوانب التحليلية لموضوع البحث لجأ الباحث إلي جمع البيانات الأولية من خلال الاستبانة كأداة رئيسية للبحث، صممت خصيصاً لهذا الغرض، ووزعت على عينة من مساهمي شركة الاتصالات الفلسطينية في قطاع غزة والضفة.

2. تم جمع المعلومات من مستثمري شركة الاتصالات ومساهميها من 2004 حتى 2007 عن طريق توزيع استبيان على عينة عشوائية منهم يتم الحصول عليها من شركات الوساطة وعددها تسعة شركات موزعة على الضفة الغربية وقطاع غزة.

3. تم أخذ عينة من مستثمري شركتي الوطنية والعالمية للأوراق المالية وذلك بسبب تغطيتهم لمساحة واسعة عن طريق وجود فرعين لكل منهما في غزة والضفة الغربية. بالإضافة إلى شركة الوساطة للأوراق المالية في غزة.
4. تم جمع بعض المعلومات من إدارة شركة الاتصالات في رام الله عن طريق إرسال نص مقابلة مهيكلية عبر البريد الإلكتروني لأصحاب الاختصاص في الشركة.
5. تم جمع بعض المعلومات من إدارة السوق عن طريق البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني الخاص به ، وإجراء بعض المكالمات الهاتفية لأصحاب الاختصاص في السوق المالي.

محددات الدراسة:

تقتصر الدراسة بمناقشة الإدراج المزدوج (المشترك) لسهم شركة الاتصالات في سوق أبو ظبي للأوراق المالية. وتتحدد بطريقة معينة من طرق الإدراج المشترك، وهي إدراج أسهم الشركة المعنية في أسواق أخرى بجانب السوق الأم للشركة. كما تتحدد الدراسة بمساهمي ومستثمري شركة الاتصالات الفلسطينية فقط كونها الشركة الوحيدة التي تتمتع بميزة الإدراج المزدوج.

المحددات الزمنية:

تهتم الدراسة بمدى زمني معين خلال عام 2004.....حتى عام 2007 حيث ترتبط بتاريخ إدراج شركة الاتصالات المزدوج في سوق أبو ظبي الدولي وذلك في 26/تشرين/2005

فسيتم دراسة البيانات المالية والتقارير منذ عام 2004 حتى عام 2007.

المحددات المكانية: ترتبط بموقع سوق فلسطين المالي وشركة الاتصالات وذلك في حدود الضفة الغربية وقطاع غزة.

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

- الدراسات العربية.
- الدراسات الأجنبية.

مقدمة:

بعد البحث بين العديد من قواعد البيانات عن دراسات عربية تتعلق بموضوع الدراسة لم يتسنى للباحثة العثور على دراسات عربية قوية الصلة به، ولذلك اخترنا بعض من الدراسات التي اقتربت أهدافها ومنهجيتها من تلك المتعلقة بدراستنا، بالإضافة إلى بعض من أوراق العمل الوثيقة الصلة بموضوع الدراسة والتي لم يتم بعد نشرها.

أما بالنسبة للدراسات الأجنبية فقد تم العثور على العديد منها والوثيقة الصلة بدراستنا هنا.

وخلصت الدراسات السابقة إلى نجاح العديد من الشركات التي قامت بخطوة الإدراج المزدوج في تحقيق المزايا المختلفة لهذه الخطوة سواء كانت تتعلق بالسوق المالي أو الشركة أو حتى المساهمين والمستثمرين.

الدراسات العربية :

1. دراسة (نصار، 2006):

آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية.

قدمت هذه الدراسة في العام 2006 للجامعة الإسلامية بغزة من قبل الباحث خالد محمد نصار وذلك لنيل درجة الماجستير.

وحاولت الدراسة مناقشة الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية فقط وغياب منتجات الهندسة المالية، واستخلص الباحث عدد من النتائج منها:

- حدوث تقلبات حادة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- حدوث ارتفاع في درجة تركيز التداول على أسهم بعض الشركات في السوق.
- انخفاض عدد أوامر البيع والشراء خلال جلسات التداول.
- هناك حاجة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بإدراج بعض الأوراق المالية المستحدثة التي تحقق التنويع الاستثماري وتساهم في الحد من السمات السلبية الناتجة عن اقتصار التعامل في السوق على الأسهم العادية ويندرج تحت هذه الأوراق أسهم الشركات الأجنبية وشهادات الإيداع والسندات .

ونرى أن هذه الدراسة تقترب نوعاً ما من هدف الإدراج المزدوج كوسيلة للتنويع في الاستثمارات سواء قامت بهذه الخطوة شركات محلية أو أجنبية ،حيث وافق على إدراج الأسهم الأجنبية ما يقارب من 58% من المبحوثين. إذ اعتمدت الدراسة على البحث الميداني حيث تم توزيع استبانة على عينة من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة خلال 2006/6 ، وتم تدعيم نتائج الاستبانة بإجراء تحليل كمي مقارنة بين سوق فلسطين للأوراق المالية وبعض البورصات الناشئة.

وينطبق أسلوب الدراسة المتبع على الأسلوب الذي تقوم عليه دراستنا. وكان من توصياتها:حث مجالس إدارة الشركات المساهمة العامة على تفعيل الاهتمام باستراتيجية التنويع في الهيكل التمويلي وعدم التركيز على الأسهم العادية فقط، ومواكبة سوق فلسطين للأوراق المالية للتطورات الحاصلة في البورصة.

2. دراسة (البحيصي، 2005):

سوق فلسطين للأوراق المالية وقدرته على حشد الموارد المحلية واستقطاب الأجنبية "دراسة تحليلية"

بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية 2005 م. من إنجاز د. عصام البحيصي.

الهدف الأساسي للبحث هو تقييم قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية على حشد الموارد المتاحة سواء الأجنبية أو المحلية منها وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع الاقتصادية الفلسطينية بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية في فلسطين.

وقد تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي كمنهجية أساسية في هذا البحث، ومن أجل تحقيق هذا الهدف فقد استخدمت مجموعة من المعايير المتعارف عليها في هذا المجال وهي: عدد الشركات المدرجة، حجم القيمة السوقية، حجم وقيمة التداول، حجم القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي، حجم قيمة التبادل بالنسبة إلى الناتج المحلي ومعدل دوران رأس المال. وبمعالجة جميع هذه المؤشرات استنتج ضعف قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية على تحقيق هدفها الأساسي وهو حشد الموارد المتاحة وتوجيهها نحو الاستثمار.

وقد تبين أن هذا الأمر يعود إلى مجموعة من العوامل أهمها : غياب التشريعات القانونية ذات العلاقة، وعدم تنظيم مهنة المحاسبة في فلسطين، وسيطرة شركة باديكو على السوق بالإضافة إلى الظروف السياسية والاقتصادية السائدة في الأراضي الفلسطينية، وعليه فإن حل هذه المشكلات سوف يساهم بشكل فعال في رفع قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية على تحقيق الهدف المنشود.

3. ورقة عمل (الخطاب، 2007):

دور الإدراج المشترك للأوراق المالية وإبصالات الإيداع الدولية والأمريكية في تكامل أسواق رأس المال العربية "

ورقة عمل مقدمة من أ. سامي خطاب رئيس دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية - بورصة عمان - المملكة الأردنية الهاشمية، وذلك في ملتقى تكامل أسواق رأس المال العربية، الآفاق والتحديات، فبراير/ 2007. وقد ناقش الباحث خصائص تكامل أسواق رأس المال وتأثيرها على المستثمرين، بالإضافة إلى الاتجاهات والتطورات الحالية في الأسواق العالمية، وقد عرض ميزات الإدراج المزدوج بالنسبة للشركات والمساهمين والأسواق المالية. وعرض بعض المعوقات التي تعترض هذه التجربة وبعض من التجارب الدولية.

4. ورقة عمل (إبراهيم، 2007):

دور الإدراج المشترك للأوراق المالية في تكامل أسواق رأس المال العربية

ورقة عمل غير منشورة مقدمة من قبل أ. زعل إبراهيم مدير تمويل الشركات ، بورصة دبي العالمية - دولة الإمارات العربية المتحدة. مقدمة لملتقى تكامل أسواق رأس المال العربية، الآفاق والتحديات فبراير/ 2007. وتناقش الورقة دور الإدراج المشترك وتاريخه .

5. ورقة عمل (المعولي، 2007):

دور الطرح والإدراج المشترك والمحافظ الاستثمارية المشتركة والتحليل الفني في
تكامل أسواق رأس المال العربية

ورقة عمل غير منشورة مقدمة من قبل د. أحمد بن علي المعولي مدير
التخصيص - وزارة الاقتصاد الوطني - مسقط - سلطنة عُمان ، وذلك في
ملتقى تكامل أسواق رأس المال العربية، الآفاق والتحديات، فبراير/ 2007.

الدراسات الأجنبية :

1. دراسة (sabherwal,2007):

The U.S. Share of Trading Volume in Cross-Listings: Evidence from Canadian Stocks

نصيب سوق الولايات المتحدة من حجم التداول في الإدراجات المزدوجة (دراسة الأسهم الكندية):

قام بهذه الدراسة **Sanjiv Sabherwal** وقد قدمت لجامعة تكساس عام 2007. وفيها يتم استكشاف محددات نصيب سوق الولايات المتحدة U.S. من حجم التداول فيها وذلك عبر تداول الأسهم المدرجة مزدوجا .

واعتمدت على دراسة أخرى قام بها الباحثان Pulatkonak & Sofianos (1999) حيث درسا مساهمة سوق (NYSE) في حجم التداول للأسهم المدرجة مزدوجا من جميع البلاد ، ووجدا أن هناك عوامل مرتبطة بالدول تسبب الاختلافات في مساهمة (NYSE) في حجم التداول مثل الفارق في التوقيت والعملات .

ويتم البحث هنا في الاختلافات الناتجة في حجم تداول أسهما لشركات أجنبية غير أمريكية من دولة واحدة وهي الأسهم الكندية فقط لتجنب التأثيرات المتعلقة بالدول الأخرى حيث تكون السوق الكندية بنفس التوقيت مع U.S. ونفس ساعات التداول، وهي أكثر الأسهم المدرجة فيها من دولة واحدة وتم هنا استخدام عينة من 126 سهم كندي مدرجة في سوق تورنتو (TSE) في كندا وسوق (NYSE) في U.S.

تعتمد هذه الدراسات على نماذج نظرية لحجم التداول والتي تدعم أن التداول يتحقق عند توفر نفس المعلومات للمتداولين ولكن لهم آراء مختلفة عن هذه المعلومات فكلما زاد الاختلاف في الآراء كلما زاد التداول. فكانت الفرضية الأساسية للباحث في هذه الدراسة: انه كلما تعاظمت الاختلافات بين تنبؤات المحللين المرتبطة ب U.S. وتنبؤات المحللين المرتبطة ب CANADA كلما زاد حجم نصيب U.S. من التداول.

وأثبت الباحث أنه كلما كان المتداولين الأكثر سيولة وخبرة واطلاعا في U.S. مرتبطين بكندا ، كلما زاد حجم مساهمة الولايات المتحدة في التداول. فنصيب U.S. من حجم التداول مرتبط مباشرة بعدد المتداولين ذوي الخبرة في الولايات المتحدة والمرتبطين بكندا.

2. دراسة (miller,others,2006):

International Cross-listing, Firm Performance and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis

الإدراج المشترك وأداء الشركة: من خلال استخدام السندات.

قدمت هذه الدراسة من قبل **DARIUS P. MILLER و UGUR LEL** في العام 2006 في جامعة نورث كارولينا.

وتتعلق هذه الدراسة بالشركات المدرجة مزدوجا بالأسواق الأمريكية، إذ تبحث الإجابة عن السؤال: هل يؤدي الإدراج المزدوج في الأسواق الأمريكية إلى تحسين حوكمة الشركات الأجنبية؟

وناقش الباحثان هنا المكاسب الأولية التي تتأتى من حوكمة الشركات والقدرة على تحديد معايير CEOs الضعيفة والتخلص منها، وذلك لاختبار مدى فعالية توفر الحماية لمستثمري الأسواق الأمريكية في تحسين حوكمة الشركات المدرجة مزدوجا بهذه الأسواق. وأضافا أنه على الرغم من إجراء العديد من الدراسات التي تناقش تكاليف ومنافع الإدراج المزدوج في الأسواق الأمريكية، إلا أن فعالية هذا الإدراج المزدوج من خلال السندات لا زالت موضعاً للنقاش والجدال.

وقد استخدموا لذلك قاعدة عريضة من بيانات 70000 شركة من 47 دولة مختلفة خلال الفترة 1992 حتى 2003. ووثقت القدرة على ملاحظة النتائج التي تتلاءم مع تحسين حوكمة الشركات في حال نجاح الإدراج المزدوج بالأسواق الأمريكية في تحسين حمايات المستثمرين.

وقد وجد الباحثان أن الشركات التابعة لنظم حماية ضعيفة للمستثمرين وأدرجت مزدوجا في السوق الأمريكية تكون أكثر قدرة على التخلص من ضعف معايير CEOs وإنهاءها مقارنة بالشركات الغير مدرجة مزدوجا بالأسواق الأمريكية. وأن هذا الأثر يتركز وجوده في الإدراجات المزدوجة بأهم الأسواق الأمريكية والتي توفر حمايات قوية للمستثمرين.

وأن الإدراجات المزدوجة في أسواق لا تتبنى توفير حمايات قوية للمستثمرين لا تكون مناسبة لتحقيق التخلص من ضعف معايير CEOs ، حيث وجد الباحثان أن الفرق في حساسية معدل دوران CEOs بين الشركات التي تمتلك ميزة الإدراج المزدوج وتلك التي لا تمتلكها، يكون عظيما في حال كون الدول القادمة منها الشركات توفر حمايات ضعيفة للمستثمرين.

3. دراسة (menkveld,2006):

Splitting orders in overlapping markets: a study of cross-listed stocks

شطر الأوامر في الأسواق المتماثلة (عبر دراسة الأسهم المدرجة مزدوجا):

هذه الدراسة مقدمة في 20/فبراير 2006 لجامعة أمستردام من قبل **Albert J. Menkveld** الهدف منها هو اختبار ما إذا كان المستثمرين المحنكين (ذوو الخبرة) يقومون بشطر الأوامر في عالم الأسواق المالية الواقعية من خلال الأسواق المتماثلة ففي هذه الدراسة تم دراسة شطر الأوامر من خلال الأسهم البريطانية والهولندية المدرجة مزدوجا في سوق نيويورك للأسهم (NYSE) وما مدى تأثير ذلك على عملية التداول. وقد استخدم الأسواق الغير متماثلة كفترة معيارية للقياس وقام بالتنبؤ بحجم وتقلبات وعمق السوق للأسواق المتماثلة والغير متماثلة. واستخدم نموذج الباحثين nanda, chowdhry 1991 للأسواق المتماثلة واللدان شرحا أن المستثمرين المحنكين يستفيدون بشطر الأوامر عبر الأسواق، وتم تكييفه ليسمح للمتداولين المحنكين بجدولة تداولاتهم وتوقيتها.

وقد تم اختبار نوعين من المتداولين الذين يقومون بشطر الأوامر : الأول الذي يعظم أرباحه ويستغل الإشارات الخاصة بهم عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية من خلال التداول في كل سوق ممكنة. والنوع الثاني هم المتداولون الذين لديهم سيولة عالية ويستثمرون في أعداد كبيرة فائقة من الأسهم ويقللون التكلفة من خلال شطر الأوامر عبر الأسواق.

ووجد أن في الأسهم الهولندية والبريطانية والتي تمثل معظم حجم سوق U.S. فإنه يزيد الحجم والتقلبات فيها ولا تغير يذكر على عمق السوق في الأسواق المتماثلة . فالمستثمرين المطلعين (لديهم معلومات عالية) يشطرون أوامرهم عبر الأسواق بشكل

جيد مثلما المتداولون أصحاب السيولة العالية والذين يخصصون أوامرهم للأسواق المتماثلة . بينما في الأسهم التي تمثل حجم قليل في سوق U.S. لم يجد فروقا واختلافات بمقارنة الأسواق المتماثلة مع الغير متماثلة. ووجد أن أوامر السوق الأم للأسهم وسوق NYSE مرتبطة ارتباطا ايجابيا مما يؤدي إلى ملائمتها لشطر الأوامر وذلك يتحقق للمتداولين المطلعين في كلا السوقين.

4. دراسة (jong,2003):

The Limits of Arbitrage :Evidence from Dual-Listed Companies

حدود المضاربة في عالم أسواق المال من خلال الشركات المدرجة مزدوجا .

قدمت هذه الدراسة من قبل **Mathijs A. و Leonard Rosenthal و Abe de Jong** في العام 2003 ، ويناقش فيها حدود المضاربة عن طريق التركيز على إساءة التسعير للأسهم في اسواق المال من خلال عينة من الشركات المدرجة مزدوجا بها تصل لـ 13 شركة، وقد عرفها الباحثون بأنها بنية ناتجة عن اندماج شركتان تتفقان على تشغيل أعمالهما كما لو كانتا مشروعاً موحداً، مع الاحتفاظ بكل من: الهوية القانونية المستقلة، وكذلك إدراجات الأسهم الموجودة في أسواق الأسهم، ودوائر المساهمين المستقلة. وتتبنى هذه الشركات اتفاقات مشتركة لتجميع تدفقات السهم الحالية والمستقبلية لمساهمي الشركات الأم وذلك تبعا لنسبة ثابتة مقرر.

وبذلك فإن أسعار الأسهم للشركات الأم ستتحرك معا بشكل متوافق تام، وذلك في الأسواق الكفوة المتكاملة.

وهكذا فإن هذه الشركات تشكل فرصة فريدة لدراسة كفاءة السوق ودور المضاربين والمتداولين الفوضويين noise traders في أسواق الأسهم، ويطلق هذا الاسم على الذين يجرون تداولاتهم بطريقة فوضوية لا تعتمد على المعلومات حتى لو كانت متوفرة.

فقد تزايد الجدل مؤخرا بين الذين يؤمنون بكفاءة أسواق الأسهم في الدول المتقدمة، وبين آخرون يعتقدون أن هناك أسباب سلوكية تشوش التسعير المعقول للمساهمين وتعيقه، مثل عمليات المضاربة الفوضوية.

واعتمد الباحثون هنا على دراسة أخرى قام بها Black عام 1986 تصنف تأثيرات الفوضى في أسواق المال، فقد أضاف أن الفوضى التي يسببها هؤلاء المتداولون في أسعار الأسهم تكون

تراكمية، وبدون وجود قوة ارتدادية تعاكسها فإن الأسعار ستتجرف بعيدا عن القيم الأساسية للأسهم، وهكذا تصبح كل التقديرات للقيمة فوضوية ولن تستطيع بذلك تحديد كم يبعد السعر عن القيمة الحقيقية. إلا أن المتداولين الذين يعتمدون على المعلومات يمكنهم الاستفادة من الانحرافات التي حدثت وبالتالي تعود الأسعار للقيم الأساسية.

وقد استنتج الباحثون في هذه الدراسة تحقق انحرافات كبيرة عن نسبة السعر الافتراضي لأسهم جميع الشركات المدرجة في العينة، وأن الفرق بين السعر النسبي لهذه الأسهم والنسبة الافتراضية هو غالبا أكبر من 10% بالقيمة المطلقة، وقد وصل أحيانا إلى 20%-50%. وهناك تطبيقات هامة عديدة لنتائج الدراسة عن فعالية المضاربة في الأسواق المالية الدولية.

5. دراسة (sabri,2001):

Cross Listings of Stocks among European Arab(Mediterranean) Markets

الإدراجات المزدوجة للأسهم بين الأسواق العربية والأوروبية:

قام بإعداد هذه الدراسة البروفيسور **Nidal Rashid Sabri** من جامعة بيرزيت وتم ذلك في يوليو 2001، وناقشت هذه الدراسة مسألة ظهور الإدراجات المزدوجة الأجنبية بين أسواق الأسهم العربية والأوروبية فيدرس الباحث عملية الإدراج المزدوج للأسهم بين أسواق دول البحر الأبيض المتوسط العربية والأوروبية، واختار الباحث سوق عمان للأسهم وسوق أمستردام كعينة للدراسة وذلك من منطلق كون السوقين لهما علاوات متقاربة نوعا ما، والشركات في كلا البلدين لهما نفس النسبة من الأصول الكلية، ومعدل التضخم السنوي من 1991/1980 كان متقاربا فيهما 1.8% - 1.6% .

واعتمد الباحث على أن نصيب الإدراج المزدوج للأسهم من الحجم الكلي للتداول في بعض الأسواق له حصة كبيرة من التداول أكبر من الأسهم المدرجة داخليا، وأنه في العقد الأخير العديد من الشركات المتنوعة من البلاد النامية الناشئة أدرجت أسهمها في أسواق أسهم متطورة .

وكشف الباحث عن الأدوار التي تلعبها هذه الأسواق المختارة وتطبيقات إدراجات الأسهم فيها، وخرج ببعض النتائج مثل:

- § لا يوجد هناك أي عوائق من قبل أسواق الأسهم المتحدة الأوروبية.
- § تستطيع الشركات العربية إدراج أسهمها في الأسواق الأوروبية إذا كانت تتطلع لذلك بعد أن تستوفي متطلبات قبولها في السوق التي تختارها .
- § الإدراج المزدوج للشركات في كلا السوقين قد يوفر فرصا استثمارية جيدة للتنويع عن طريق الاستثمار في أسواق مختلفة وبعملات مختلفة.
- § لا زال هناك العديد من العوائق التي تتعلق بقدرة واستعداد الأسواق العربية لجذب الشركات الأوروبية للإدراج المزدوج فيها والعديد من التحسينات مطلوبة لتطبيق ذلك.
- § الأسواق المالية العربية لا زالت بعيدة عن ارتباطها بالأسواق المالية العالمية
6. دراسة (jordi,2000):

The Effects Of Dual- Listing On Latin American Markets

تأثيرات الإدراج المزدوج على أسواق أمريكا اللاتينية:

هذه الدراسة مقدمة من Michael Beauregard and Jordi Prat_ في مايو/2000 بجامعة لوس انجلوس

يدرس الباحث برامج تداول شهادات (إيصالات) الإيداع المقدمة من ثلاث أسواق نامية من أمريكا اللاتينية وهي الأرجنتينية والبرازيلية والمكسيكية ، ويقارن النتائج بالمنشورات الموجودة . وعن طريق التركيز على ثلاث أسواق محددة يستطيع الباحث أن يرسم صورة كاملة عن العوامل التي تقود إلى خلق برنامج تداول شهادات الإيداع.

ولتوضيح تأثير برامج شهادات الإيداع على الأسواق الداخلية يقوم الباحث أولاً بتحديد أي الشركات تقرر أن تعتمد تداول شهادات الإيداع وما هي المنافع التي قد تتلقاها.

هذه الدراسة تقدم منهجية وطريقة جديدة لاختبار قرار خلق برنامج شهادات الإيداع بين شركات أمريكا اللاتينية ، وباستخدام بيانات أكثر من 370 شركة يستطيع الباحث أن يقدم متغيرات عديدة تسمح للمستثمر بالتنبؤ أي من الشركات الداخلية في السوق ستقدم برنامج شهادات الإيداع.

وقد تمت هذه الدراسة دليلاً جديداً على تأثير سعر السهم بالإدراج المزدوج الدولي ، فباستخدام بيانات مجموعة من الشركات يقدم الباحث المنشورات الحالية للتأثير السلبي للإدراج المزدوج على تكلفة التمويل للشركات .
وجد الباحث أنه في المتوسط تبدي الشركات عوائد تراكمية غير طبيعية خلال السنة التي تسبق تاريخ الإدراج ولاحقاً تحقق عوائد سلبية خلال السنة التالية.

7. دراسة (miller,1998):

The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts1

تجاوب السوق للإدراجات المشتركة الدولية: دراسة بدلالة شهادات الإيداع

مقدمة من قبل **Darius P. Miller** في العام 1998 وهي تعتمد على الفصل الثاني من أطروحة الدكتوراة التي قدمها لجامعة كاليفورنيا .

تركز هذه الدراسة على نقطتين: الأولى: هي إعادة اختبار أثر الإدراج المزدوج على قيمة الشركة، وبالتركيز على الآثار المحيطة بإعلان برنامج DR وجد الباحث تحقق عائداً إيجابياً غير عادي يحيط بتاريخ الإعلان عن برنامج DR المدرج مزدوجاً مقدماً بذلك دليلاً وبرهاناً على تحقيق الشركات للمنافع من جراء إدراج أسهمها خارج أسواقها الأم.

الهدف الثاني: هو قياس الآثار الناجمة عن عقبات مثل عدم السيولة وإدراك المستثمر لقيمة السهم، وباستخدام العينة المكونة من 35 دولة استغل الباحث الاختلافات المؤسسية في الإدراجات المزدوجة لاختبار كيف تؤثر هذه العقبات على سعر السهم للشركة والهيكل التمويلي لها، وجد أن عائداً غير مسبوق تحققه الشركات التي تدرج في الأسواق الرئيسية الأمريكية مثل NYSE, NASDAQ أكثر من تلك التي تدرج أسهمها في أسواق مثل POTAL.

وقد استخلص الباحث أن تجاوب السوق لبرنامج شهادات الإيداع كان أكبر أهمية وأكثر انتشاراً مما هو وارد في تقارير الدراسات السابقة. وذلك بقيامه بقياس التأثيرات المعلنة على سعر السهم، حيث أن تجاوب سعر السهم هنا مرتبطاً باختيار السوق

وموقعه الجغرافي (هل هو متطورا أو ناشئا) . وقد وجد الباحث اختلافات مهمة في تجاوب سعر السهم مرتبطة بعوائق تدفق راس المال، وذلك بعد تحكمه في الاختلافات الجغرافية والتأسيسية

8. دراسة (enrico,1997):

Do Foreign Cross-Listings Increase Firm Value ? Evidence from Announcement Effects of Dutch firms

هل الإدراجات المزدوجة الأجنبية تزيد من قيمة المنشأة؟ دراسة عن الشركات الهولندية والتأثيرات المعلنة لها:

من إعداد Enrico C Perotti ، Egbert Cordfunke ، Merrill Lynch في سبتمبر 1997

تلقت الدراسة من سوق أمستردام قائمة بالشركات الهولندية والمدرجة في أكثر من سوق مالية منذ فبراير 1996 ، وكان هناك 40 شركة غير مالية من 178 أدرج ، واختار الباحث عينة من 53 إدراج حيث كانت بعض الشركات مدرجة في نفس اليوم في عدة أسواق مختلفة . استخلص من دراسة الشركات الهولندية التي تدرج أسهمها في أسواق أجنبية أن المساهمين يتطلعون للزيادة في القيمة عند الإدراج المزدوج، فالزيادة التقريبية للقيمة كانت في يوم الإعلان عن الإدراج 0.68% لجميع الشركات والعائد التراكمي 1.38% . وتبدو الزيادة في سعر السهم دائمة مسببة عوائد غير طبيعية تبعا للإفصاحات. فالإدراجات الأجنبية قد تقلل العقبات التي تواجه التدفق التمويلي وبالتالي تقلل تكلفة الهيكل التمويلي للشركات .

وبالمتوسط وجد أن الشركات التي تدرج في (NYSE) تختبر زيادة عالية في القيمة، وقد ينسب هذا الارتفاع في القيمة إلى تفسيرين: الأول قد ينتج عن الإدراج في (NYSE) توسيع قاعدة المستثمرين على نطاق دولي مما قد يسبب زيادة الشفافية والمصادقية وكشف الحقائق، والثاني قد يكون بسبب تحسين إمكانية رؤية الاستراتيجية المؤسساتية للمستثمرين الدوليين ولأسواق الولايات المتحدة.

التعليق:

هناك العديد من الدراسات الأجنبية التي بحثت موضوع الإدراج المزدوج للأسهم عبر الأسواق المختلفة، إلا أن العديد منها أجري على الشركات المدرجة عبر الأسواق الأمريكية، وكانت بعض الدراسات تنفذ بتكليف من الشركات التي تهتم بإدراج أسهمها في أسواق عدة. واختلفت أهداف هذه الدراسات في مناهجها وأساليبها إلا أنها اتفقت على محاولة إثبات مزايا وفوائد الإدراج المزدوج الدولي لأسهم الشركات بالنسبة للشركات والمستثمرين والأسواق نفسها.

- كانت دراسة Albert J. Menkveld تركز على أوامر السوق وشطرها بين الأسواق المتماثلة ، واعتمد في دراسته على الإدراجات المزدوجة للأسهم في عدة أسواق مالية ودراسة متى يقوم المستثمرون بشطر هذه الأوامر ، وهل تعتمد على طبيعة المستثمرين أنفسهم أو طبيعة السوق؟ وبذلك نرى أن هذه الدراسة تساهم في توضيح مساهمة الإدراج المزدوج في حجم التداول بين الأسواق المتماثلة لارتباط الأوامر بالتداول.
- أما Sanjiv فقد قام بدراسة أخرى عن نصيب أسواق U.S. من حجم التداول في الإدراجات المزدوجة وقد قارن دراسته بدراسة أخرى درست نصيب N.Y.S.E. من حجم التداول في هذه الإدراجات واعتمد في دراسته على الأسهم الكندية المدرجة في U.S. من منطلق كونها الأسهم الأكبر حجم من إجمالي الأسهم الأجنبية المدرجة فيها.
- ونرى أن دراسة نضال رشيد هي الأقرب لدراستنا حيث تدرس مسألة الإدراج المزدوج بين الأسواق العربية والأوروبية في محيط دول البحر الأبيض المتوسط ، ويدرس إمكانيات تحقيق ذلك وكانت نتائجه بمثابة دافع لإجراء هذه الدراسة من خلال أولوية دراسة الإدراج المزدوج بين الأسواق العربية.
- أما Michael Beauregard and Jordi Prat فقد درسا الإدراج المزدوج من خلال شهادات الإيداع وإمكانية إدراج برنامج شهادات الإيداع في أسواق أمريكا

اللاتينية ، وهي طريقة أخرى للإدراج المزدوج ، وقد وجد أن سعر السهم يتأثر بهذه الخطوة.

- أما Enrico و شركاه فقد بحث في مسألة تأثير قيمة الشركة بالإدراجات الأجنبية المزدوجة واتخذ الشركات الهولندية المدرجة في سوق أمستردام ووجد أن الشركات التي تدرج مزدوجا قد تقلل تكلفة الهيكل التمويلي للشركة وهذا ما سنبحثه في دراستنا من خلال شركة الاتصالات.
 - أما دراسة البحيصي فقد كانت مشابهة لدراستنا في المنهجية والأسلوب المتبع فيها، حيث تعتمد دراستنا على مقارنة بعض المؤشرات التي استخدمها البحيصي ولكن في سنوات أخرى، حيث كانت دراسة البحيصي تغطي بيانات السوق حتى عام 2003، أما دراستنا فقد اعتمدت البيانات منذ 2004 حتى 2007.
 - أما Miller فقد كانت له العديد من المساهمات في موضوع الإدراج المزدوج، وهو هنا يناقش عملية الإدراج المزدوج من خلال طريقة شهادات الإيداع، والتي تنتشر كثيرا في الأسواق الأمريكية.
- وبذلك نرى أن الدراسات السابقة كانت تتركز في مناقشة وإثبات فائدة محددة للإدراج المشترك من خلال دراستها على عينة تحتوي عدد وافر من الشركات، وبذلك تختلف هذه الدراسات عن دراستنا حيث لا يتوفر لدينا إلا شركة واحدة لديها هذه الميزة من الإدراج المزدوج ، وهنا اخترنا مناقشة العديد من المنافع التي ترتبط بالإدراج المزدوج على هذه الشركة.

الفصل الثاني

الإدراج في الأسواق المالية العربية

المبحث الأول : سمات الأسواق المالية العربية

المبحث الثاني : الإدراج في الأسواق المالية

المبحث الثالث : الإدراج المزدوج (المشترك)

مقدمة :

بعد دراسة المصادر الثانوية المختلفة تقدم الباحثة هذا الفصل لمعالجة الإطار النظري لهذه الدراسة والذي يتكون من ثلاث مباحث رئيسة، أولها يسلط الضوء على ماهية الأسواق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي المتحقق ويتعرض بشيء من التفصيل إلى السمات المشتركة للأسواق المالية العربية وشروط الإدراج بها.

أما المبحث الثاني فيناقش عملية إدراج الأوراق المالية المختلفة في الأسواق المالية من خلال دراسة مزاياها وشروطها وتكلفتها وعيوبها، ومن ثم تنتقل الباحثة وتتوسع في المبحث الثالث لدراسة عملية الإدراج المزدوج (المشترك) من كافة جوانبها مثل مزاياها وتكاليفها وأسبابها وتأثيراتها على كل من السوق والشركة والمساهمين ومن ثم تتطرق الباحثة لعيوبها وعقباتها والتجارب التي حدثت في العالم العربي والغربي لهذه العملية.

المبحث الأول

سماق الأسواق المالية العربية

- فعالية الأسواق المالية.
- مقومات نجاح السوق المالي.
- السمات المشتركة للأسواق المالية العربية.

لقد شهدت أسواق رأس المال العربية خلال العقد الأخير تطورات هامة في نمو رأسمال السوق وحجم التداول في أعقاب الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتنظيمية التي أدخلتها الدول العربية على أسواقها، وقد تلازمت هذه الإصلاحات مع جهود إصلاح البنى الأساسية للأسواق وتطوير أنظمة التداول إذ أصبحت آلية في معظمها باستخدام تسهيلات الاتصالات الحديثة لنشر المعلومات والبيانات والتأكيد على مبدأ الشفافية وتحسين مستوى أداء خدمات السوق والوسطاء.

www.arabsgate.com/archive/index.php/t-458535.html - 9k

مفهوم الأسواق المالية:

يمكن تعريف سوق المال بأنها: مكان تجاري يلتقي فيه المتعاملون، حيث يجتمع فيها كل من البائع والمشتري لإجراء عمليات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة من خلال الوسطاء والسماسرة، فهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيداً عن الاحتكار، وبذلك يجب على إدارة السوق أن تقدم المعلومات المتوفرة عن السوق لجميع المتعاملين، حيث أن المنافسة الكاملة توفر الاستقرار لسوق المال وتبعد عن الاقتصاد الوطني شبح الأزمات.

ويتم تداول الأوراق المالية في هذه السوق: وهي متعددة الأنواع سنتطرق لها في وقت لاحق.

http://www.lifenetextra.com/index.php?option=com_content&task=view&id=14&Itemid=27

إذن وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتتبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمته المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات.

(تحليل الأسواق المالية، ع 27، 2004)

دور أسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي:

(تحليل الأسواق المالية، ع 27، 2004)

تعمل هذه الأسواق على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد، فهي تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها المتعدد الأوجه، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت عينه تتأثر به.

1. تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

2. تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

3. توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد لاسيما صغار المستثمرين.

4. تعتبر أسواق الأوراق المالية أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية، مثل منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

5. تمثل أسواق الأوراق المالية حافزا مهما للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها لتحسين أسعار هذه الأسهم.

6. أسواق الأوراق المالية تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي مستويات التشغيل والتوظيف.

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها ودورها في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة.

فعالية الأسواق المالية:

فلتحقيق الفعالية في أي سوق مالي لا بد أن تتوفر لها أربع عناصر نوعية لنجاحها:
(المنذري، 1987)

1. السيولة العالية حيث يتم التعامل بكميات كبيرة من الأوراق المالية بكل سهولة ويسر.
2. الاختيار الواسع حيث تتوفر تشكيلة واسعة من أنواع الأوراق المالية وتكون للمستثمرين رؤية واسعة لكل نوع من هذه الأنواع التي يتم اختيارها.
3. الكفاءة العالية بحيث تتوفر في كل وقت عمليات البيع للأوراق المالية.
4. التنظيم الفائق بحيث تحقق الأسعار في السوق درجة من التوازن لكل من البائعين والمشتريين وأن كلا منهما يمكن أن يحاط بأكبر قدر من المعلومات عن الأوراق المالية المدرجة. (الشديفات، 2006)

إن تلعب أسواق رأس المال دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، كما تحقق العديد من المزايا للاقتصاد والنظام المالي في حال توفر الكفاءة العالية لهذه الأسواق، فهي:

- تخفيض تكاليف التمويل بالملكية والدين.
- توفر السيولة للاستثمارات الجديدة وتخفيض من درجة الخطر المالي.
- توفر أدوات مالية تساعد على تكوين الادخارات.
- تساهم في رفع كفاءة الإدارات باتجاه زيادة الأرباح وتسريع معدلات النمو الاقتصادي .

شروط كفاءة الأسواق المالية:

- إن تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يتطلب أن تتوفر مجموعة من الشروط أهمها:
1. عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث نفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها.
 2. توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة.
 3. وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار.
 4. يتمتع المستثمرون بالرشد الاقتصادي وهدفهم السعي إلى تعظيم المنفعة الخاصة لكل واحد منهم.
 5. وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة وحماية المستثمرين وبيوت الخبرة وصناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار، وتعمل بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.
- (مؤتمر الريادة الرابع، الجبوري، 2005)

مقومات نجاح السوق المالي:

<http://qatarshares.com/vb/showthread.php?t=13080> (أحمد الكبيسي)

1. وجود نظام اقتصادي رأسمالي يسمح بإنشاء الشركات والعمل الخاص وانتقال الملكية من جهة إلى أخرى.
2. ضرورة وجود رؤوس أموال معروضة، فإن أية سوق لا يمكن أن تكون متوازنة وفعالة دون وجود عرض يقابله طلب.
3. ضرورة وجود طلب على رؤوس الأموال المعروضة. ويمثل جانب الطلب على رؤوس الأموال الحاجة التمويلية للمشروعات .
4. وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأسواق المالية.

5. الاطار المؤسسي للسوق المالي، ويقصد بالإطار المؤسسي وجود كيان منظم وقانوني له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة .
6. وجود أعراف محاسبية ومبادئ معمول بها ووجود أكبر قدر ممكن من المعلومات بما يوفر الثقة في البيانات المالية المنشورة .
7. وجود جهاز مصرفي قادر و متمكن. علي معرفة تامة بمخاطر التداول بالأسهم وما ينتج عن ذلك.

ومن الجدير بالذكر أن الدول العربية تعتبر حديثة العهد بالأسواق المالية باستثناء بورصة الإسكندرية والقاهرة، حيث لم تركز في الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية السبعينات، غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشارا واسعا للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية بل وفي عدد من المدن الرئيسة بهذه الدول. (الشديفات،2006)

وبذلك فإن أسواق الأسهم العربية مصنفة كأسواق ناشئة ، على الرغم من أن بعض هذه الأسواق أدرجت ضمن الأربعين سوق الأولى في 1998 ، وذلك حسب: القيم الكلية للتداول، والتمويل الكلي للسوق، والعدد الكلي للشركات المدرجة داخليا ، ونسبة معدل دوران الأسهم في السوق، ومتوسط حجم الشركات. إلا أنها تتحرك ببطء اتجاه الترابط مع الأسواق العالمية. (2001,sabri)

فهناك فجوة واسعة بين الأسواق المالية في الدول العربية والأسواق المالية العالمية تعود إلى: (الشديفات،2006)

1. حداثة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية .
2. عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب الوساطة.
3. المبالغة في تدخل الأجهزة الحكومية ومسئوليتها ولأغراض متباينة.
4. عدم الاطمئنان لمتغيرات الاقتصاد الكلي خاصة وأن اقتصاديات الدول المعنية تابعة للاقتصاديات الصناعية المتقدمة.
5. انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية .

السمات المشتركة للأسواق المالية العربية: (الشديفات، 2006)

- أن دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية وأن معدلات نموها مازالت منخفضة مقارنة بتعاطم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية .
- إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب.
- تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية.
- ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعدا على نشر المعلومات بما يضمن الشفافية داخل السوق .
- إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد جعل غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية عفوية.
- المركزية، حيث تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة .تقوم بعدة مهام مثل: رسم السياسات العامة للسوق واعتماد خططها وتعزيز أهدافها ووسائلها وأساليبها.....
- تسيطر المضاربة التجارية على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية حيث إن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار.
- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة لأخرى وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية العربية تحت طائلة التغيرات العشوائية.

ولكن هناك العديد من الإجراءات التي قد تتخذ لتساعد في تطوير الأسواق المالية ونورد هنا بعض من الإجراءات الهادفة إلى تشجيع أسواق رأس المال وتطويرها :
(المنذري، 1987)

1. تعزيز عرض أدوات السوق.
2. تشجيع الطلب على أدوات السوق.
3. دعم الهياكل التنظيمية والمؤسسية للسوق.
4. الإصلاحات التشريعية.

شروط إصدار الأوراق المالية في الأسواق العربية:

بعض الملاحظات المهمة التي تتعلق بشروط إصدار الأوراق المالية في الأسواق الأولية العربية أو شروط إدراجها وتداولها في الأسواق الثانوية: (المنذري، 1987)
فعند التفكير في الإدراج في الأسواق المالية العربية يجب الأخذ بهذه الملاحظات ودراستها.

- اختلاف النظم والقواعد التي تحكم العمل في الأسواق العربية. وربما ذلك ناجما عن تعدد واختلاف مصادر التشريع ولهذا التباين انعكاس خطير على إمكانية إيجاد أي تنسيق بين الأسواق أو إيجاد شكل من أشكال الربط بينها.
- تعاني بعض الأسواق من جمود التشريعات والقوانين التي تحكم السوقين الأولي والثانوي.
- لم تول معظم التشريعات التي تحكم الأسواق العربية لرأس المال عناية كافية لمسألة تدعيم ثقة المستثمر وحماية حقوق المساهمين والمكنتبين في الأوراق المالية ، ولهذا المسألة أهمية خاصة بمستقبل السوق في الأقطار العربية.
- غياب التوجهات القومية، فبعض الأسواق لا تسمح لغير مواطنيها حيازة الأوراق المالية وتداولها ولا تسمح للشركات العربية بإدراج أوراقها .

- التضارب والتعارض في التشريعات والنظم واللوائح التي تحكم السوق الواحدة، ومن ناحية أخرى هناك تضارب مع أهداف السياسات الاقتصادية النقدية والمالية.

إلا أننا نشهد الآن ولادة اتجاه حديث من اتفاقيات الإدراج المشترك بين الأسواق المالية العربية.

المبحث الثاني

الإدراج في الأسواق المالية

- مفاهيم.
- أنواع الأوراق المالية.
- أهداف الإدراج في السوق المالي.
- تكلفة الإدراج.
- مزايا الإدراج.
- شروط الإدراج.

الإدراج في سوق فلسطين:

ينص البندان "2" و"3" من المادة 103 من قانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004 على:

"2" يجب على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلبا للإدراج في السوق.

"3" يجب على جميع الشركات المساهمة العامة القائمة أن تقدم طلبا لإدراجها في السوق وتصوب أوضاعها بما يتماشى وأحكام هذا القانون خلال ستة أشهر من تاريخ نفاذه.

من خلال عرض مفهوم الإدراج وشروطه والهدف منه وما يترتب عليه من التزامات، وما هي الأدوات المالية التي تدرج في السوق، سنتعرف على عملية إدراج الشركات في سوقي فلسطين وأبو ظبي للأوراق المالية .

مفاهيم:

الإدراج: Listing

هو قبول الورقة المالية من قبل الهيئة المنظمة للأوراق المالية securities، وقيدها في سوق الأوراق المالية بحيث تصبح قابلة للتداول "الورقة المالية يمكن أن تكون سهما أو سندا أو وحدة استثمار أو غير ذلك". (سوق المال، ع2، 2007)

ووفقا لنظام الإدراج في سوق فلسطين فهو : إتاحة تداول أسهم الشركة (أو الأوراق المالية الأخرى لأي جهة مصدرة) في السوق وإجراء عمليات تسوية صفقات بيع وشراء الأسهم (أو الأوراق المالية الأخرى) ونقل ملكيتها من خلال مركز الإيداع والتحويل في السوق .

الشركات المدرجة في السوق المالي: أية شركة مساهمة عامة تم إدراج أسهمها في السوق بعد حصولها على ترخيص لنشرة الإصدار من قبل الهيئة بغض النظر عن موطنها. (سوق المال، ع2، 2007)

أنواع الأوراق المالية:

ما هي الأوراق المالية التي تدرج في الأسواق المالية:

يقصد بها الأسهم وسندات القرض التي تصدرها السلطة أو المؤسسات الحكومية أو البلديات أو الشركات المساهمة العامة وأية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول وفق أحكام القانون. وذلك كما ورد في مجلة سوق المال التي تصدرها سوق فلسطين المالي.

إن الأوراق المالية هي عبارة عن صكوك (أو مستندات) تمثل الحق القانوني والمالي لحاملي الورقة تجاه المنشأة المصدرة لهذه الورقة المالية والتي تخول لصاحبها الحق في الحصول على جزء من العائد المتغير أو الثابت، وهي إما أن تكون صكوك مديونية كالسندات أو تكون صكوك ملكية كالأسهم.

وأهم هذه الأنواع تتمثل في :

الأسهم العادية (الإسمية أو لحامله).

الأسهم الممتازة .

سندات القطاع الخاص .

سندات القطاع العام .

صكوك التمويل .

شهادات استثمار الصناديق المغلقة .

شهادات استثمار الصناديق المفتوحة.

www.iraqism.com/vb/archive/index.php?t-124.html - 26k

والجدير بالذكر أن الأوراق المالية المتداولة في سوق فلسطين المالي حتى الآن هي الأسهم فقط، أما سوق أبو ظبي المالي فتتوفر فيه أيضا الصكوك الإسلامية و سندات الدين، حيث نتطرق في هذه الدراسة إلى السوقين الفلسطيني والإماراتي "أبو ظبي" للأوراق المالية، وذلك لاشتراكهما في قبول إدراج سهم الاتصالات الفلسطينية محل الدراسة.

أهداف الإدراج في السوق المالي:

1. يأتي في مقدمة الأهداف من إدراج أسهم أية شركة في الأسواق المالية توفير التسعير العادل لأسهمها، فيحقق الإدراج والتداول اليومي على أسهم الشركات سهولة تقدير قيمتها من خلال الأسعار اليومية المعلنة والتي تعبر عن قيمة الطلب والعرض والذي يعكس توقعات المستثمرين للقيمة العادلة لأسهمها، حيث يوفر أكبر قدر من المعلومات للمساهمين والمستثمرين المحتملين عن أداء هذه الشركة. (سوق المال، ع1، 2007)

إذ أن سعر السهم لأي شركة مدرجة في السوق عادة ما يعكس كفاءة إدارتها والاستغلال الأمثل لمواردها، وبالتالي يستطيع المساهمون الحكم على كفاءة الشركات التي يملكون أسهمها، كما يساهم الإدراج في زيادة عمق الأسواق المالية ويحقق لها أرباحاً من عمولات البيع والشراء. (الدباس، الخليج، 10/02/2008)

2. فإن إدراج أسهم أية شركة مساهمة عامة في الأسواق المالية يهدف في الأساس إلى تحقيق العديد من المزايا، يأتي في مقدمتها إضافة فرصة استثمارية جديدة لمختلف شرائح المستثمرين، بالإضافة إلى سهولة وسرعة بيع أسهم هذه الشركة وهي إحدى المزايا المهمة لهذا الاستثمار، حيث يستطيع المساهم أو المستثمر تسجيل أو بيع ما يملك من الأسهم خلال دقائق معدودة والتحول إلى استثمار آخر بعكس الاستثمار في العديد من الأدوات الأخرى. (الدباس، الخليج، 10/02/2008)

تكلفة الإدراج:

يجوز للسوق أن تضع و تفرض رسوما على الشركات الأعضاء والمدرجة، مقابل استخدام تجهيزاتها وخدماتها، بما في ذلك رسوم التسجيل ورسوم العضوية ورسوم التداول ورسوم الإدراج بعد موافقة الهيئة.

(هيئة سوق رأس المال، قانون الأوراق المالية رقم 12/2004)

وتقسم تكاليف الإدراج للشركات في السوق المالي إلى نوعين، أولهما عبارة عن تكاليف مباشرة فعلية. وثانيها تكاليف ترتبط بامثال الشركات لمتطلبات الشفافية التي تفرضها السوق والتي تعتبر أكبر حجماً من النوع الأول في كثير من الحالات. (2003, Thomas)

فبذلك تتحمل الشركة عدة تكاليف لإدراج أسهمها في السوق ، بالإضافة إلى تكاليف الكفلاء والمساهمين والمحاسبين والمحامين وتكاليف السوق نفسه فإنه يوجد تكاليف أخرى مخفية تنتج عن تصرف الشركة كشركة مدرجة في السوق وتعتبر تكاليف غير مباشرة.

<http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.aspz>

رسوم الإدراج الخاصة بالشركات في سوق فلسطين المالي:

تتكبد الجهة المصدرة للأوراق المالية عدة أنواع من الرسوم والتي تدرج ضمن التكاليف المباشرة الفعلية، مثل: <http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/LawCenter.aspx>

- **رسوم إدراج أولية Initial Listing Fee:** (تدفع لمرة واحدة) لقاء إدراج كل من أسهم الشركات المساهمة العامة وإدراج اسناد القرض في السوق، وحفظ وإدارة سجلات مالكي الأوراق المالية وإتمام عمليات التسوية ونقل الملكية، وتدفع هذه الرسوم من قبل الجهة المصدرة للأوراق المالية خلال أسبوع واحد من تاريخ موافقة السوق على الإدراج.
- **رسوم إدراج سنوية Annual Fee:** تدفع لقاء إدراج هذه الأوراق المالية في السوق الأولى والثانية، وحفظ وإدارة سجلات مالكي الأوراق المالية وإتمام عمليات التسوية ونقل الملكية، على أن تكون قد انقضت مدة ستة أشهر منذ تاريخ الإدراج.
- **رسوم إدراج إضافية أولية وسنوية:** تستحق من الشركات المساهمة العامة والتي يزيد عدد مساهميها عن 5000 مساهم وذلك لتغطية الكلف الإضافية لحفظ وإدارة سجلات الأسهم ونقل ملكيتها.

ويذكر أن رسوم الإدراج المذكورة أعلاه تختلف حسب المستوى الذي تدرج به الشركة، فسوق التداول في بورصة فلسطين مقسم لمستويين: السوق الأولى وهي الأرقى والأصعب في شروطها، والسوق الثانية وهي الأقل صرامة في شروطها، وبطبيعة الحال ستكون رسوم الإدراج بكافة أنواعها في السوق الأولى أعلى منها في السوق الثانية .

رسوم الإدراج الخاصة بالشركات المدرجة في سوق أبو ظبي:

<http://www.adsm.ae/English/Pages/default.aspx>

تفرض سوق أبو ظبي رسوما مختلفة على الشركات المدرجة حيث أنها لا تتبع طريقة تقسيم سوقها إلى مستويات، وتتمثل هذه الرسوم في:

- رسوم تتعلق بإجراءات الشركات مثل : تعديلات رأس المال وتجزئة القيمة الاسمية.
- رسوم تتعلق بتقارير للشركات المدرجة والمسجلين الرسميين والوسطاء.
- رسوم تتعلق بسجل المساهمين.
- رسوم تتعلق بتقارير الأسهم المرهونة.
- رسوم تتعلق باستخدام نظام المقاصة الالكتروني.
- رسوم تتعلق بعضوية الحافظ الأمين.

مزايا الإدراج:

على الرغم من أن الإدراج إلزاميا حسب المادة "103" إلا أن الشركات المساهمة العامة تسعى لإدراج أسهمها تحقيقا للمزايا التالية:

<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/LawCenter.aspx>

1. إتاحة فرصة للمؤسسين في استرداد جزء من أموالهم المستثمرة في الشركة وإمكانية تحقيق عائد من ذلك .
2. إتاحة المجال أمام الشركات لتتويع مصادر التمويل المتاحة أمامها لتمويل نشاطات الشركة واستثماراتها بزيادة رأس مالها بشكل مرن وغير مكلف عبر إصدار أسهم جديدة أو سندات وعدم اقتصار التمويل على القطاع المصرفي . وهذه العملية تخفض من تكلفة رأس المال.
3. الإدراج يكسب الشركات مزيدا من المصداقية كونها تعمل تحت مظلة إشرافية و رقابية تؤمن الإفصاح و الشفافية للمستثمرين.

4. يساهم الإدراج بعدالة تسعير أسهم هذه الشركات من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب و ترتبط أسعارها السوقية بتطورات مستوى أدائها .
5. مساعدة الشركة على الظهور والانتشار وتقوية مركزها أمام العديد من جمهور العملاء والموردين والمقرضين والمستثمرين، حيث ازدياد فرص الدعاية للشركة ونشاطاتها إذ يظهر اسمها وأسعار أسهمها وحركة تداولها وأخبارها ونشاطاتها وبياناتها المالية ضمن العديد من وسائل الإعلان مثل النشرات والمطبوعات الخاصة والعامة سواء كانت مصدرة محليا أو دوليا.
6. توسيع قاعدة المستثمرين في الشركة عبر تداول أسهمها حيث أن سهولة عملية التداول يتيح المجال لدخول مساهمين جدد.
7. تحقيق عنصر السيولة لحاملي أسهم الشركة لفائدة مالكي السهم والشركة إذ يصعب تصور وجود سيولة في حالة عدم الإدراج.
8. إن تولي مركز الإيداع والتحويل إدارة سجل المساهمين عن الشركة وفق أنظمة إلكترونية متطورة توفر على الشركة الوقت والجهد اللازمين لإدارته وكذلك التكاليف خصوصا للشركات التي يكون عدد مساهميها كبيرا.

كما تعد النقاط التالية من مزايا الإدراج في السوق المالي:

<http://www.adsm.ae/English/Pages/default.aspx>

1. التقييم العادل، توفر السوق تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الشركات المدرجة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية للأسهم كما أن الضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة.
2. كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الإلكترونية ، فالسوق المالي بما يوفره من نظام إلكتروني للتداول والمقاصة يقدم خدمات متميزة في هذا المجال .بحيث يستطيع المستثمرون تسهيل أسهمهم بسهولة ويسر من خلال تجميع عروض البيع وطلبات الشراء لدى السوق

وتفاعلها إلكترونياً ومن ثم تنفيذها ونقل الملكية من حسابات المشترين إلى حسابات البائعين في نفس اللحظة .

3. فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة، حيث تستطيع الشركات من خلال معرفة الجمهور بها وإطلاع المتعاملين على أخبارها وإنجازاتها وتقييم السوق لأسعارها أن تحصل على الزيادات التي تحتاجها لرؤوس أموالها وبطريقة يسهل توزيعها مما يوفر لها فرص تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية بتكاليف تقل كثيراً عن تكاليف الاقتراض من الجهات الممولة .

4. فرص التملك والاندماج، فتستطيع الشركات المدرجة أن تستفيد من مزايا السوق في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاته وتشريعاته التنظيمية والفنية التي تراعي توفر الحماية لكل المستثمرين.

السلبيات التي تتعلق بالإدراج في السوق المالي:

<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Advantages.pdf>

على الرغم من المزايا المذكورة أعلاه، إلا أن هناك بعض المآخذ التي تخشاها بعض إدارات الشركات مثل:

1. التخوف من فقدان السيطرة في إدارة الشركة عند تداول أسهمها في السوق .
2. بعض الشركات لا ترغب في الإفصاح عن المعلومات التي تهم المستثمرين والجمهور والتي تؤثر في سعر الورقة المالية .
3. عدم وجود المعرفة الكلية بآلية عمل السوق وتداول الأسهم فيها تجعل بعض الإدارات تتردد في اتخاذ القرار بالإدراج تجاوباً مع القانون والمرور بتجربة جديدة، خصوصاً الذين يحملون آراء مسبقة عن التداول.

وهكذا فإن إدراج الشركة في السوق تجاوباً مع القانون لن يغير في هيكل توزيع الأسهم إلا بالقدر الذي يتم فيه تداولها بيعاً وشراءً، وإن دخول المستثمرين عبر شراء الأسهم المعروضة لا يعني التخلي عن السلطة أو الإدارة أو القدرة على اتخاذ القرارات الهامة.

<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Advantages.pdf>

شروط الإدراج:

من المؤكد أن الإدراج في الأسواق المالية له متطلبات وشروط متعددة ، وتتعلق بـ :
سجل الربحية - عدد الأسهم - الحد الأدنى من رأس المال وذلك للشركات التي تتقدم للإدراج
ولاستمرارية هذا الإدراج، إلا أن هناك متطلبات تميل لأن تكون أكثر صرامة، خاصة في
الأسواق المالية الأكثر شهرة. (2003, Thomas)

ويشترط لقبول إدراج أسهم أية شركة في السوق المالي أن تقدم الشركة للمستثمرين معلومات
تفصيلية كاملة عن أداء الشركة الحالي ووضعها القانوني ووصف عن نشاطاتها وخططها
المستقبلية. <http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.asp>

فمن بين الأمور الرئيسية في أي سوق للأوراق المالية سواء كان هذا السوق ناشئاً أو
متقدماً أن يضع شروطاً ومتطلبات لإدراج الأوراق المالية المصدرة فيه لأن مثل هذه الشروط
تساعد على توفير معلومات هامة ومنظمة عن الشركات المساهمة لجمهور المستثمرين سواء
عن أنشطتها أو استراتيجيتها، كما تساهم في جعل المستثمرين الذين يتداولون الأسهم أكثر بعداً
عن المضاربة، وأقرب إلى الاستناد على استخدام المعلومات المالية والأخبار المنشورة عن
الشركات المساهمة. فعدم وجود شروط ومتطلبات للإدراج يدل على أن هناك معلومات وأحداثاً
هامة لا يتم إطلاع إدارة السوق المالية أو المستثمرين عليها، وعلاوة على ذلك فإن عدم وجود
شروط ومتطلبات للإدراج في الأسواق المالية يجعل الشركات المساهمة المتداولة أسهمها على
قدم المساواة مع بعضها البعض في نظر المستثمرين، بينما هي في الواقع غير ذلك، سواء من
ناحية رأس المال وعدد المساهمين و الربحية أو النشاط في التداول.

هذا وقد تختلف هذه الشروط والمتطلبات من سوق لآخر حيث قد تكون هناك شروط
ومتطلبات متشددة وقاسية في بعض الأسواق، أو قد تكون شروط ومتطلبات أقل وأسهل في
البعض الآخر. لكن في جميع الأحوال تشترط جميع الأسواق المنظمة على الشركات المساهمة
متطلبات إدراج محددة قبل أن يتم إدراج وتداول أسهمها في السوق.

أما العامل المشترك في معظم الأسواق فهو الاتفاق على وجوب عدم إدراج أي شركة حديثة مباشرة في الأسواق المالية المنظمة إلا بعد مضي عام على الأقل من تأسيسها، إضافة إلى نشرها ميزانية أو ميزانيتين سنويتين، وبعض الأسواق تشترط أن تكون الشركة حققت ربحاً وبعضها لا يشترط تحقيق الربح، بالإضافة لوضع شروط تتعلق بحقوق المساهمين وعدد المساهمين ومعدل دوران السهم.

والهدف من وراء وضع مثل هذه الشروط في معظم الأسواق هو أن تكون الشركات المساهمة التي يتم التعامل بأسهمها في السوق واضحة المعالم ومعروفة للمستثمرين.

http://www.alriyadh.com/08/04/2005/article54856_s.html

أولاً: شروط الإدراج في سوق فلسطين:

تكون شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق الأولى كما يلي:

(<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Brochure.pdf>)

1. أن لا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن (2,000,000) مليوني دينار أردني وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
2. أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن (150) مائة وخمسين مساهماً يملك كل منهم وحدة تداول أو أكثر.
3. أن لا تقل حصة الجمهور في الشركة عن 25 % من رأس المال المكتتب به عند طرح الأسهم للاكتتاب العام.
4. أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة عن (100,000) مائة ألف سهم.
5. أن تكون الشركة ممارسة لممارسة نشاطها فعلاً، وقد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل، وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج بنسبة لا تقل عن 5% من رأس المال المدفوع، وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى للسنتين القادمتين.
6. أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية، أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة أو تتعهد الشركة بذلك.

7. أن يتمتع أعضاء مجلس إدارة الشركة بالخبرة في مجال عمل الشركة، أو أن تكون الشركة متعاقدة مع مستشار متخصص لديه خبرة في مجال نشاطها.

أما شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق الثانية كما يلي :

(<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Brochure.pdf>)

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

من خلال ذلك يتضح أن بعض الأسواق المالية مثل سوق فلسطين المالي، دأبت على التمييز في شروط ومتطلبات الإدراج بين السوق الأولى والسوق الثانية، فالشركات المدرجة في السوق الأولى تكون متطلبات إدراجها ودرجة الإفصاح المطلوبة منها أصعب من متطلبات إدراج الشركات في السوق الثانية.

كما أن الشركات التي يتم إدراجها وتداول أسهمها في السوق الثانية تكون عادة إما عبارة عن شركات حديثة التأسيس ولم تصدر بعد ميزانيتها السنوية أو عدم استيفائها شروط الإدراج المطلوبة في السوق الأولى، وتقوم بعض الأسواق بتحويل إدراج بعض الشركات من السوق الأولى إلى السوق الثانية كإجراء عقابي في حال مخالفة مثل هذه الشركات لشروط الإدراج. وإن وجود السوق الثانية في بعض الأسواق يوفر للشركات الحديثة أن تتأهل لفترة معينة حتى تستوفي جميع شروط الإدراج ثم تنتقل إلى السوق الأولى بعد مدة معينة. بمعنى آخر فإن السوق الثانية هو ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة وغير متشددة وهذا بقصد توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة فيه قبل

إدراجها في السوق النظامية. ومن بين الدول العربية التي تتبع سياسة تقسيم أسواقها المالية لمستويات قد تصل لأربعة "الأردن، سلطنة عمان، مصر"

http://www.alriyadh.com/08/04/2005/article54856_s.html

ثانياً: شروط الإدراج في سوق أبو ظبي:

تشتري إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة للتداول في السوق ما يلي:
(شروط الإدراج - المادة 6 - من نظام الهيئة الخاص بالإدراج)

- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في القانون الاتحادي رقم (8) لسنة 1984م في شأن الشركات التجارية وتعديلاته.
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة .
- ألا تقل القيمة من رأسمال الشركة عن 50% من حقوق المساهمين التي يجب أن لا تقل عن عشرين مليون درهم .
- أن تكون حقوق المساهمين - بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة - متساوية.
- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة .
- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق

ونظراً لأن هذه الدراسة تتعلق بشركة الاتصالات الفلسطينية ، والتي تعتبر شركة أجنبية بالنسبة لسوق أبو ظبي، فإنه يجب أن نتعرف على شروط إدراج الشركات الأجنبية بالنسبة للسوق المالي المحلي.

شروط إدراج الشركات الأجنبية:

لا يجوز للشركة المدرجة لدى السوق أن تتقدم بطلب إدراج أي من أوراقها المالية لدى أي سوق أوراق مالية أخرى إلا بعد موافقة الهيئة والسوق على ذلك.

<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/default.aspx>

ففي سوق أبو ظبي فإنه يشترط لإدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية للتداول في الأسواق المالية المرخصة في دولة الإمارات ما يلي :

(<http://www.adx.ae/Arabic/Securities/Pages/GettingListed.aspx>)

- أن تكون الشركة مستوفية لجميع الأحكام الواردة في قانون بلد تأسيسها .
- أن تتخذ الشركة شكل شركة مساهمة عامة .
- أن تكون الشركة مدرجة في سوق البلد الأم وأن تخضع تلك السوق لإشراف جهة أو هيئة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة.
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنتين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات معتمد .
- ألا يقل رأسمال الشركة عما يعادل (40) مليون درهم إماراتي وألا يقل عدد المساهمين المسجلين فيها عن (100) مساهم .
- أن يزيد صافي موجودات الشركة بما لا يقل عن 20% من رأسمالها المدفوع أو أن تكون قد حققت أرباحاً صافية قابلة للتوزيع على المساهمين لا يقل متوسطها عن 5% من رأس المال المدفوع وذلك خلال السنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
- ألا توجد لدى الشركة أو لدى الدولة التي تتبعها بجنسياتها أية قيود مطلقة بشأن حظر انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين من غير مواطنيها وبيان القيود المحدودة إن وجدت .
- أن تقدم الشركة ما يثبت نشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية قبل السماح بتداول أسهمها في السوق .
- أن تعين الشركة ممثلاً لها في دولة الإمارات العربية المتحدة يقوم بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة .

بدراسة هذه الشروط ومقارنتها مع تلك المتعلقة بسوق فلسطين نجد التشابه في شروط الإدراج لكلا السوقين، حيث ركز كلاهما على المعايير الأساسية مثل: اشتراط تحقيق الربح في

السنة السابقة للإدراج، والتزام الشركة بكافة المعايير والأحكام المحددة في القانون، وضرورة بلوغ الحد الأدنى من قيمة رأس المال المحددة للشركة وعدد المساهمين. ومن الملاحظ التوافق بين شروط الإدراج في السوق الأولى الفلسطينية مع شروط الإدراج في سوق أبو ظبي المالي والذي لا يتبع سياسة تقسيم الأسواق ضمن مستويات مختلفة.

ولكن هل يمكن أن يتم الإدراج المزدوج للشركات الأجنبية في سوقنا المالي-سوق فلسطين المالي؟ إذن يجب أن نتحرى عن الشروط التي تتعلق بإدراج أسهم شركات أجنبية -غير فلسطينية- في سوق فلسطين المالي.

وبدراسة هذه الشروط نجد أنها تنطبق على نفس شروط إدراج الشركات الفلسطينية مع مراعاة الشروط التالية:

<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/default.aspx>

- أن تكون العملة الصادرة بها الأسهم لها أسعار صرف لدى سلطة النقد الفلسطينية.
 - أن يكون للشركة الأجنبية المصدرة لهذه الأسهم ممثل قانوني أو فرع مسجل وفق قانون الشركات الساري في فلسطين يقوم بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة.
 - أن يكون قد مضى سنتان على الأقل على إدراج أسهم الشركة لدى السوق في الدولة الأجنبية التي تخضع الشركة لقوانينها، وأن تخضع تلك السوق لإشراف جهة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات الهيئة.
 - ألا توجد للشركة أو لدى الدولة التي تتبعها جنسيتها أية قيود مطلقة.
- وبذلك فإن السوق الفلسطيني يسمح بإدراج الشركات الأجنبية فيه بما يوافق هذه الشروط الشكلية، بعكس الكثير من الأسواق العربية.

التزامات الشركات والجهات المدرجة أوراقها المالية في السوق المالي:

(<http://www.adx.ae/Arabic/Securities/Pages/GettingListed.aspx>)

بالإضافة للتكاليف والرسوم التي تتكبدها الشركات أو الجهات المصدرة للأوراق المالية والتي تم إدراجها في السوق المالي، فإنه يترتب عليها أيضا العديد من النشاطات والالتزامات بما يتوافق مع متطلبات السوق والهيئة، ومنها ما يلي :

1. التقيد بكافة النظم والتعليمات الصادرة عن كل من الهيئة والسوق.
2. تقديم كافة البيانات والمعلومات والإحصائيات التي تطلبها الهيئة وإدارة السوق.
3. تزويد الهيئة والسوق بأية تطورات جوهرية تؤثر على أسعار أوراقها المالية المدرجة حال وقوفها عليها.
4. نشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وأنشطتها بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طلب منها ذلك.
5. إخطار الهيئة والسوق عن ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة خلال 15 يوما من تاريخ توليهم العضوية، وكذلك في نهاية كل سنة مالية وعن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية .
6. تقديم تقارير سنوية ونصف سنوية وربع سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها بما يفصح عن مركزها المالي للهيئة والسوق، وذلك حال صدورها.
7. تقديم الوثائق الخاصة بالتعديلات التي أدخلت على نظامها الأساسي للهيئة والسوق، وذلك بمجرد إقرارها.
8. تقديم كشوف بأسماء من يملكون أو تصل مساهماتهم مع أولادهم القصر 5% فأكثر من أسهم الشركة للهيئة والسوق، وذلك مع مراعاة التقيد بهذا الالتزام في كل مره تصل فيها المساهمة إلى 1% من أسهم الشركة علاوة على 5%.
9. إخطار السوق بقرار مجلس إدارة الشركة الخاص بتوزيع الأرباح على المساهمين أو الإعلان عن الأرباح والخسائر وذلك لأخذ الموافقة على نشرها.
10. إخطار إدارة السوق فورا عن تفصيلات بيع أو شراء بعض الأصول الكبيرة التي تؤثر على وضع الشركة.

11. تقديم كافة المطبوعات المخصصة للمساهمين في الشركة للهيئة والسوق وذلك بمجرد إصدارها.
12. إخطار إدارة الهيئة والسوق فوراً عن أية تغييرات في مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية .
13. سداد رسوم القيد والإدراج السنوية في المواعيد المحددة لذلك.

وبذلك يتضح دور هذه الالتزامات في تحقيق الأمان للمساهمين من خلال الرقابة الشديدة على الشركات المدرجة، والقضاء على أي غموض قد يكتنف عمليات التداول والشركات المدرجة في الأسواق المالية التي تطبق هذه الالتزامات على الشركات الأعضاء.

المبحث الثالث

الإدراج المزدوج (المشتق)

- مفاهيم.
- أسباب اللجوء للإدراج المزدوج.
- طرق الإدراج المزدوج.
- تكاليف الإدراج المزدوج.
- تأثيرات الإدراج المزدوج.
- مزايا الإدراج المزدوج.
- مساوئ الإدراج المزدوج.
- تجارب الإدراج المزدوج.

مفاهيم:

قد يطلق عليه إدراج مزدوج **Dual listing** ، أو إدراجا مشتركا **Cross-listing**

لكن لابد من التوقف قليلا لتوضيح ما المقصود بمصطلح **الإدراج المزدوج : Dual Listing** فهو يعبر عن الحالة التي يتم فيها تسجيل ورقة مالية صادرة عن شركة مساهمة عامة لغايات تداولها في أكثر من سوق مالي منظم ، مصاحبا لتداولها في السوق الأم الذي غالبا ما يعبر عن جنسية هذه الشركة.

إذ هو عبارة عن إدراج الورقة المالية للتداول في أكثر من سوق مالي ، ويساهم الإدراج المشترك في زيادة سيولة الأوراق المالية المدرجة في أكثر من سوق. (سوق المال، 2007، ع2)
وتسمى السوق الجديدة التي يطرح بها سهم الشركة بالسوق المضيفة، أما السوق الأم فهي السوق الموجودة في الدولة التي تعمل بها الشركة.

وقد يكون السوقان الماليان داخل الدولة الأم للشركة- صاحبة السهم المتداول- ويسمى إدراج مزدوج داخلي **Domestic Dual Listing**، وأن يكون أحدهما خارجي في دولة أخرى ويسمى إدراج مزدوج دولي **International Dual Listing**.

حيث إن عملية تكامل أسواق رأس المال الدولية و التي تجري حديثا، أدت إلى نمو عدد الشركات التي تدرج أسهمها في أسواق خارج وطنها، وبذلك فإن عدد أماكن الإدراج لأسهم الشركات قد ازدادت مما أدى إلى تعرض أسواق الأسهم إلى منافسة غير مسبوقة على الإدراجات. (2003, Thomas)

والسؤال التالي الذي يطرح نفسه، لماذا تقدم الشركات على الإدراج المزدوج، وما هو العائد الذي يدفع الشركة لذلك، وما هو العائد الذي يتحقق لمساهمي الشركة كونهم الجانب المتأثر في هذه المسألة؟ جميع هذه الأسئلة وغيرها من الأفكار سنعمل على دراستها ومناقشتها من خلال هذه الدراسة .

أسباب اللجوء للإدراج المزدوج:

هناك العديد من الشركات التي تسعى للإدراج في الأسواق المالية الدولية ومن الأسباب الداعية لذلك: . <http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.aspz>

- تحقيق تقييم أعلى للشركات.
 - إكساب الشركات الوصول السهل للمستثمرين وتحقيق سيولة أعظم.
 - تحسين وضع وصورة الشركة في السوق .
- كما أن الشركات تسعى دائما لإدراج أسهمها في الأسواق ذات السيولة العالية وذات التنظيم والرقابة الجيدين. (الملتقى،الجلسة الثالثة،الورقة الثانية2007)

وقد يمثل الإدراج الدولي ضرورة للشركات الكبيرة الموجودة بدول صغيرة والتي تستهدف تعظيم مبيعاتها الدولية حيث يوفر لها هذا الإدراج تأثير دعائي ترويجي عظيم. (1997، Enrico C Perotti)

إلا أن الباحث يؤكد أن تكلفة التمويل تختلف عبر الدول المختارة للإدراج الدولي ، فنجد أن تكلفة المعلومات تختلف من دولة لأخرى ، وكذلك تكاليف الوكلاء والعمولات ، وهذا يقود الشركات لأن تختار الإدراج في الدول التي تتوفر بها درجة عالية من الشفافية. (1997، Enrico C Perotti)

فترغب الشركة في أن تدرج، حيث توجد المجموعة النظرية لها. وحيث يمكن الحصول على أفضل تصنيف لأسهمها وحيث مجتمع تحليل قوي يغطي القطاع الذي تمثله تلك الشركة.

<http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=287>

(يونيو 2007)

782

واقع الإدراج المزدوج للأسهم في عالم الأسواق المالية المختلفة:

أصبحت الآن الإدراجات الدولية لأسهم الشركات ظاهرة شائعة، حيث أن العديد من الشركات الأوروبية تدرج أسهمها في سوق نيويورك للأسهم (NYSE) New York Securities Exchanges، والكثير من الشركات في دول الأسواق الناشئة -مثل إسرائيل- لا يقتصر إدراج أسهمها على سوق نيويورك، بل تعداها ليصل لأسواق مختلفة مثل الأسواق الأوروبية والأمريكية. (2003,Thomas)

إلا أن معظم الشركات تختار سوق نيويورك كسوق ثاني للإدراج ، فتعتبر سوق لندن بمثابة المغناطيس بالنسبة لشركات قطاع المصادر الطبيعية بعد التطور الذي حصل بها وأصبحت الوجهة الأولى للعديد من الشركات من جميع أنحاء العالم.

<http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=287>
782 (يونيو 2007)

إن إدراج أوراق مالية مصدرة من قبل شركة محلية في أكثر من سوق يعتبر أمر تقليدي في الأسواق العالمية خاصة في الأسواق المتطورة والمتقدمة. (مراد حجازين)
<http://www.ammanstock.net/vb/showthread.php?t=21663>

"ففي العقود الماضية تسارعت حركة الإدراجات المزدوجة للأسهم عبر أسواق التداول في مختلف الدول، والعديد من الشركات التي اختارت إدراج أسهمها مزدوجا في هذه الفترة هي من الدول المتطورة. " (2000, MICHAEL)

أما الإدراج المزدوج فقد انتفتت إليه الأسواق العربية مؤخرا، للاستفادة من العلاقات بين الأسواق العربية أو العالمية. و تنصدر جمهورية مصر العربية المرتبة الأولى بين الدول العربية كالأردن والسعودية وقطر ولبنان والإمارات وعمان من حيث عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن العالمية وبعدها وصل إلى 10 شركات في عام 2006 .

<http://www.ammanstock.net/vb/caeiaia-cayaei-aecaaocoi/21663-cacinci-caaoiaei-dual-listing-ayaaeaa-aeceucia.html>

وقد ذكرت دراسة Enrico C Perotti أن "التدويل السريع لأسواق رأس المال في الآونة الأخيرة ، قد تجلى في حركة الاستثمار في الأسهم مثلما هو في ازدياد ونمو عدد الإدراجات

الأجنبية المزدوجة " . " والحجة النموذجية لذلك أن الإدراجات الأجنبية تقود إلى تخفيض تكلفة الهيكل التمويلي وذلك لأنها تساعد في التغلب على التجزئة في السوق المحلي للأسهم."

"وبذلك تكتسب الشركات قاعدة عريضة من المستثمرين الذين يقبلون بمعدلات عوائد منخفضة مقابل التنوع في مخاطر كلا من الشركة والدولة المحددة والتي ممكن أن تؤثر على سعر السهم في الأسواق الصغيرة. وقد يكون توفير السمعة والشهرة الدولية المطلوبة سببا آخر للإدراج الدولي حيث تتمكن الشركة من تحقيق بعض الخطط مثل الاستحواذات والاندماجات الأجنبية "

الطرق التي يتم عن طريقها الإدراج المزدوج:

ممكن أن يتم الإدراج المزدوج (المشترك) بطريقتين :

الأولى: إدراج أسهم الشركة في السوق المعني .

ما هو متعارف عليه دوليا بأن يخصص جزء من رأس المال أي بنسبة 25-30 بالمئة على سبيل المثال لإدراجه في السوق الثاني التي تتم إما عن طريق رفع رأسمال الشركة بما يوازي تلك النسبة أو تخصيص جزء من رأسمالها ليتوافق مع تلك النسبة. ولا بد من التأكيد هنا على ضعف احتمالية تحقيق المراجعة Arbitrage نتيجة لضعف احتمالية مزج أسهم الشركة في البورصتين وانخفاض فرصة وجود فارق في السعر لأن وجودها سيفتح المجال لتحقيق ربح مضمون "شبه خالي من المخاطرة" وإذا بقي فرق سعري بسيط فسيشكل من الفرق بين الهامش السعري الموجود بين العرض والطلب على سعر صرف العملات إضافة إلى فرق عمولات الوساطة بين الدولتين. (مراد حجازين)

<http://www.ammanstock.net/vb/showthread.php?t=21663>

الثانية: إصدار إيصالات إيداع (GDR , ADR ,EDR) .

وفي حالة الإيصالات لا يتوجب على الشركة تحقيق أي شرط من شروط الإدراج في الأسواق التي ترغب بإدراج إيصالاتها فيها.

حيث تقوم الشركات التي ترغب بإدراج نفسها في أسواق أخرى غير السوق الأم بإصدار هذه الإيصالات عن طريق بنك في هذه السوق ، والتي تكون مغطاة بجزء من أسهم الشركة ، ويتم تداول هذه الإيصالات في السوق "الإيصالات تصدر لأسهم قائمة أو أسهم جديدة".

(سامي حطاب) (الملتقى،الجلسة الثالثة،الورقة الثانية2007)

وستقتصر هذه الدراسة على طريقة إدراج أسهم الشركة في السوق المستهدف، إذ اتبعت شركة الاتصالات هذه الطريقة في سوق أبو ظبي.

تكاليف الإدراج المزدوج:

من منطلق كون الإدراج المزدوج يتمثل في الإدراج في سوقين مختلفين ، فإن الشركة تتكبد رسوما مضاعفة ومكررة للإدراج ، وتنقسم تكاليف الإدراج كما سبق وورد إلى تكاليف أولية تدفع لمرة واحدة وتكاليف سنوية تدفع سنويا، و تعتمد تكاليف الإدراج على كمية الأسهم التي تصدرها الشركة وتختلف هذه التكاليف من سوق لآخر . (Enrico C Perotti، 1997)

إلا أن هناك بعض الأسواق المتساهلة في الرسوم التي تفرضها ،و نورد هنا بعض من أنواع التكاليف في الأسواق الأوروبية.

أنواع تكاليف الإدراج المزدوج في سوق ناسداك NASDAQ:

©December 2007, The Nasdaq Stock Market, Inc. All rights reserved. NASDAQ

• متطلبات الإدراج في ناسداك: LISTING REQUIREMENTS

عند رغبة أي شركة مدرجة في أي سوق مالية قومية أن تدرج أسهمها مزدوجا في ناسداك، فإنه يجب عليها أن تستوفي كافة المعايير الأولية المحددة ، ولكي تحافظ على هذا الإدراج المزدوج يجب أن تخضع لكافة المعايير الأخرى المرتبطة بهذا الإدراج وتنفذها كاملة.

• رسوم الدخول للسوق: ENTRY FEES

لا تفرض ناسداك أي رسوم دخول للشركات التي تدرج أسهمها مزدوجا في سوق ناسداك أو سوق نيويورك للأسهم ، إلا أنه تقوم بذلك بعض الأسواق المالية الأخرى.

• رسوم سنوية: ANNUAL FEES

تدفع الشركات المدرجة مزدوجاً في سوق نيويورك وناسداك رسوماً سنوية بمقدار \$15000 ولا يتم دفع هذه الرسوم السنوية في السنة الأولى للإدراج المزدوج في السوق.

• رسوم إدراج أسهم إضافية: LISTING OF ADDITIONAL SHARES FEES

الشركات المدرجة مزدوجاً في سوق نيويورك وناسداك لا تكون مرغمة على دفع هذا النوع من الرسوم، ولكن تقوم بعض الأسواق المالية الأخرى بفرضه على الشركات. وبذلك فإن الشركة التي تسعى للإدراج المزدوج في الأسواق المالية الدولية، ستواجه ارتفاع هذه التكاليف بالتأكيد من منطلق تحمل تعقيدات وصعوبات إضافية من جراء التعامل مع هيكليتين قانونيتين مختلفتين، بالإضافة إلى تكاليف خدمة وتلبية حاجات القاعدة الأساسية من المستثمرين.

<http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.asp>

تأثيرات الإدراج المزدوج:

للإدراج المزدوج تأثيرات مهمة على عدة نواحي، منها:

• تأثير الإدراج المزدوج على البيئة المعلوماتية:

ذكرت دراسة Nuno Fernandes " أن تأثير الإدراج المزدوج على البيئة المعلوماتية يختلف عبر الدول وأن الشركات المدرجة مزدوجاً لديها اختلافات ضئيلة من العوائد أكثر من تلك الشركات غير المدرجة مزدوجاً. ووجدت أن هناك رابط إيجابي هام بين الإدراج المزدوج والاختلافات في العائد المحدد للشركة وذلك في الأسواق المتطورة ، وعلى خلاف ذلك تكون في الأسواق الناشئة." (2007,shinhua liu)

فالعديد من الدراسات أثبتت أن الإدراج المزدوج في الأسواق الأجنبية سيزيد من كفاءة تسعير الأسهم، خاصة إذا كانت هذه الأسهم من الأسواق الناشئة وتدرج مزدوجاً في أسواق متطورة متقدمة مثل الأسواق الأمريكية U.S. . وذلك بسبب تحسين البيئة المعلوماتية ، فالعديد من المعلومات عن أساسيات الأسهم ستتطلب وتتحرك في السوق المضيفة وبالتالي فإن هذه المعلومات الجديدة ستعود لتنضم لأسعار السوق الأم لتزيد من كفاءة التسعير. (2007,shinhua liu)

وقد أكدت دراسة fernandes أن البيئة المعلوماتية للشركات تتأثر بالإدراج المزدوج ، حيث تلتزم الشركات بالمستوى العالي من الإفصاح والتدقيق وذلك لتمتثل لقوانين وتشريعات الأسواق المتطورة التي تختار أن تدرج مزدوجاً بها . وقد قدمت الدراسة ثلاث نتائج مهمة:

الأولى : أن الإدراج المزدوج يرتبط إيجاباً مع كفاءة تسعير الأسهم.

الثانية: يتركز تحسين الكفاءة في تسعير أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتطورة ، ويرتبط الإدراج المزدوج سلبياً مع كفاءة التسعير لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة.

الثالثة: الزيادة في درجة الإفصاح والرقابة المرتبطان بالإدراج المزدوج يفسران تحسين كفاءة التسعير في الشركات المدرجة في الأسواق المتطورة ، بينما الزيادة في التغطية الإعلامية التحليلية توضح أثر الإدراج المزدوج للشركات المدرجة بالأسواق الناشئة.

هذه النتائج تؤكد تحرك الشركات المدرجة مزدوجاً من بيئة تفتقر لجودة التشريعات والقوانين إلى بيئة قانونية تتوفر بها الجودة في تنفيذ القوانين، وتحسينات عالية للإفصاح، وتتوفر فيها إجراءات مقاضاة عادلة، يعتبر مكسباً للشركة. (2006,Nuno Fernandes)

• **تأثير الإدراج المزدوج على قاعدة المستثمرين منخفضي التكلفة :**

إذ تعتبر هنا معيار لتقييم الشركات من حيث حجم قاعدة المستثمرين المتاحين، حيث ستوسع هذه القاعدة من المستثمرين منخفضي التكلفة عن طريق اتباع الإدراج المزدوج .

إذ أن هناك نوعان من المستثمرين في الأسواق المالية: النوع الأول وهم المحنكين الذين تتوفر لديهم معلومات عن القيمة الحقيقية للشركة وبدون تكلفة تذكر وعادة هم من المحللين الماليين ومدراء المحافظ أو مستثمرين محترفين ومن لديهم مهارات خاصة في تقييم الشركات، ويطلق عليهم مستثمرين منخفضي التكلفة.

والنوع الثاني الذي لا يتمتع بميزة انخفاض كلفة المعلومات إذ يتكبدون تكاليف أعلى للحصول على معلومات لا تكون بدقة وصحة المعلومات التي يحصل عليها النوع الأول ، ويطلق عليهم مستثمرين مرتفعي التكلفة وهم من الذين لا تتوفر لديهم أي مهارات أو خبرات خاصة في هذا المجال. (2003,Thomas)

• **تأثير الإدراج المزدوج على تحقيق الشفافية:**

ربما أهم تأثير للإدراج المزدوج هو تحقيق الشفافية: فدقة وضبط المعلومات المتاحة للمستثمرين في كلا السوقين سترتفع بالإدراج المزدوج، إذ تفرض إلزامات إضافية من قبل السوق الذي يتميز بالصرامة في شروط ومعايير الإدراج مما تساعد المستثمرين على التداول

حتى في الأسواق ذات المعايير الأقل صرامة ، وذلك لدخول معلومات أفضل وأعلى جودة لهذه الأسواق عند تقييم الشركة المدرجة مزدوجا. (2003,Thomas)

• تأثير الإدراج المزدوج على الشركة:

وبالتركيز على أثر الإدراج المزدوج من الناحية التمويلية والمركز المالي ،تستطيع الشركة أن تقلل من متوسط تكلفة رأس المال *[weighted average cost of capital]* **WACC** في هيكلها التمويلي من خلال تخفيض كلفة إصدار أوراق مالية جديدة في تلك الأسواق ، كما تتمكن من تقليل تكلفة الدين من خلال حصولها على امتيازات أو الاستفادة من معدلات الفائدة المنخفضة التي تنعكس بالنتيجة على تكلفة الدين وخدمة الدين على حد سواء. كما يتيح الإدراج المزدوج توفير سيولة عالية لأسهم الشركة وتوفرها بين أيدي المتعاملين في حين صدور القرارات الشرائية التي غالبا ما تظهر نتيجة لظهور معطيات أساسية عن أداء الشركة واحداث الأنباء الايجابية خاصة عند نقص المعروض . أضف إلى ذلك، تمكن الشركة القفز من الإطار المحلي والإقليمي إلى الإطار العالمي في عالم الأعمال والاستثمار، وتوسيع مساحة انتشار منتجات الشركة ، خاصة الشركات الصناعية معززة بدورها مبيعات وإيرادات الشركة ومستوى الاحترافية في السوق والرقى بمنتجات الشركة لمواكبة متطلبات ورؤى السوق الخارجي، كما ترفع من كفاءة الخدمات المقدمة من قبل الشركات الخدمية وخصوصا الخدمات المالية أو الخدمات المصرفية .

<http://www.ammanstock.net/vb/showthread.php?t=21663>

• تأثير الإدراج المزدوج على المساهمين:

أما بالنسبة لمساهمي الشركة، فإن الإدراج المزدوج يمكنهم من تنويع استثماراتهم بالدرجة الأولى، وبالتالي تقليل مستوى المخاطرة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية، إضافة إلى تزويد موجوداتهم بأوراق مالية تحمل عائدا مجديا وتمتاز بالسمعة الجيدة وخاصة الشركات الأجنبية والمدرجة في البورصة المحلية. ومن ناحية أخرى، إمكانية الحصول على السيولة اللازمة عند التفكير بعملية البيع وتحقيق الربح خاصة عند نقص الطلب على أسهم الشركة في أحد السوقين.

وأبعاد هذا المفهوم تتمثل في تشكل حجم تداول مرتفع وكثيف على أسهم الشركة يمكن من التوصل إلى السعر العادل للسهم جراء عدد الأسهم المتداولة المرتفعة مقارنة بأدائها المحلي، إضافة إلى تقليل الهامش بين سعر الشراء وسعر البيع الذي يعتبر أحد مقاييس السيولة في السوق، وكذلك انخفاض المخاطرة بشكل عام، أي أن توسع الهامش بين السعرين يعني قلة التداول على أسهم الشركة وإعطاء فرصة للمضاربة على السهم والتشتت عن السعر العادل، والنتيجة رفع مخاطرة السوق الإجمالية والأمل بعائد مالي أعلى من السابق نتيجة لمستوى المخاطرة المرتفع الذي يتحمله المتعاملين، والابتعاد عن جاذبية الاستثمار في هذا السوق، مما يرفع من مخاطرة

المحفظة الإجمالية التي تحوي أسهم تلك الشركات.

<http://www.ammanstock.net/vb/caeiaia-cayaei-aecaaocoi/21663-cacinci-caaoiaei-dual-listing-ayaaeaa-aeceucia.html>

مزايا الإدراج المزدوج:

تعتبر الأسباب الرئيسة الكامنة وراء قيام الشركات بتبني هذا المفهوم والمتعارف عليها دولياً، هي إعطاء فرصة النفاذ للسوق العالمي والتعامل مع شبكة واسعة من المستهلكين والموردين والمستثمرين بمجرد تسجيل طلب إدراج مزدوج في بورصة عالمية، إضافة إلى السبب الأكثر أهمية وهو المكانة والمصداقية التي تتمتع بها تلك البورصة العالمية، أو العمل على توفر السيولة بشكل كبير في أسواق المنطقة التي بدأت بالارتفاع خلال السنوات الخمس الأخيرة .

كما يضيف الإدراج المزدوج السمعة العالمية لأسهم الشركة كونها حظيت بموافقة الإدراج في بورصة عالمية وأكملت جميع الشروط الواجب توافرها وذات المستوى العالي كون أغلب البورصات العالمية المتقدمة تتمتع بمستوى إداري جيد وقدر كبير من الشفافية والمسؤولية وجودة الحكم. كما يعطي الإدراج المزدوج فرصة للشركات التي تريد أن توسع نشاطاتها إلى خارج حدودها المحلية والإقليمية.

<http://www.ammanstock.net/vb/caeiaia-cayaei-aecaaocoi/21663-cacinci-caaoiaei-dual-listing-ayaaeaa-aeceucia.html>

تتمثل المزايا الرئيسية في:

- معالجة مشكلة قلة السيولة وضعف مكانة الشركة في سوق واحدة وإمكانية تعديلها عن طريق أداء أفضل يتحقق في سوق أخرى وتكون أسعار الأسهم نفسها في كلا السوقين.
 - توفير قاعدة عريضة من المستثمرين وإتاحة وعاء واسع من التمويل للاستثمارات الأخرى.
 - تحسن صورة الشركة ومكانتها عند الحصول على تغطية وحماية في سوقين مختلفتين.
- www.gti.org

يتضح التشابه والتقارب بين مزايا الإدراج المزدوج وتلك المتعلقة بالإدراج الفردي في سوق واحدة، ولكنها تتحقق بنطاق موسع في حال الإدراج المزدوج، حيث أنه يتم استخلاص مزايا الإدراج الفردي من خلال مقارنة وضعين مختلفين للشركة، الأول في حال عدم الإدراج في السوق المالي، والثاني في حال الإدراج في السوق المالي. وبذلك فإن الإدراج المزدوج يضاعف ويزيد من فرص تحقق مزايا الإدراج الفردي عن طريق الإدراج المتعدد أو المتكرر في مناطق أخرى.

أجريت العديد من الدراسات في أسواق المال الأمريكية والتي تتعلق بالمكاسب التي تتحقق من الإدراجات المزدوجة لأسهم الشركات في أسواق غير السوق الأم .

فاستخلصت دراسة SHINHUA LIU أن الإدراج المزدوج يؤدي إلى تحسين كفاءة التسعير في السوق الأم للأسهم، فوجد الباحث أن الإدراج المزدوج الدولي يحسن كفاءة تسعير الأسهم وبذلك يقل تأثير التنبؤات بأسعار الأسهم ، علاوة على ذلك فإن أثر هذه الكفاءة ينطبق جيدا على كلا السوقين بغض النظر عن الحالة التطورية للسوق الأم أو عن مكان الإدراج المزدوج والذي هو الولايات المتحدة في دراسة الباحث.

وأثبت أن الإدراج المزدوج في أسواق أمريكا نتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم كما هو موثق في دراسات سابقة وهذه الارتفاعات في السعر يصعب التنبؤ بها. (2007,shinhua liu)

وكما ذكرت دراسة liu أنه يسهل اختيار التداول في الأسهم الكامنة في السوق التي تتميز بدرجة عالية من السيولة ، فقد ناقش الباحث تأثير الإدراج المزدوج على السيولة كوسيلة لدعم أثر الكفاءة في السوق.

حيث يمكن للإدراج المزدوج الدولي أن يؤثر على سيولة السوق الأم للأسهم المدرجة مزدوجا ، فقد قدم الباحثان NANDA,CHOWDRY,1991 نموذجا لتداول نفس السهم في أسواق متعددة ، وتوقعا أن السيولة ستتحسن في السوق وبتكاليف أقل للتداول. فبتطبيق الإدراج المزدوج الدولي للأسهم يتوقع الباحثان أن السوق الأم والسوق المضيفة ستتنافسان في تدفق الأوامر للأسهم المدرجة مزدوجا ، وتدفق الأمر سيتحول للسوق ذات التكاليف الأقل في التداول. (2007,shinhua liu)

ويبدو أن الإدراج المزدوج يكون منطقيا إذا تفوقت المنافع والفوائد على تكاليف الالتزام بمتطلبات الأسواق المختلفة.

<http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=287>
782 (يونيو 2007)

متى ينصح بالتفكير في الإدراج المزدوج الدولي؟

إن إدراج الشركة دوليا يتم في حال امتلاك الشركة لأي من النقاط التالية:

- مستثمرون دوليون - أسواق دولية - موردون دوليون

فالطريقة الأكثر أمانا لاستكشاف وفحص الإدراج في السوق الدولية هي أن تختار الشركة الإدراج المزدوج لأسهمها في سوقين ماليين منفصلين وقد يكونا محليين. (www.gti.org)

وهنا يقول هومي كيندال "رئيس أسواق الأسهم في ميريل لينش": "إذا شعرت الشركات بأن الأسواق المحلية مقيدة فيما يتعلق بالتوقيت الزمني أو القدرة على أن يتم تداولها من قبل شركات عالمية، يتعين عليها حينها أن تبحث أيضا عن الإدراج في بورصة عالمية رئيسية".

فإذا كان لديك فرص عمل في دولتين مختلفتين، فلا شك أنك ترغب في اجتذاب المستثمرين من كلا السوقين.

<http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=287>
782 (يونيو 2007)

حالات اتخاذ قرار الإدراج المزدوج:

قد يتخذ قرار الإدراج المزدوج في حالتين وذلك كما ذكر and Paolo Thomas J. Chemmanur
Fulghieri -: (Thomas,2003)

الحالة الأولى :

وتتحقق عند امتلاك السوق الأجنبي لدرجة عالية من الشفافية ويتوفر لديه قاعدة عريضة من المستثمرين _منخفضي التكلفة_ أكبر من تلك في السوق المحلي الداخلي وفي هذه الحالة الإدراج المزدوج سيعظم قاعدة مستثمري الشركة منخفضة التكلفة ولكنه لن يؤثر على دقة وإحكام المعلومات .

ومن هذا المنطلق، إذا كان الإدراج المزدوج غير ممكن هنا في هذه الحالة فإن الشركات ستفضل الإدراج في السوق الأجنبية بدل السوق المحلية الداخلية.

في كل الحالات الشركات ستدرج أسهمها في السوق الذي يتميز بالشفافية الأعلى وذلك في غياب الإدراج المزدوج ، وتختار الشركات الإدراج المزدوج إذا كان الإدراج في السوق المحلي الداخلي إلى جانب السوق الأجنبي سيوسع قاعدة المستثمرين إلى مدى ودرجة تسمح بالتوازن أن ينتقل ويتحول للسوق الذي يكون مستثمريه ذوي التكلفة المنخفضة هم منتجي المعلومات، بالإضافة إلى أن الرسوم والتكاليف المفروضة في السوق الأجنبي ليست بالحجم الكبير الذي يغمر ويغطي المزايا والمنافع الإضافية المتحققة من جراء ال من جراء الإدراج المزدوج.

1. الحالة الثانية:

وتتحقق عند كون السوق المالي المحلي يتمتع بقاعدة عريضة من المستثمرين _منخفضي التكلفة_ مقارنة بالسوق الأجنبي.

ولكن السيناريو الأهم في هذه الإدراجات المزدوجة يتحقق في هذه الحالة، إذ لا يتوفر في كلا السوقين وعاء كاف من المستثمرين منخفضي التكلفة، وبذلك لن يتحقق الارتفاع في وعاء المستثمرين بالإدراج في أي من السوقين انفرادا. في هذه الحالة فإن الإدراج المزدوج لن يقتصر على زيادة قاعدة مستثمرين _منخفضي التكلفة_ بل

سيضمن تحقيق الشفافية في التداول من خلال السوق الذي لديه شروط ومعايير أعلى للإدراج.

فالإدراج المزدوج سيكون فرصة متوازنة في هذه الحالة إذا كانت القاعدة الموسعة من المستثمرين تنقل التوازن وتحوله للسوق الذي يكون منتجي المعلومات فيه هم المساهمين منخفضي التكلفة ، بالإضافة إلى أن رسوم الإدراج الإضافية والتكاليف المعقدة الأخرى ليست مرتفعة ، حتى أن هذه المنافع من الإدراج المزدوج غطت هذه التكاليف وتغلبت عليها.

الإدراج المزدوج العكسي:

كما يمكن أن يكون الإدراج المزدوج بعكس الفكرة السابقة حيث تقوم الشركة بطلب إدراج مزدوج في بلدها الأم في حين يتداول أسهمها في بورصة غير البلد الأم وتحدث مثل هذه الحالات عند انتفاء وجود سوق مالي في البلد الأم وتتقدم الشركة بطلب إدراج لأسهمها في بورصة خارجية إلى حين تأسيس بورصة محلية تمكن بعد ذلك الشركة من إدراج أسهمها في بورصة البلد الأم.

ومثال على ذلك العديد من الشركات الإسرائيلية المدرجة في الأسواق الأمريكية خاصة أنها تمثل أعلى نسبة من الشركات الأجنبية المدرجة في الأسواق الأمريكية، وذلك بعد الشركات الكندية. (2007,sabherwal)

-caaoiaei-dual-listing- <http://www.ammanstock.net/vb/caeiaia-cayaei-aecaaocoi/21663-cacinciayaaeaa-aeceucia.html>

مساوئ الإدراج المزدوج:

إن مزايا الإدراج المزدوج خاصة المتعلقة بقاعدة المستثمرين والشفافية المتحققة تغطي على تكاليف الإدراج الإضافية المفروضة من السوق الثاني، إلا أن الامتثال لقوانين ونظم إضافية يعتبر مكلفاً من نواحي عدة ولذلك تعد من مساوئ الإدراج المزدوج. (2003,Thomas)

- متطلبات الإدراج في كلا السوقين يجب الامتثال لها ، فعلى الرغم من التوافق الواضح بين السوقين نجد أن ذلك يتسبب بتكبد مصاريف أعلى وتتضمن إجراءات العمل تعقيدات أعظم.
- قد يكون من الضروري تفعيل حسابات تخضع لنظامين مختلفين من القواعد المحاسبية والذي قد يؤدي إلى تقرير نتائج مختلفة لأسواق مختلفة.
- يجب أن يحصل المستثمرون المحليون على نفس المعلومات التي يتلقاها المستثمرون الدوليون وذلك قد يستلزم نشره كافة المعلومات بلغات عدة.

بعض المعوقات: (الملتقى، الجلسة الثالثة، الورقة الثانية 2007)

- الخوف من هروب السيولة بالنسبة للأسواق الصغيرة.
- التشريعات التي تحكم وتفيد عمليات الإدراج، والإفصاح، والتداول، و.....
- البنية التحتية من أنظمة تداول وتسوية وتفاصيل.
- التشريعات التي تحكم الاستثمار الأجنبي من حيث نسب الاستثمار المسموح به وحرية تحويل الأموال.
- صغر بعض الأسواق المالية.

إن تواجده الشركات بالعديد من العقبات التي تعوق أو تعرقل إدراج أسهمها دولياً مثل : العقبات القانونية والتشريعية للأسواق الأخرى، والضرائب المرتفعة المفروضة على الاستثمارات الأجنبية. وهناك عقبات غير مباشرة مثل اختلاف اللغة ، واختلاف المبادئ المحاسبية المعمول بها، واختلاف جودة الإفصاح. وهناك عقبات إضافية تتعلق بالمخاطر السياسية ومخاطر التحيز في بعض الأسواق بالدول الصغيرة. (Enrico C Perotti، 1997)

نستخلص أن هناك الكثير من الايجابيات في الإدراجات العامة ،لكن هناك أيضا العديد من التشريعات والمتابعة العامة التي يجب الالتزام والتماشي معها، لذا تسأل المجموعات الإدارية للشركات نفسها إذ كانت ترغب في إدارة شركات مدرجة بكل الأعباء التي تأتي معها أو بيعها إلى شركة استثمار خاصة تركز على الأعمال وتحقق رسوما كبيرة بعيدا عن أنظار المساهمين والعموم.

<http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=287782>

تجارب الإدراج المزدوج:

هناك حوالي 1623 شركة مدرجة في الأسواق العربية ، منها 33 شركة فقط مدرجة في سوق أخرى (أقل من 2% من عدد الشركات)، 5 شركات منها مدرجة بثلاث أسواق مختلفة. (الملتقى،الجلسة الثالثة،الورقة الثانية2007)

في الإمارات:

تركز الأسواق المالية الإماراتية في موضوع الإدراج المزدوج على الشركات التي تتميز بمؤشرات مالية ومؤشرات ربحية قوية ،وتعمل في قطاعات استيراثية مثل قطاع الاتصالات.

وشركة الاتصالات الفلسطينية واحدة من ثلاث شركات اتصالات عربية أدرجت أسهمها في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وهي شركة الاتصالات السودانية وشركة الاتصالات القطرية.

وتعد شركة الاتصالات السودانية من الأمثلة المهمة التي استطاعت تحقيق الهدف من إدراجها سواء بالنسبة للشركة أو لمساهميها أو لسوق أبو ظبي، حيث أدرجت في سوق أبو ظبي للأوراق المالية عام 2003 وفي مقدمة الأهداف التي تحققت حجم تداول أسهم الشركة والذي تجاوز خلال بعض الفترات حجم التداول على أسهم الشركة في سوق الخرطوم بعد استقطابها شريحة كبيرة من المستثمرين الإماراتيين والمستثمرين غير الإماراتيين المقيمين على أرض الإمارات بحيث بلغ حجم التداول على أسهمها خلال عام 2005 حوالي أربعة مليارات درهم (الدولار يعادل 3.65) وسجلت كواحدة من الشركات الأكثر ارتفاعا في السوق، فبالرغم من تراجع أداء معظم الأسواق الخليجية والعربية خلال عام 2006 بعد تعرضها لموجات تصحيحية قوية إلا أن حجم التداول على أسهم الشركة بلغ 1.62 مليار درهم كذلك استطاعت الشركة

مضاعفة رأسمالها من خلال إصدار خاص للمساهمين وإصدار عام لغير المساهمين وحيث تم تغطية حصة مهمة من هذا الإصدار من مستثمرين إمارتيين . وإدراج أسهمها ساهم أيضاً بالمحافظة على سعرها العادل والذي يتناسب مع مستوى أدائها بسبب كثافة التداول على أسهمها.

وبالنسبة لسوق أبو ظبي وفر هذا الإدراج فرص مهمة للمستثمرين وساهم بارتفاع حجم التداول في السوق وزيادة عمقه. (مجلة السوق، 2007)

كما تم إنشاء "بورصة دبي العالمية"، أول بورصة عالمية فعلية في المنطقة. وقد تم إطلاقها في 26 سبتمبر 2005، وهي سوق إلكترونية تتسم بالشفافية والسيولة العالية وتختص بتداول الأوراق المالية والسندات والمشتقات المالية. وتهدف بورصة دبي العالمية إلى تزويد المستثمرين والمصدرين بسوق للسندات تعد أكبر حجماً وأكثر سيولة من تلك المتوفرة حالياً في أي سوق بالمنطقة، وهي تتميز عن البورصات المحلية في المنطقة بأن الاستثمار فيها لا يقتصر على المستثمرين المحليين فحسب، بل تتيح أيضاً للحكومات والشركات حول العالم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتوفرة في المنطقة. ومن المتوقع أن تسعى الشركات خارج المنطقة إلى الإدراج المزدوج لأسهمها في البورصة بهدف الاستفادة من السيولة النقدية المتوفرة في هذه المنطقة.

www.difc.ae/.../difc_overview/files/The%20Dubai%20International%20Financial%20Centre%200ARA%20v2.doc –

وبهدف تبادل الخبرات والمعلومات والإطلاع على تجارب الأسواق المالية الخليجية والعربية والعالمية، فقد قام سوق أبو ظبي بتوقيع عدد من مذكرات التفاهم مع سوق البحرين للأوراق المالية، بورصة سنغافورة، بورصة هونج كونج، وبورصة تايوان، حيث هدفت هذه الاتفاقيات إلى توطيد العلاقات بين السوق وهذه البورصات وتعزيز دخوله لمنطقة شرق آسيا ، كذلك لتشجيع عمليات التداول من قبل المستثمرين الأجانب والإدراج المشترك للشركات مما يدعم فكرة الانفتاح الاستثماري أمام دول جنوب شرق آسيا. (مجلة السوق، زياد الدباس، ع1)

في عمان:

بورصة عمان توقع اتفاقيتين مع كل من سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية لتنظيم موضوع الإدراج المشترك في أسواق الأوراق المالية في كلا البلدين .

وبذلك فإن الإدراج المشترك لا يقتصر على شركات محددة منفردة ، فممكن أن يتم الاتفاق بين الأسواق المالية للسماح لشركات كلا الطرفين بالإدراج في السوقين المتفقين.

حيث تهدف الاتفاقيتان إلى تسهيل عملية الإدراج المزدوج لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان والراغبة في إدراج أسهمها في سوق دولة الإمارات العربية المتحدة الشقيقة وكذلك بالنسبة لإدراج أسهم الشركات المدرجة في سوقي الإمارات والراغبة بالإدراج في بورصة عمان، وبما يكفل تعزيز الفرص الاستثمارية المتاحة للمستثمرين من جهة، ويدعم عمق أسواق الأوراق المالية بكلا البلدين الشقيقين .. (موقع سوق عمان المالي)

تجارب الإدراج المزدوج في بعض الأسواق المالية العربية:

عدد الشركات المدرجة أحاديا ومزدوجا بالأسواق المالية العربية
جدول (2,1)

الأسواق المالية	العدد الكلي للشركات المدرجة في	عدد الشركات الأجنبية المدرجة مزدوجا
سوق الجزائر	2 شركتان	لا يوجد شركات من دول أخرى
سوق بيروت	15 شركة	.....
سوق فلسطين	35 شركة	لا يوجد شركات من دول أخرى
سوق الدوحة المالي	40 شركة	لا يوجد شركات من دول أخرى
سوق البحرين المالي	51 شركة	6 شركات
تونس	51 شركة	.....
سوق الخرطوم المالي	52 شركة	.....
سوق دبي المالي	55 شركة	16 شركة
سوق أبو ظبي المالي	64 شركة	4 شركات
سوق الدار البيضاء	73 شركة	.....
سوق السعودية	111 شركة	لا يوجد شركات من دول أخرى
سوق مسقط	125 شركة	.....
سوق الكويت المالي	196 شركة	16 شركة من قطاعات مختلفة
سوق عمان المالي	245 شركة	لا يوجد شركات من دول أخرى
سوق القاهرة	435 شركة	لا يوجد شركات من دول أخرى

المصدر: من إعداد الباحثة هذه البيانات من (صندوق النقد العربي) حتى الربع الرابع من عام 2007

التعليق:

من الملاحظ في الجدول المرفق (2,1) الفرق الشاسع في عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية عن تلك المدرجة في سوق فلسطين المالي، ولكنه عدد كاف مقارنة بفترة إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية إذ بدأ العمل به في عام 1997، كما لا يمكن تجاهل الظروف السياسية والاقتصادية التي تعانيها فلسطين والتي لها عظيم الأثر على السوق الفلسطيني. نلاحظ أنه لا يسمح في عدد من الأسواق المالية العربية بإدراج أسهم شركات أجنبية في السوق ، وذلك مثل بورصة القاهرة والإسكندرية ، إلا أنه يسمح بإدراج إيصالات الإيداع (GDR) ، بالإضافة إلى سوق عمان المالي وغيره من الأسواق الموضحة بالجدول ، إذ تعتمد هذه العملية على القوانين والتشريعات التي تتبعها هذه الأسواق ، ونلاحظ أن الأسواق الخليجية هي الأسبق لتبني هذه العملية .

يتضح من الجدول السابق (2,1) أن بورصة القاهرة والإسكندرية تتمتع بعدد كبير من الشركات المدرجة بها 435 شركة، ويدل ذلك على كبر حجم الاستثمارات في جمهورية مصر العربية وكونها بيئة مشجعة للاستثمار المحلي إذ أنها جميعها شركات محلية. ولكن بالنظر إلى تاريخ تأسيس هذه البورصة ومساحة جمهورية مصر العربية وتعدادها السكاني، فإن هذا العدد يعتبر قليلا نسبيا، فالظروف المحيطة لديهم مشجعة لقيام العديد من الشركات بالإدراج في السوق المالي المصري.

إن معظم الأنظمة الخاصة بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية تسمح للشركات الأجنبية بإدراج جزء من أسهمها في سوقها المالي بالرغم من أن أسهم هذه الشركات مدرجة في سوق مالية أخرى. (نور الحملي، مجلة الوطن العربي)

<http://www.saudiinfocus.com/ar/forum/showthread.php?t=40771>

التجارب الغربية:

إن معظم الشركات ذات الإدراج المزدوج تختار نيويورك كسوق للإدراج الثاني، لأنها بوابة إلى المؤسسات الاستثمارية الأميركية المحلية فضلا عن أموال المستثمرين الأميركيين الأفراد التي قد تكون كبيرة ولا تتعامل بحساسية مع الأسعار. أما الشركات من الاقتصاديات الناشئة، بما فيها روسيا، فتميل إلى الإدراج في كل من لندن وبورصة بلدها ، إذ تعتبر سوق نيويورك أكثر تدقيقا في متطلبات الإدراج وقوانينه.

<http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=287782>

تجارب الإدراج المزدوج في بعض الاسواق المالية الغربية

جدول (2,2)

اسم السوق المالي	طبيعة السوق المالي الأم	عدد الشركات المدرجة مزدوجا في السوق
ناسداك NASDAQ	متطورة ناشئة	72 13
السوق الأمريكي المالي /سوق نيويورك المالي NYSE/Amex	متطورة ناشئة	141 60
المجموع الكلي		286

تم إنجاز هذا الجدول في 15، أغسطس 2005 من قبل الباحث Shinhua Liu

يوضح الجدول عدد الإدراجات المزدوجة في الأسواق الأمريكية في تلك الفترة، ويصنفها حسب طبيعة السوق الأم للشركات المدرجة مزدوجا. نلاحظ هنا أن الشركات المدرجة بأسواق متطورة هي التي تبحث عن الإدراج الثاني في سوق أخرى غير السوق الأم، حيث 141 شركة في السوق الأمريكي قادمة من أسواق متطورة، و60 شركة فيه قادمة من أسواق ناشئة، وكذلك الأمر بالنسبة لسوق ناسداك. وقد يكون ذلك سعيًا وراء مزايا عديدة يحققها الإدراج المزدوج، مثل الوصول لأعداد كبيرة من المساهمين أي أن الشركات المدرجة بالأسواق المتطورة تتجه بأعداد كبيرة للإدراج في الأسواق الأمريكية مقارنة بتلك الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة والتي تأتي منها أعداد أقل. كما يعتبر سوقي NYSE , AMEX الأكثر جذبًا لهذه الشركات.

الخاتمة:

أثبتت الباحثة من خلال هذا الفصل أهمية الأسواق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي، وأهمية قيام الشركات بإدراج أوراقها المالية في هذه الأسواق سواء من خلال الإدراج الفردي في سوق واحدة أو من خلال الإدراج المزدوج في أسواق متعددة حيث تعاضم الفوائد والمزايا. إلا أن الباحثة وضحت أيضا تخوف وتحفظ بعض الدول العربية وأسواقها من عملية الإدراج المزدوج للشركات الأجنبية في أسواقها. وقدمت الباحثة مقارنة لأعداد الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية وبعض التجارب الغربية للإدراج المشترك. واستخلصت بذلك اختلاف التشريعات التي تحكم هذه الأسواق المالية، وناقشت الباحثة العديد من الدراسات الأجنبية التي ركزت على موضوع الإدراج المزدوج.

الفصل الثالث

تحليل الدراسة

المبحث الأول : منهجية البحث
المبحث الثاني : إجراءات التحليل

مقدمة:

تتطرق الباحثة هنا إلى الدراسة العملية التي اعتمدت على جمع و تحليل البيانات الأولية، وذلك من خلال مبحثين :

الأول :ويشرح منهجية البحث المتبعة في عدة نقاط مثل أسلوب وأداة الدراسة ومجتمع الدراسة والعينة، ويوضح الأساليب الإحصائية المستخدمة.

الثاني : ويناقش إثبات الفرضيات الرئيسة بفروعها، وذلك باستخدام عدة طرق تتمثل في مناقشة نتائج الاستبانة الموزعة على المساهمين، وبعض البيانات المنشورة للأسواق المالية، بالإضافة إلى مناقشة بعض المقابلات مع ذوي الاختصاص من السوق المالي وشركة الاتصالات الفلسطينية.

المبحث الأول منهجية البحث

- أسلوب الدراسة.
- مجتمع و عينة الدراسة.
- أداة الدراسة.
- معايير قياس الاستبانة.
- صدق الاستبانة.
- ثبات الاستبانة
- الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث.

أسلوب الدراسة:

استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي والذي يحاول وصف وتقييم واقع تجربة الإدراج المزدوج لسهم شركة الاتصالات الفلسطينية في كل من سوق فلسطين المالي وسوق أبو ظبي المالي، ويحاول المنهج الوصفي التحليلي أن يقارن ويفسر ويقيم أملاً في التوصل إلي تعميمات ذات معني يزيد بها رصيد المعرفة عن الموضوع.

وقد استخدم الباحث مصدرين أساسيين للمعلومات:

1. المصادر الثانوية: حيث اتجهت الباحثة في معالجة الإطار النظري للبحث إلي مصادر البيانات الثانوية والتي تتمثل في الكتب والمراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة، والدوريات والمقالات والتقارير، والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، والبحث والمطالعة في مواقع الإنترنت المختلفة.
 2. المصادر الأولية: لمعالجة الجوانب التحليلية لموضوع البحث لجأت الباحثة إلي جمع البيانات الأولية من خلال الاستبانة كأداة رئيسية للبحث، صممت خصيصاً لهذا الغرض، ووزعت على عينة من مساهمي شركة الاتصالات الفلسطينية في قطاع غزة والضفة.
- مجتمع وعينة الدراسة :**

البحث عبارة عن دراسة حالة وهي شركة بالتل "شركة الاتصالات الفلسطينية" المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وسوق أبو ظبي المالي الدولي. ويتمثل مجتمع الدراسة بالأفراد المساهمين المحليين في شركة الاتصالات الفلسطينية ويبلغ عددهم حوالي 7080 مساهم في 2008/10/19.

قامت الباحثة باستخدام طريقة العينة العشوائية، وتم توزيع عينة استطلاعية حجمها 30 نسخة من الاستبانة لاختبار الاتساق الداخلي وثباتها وذلك في الفترة 2008/6/15 وحتى 2008/7/13. وبعد التأكد من صدق وسلامة الاستبانة للاختبار تم توزيع 130 نسخة على عينة الدراسة من خلال ثلاث من شركات الوساطة للأوراق المالية، وذلك في الفترة 2008/8/11 وحتى 2008/9/7، فأخذت شركة الوساطة للأوراق المالية 30 نسخة في غزة، واستلمت شركة الوطنية للأوراق المالية 50 نسخة لتوزيعها في غزة والضفة، أما الشركة العالمية للأوراق المالية فتسلمت 50 نسخة

لتوزيعها في غزة والضفة. وقد تم الحصول على 98 نسخة منها بنسبة استرداد 75.4%.

وقد تعطلت قلة نسبة الاستجابة نظرا لقلّة النشاط في السوق المالي وشركات الوساطة في تلك الفترة من العام والتي توافق شهر أغسطس، ولذلك تطلب الأمر فترة طويلة لجمع العدد المطلوب من الاستبانات.

أداة الدراسة:

تم إعداد استبانة حول: تجربة الإدراج المزدوج لسهم شركة الاتصالات الفلسطينية في كل من سوق فلسطين المالي وسوق أبو ظبي المالي ".

تتكون استبانة الدراسة من قسمين رئيسيين هما:

القسم الأول: وهو عبارة عن السمات الشخصية عن المستجيب (العمر، المؤهل العلمي، مكان السكن)

القسم الثاني: وهو عبارة عن محاور الدراسة وتتكون الاستبانة من 37 فقرة موزعة على ستة محاور رئيسية هي:

المحور الأول: التعرف على طبيعة المستثمر ويتكون من (10) فقرات

المحور الثاني: التنوع في الاستثمارات ويتكون من (8) فقرات

المحور الثالث: الحماية من المخاطر ويتكون من (5) فقرات

المحور الرابع: العائد المتحقق ويتكون من (4) فقرات

المحور الخامس: سعر السهم وسيولته ويتكون من (6) فقرات

المحور السادس: إمكانية توفر المعلومات ويتكون من (4) فقرات

ملاحظة: تم إعادة صياغة بعض فقرات الاستبانة حسب نتيجة العينة الاستطلاعية .

وقد تم استخدام مقياس ليكرت لقياس استجابات المبحوثين لفقرات الاستبانة حسب جدول (3,1):

درجات مقياس ليكرت

جدول (3,1)

الاستجابة	ضئيلة جداً	ضئيلة	متوسطة	كبيرة	كبيرة جداً
الدرجة	1	2	3	4	5

اختارت الباحثة الدرجة (1) للاستجابة " ضئيلة جداً " وبذلك يكون الوزن النسبي في هذه الحالة هو 20% وهو يتناسب مع هذه الاستجابة.

صدق الاستبانة:

يقصد بصدق الاستبانة أن تقيس أسئلة الاستبانة ما وضعت لقياسه، وقامت الباحثة بالتأكد من ذلك بطريقتين:

1 - صدق المحكمين:

عرض الباحث الاستبانة على مجموعة من المحكمين تألفت من 14 من المتخصصين في عالم المال والاقتصاد من أكاديميين وخبراء في مجال العمل، وأسماء المحكمين بالملحق رقم (4)، وقد استجابت الباحثة لآراء المحكمين وقام بإجراء ما يلزم من حذف وتعديل في ضوء المقترحات المقدمة، وبذلك خرجت الاستبانة في صورتها النهائية - انظر الملحق رقم (1).

2 - صدق المقياس:

أولاً: الاتساق الداخلي Internal Validity

يقصد بصدق الاتساق الداخلي مدى اتساق كل فقرة من فقرات الاستبانة مع المحور الذي تنتمي إليه هذه الفقرة، وقد قام الباحث بحساب الاتساق الداخلي للاستبانة وذلك من خلال حساب معاملات الارتباط بين كل فقرة من فقرات محاور الاستبانة والدرجة الكلية للمحور نفسه.

ثانياً: الصدق البنائي Structure Validity

يعتبر الصدق البنائي أحد مقاييس صدق الأداة الذي يقيس مدى تحقق الأهداف التي تريد الأداة الوصول إليها، ويبين مدى ارتباط كل محور من محاور الدراسة بالدرجة الكلية لفقرات الاستبانة.

3- ثبات الاستبانة Reliability:

يقصد بثبات الاستبانة أن تعطي هذه الاستبانة نفس النتيجة لو تم إعادة توزيعها أكثر من مرة تحت نفس الظروف والشروط، أو بعبارة أخرى أن ثبات الاستبانة يعني الاستقرار في نتائجها وعدم تغييرها بشكل كبير فيما لو تم إعادة توزيعها على أفراد العينة عدة مرات خلال فترات زمنية معينة.

أولاً: نتائج الاتساق الداخلي

يوضح جدول (3,2) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الأول والدرجة الكلية للمحور، والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة دالة عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وبذلك يعتبر المحور صادق لما وضع لقياسه.

معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الأول والدرجة الكلية للمحور

جدول (3,2)

م	القيمة الاحتمالية (Sig.)	معامل ارتباط سبيرمان	الفقرة
1.	*0.000	0.903	تأثرت قراراتك الاستثمارية المتعلقة ببيع وشراء سهم الاتصالات بعملية إدراج سهم الشركة في أبو ظبي
2.	*0.000	0.565	إذا تم وضع أموالك في استثمار ذي عائد متوقع كبير وتحيطه درجة عالية من مخاطر الاستثمار هل تكون راضياً

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$.

يوضح جدول (3,3) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثاني والدرجة الكلية للمحور ، والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة دالة عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وبذلك يعتبر المحور صادق لما وضع لقياسه.

معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثاني والدرجة الكلية للمحور

جدول (3,3)

م	القيمة الاحتمالية (Sig.)	معامل ارتباط سبيرمان	الفقرة
1.	*0.000	0.453	هل تسعى للاستثمار في أسواق مالية دولية؟
2.	*0.000	0.793	هل الاستثمار في سوق أبو ظبي يحقق مزايا التنويع الدولي من وجهة نظرك؟
3.	*0.000	0.682	الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق الرغبة في الاستثمار الخارجي

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$.

يوضح جدول (3,4) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثالث والدرجة الكلية للمحور ، والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة دالة عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وبذلك يعتبر المحور صادق لما وضع لقياسه.

معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الثالث والدرجة الكلية للمحور

جدول (3,4)

م	القيمة الاحتمالية (Sig.)	معامل ارتباط سبيرمان	الفقرة
1.	0.000*	0.429	تتأثر القرارات الاستثمارية بالظروف الاقتصادية في الوطن
2.	0.000*	0.873	الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق نوع من الحماية من المخاطر كونها مدرجة في سوق أبو ظبي
3.	0.000*	0.914	هل كان إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي داعماً ومسانداً لحماية حقوق المساهمين؟
4.	0.000*	0.882	يساهم إدراج سهم الشركة في سوق أبو ظبي بعدالة تسعير أسهما

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$.

يوضح جدول (3,5) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الرابع والدرجة الكلية للمحور ، والذي يبين أن معاملات الارتباط المبيّنة دالة عند مستوى معنوية 0.05 $\alpha =$ وبذلك يعتبر المحور صادق لما وضع لقياسه.

معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور الرابع والدرجة الكلية للمحور

جدول (3,5)

م	الفقرة	معامل ارتباط سبيرمان	القيمة الاحتمالية (Sig.)
1.	هل يرتفع عائد سهم الاتصالات عن عوائد شركات قطاع الخدمات في سوق فلسطين؟	0.387	*0.000
2.	هل ساهم الإدراج المزدوج لسهم الاتصالات في تحقيق الارتفاع في العائد المتحقق من سهم الشركة؟	0.861	*0.000
3.	من وجهة نظرك هل وفر الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات السمعة العالمية بين الشركات الأخرى في سوق فلسطين المالي؟	0.835	*0.000

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$.

يوضح جدول (3,6) معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور السادس والدرجة الكلية للمحور، والذي يبين أن معاملات الارتباط المبينة دالة عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وبذلك يعتبر المحور صادق لما وضع لقياسه.

معامل الارتباط بين كل فقرة من فقرات المحور السادس والدرجة الكلية للمحور

جدول (3,6)

م	القيمة الاحتمالية (Sig.)	معامل ارتباط سبيرمان	الفقرة
1.	*0.000	0.720	المعلومات الخاصة بالشركة متوفرة من سوق فلسطين؟
2.	*0.000	0.693	المعلومات الخاصة بالشركة متوفرة من سوق أبو ظبي؟
3.	*0.000	0.544	هل ساهم الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات في تحسين وزيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة؟
4.	*0.000	0.687	تقوم الشركة بتقديم إفصاحاتها في كلا السوقين بالتزامن : "توحيد زمن الإفصاح في كلا السوقين"

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$.

ثانياً: الصدق البنائي Structure Validity

يعتبر الصدق البنائي أحد مقاييس صدق الأداة الذي يقيس مدى تحقق الأهداف التي تريد الأداة الوصول إليها، ويبين مدى ارتباط كل محور من محاور الدراسة بالدرجة الكلية لفقرات الاستبانة.

يبين جدول (3,7) أن جميع معاملات الارتباط في جميع محاور الاستبانة دالة إحصائياً عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وبذلك يعتبر جميع محاور الاستبانة صادقاً لما وضع لقياسه.

معامل الارتباط بين درجة كل محور من محاور الاستبانة والدرجة الكلية للاستبانة.

جدول (3,7)

الرقم	المحور	معامل سبيرمان للاارتباط	القيمة الاحتمالية (Sig.)
1.	التعرف على طبيعة المستثمر	0.486	*0.000
2.	التنوع في الاستثمارات	0.633	*0.000
3.	الحماية من المخاطر	0.884	*0.000
4.	العائد المتوقع	0.815	*0.000
5.	إمكانية توفر المعلومات	0.545	*0.000

* الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$.

3- ثبات الاستبانة Reliability:

يقصد بثبات الاستبانة أن تعطي هذه الاستبانة نفس النتيجة لو تم إعادة توزيعها أكثر من مرة تحت نفس الظروف والشروط، أو بعبارة أخرى أن ثبات الاستبانة يعني الاستقرار في نتائجها وعدم تغييرها بشكل كبير فيما لو تم إعادة توزيعها على أفراد العينة عدة مرات خلال فترات زمنية معينة.

وقد تحققت الباحثة من ثبات استبانة الدراسة من خلال طريقة معامل ألفا كرونباخ وذلك كما يلي:

معامل ألفا كرونباخ Cronbach's Alpha Coefficient :

تبين أن قيمة معامل ألفا كرونباخ تساوي 0.874 وهي قيمة مرتفعة وهذا يعني أن معامل الثبات مرتفع، وتكون الاستبانة في صورتها النهائية كما هي في الملحق (1) قابلة للتوزيع. وبذلك يكون الباحث قد تأكد من صدق وثبات استبانة الدراسة مما يجعله على ثقة تامة بصحة الاستبانة وصلاحياتها لتحليل النتائج والإجابة على أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها.

الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث:

قامت الباحثة بتفريغ وتحليل الاستبانة من خلال برنامج التحليل الإحصائي Statistical Package for the Social Sciences (SPSS) ، وسوف يتم استخدام الاختبارات الإحصائية اللامعلمية، وذلك بسبب أن مقياس ليكرت هو مقياس ترتيبي وقد تم استخدام الأدوات الإحصائية التالية:

- 1- النسب المئوية والتكرارات والمتوسط الحسابي والمتوسط الحسابي النسبي: يستخدم هذا الأمر بشكل أساسي لأغراض معرفة تكرار فئات متغير ما ويفيد الباحث في وصف عينة الدراسة.
- 2- اختبار ألفا كرونباخ (Cronbach's Alpha) لمعرفة ثبات فقرات الاستبانة.
- 3- معامل ارتباط سبيرمان (Spearman Correlation Coefficient) لقياس درجة الارتباط. يستخدم هذا الاختبار لدراسة العلاقة بين المتغيرات في حالة البيانات اللامعلمية.
- 4- اختبار الإشارة (Sign Test) لمعرفة ما إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت إلي الدرجة المتوسطة وهي 3 أم لا.
- 5- اختبار مربع كاي (Chi-Square Test) لمعرفة ما إذا كان هناك علاقة بين المتغيرات النوعية (الوصفية) أو ما إذا كان هناك فروق بين نسب تلك المتغيرات.

المبحث الثاني

إجراءات التحليل

- الفرضية الرئيسية الأولى
- الفرضية الرئيسية الثانية
- الفرضية الرئيسية الثالثة

• **الفرضية الرئيسية الأولى: الإدراج المزدوج سيعود بالفائدة على السوق الفلسطيني وفق المؤشرات التالية*²:**

الفرضيات الفرعية:

أولاً: جذب مستثمرين جدد:

فيما يتعلق بمستثمري سوق فلسطين للأوراق المالية، فتقوم الباحثة بمقارنة البيانات المتعلقة بعدد المستثمرين خلال سنوات الدراسة قبل وبعد خاصية الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات الفلسطينية والتي تعتبر من أهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين.

فحتى تاريخ 2008/7/31 لم يتم إدراج أي من أسهم الشركات الأجنبية العاملة خارج فلسطين في السوق المالي الفلسطيني لما تعانيه فلسطين من أوضاع سياسية متدهورة، ولذلك لن نستطيع الحكم على فائدته للسوق المضيفة "وهي هنا سوق فلسطين" ولذلك سندرس أثره على عدد المستثمرين في السوق الأم للشركة التي تقوم بهذه الخطوة وهل كان لها دور في لفت الأنظار لسوق فلسطين المالي؟

أعداد المساهمين في سوق فلسطين للأوراق المالية

جدول (3,8)

السنة	المحليون	التغير %	الأجانب	التغير %	المجموع	التغير %
2004	41054		1856		43910	
2005	55554	26.10073	751	-147.137	56305	0.237901
2006	64832	14.31083	3089	75.68792	67921	0.171022
2007	99822	35.05239	3775	18.17219	103597	0.344373

المصدر : قسم البحوث والتطوير في سوق فلسطين للأوراق المالية.

نلاحظ هنا التغير في عدد المساهمين الأجانب في العام 2006 عن مثيله في العام 2005 كان كبيراً بدرجة غير مسبقة بنسبة 75% في الوقت الذي كان التغير في عدد المساهمين المحليين ضئيلاً بنسبة 14% وبذلك نستنتج أن عام 2006 كان عاماً

² سيتم التدليل على هذه الفرضية من خلال تحليل ومقارنة البيانات المنشورة في السوق المالي الفلسطيني بالإضافة لبيانات سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وذلك خلال سنوات الدراسة 2007/2004.

جذابا للمستثمرين الأجانب سواء للشركات أو الأفراد، ومن المهم التنويه إلى أن عام 2006 كان يمثل بداية تجربة الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات في سوق أبو ظبي، والتي كان لها دور في لفت انتباه المستثمرين الأجانب إلى وجود البورصة الفلسطينية ووجود الشركات الفلسطينية مثل شركة الاتصالات ، إلى جانب محاولة شركات الوساطة الترويج والدعاية للبورصة الفلسطينية بمجهودات شخصية لها.

كما يجدر الانتباه إلى أن الربع الثالث من عام 2006 أدرجت به أربع شركات في السوق الفلسطيني بخطوة غير مسبقة أو متكررة في تاريخ البورصة الفلسطينية، وهذا ما يفسر زيادة عدد المساهمين المحليين بنسبة كبيرة 35% في العام 2007 مقارنة بعدد المستثمرين الأجانب.

أما بالنسبة لمساهمي شركة الاتصالات:

عدد مساهمي الاتصالات في سوق فلسطين

جدول (3,9)

الشهر العام	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2004	4,973	4,960	4,931	4,904	4,886	4,867	4,855	4,823	4,564	4,473	4,527	4,648
2005	4,598	4,622	5,217	5,092	5,572	5,551	5,679	5,908	6,010	6,305	6,927	7,402
2006	7,490	7,530	7,903	8,189	8,690	8,950	9,095	9,524	9,647	9,774	9,942	9,976
2007	9,997	10,050	10,070	9,992	9,962	10,000	9,995	9,913	9,815	9,684	9,601	9,463

المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام بيانات من نص المقابلة ملحق رقم 2

قامت الشركة بالإعلان عن قيامها بالإدراج في سوق أبو ظبي في يوم 2005/11/26 وذلك للمساهمين في هذا اليوم، وبمراقبة عدد المساهمين في الجدول أعلاه خلال الأشهر الموضحة، نجد أن نسبة تغير هذا العدد كانت أكبر ما يكون في نوفمبر 2005 وذلك بالازدياد .

وبذلك يتضح نجاح هذه التجربة في زيادة عدد المساهمين.

عدد مساهمي الاتصالات في سوق أبو ظبي

جدول (3,10)

لشهر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2006	42	42	43	47	46	48	48	48	48	48	47	48
2007	48	47	48	48	49	51	51	51	51	51	52	52

المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام بيانات من نص المقابلة ملحق رقم 2

من الملاحظ في الجدولين السابقين أن عدد مساهمي الشركة في سوق فلسطين أخذ بالازدياد كما ورد في نص المقابلة مع عضو مجلس الإدارة السيد/ شرحيل الزعيم والتي تمت عبر الهاتف وتدعيمها بالبيانات المرسلة عبر البريد الإلكتروني، وذلك في مارس/2008 وحتى يونيو/2008 .

وقد أكد فيها ازدياد عدد المساهمين بعد الإدراج المزدوج للسهم، ولكننا نرى أن المساهمين من خلال سوق أبو ظبي أعدادهم ضئيلة جداً، وبسؤالنا لمدير الشركة الوطنية للأوراق المالية عن ذلك " نظراً لقيام بعض من زبائنه المستثمرين بتحويل أسهمهم لسوق أبو ظبي " فقد أفاد بأن العائلات التي يتوزع أفرادها بين البلدين هي التي قامت بتحويل أسهمها نظراً لتوفر من يدير أعمالهم بسوق أبو ظبي.

ثانياً: زيادة عمق السوق وسيولته وبالتالي زيادة القدرة التنافسية:

نظراً لعدم قيام أي شركة بالإدراج المزدوج في سوق فلسطين، سيقوم الباحث بمقارنة بيانات سوق أبو ظبي منذ عام 2002 حتى 2007 من حيث عدد الشركات المدرجة في السوق للحكم على عمق السوق، كما سيتم الحكم على سيولة السوق من خلال مقارنة عدد الأسهم المتداولة مع أيام التداول ومتوسط التداول اليومي في سوق أبو ظبي الذي تم افتتاحه في 2000/11/15.

وقد تم اختيار سوق أبو ظبي لإجراء المقارنة على بياناتها بالرغم من أن عدد الشركات المدرجة مزدوجاً بها لا يتعدى أربع شركات، في حين تتوفر أعداد أكبر من ذلك في أسواق أخرى مثل سوق الكويت الذي توجد به 16 شركة مدرجة مزدوجاً. ويعود ذلك لتوفر معلومات التداول الخاصة بسوق أبو ظبي خلال فترة الإدراج

المزدوج التي قامت بها الشركات في النشرات الفصلية التي يصدرها صندوق النقد العربي والتي تبدأ منذ عام 2001.

بيانات التداول لسوق أبو ظبي منذ عام 2002

جدول (3,11)

عدد الشركات المدرجة	متوسط التداول اليومي	عدد أيام التداول	عدد الأسهم المتداولة / مليون سهم		
16	0.150169492	59	8,86	الربع الأول	2002
20	0.115	64	7,36	الربع الثاني	
23	0.427230769	65	27,77	الربع الثالث	
24	0.283442623	61	17,29	الربع الرابع	
25	0.425166667	60	25,51	الربع الأول	2003
28	0.718125	64	45,96	الربع الثاني	
29	0.98472973	74	72,87	الربع الثالث	
30	1.244657534	73	90,86	الربع الرابع	
31	2.2425	72	161,46	الربع الأول	2004
33	3.09987013	77	238,69	الربع الثاني	
.....	.....	.....	.....	الربع الثالث	
35	4.447058824	68	302,40	الربع الرابع	
38	10.93638889	72	787,42	الربع الأول	2005
.....	.....	.....	.....	الربع الثاني	
.....	.....	.....	.....	الربع الثالث	
59	58.6077027	74	4336,97	الربع الرابع	
59	45.04642857	70	3153,25	الربع الأول	2006
59	50.44675325	77	3884,4	الربع الثاني	
.....	.....	.....	.....	الربع الثالث	
60	27.48983051	59	1621,9	الربع الرابع	

63	68.79677419	62	4265,4	الربع الأول	2007
64	215.4723077	65	14005,7	الربع الثاني	
64	153.5863636	66	10136,7	الربع الثالث	
64	401	59	23659,0	الربع الرابع	

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البيانات من صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية

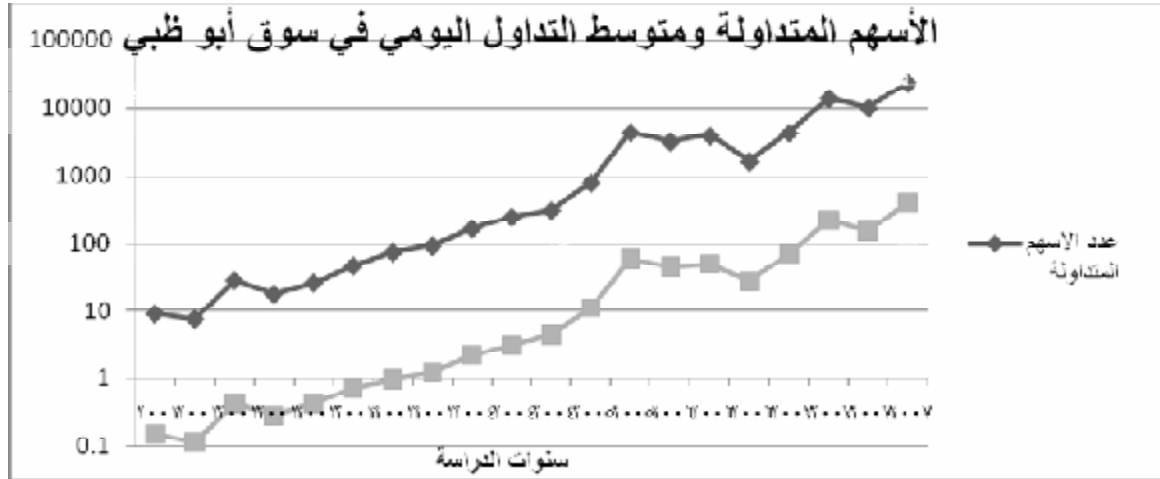
كانت شركة الاتصالات القطرية هي أولى الشركات التي قامت بإدراج سهمها في سوق أبو ظبي وذلك بتاريخ 2002/5/26 (الربع الثاني 2002)، أما شركة الإمارات للاتصالات فقد قامت بذلك في 2002/6/24 (الربع الثاني 2002)، وشركة الاتصالات السودانية في 2003 /1/25 (الربع الأول 2003)، ثم شركة الاتصالات الفلسطينية في 2005/12/26.

بمقارنة عدد الأسهم المتداولة نلاحظ الازدياد المتسارع فيها منذ عام 2004 و حتى 2007 أي بعد قيام ثلاث شركات بإدراج سهمها فيها وهي السودانية والقطرية والإماراتية للاتصالات.

وبمراقبة عدد الأسهم المتداولة في الربع الثالث من عام 2002 مقارنة بالربع الثاني من نفس العام ، نجده قد ازداد بشكل كبير من 7مليون إلى 27 مليون، حيث أدرجت شركتا الاتصالات القطرية والإماراتية في السوق في الربع الثاني من هذا العام .

وبمراقبة متوسط التداول اليومي خلال هذه السنوات، نلاحظ أنه يزداد أيضا منذ عام 2004 بشكل متواصل، وهذا يدل على ازدياد سيولة السوق بعد هذه الإدراجات .

نلاحظ من الجدول ازدياد عدد الشركات المدرجة بالسوق وكلما زاد عدد الشركات زاد عمق السوق سواء كانت الشركات المدرجة من داخل الدولة او من خارجها، ويتضح بذلك مساهمة الإدراج المزدوج في زيادة عمق السوق وسيولته.



ثالثاً: زيادة الترويج للبورصة الفلسطينية وزيادة العرض والطلب في السوق:

تقوم الباحثة بمقارنة بيانات التداول الإجمالي لسوق فلسطين خلال سنوات الدراسة منذ 2004/2007، لاستكشاف تأثير الإدراج المزدوج على السوق.

بيانات التداول الإجمالي في سوق فلسطين

جدول (3,12)

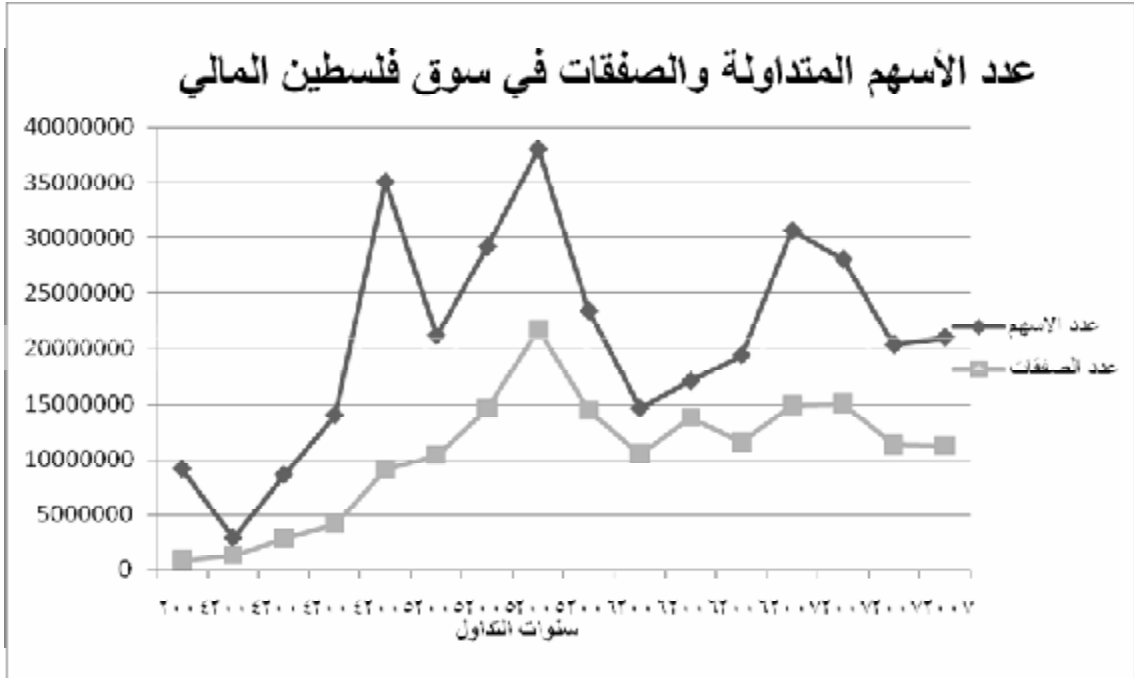
السنة	الربع	عدد الأسهم المتداولة	التغير %	عدد الصفقات	التغير %
2004	الربع الأول	9,115,737		837.6667	
	الربع الثاني	2,880,529	-216.4605182	1,251	56.14116585
	الربع الثالث	8,570,302	66.38941078	2,852.333	31.39582848
	الربع الرابع	13,981,047	38.70057085	4,157.667	54.21575818
2005	الربع الأول	35,014,650	60.07086462	9,081	12.04271851
	الربع الثاني	21,072,725	-66.16099721	10,324.33	29.0147432
	الربع الثالث	29,129,563	27.65862983	14,544.33	32.82893057
	الربع الرابع	37,972,160	23.28705294	21,652.67	-50.16064861

الربع الأول	23,326,268	-62.78712051	14,419.67	-37.4130309
الربع الثاني	14,596,675	-59.80535293	10,493.67	23.66574525
الربع الثالث	16,978,474	14.02834554	13,747	-
الربع الرابع	19,328,367	12.15774204	11,537	22.22423716
الربع الأول	30,598,862	36.83305281	14,833.67	1.330347147
الربع الثاني	28,001,776	-9.274718861	15,033.67	-
الربع الثالث	20,279,996	-38.07584577	11,332.67	-
الربع الرابع	20,926,972	3.09158917	11,233.33	33.04023181

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام بيانات من وحدة البحوث والتطوير في سوق فلسطين

نلاحظ هنا أن أعلى قيمة لعدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات سجلت في الربع الرابع من عام 2005 ، حيث ارتفعت في نهاية هذا العام جميع مؤشرات الأسعار التي يحتسبها صندوق النقد العربي لكافة الأسواق العربية، وقد سجلت سوق فلسطين للأوراق المالية أعلى نسبة ارتفاع بلغت 285.6 % ، ثم انحدرت بعد ذلك في الربع الثاني من العام 2006 بسبب الانخفاضات التي حدثت في الأسواق العربية بعد عام الارتفاعات عام 2005 ، وتعود أسباب هذه الخسائر والانخفاضات إلى حركة النشاط الكبيرة التي شهدتها أسواق الأسهم الخليجية في الفترة الماضية وارتفاع معدلات التداول فيها بشكل كبير ، ونتيجة لذلك، وصلت أسعار الأسهم في البورصات إلى مستوى مرتفع. وأصبحت الفجوة واسعة بين قيمة الأسهم في السوق والقيم الدفترية والاسمية لهذه الأسهم. وقد أدى الارتفاع الكبير في أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، إلى المضاربة المفرطة خاصة مع شراء الأسهم بهدف بيعها بعد فترة قصيرة من الزمن.

إلا أننا نجدها حافظت بعد ذلك على مستويات عالية أعلى من مثيلتها في الأعوام السابقة. وذلك يدل على ارتفاع عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات بعد العام 2004.



وبسؤال ذوي الاختصاص في سوق فلسطين عن مساهمة الإدراج المزدوج
 لسهم الاتصالات في الترويج للبورصة الفلسطينية ولفت أنظار المستثمرين لها.
 كان في رأي الأستاذ محمد حجاز*³: أن هذه العملية كان لها نوع من المساهمة في
 الترويج للبورصة الفلسطينية، ولكن أضاف بأن السوق لم تقم بإجراء الدراسات التي
 تثبت ذلك.

³ تم سؤال الأستاذ محمد حجاز مدير دائرة الشركات بسوق فلسطين للأوراق المالية عن طريق الهاتف بصورة غير رسمية.

تعليق على الفرضية الرئيسية الأولى:

ناقشت هذه الفرضية إمكانية تحقيق الفائدة للسوق المالي عن طريق الإدراج المتعدد لأسهم الشركات في الأسواق المالية المختلفة.

- اتضح أن هذه العملية ستمكن السوق المالي الأم للشركة صاحبة الإدراج المزدوج من تحقيق الزيادة في عدد المساهمين، وذلك يتمثل في ازدياد عدد المساهمين الأجانب في سوق فلسطين للأوراق المالية في فترة إلحاق سهم شركة الاتصالات الفلسطينية للإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي، كما نجحت الشركة أيضا في زيادة عدد مساهميها خلال قيامها بهذه العملية.
- بدراسة بيانات سوق أبو ظبي الذي تتوفر به تجارب متعددة للإدراج المزدوج خلاله، فقد تم استنتاج أن عملية الإدراج المزدوج التي تقوم بها الشركات ستؤدي إلى زيادة عمق وسيولة السوق المستضيفة للأسهم، وبالتالي زيادة القدرة التنافسية بين الأسواق المختلفة على جذب هذه الإدراجات إليها.
- ساهم الإدراج المزدوج بالترويج للبورصة الفلسطينية ولكن بدرجة متوسطة، إذ أن البيئة السياسية والاستثمارية التي تعيشها فلسطين لا تشجع المستثمرين على المخاطرة بوضع أموالهم في بيئة غير مستقرة وتعاني من تبعات الحروب.

• الفرضية الرئيسية الثانية: الإدراج المزدوج يوفر ميزة تنافسية وسمعة عالمية للشركة*⁴:

تدرس المقابلة عدة محاور:

- المحور الأول: التعرف على عملية الإدراج المزدوج التي قامت بها الشركة.
- المحور الثاني: الاستعلام عن مساهمي الشركة .
- المحور الثالث: دراسة التداول والصفقات على سهم الاتصالات.
- المحور الرابع: دراسة المخاطر والالتزامات التي تواجهها شركة الاتصالات.
- المحور الخامس: دراسة الناحية التمويلية للشركة.
- المحور السادس: دراسة السعر العادل للسهم.
- المحور السابع: التعرف على إمكانية توسع الشركة الخارجي.

V وصف خطوة الإدراج المزدوج لسهم شركة الاتصالات الفلسطينية :

بالاطلاع على إجابات المحور الأول من أسئلة نص المقابلة: فقد كان يتوفر لشركة الاتصالات الفلسطينية عدة نقاط مشجعة للقيام بهذه الخطوة مثل المساهمين من خارج فلسطين والموردين الدوليين بالإضافة للسوق الدولية. كما تتضح الأسباب الرئيسية التي دعت الشركة للقيام بهذه الخطوة والتي تتمثل بمحاولة جذب الاستثمارات للاقتصاد الفلسطيني، بالإضافة لتعزيز ثقة المستثمر بالشركة، وقد توفر للشركة عدة نقاط مشجعة للقيام بهذه الخطوة مثل توفر المساهمين من خارج فلسطين و الموردين الدوليين بالإضافة للسوق الدولية.

إلا أن اختيار سوق أبو ظبي كسوق ثانية للإدراج لم يكن ناتجا عن خطط مدروسة، فقد كان الهدف الرئيسي الإدراج الخارجي لسهم الشركة، وتم اختيار سوق أبو ظبي عفويا.

⁴ * وستتم الإجابة عليها من خلال مقابلة (ملحق رقم 2) تم إجراؤها مع السيد "شرحيل الزعيم" عضو مجلس إدارة بشركة الاتصالات الفلسطينية.

عملية الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات الفلسطينية:

• بموجب الاتفاقية الموقعة من قبل شركة الاتصالات الفلسطينية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق فلسطين للأوراق المالية ، فإن أي مساهم يملك أسهم في شركة الاتصالات الفلسطينية بتاريخ 2005/11/26 له الحق بنقل 30% فقط من الأسهم المملوكة بذلك التاريخ إلى سوق أبو ظبي شريطة قيامه بفتح حساب لدى إحدى شركات الوساطة في أبو ظبي.

ويستطيع المستثمر تقديم طلب التحويل من خلال سوق فلسطين أو سوق أبو ظبي ، و كل حالة لها إجراءاتها الخاصة بها والتي يجب اتباعها.

• بموجب الاتفاقية الموقعة من قبل شركة الاتصالات الفلسطينية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق فلسطين للأوراق المالية فإن أي مساهم يملك أسهم في شركة الاتصالات الفلسطينية في سوق أبو ظبي له الحق بنقلها إلى سوق فلسطين. ويستطيع المستثمر تقديم طلب التحويل من خلال سوق فلسطين للأوراق المالية أو سوق أبو ظبي للأوراق المالية وكل حالة لها إجراءاتها الخاصة التي يجب اتباعها.

(موقع سوق فلسطين -مركز الإيداع والتحويل)

وبسؤال عضو مجلس الإدارة السيد شرحبيل، زدنا بالآلية المتبعة في هذه العملية:

- يجب أن يكون المساهم بتاريخ 2005/11/26
- يتم تحويل 30% من أسهمه فقط.
- يقوم المساهم بتقديم طلب التحويل عن طريق وسيط.
- يقوم الوسيط بتزويد سوق فلسطين بطلب التحويل و من ثم يتم مراسلة سوق ابو ظبي و على المساهم ان يقوم بفتح حساب لدى وسيط في أبو ظبي.

ويتضح هنا القصور في تطبيق هذه العملية، إذ اقتصر على قيام المساهمين بتاريخ 2005/11/26 بتحويل جزء من أسهمهم المملوكة بالشركة ويقدر بنسبة 30% إلى التداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ويتم ذلك عن طريق تقديم طلب التحويل عن طريق الشركة الوسيطة التي يتعامل معها، ويتم بناء على ذلك التعامل وفتح حساب مع إحدى شركات الوساطة العاملة بسوق أبو ظبي.

الفرضيات الفرعية:

أولاً: يؤدي الإدراج المزدوج إلى زيادة حجم التداول و توفير سيولة عالية
لأسهم الشركة مقارنة بالشركات الأخرى.

بيانات تداول سهم الاتصالات في سوق فلسطين المالي منذ 2007/2004

جدول (3,13)

السنة	الربع	عدد الصفقات	التغير %	حجم التداول	التغير %	قيمة التداول \$
2004	الأول	621	_____	5,155,623	_____	16,776,667.20
	الثاني	478	-29.9163	523,589	-884.67	1,590,322.79
	الثالث	2,326	79.4497	4,389,229	88.07105	19,067,939.99
	الرابع	3,887	40.15951	6,241,860	29.68075	32,035,174.85
2005	الأول	7,505	48.20786	22,132,242	71.79743	176,931,969.43
	الثاني	10,619	29.3248	14,088,882	-57.0901	141,687,588.39
	الثالث	8,687	-22.2401	12,524,686	-12.4889	132,567,613.24
	الرابع	11,326	23.30037	15,529,311	19.34809	205,260,484.27
2006	الأول	11,144	-1.63317	16,097,057	3.527017	161,559,233.33
	الثاني	9,061	-22.9886	11,656,801	-38.0915	59,998,636.76

52,543,896.84	-17.6047	9,911,847	6.626134	9,704	الثالث	
30,257,818.92	-67.6565	5,911,996	-57.917	6,145	الرابع	
32,722,953.28	6.351338	6,312,953	-1.60384	6,048	الأول	2007
12,349,980.39	-116.932	2,910,111	-49.6289	4,042	الثاني	
43,315,565.85	72.17344	10,458,035	15.68627	4,794	الثالث	
44,585,178.62	-10.2391	9,486,681	-6.39148	4,506	الرابع	

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البيانات من سوق فلسطين المالي، مركز الشركات.

رسم توضيحي لعدد الصفقات وحجمها على سهم بالتل من خلال سوق فلسطين المالي.



المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية - مركز الشركات

فيما يتعلق بعدد الصفقات وحجم التداول:

نلاحظ من الجدول المرفق (3,13) أن عدد الصفقات التي تمت على سهم الاتصالات لم تتأثر بالإدراج المزدوج، إذ لم تسجل هذه البيانات ارتفاعاً مميزاً في عدد الصفقات في فترة إدراج السهم في سوق أبو ظبي وهي 2005/12/26، إذ سجلت أعلى ارتفاعات لعدد الصفقات في الربع الثالث من عام 2004 وتليه الربع الأول من عام 2005 ومن ثم الربع الرابع من عام 2004. ولا نريد أن نتجاهل الارتفاع الذي حدث في الربع الرابع من عام 2005 إذ سجلت ارتفاعاً بنسبة 23% بعد انخفاضاً كانت سجلته بنسبة 22% في الربع الثالث لنفس العام، ولكنه ليس بالقدر الكافي ولم يستمر للفترات القادمة.

أما حجم التداول فقد سجل ارتفاعات ملحوظة في الربع الثالث من عام 2007 والربع الأول من عام 2005 وكان أعلى تغير ارتفاعاً في الربع الثالث من عام 2004.

وبسؤال الشركة عن موضوع التداول على سهم الشركة من خلال أسئلة المحور الثالث بنص المقابلة اتضح أن عدد أيام التداول الرسمية لسهم الاتصالات في سوق فلسطين كانت خلال الأعوام من 2004 - 2007 كالتالي:

2004 -	2005 -	2006 -	2007 -
239	246	243	247

أما عن عدد أيام التداول الرسمية لسهم الاتصالات في سوق أبو ظبي خلال 2006 - 2007 فكانت كالتالي:

2006 -	2007 -
282	252

من الملاحظ هنا أن عدد الأيام المتاحة للتداول في سوق أبو ظبي أكبر من تلك المتاحة في سوق فلسطين المالي، وذلك مدعاة لزيادة أيام التداول على السهم في سوق أبو ظبي، وقد يكون هذا الاختلاف في عدد الأيام الرسمية للتداول ناتجاً عن اختلاف القواعد والنظم والإجراءات التي تحكم كلا السوقين الماليين من واقع انتساب كل سوق لدولة مختلفة سياسياً واقتصادياً.

أما عن عدد أيام التداول الفعلية التي حدثت على سهم الشركة في السوق منذ إدراجه فيه فكانت كالتالي:

2007	2006	2005	2004
247	243	246	239
12	30		

- سوق فلسطين:

- سوق أبو ظبي:

إلا أننا نلاحظ هنا أن عدد أيام التداول الفعلية التي حدثت على سهم الاتصالات في سوق فلسطين كانت مطابقة لعدد أيام التداول الرسمية، مما يدل على تداولها في جميع أيام التداول المتاحة، ويدل ذلك على تميز سهم الاتصالات بالسيولة العالية، في الوقت الذي نجد عدد مرات تداولها في سوق أبو ظبي لا يتعدى 30 يوم من أصل 282 يوم في 2006، و 12 يوم من أصل 252 يوم في 2007، ويدل ذلك على الانخفاض الشديد لسيولة هذا السهم في سوق أبو ظبي، فلا يوجد طلب ولا صفقات عليه.

وبسؤال المقابل السيد شرحبيل عن اختلاف عدد الصفقات على سهم الاتصالات في كلا السوقين، قدم البيانات التالية:

عدد الصفقات على سهم بالتل في سوق أبو ظبي

جدول (3,14)

يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	المجموع
11	5	4	6	3	7	4	0	2	0	0	1	43
1	3	1	3	0	0	1	0	0	2	2	0	13

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البيانات من المقابلة ملحق رقم (2)

وبذلك نرى عدم نجاح الإدراج المزدوج في التأثير إيجاباً على كل من حجم التداول وعدد الصفقات على سهم الاتصالات سواء في سوق أبو ظبي أو سوق فلسطين للأوراق المالية.

أما بالنسبة لسيولة السهم :

فقد أقر مساهمو الشركة حسب نص الاستبانة التي وزعت عليهم بنسبة تعادل 45.9% أن سهم الشركة يتمتع بدرجة عالية من السيولة من وجهة نظرهم. أما فيما يتعلق بالشركة، فتبعاً للمقابلة مع السيد شرحبيل، فإن عدد الأسهم المطروحة لشركة الاتصالات في سوق أبو ظبي:

بيانات سهم بالتل في سوق أبو ظبي خلال السنوات 2007/2005

جدول (3,15)

السنة	عدد الأسهم المطروحة	عدد الأسهم المتداولة (حجم التداول)
2005	113,993	70465
2006	337,810	37636
2007	4,351,153	4297

المصدر: من إعداد الباحثة والبيانات مقتبسة من سوق أبو ظبي والمقابلة ملحق رقم (2).

وبحساب سرعة التداول التي يجب أن تكون مرتفعة للاعتراف بسيولة السهم، نجد أن:

سرعة التداول = عدد الأسهم المتداولة / عدد الأسهم المطروحة

سرعة التداول على سهم بالتل في سوق أبو ظبي:

جدول (3,16)

السنة	سرعة التداول
2005	0.618152
2006	0.111412
2007	0.000988

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول (3,16) أن سرعة التداول في العامين 2006، 2007 تكاد لا تذكر وبذلك نستنتج أن السهم في أبو ظبي هذين العامين لم يتميز بأي نوع من السيولة، ويرجع ذلك لقلة الصفقات المتعلقة به وعدم وجود طلب عليه مع زيادة عدد الأسهم المطروحة في السوق. بينما نجد سرعة التداول في نهاية عام 2005 (0.618152) وهي بذلك تعد مرتفعة ، ولكن لا يمكن تعميمها والحكم على زيادة سيولة السهم بسبب الإدراج المزدوج في سوق ابو ظبي، لأنها تعتبر في الأيام الأولى لإدراج السهم في هذا السوق، كما أن عام 2005 كان يعتبر عام انتعاش وارتفاع للبورصات العربية عامة.

بالإضافة إلى كون شركة الاتصالات تعمل بالأراضي الفلسطينية والتي تعيش ظروفًا سياسية واقتصادية غير مستقرة، فكان هذا عاملاً غير مشجعاً على الاستثمار بها.

بيانات سهم شركة الاتصالات الفلسطينية في سوق فلسطين خلال 2007/2004

جدول(3,17)

السنة	عدد الأسهم المكتتب	حجم التداول (عدد الاسهم المتداولة)
2004	67,464,053	16,310,301
2005	101,250,000	64,275,121
2006	131,625,000	43,577,701
2007	131,625,000	29,167,780

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البيانات من جدول (3,13) ووحدة البحوث في سوق فلسطين

أما عن سرعة التداول لسهم الاتصالات في سوق فلسطين المالي:

سرعة التداول لسهم بالتل في سوق فلسطين:

جدول (3,18)

السنة	سرعة التداول
2004	0.241763
2005	0.634816
2006	0.331075
2007	0.221598

المصدر: من إعداد الباحثة

يلاحظ هنا أن أعلى رقم سجل في العام 2005 ثم بدأ بالانحدار، ولكن انحداره لم يكن شديدا مقارنة به في سوق أبو ظبي. وبذلك نستنتج أن سيولة السهم في سوق فلسطين أعلى منها في سوق أبو ظبي أي أن الإدراج المزدوج لم يؤثر إيجابا على سيولة السهم.

ثانيا: يعتبر الإدراج المزدوج وسيلة لمواجهة المخاطر العامة مثل الظروف الاقتصادية والخاصة مثل سوء إدارة السوق.

تبعاً لما جاء في نص المقابلة المحور الرابع:

- أجاب السيد شرحبيل بأن الشركة لم تتعرض لأي من الملاحظات مثل نقل الإدراج أو التعليق أو الشطب من كلا السوقيين، وهذا يدل على التزام الشركة وانضباطها بمعايير وشروط السوقيين. ويعتبر ذلك عاملاً مطمئناً لمساهمي الشركة كما جاء في جدول (3,44) أن نسبة كبيرة من المساهمين 64,3% يفضلون خضوع الشركة لرقابة وإدارة السوقيين معاً، فإن هذه الخطوة تحقق نوعاً من الرضا والاطمئنان للمساهمين بنسبة عالية، وذلك قد يكون بسبب اقتناع المبحوثين بأن ذلك يخفف من المخاطر التي قد يتعرضون لها. كما أكد السيد شرحبيل أن الشركة تلتزم بقواعد سوق أبو ظبي بدرجة كبيرة وذلك يدعم ما أشرنا إليه بالأعلى.

- كما أضاف أن الشركة تقوم بعملية الإفصاح عن بياناتها ومعلوماتها بالتزامن خلال السوقيين وبنفس الكمية والعدد، وأن القواعد المنظمة في سوق أبو ظبي المالي تختلف عن تلك المعمول بها في سوق فلسطين المالي بدرجة ضئيلة، وأن نشاطات الإفصاح تتم بالتزامن في كلا السوقيين ولا تختلف في عددها وحجمها . ونستنتج من هنا أن الشركة لم تتعرض لمخاطر سوء إدارة السوق في كلا السوقيين إذ أن إجراءاتها وقواعدها لا تختلف بدرجة كبيرة حتى الإفصاح فيهما يتم بالتزامن.
- حيث أكد السيد شرجبيل أن الإدراج المزدوج لم يكن وسيلة فعالة لتجنب وتخفيف المخاطر التي قد تواجه الشركة، سواء كانت عامة مثل الظروف الاقتصادية والسياسية السيئة، أو خاصة مثل سوء إدارة السوق .

ثالثاً: يؤدي الإدراج المزدوج إلى كفاءة التسعير و تقليل متوسط تكلفة رأس المال في الهيكل التمويلي.

- تبعاً للمحور الخامس والسادس والذان يتضمنان مناقشة الهيكل التمويلي للشركة:
- أكد السيد شرجبيل أن الشركة تعتمد التمويل الداخلي مثل إصدار الأسهم والتمويل الخارجي مثل القروض. وأنها تتبع سياسة احتجاز الأرباح لاستخدامها في التمويل الداخلي وتعويض المساهمين عن طريق الأسهم المجانية .
 - ولم يجب السيد شرجبيل عن السؤال الذي يتعلق باختلاف تكلفة إصدار الأسهم بعد عملية الإدراج المزدوج، متعللاً بأن الأشخاص الذين عملوا على هذه التجربة في تلك الفترة قد تركوا الشركة وصعب الوصول إليهم، وهنا تحمل المسؤولية لنظام حفظ المعلومات والأرشفة بالشركة. ولكنه أضاف أن الإدراج المزدوج لم يؤثر على متوسط تكلفة الهيكل التمويلي.
 - أضاف السيد شرجبيل أن تكاليف الإدراج في سوق أبو ظبي منخفضة بالمقارنة مع تكاليفه في سوق فلسطين، ولكن يعزى ذلك إلى كمية الأسهم القليلة المطروحة بسوق أبو ظبي مقارنة بتلك المطروحة في سوق فلسطين، كما يتضح من جدول (3،15) و (3،17).

دراسة السعر العادل للسهم:

تؤكد الشركة هنا أن الإدراج المزدوج لم يساهم في تحقيق كفاءة التسعير لسهم الشركة بالدرجة المطلوبة إذ كان أثره ضئيلاً، وتفيد بأن سعر السهم تغير إيجاباً بعد الإدراج المزدوج ولكن لفترة مؤقتة وهي بداية إدراجه في سوق أبو ظبي، ثم لم يلبث أن انحدر. في حين لم تفيدنا الشركة عن موضوع السعر العادل وتمثيله للقيمة الحقيقية للسهم. إذن نستنتج أن الإدراج المزدوج لسهم الشركة لم ينجح في تحقيق كفاءة التسعير وتقليل تكلفة الهيكل التمويلي.

رابعاً: يؤدي الإدراج المزدوج إلى توفير فرص توسيع نشاط الشركة خارج حدود الدولة.

تبعاً للمحور السابع من نص المقابلة:

- أكدت الشركة أنها لم تتلق أي عروض للاستثمار أو الشراكة من أي مكان كوسيلة للتوسع الخارجي، وأنها لازالت في طور دراسة بعض الخطط والمقترحات. وبذلك نرى أنه في فترة الإدراج المزدوج والتي قاربت على 3 سنوات لم يتم إنجاز أي خطوات في مجال التوسع الخارجي للشركة، كما وذلك يدل على أن الإدراج المزدوج لم يكن له دور في طرح إسم الشركة أمام المستثمرين الخارجيين.

- يتضح أيضاً في هذا المحور من المقابلة أن الإدراج المزدوج اعتبر ميزة تنافسية تميز شركة الاتصالات بين قريناتها في سوق فلسطين ولكن بدرجة متوسطة، إذ أن هناك اعتبارات أخرى تهم المستثمرين في فلسطين مثل حجم الشركة ونشاطها وأرباحها السنوية وسياساتها في توزيع الأرباح، وترى شركة الاتصالات أن اتباع تجربة الإدراج المزدوج يعود لسياسة الشركة التي تتبعها وأهدافها التي تضعها في خططها .

تعليق على نتائج الفرضية:

من خلال هذه الفرضية تم التعرف على خطوات عملية الإدراج المزدوج لسهم الاتصالات واكتشاف نقاط القوة والضعف بها، حيث تبين أن هذه الميزة تقتصر على شريحة ضئيلة جدا من المساهمين، كما أنها لم تتكرر لمساهمين آخرين، وأن عملية اختيار المساهمين الذين سيكتسبون هذه الميزة منذ البداية كانت تقتصر للدراسة والتخطيط وتمت بشكل عفوي.

ولم تتجح هذه العملية في تحقيق الأثر الإيجابي أو السلبي على حجم التداول والسيولة العالية لسهم الشركة، وأن هذه السيولة والتداول العالي لسهم الشركة في سوق فلسطين لم يكن بسبب إدراجها في سوق أبو ظبي.

واتضح أيضا أن هذه العملية لم تكن عاملا مهما في تخفيض المخاطر التي تواجهها الشركة سواء كانت عامة مثل الظروف الاقتصادية أو خاصة مثل سوء إدارة السوق، حيث تبين هنا التزام الشركة بقوانين كلا السوقين إلا أن خضوع الشركة لرقابة كلا السوقين كان عاملا مطمئنا للمساهمين.

لم تؤثر عملية الإدراج المزدوج على تحقيق كفاءة التسعير لسهم الشركة بتأكيد من الشركة والتي عجزت عن مساعدة الباحثة في اكتشاف أثر هذه العملية على متوسط تكلفة الهيكل التمويلي، وذلك لعجز في نظام حفظ المعلومات بعد ترك المسؤولين عن هذه العملية للشركة.

كما لم توفر هذه العملية حتى تاريخ إنجاز الدراسة أي فرص استثمارية توسعية خارج حدود الدولة، واقتصرت العملية على دراسة بعض الخطط في هذا المجال.

- الفرضية الرئيسية الثالثة: الإدراج المزدوج يعود بالفائدة لمستثمري ومساهمي الشركة المدرجة .

وفقا للبيانات التي تم جمعها من الاستبانة (ملحق رقم 1) كانت النتائج على النحو التالي:

العمر بالسنوات

جدول (3,19)

النسبة المئوية	العدد	
1.0	1	أقل من 20
9.2	9	من 20 - 30
27.6	27	من 30 - 40
28.6	28	من 40 - 50
26.5	26	أكثر من 50
7.1	7	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

نلاحظ أن الفئة العمرية لمساهمي شركة الاتصالات غالبيتهم فوق 30 سنة حيث تمثل هذه الفئة ما نسبته 82% . وذلك يدل على أن سهم الاتصالات لا يجذب المغامرين وأصحاب السن الصغير وإنما يتجه إليه الفئة الناضجة العقلانية.

المؤهل العلمي

جدول (3,20)

النسبة المئوية	العدد	
15.3	15	الثانوية العامة
21.4	21	الدبلوم
51.0	50	البكالوريوس
6.1	6	الماجستير
6.1	6	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

أما عن المؤهل العلمي فإن نسبة الحاصلين على الثانوية العامة من مساهمي الشركة هي 15.3%، و الحاصلين على الدبلوم فنسبتهم 21.4%، والحاصلين على البكالوريوس فقد كانت نسبتهم 51% ويمثلون الأغلبية، والحاصلين على درجة الماجستير لا تتجاوز نسبتهم 6.1%، ولم يجب على هذا السؤال 6.1% من أفراد العينة المبحوثين. ونستنتج بذلك أن أغلبية مساهمي الشركة من طبقة المتعلمين والحائزين على درجة البكالوريوس

التوزيع الجغرافي

جدول (3,21)

النسبة المئوية	العدد	
61.2	60	غزة
29.6	29	الضفة
9.2	9	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

توزيع أفراد العينة حسب منطقة سكنهم كانت نسبة 61.2% من سكان قطاع غزة و 29.6% من سكان الضفة الغربية.⁵ وذلك لا يعود إلى قلة المساهمين بالضفة وإنما لصعوبة الوصول لهؤلاء الأفراد.

⁵ ومن الجدير بالذكر أن مفردات العينة الاستطلاعية والتي كانت بعدد 30 نسخة اشتملت على نسبة أعلى من سكان الضفة الغربية وتعادل 50%.

أسئلة وصفية عن المساهمين:

المحور الأول: التعرف على طبيعة المستثمر:

1 - بداية التعامل مع الأسهم في سوق فلسطين المالي؟

بداية التعامل مع الأسهم في سوق فلسطين

جدول (3,22)

النسبة المئوية	العدد	
22.4	22	منذ عام 1997
25.5	25	منذ عام 2000
19.4	19	ما بين عام 2004/2001
22.4	22	ما بين عام 2007/2005
7.1	7	عام 2008
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

حيث يبين جدول (3,22) بأن 22.4% كانوا منذ عام 1997، و 25.5% من أفراد العينة بدعوا منذ عام 2000، و 19.4% ما بين عام 2004/2001، و 22.4% ما بين 2005/2007، في حين كانت بداية 7.1% من أفراد العينة عام 2008، ولم يجب على الفقرة 3.1%. ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 10.421، درجات الحرية = 4، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.034، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha = 0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول بداية التعامل مع الأسهم في سوق فلسطين المالي. وبذلك يتضح أن نسبة قليلة 22.4% + 7.1% من أفراد العينة يعتبرون حديثو العهد في عالم الاستثمار في الأسهم، وبذلك يثبت صلاحية استخدام آراء هذه العينة لأنها تحتوي على نسبة كبيرة من أصحاب التجارب في الاستثمار في الأسهم.

2 - لديك معرفة بحقوقك كمساهم في الشركة التي اشتريت أسهمها؟

المعرفة بحقوق المساهم بالشركة

جدول (3,23)

النسبة المئوية	العدد	
4.1	4	لا أهتم
1.0	1	ليس لدي معرفة
4.1	4	معرفة ضئيلة
59.2	58	معرفة متوسطة
30.6	30	معرفة تامة
1.0	1	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,23) أن 4.1% لا يهتمون بذلك، و 1.0% ليس لديهم معرفة، و 4.1% لديهم معرفة ضئيلة، و 59.2% لديهم معرفة متوسطة، و 30.6% لديهم معرفة تامة، في حين لم يجب 1.0%.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 124.495 ، عند درجات الحرية = 4، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000 ، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول معرفة بحقوقك كمساهم في الشركة التي اشتريت أسهمها .

إذن معظم الآراء تؤكد إلمام المساهمين بحقوقهم بالشركة التي يساهمون فيها بدرجة عالية.

3- المحفظة الاستثمارية عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية (الأسهم) مختلفة العائد والمخاطر والنوع ، فهل تقوم بتقليل المخاطرة من خلال تكوين المحافظ الاستثمارية ؟

تقليل المخاطرة من خلال تكوين المحافظ الاستثمارية
جدول (3,24)

النسبة المئوية	العدد	
46.9	46	لا
51.1	50	نعم
2.0	2	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,24) أن 46.9% لا يقومون بذلك، و 51.1% يقومون بتكوين المحافظ، بينما لم يجب على الفقرة 2.0%.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 0.167، عند درجات الحرية = 1، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.683 ، وهي أكبر من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك لا يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا.

إذن نلاحظ هنا أن نشاط تكوين المحافظ الاستثمارية متواجد بدرجة متوسطة بين أفراد العينة. في حين كانت إجابات نسبة من أفراد العينة 18.4% تثبت أنهم يحتفظون بسهم الاتصالات فقط كما في جدول (3,25)، والمتوقع أن تكون هذه النسبة أعلى طبقاً لنتائج جدول (3,24)، وقد يكون ذلك ناتجاً عن عدم فهم المبحوثين لمعنى مصطلح المحفظة الاستثمارية.

4- عدد أسهم الشركات التي تحتفظ بها في محفظتك الاستثمارية بجانب سهم الاتصالات ؟

عدد الأسهم المحتفظ بها بالمحفظة الاستثمارية

جدول (3,25)

النسبة المئوية	العدد	
18.4	18	فقط الاتصالات
11.2	11	شركة واحدة
12.2	12	شركتان
34.7	34	ثلاثة إلى أربعة
20.4	20	خمسة فأكثر
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,25) أن 18.4% منهم يحتفظون بسهم الاتصالات فقط، و 11.2% يحتفظون بشركة واحدة بجانب الاتصالات، و 12.2% يحتفظون بشركتين أخريتين، و 34.7% يحتفظون بين 3-4 شركات أخرى، و 20.4% يحتفظون بخمسة فأكثر من الشركات، في حين لم يجب 3.1% على هذه الفقرة.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 17.895، عند درجات الحرية = 4، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.001، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول عدد الشركات التي يحتفظون بها في محافظتهم الاستثمارية بجانب سهم الاتصالات .

إننا نلاحظ أن أكثر مساهمي الشركة 34.7% يحتفظون بعدد 3-4 أسهم لشركات أخرى في محافظتهم الاستثمارية.

5- هل تعلم أن سهم الاتصالات مدرج في سوق أبو ظبي المالي؟
العلم بعملية إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي

جدول (3,26)

النسبة المئوية	العدد	
14.3	14	لا
84.7	83	نعم
1.0	1	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,26) أن 84.7% منهم يعلمون بذلك، و 14.3 لا يعلمون بذلك، في حين لم يجب 1.0%.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 49.082، عند درجات الحرية = 1، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا.

ويتوقع هنا أن تكون نسبة العالمين بهذه الخطوة أعلى من تلك المتحققة (84.7%)، ويدل ذلك على وجود بعض القصور والتهاون من قبل المساهمين في متابعة أخبار الشركة، إذ يستلزم ذلك زيادة الاهتمام بمعرفة كافة أخبار الشركة التي يساهم بها الفرد، كما ينسب ذلك أيضاً لضعف الجهود الإعلانية للشركة والخاصة بهذه العملية.

6- متى اشترت سهم الاتصالات ؟

تاريخ القيام بشراء سهم الاتصالات

جدول (3,27)

النسبة المئوية	العدد	
74.5	73	قبل الإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي في ديسمبر 2005
21.4	21	بعد الإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي في ديسمبر 2005
4.1	4	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,27) أن 74.5% من المساهمين قاموا بذلك قبل الإدراج المزدوج لسهم الشركة في سوق أبو ظبي، و 21.4% قاموا بذلك بعد الإدراج المزدوج، في حين لم يجب 4.1% على هذه الفقرة.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 28.766، عند درجات الحرية = 1، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول متى تم شراء سهم الاتصالات وبذلك يتضح عدم تأثير الإدراج المزدوج على دفع الأفراد لشراء سهم الشركة، وقد يكون ذلك لقلة الإعلان أو المعلومات المنشورة عن الموضوع.

7- تقوم بالتخلي عن سهم الاتصالات في حال انسحابها من سوق أبو ظبي؟

التخلي عن سهم الاتصالات بخروجها من سوق أبو ظبي

جدول (3,28)

النسبة المئوية	العدد	
84.7	83	لا
12.2	12	نعم
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,28) أن 84.7% منهم لن يقوموا بذلك، وأن 12.2% منهم سيقومون بذلك، في حين لم يجب 3.1% منهم على الفقرة.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 53.063، عند درجات الحرية = 1، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا.

إذن يتضح أنه لم يكن لتجربة الإدراج المزدوج أثر على إقبال الأفراد لشراء السهم وأن سهم الاتصالات يجذب المساهمين ليس لإدراجه في سوق أبو ظبي، وإنما هناك عوامل أخرى تتعلق بالشركة.

8- تأثرت قراراتك الاستثمارية المتعلقة ببيع وشراء سهم الاتصالات بعملية إدراج سهم الشركة في أبو ظبي؟

تأثر قرارات البيع والشراء لسهم الاتصالات بعملية الإدراج المزدوج

جدول (3,29)

النسبة المئوية	العدد	
26.5	26	بدرجة ضئيلة جدا
21.4	21	بدرجة ضئيلة
33.7	33	بدرجة متوسطة
9.2	9	بدرجة كبيرة
7.1	7	بدرجة كبيرة جدا
2.0	2	لم يحب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,29) أن 26.5% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، و 21.4% موافق بدرجة ضئيلة، و 33.7% موافق بدرجة متوسطة، و 9.2% بدرجة كبيرة، و 7.1% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 2.0% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

كذلك تشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 49.6%، قيمة اختبار الإشارة -3.78 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يؤكد أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك يتضح عدم تأثر القرارات الاستثمارية المتعلقة بسهم الاتصالات بإدراجه في سوق أبو ظبي إذ تجري الصفقات عليه بدون النظر له في سوق أبو ظبي، وهذا يوضح اختفاء تأثير الإدراج المزدوج على مساهمي الشركة.

9- رتب أنواع العائد الذي تفضل الحصول عليه عادة من استثماراتك في سوق فلسطين المالي ؟

ترتيب أنواع العائد الذي تفضل الحصول عليه
جدول (3,30)

النسبة المئوية	العدد	
34.7	34	التوزيعات النقدية للأرباح
29.6	29	توزيع الأسهم المجانية
30.6	30	التغير في قيمة السهم
2.0	2	توريد الأرباح للنمو في المستقبل
3.1	3	لم يجب
100%	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,30) أن 34.7% يفضلون التوزيعات النقدية للأرباح، و 29.6% يفضلون توزيع الأسهم المجانية، و 30.6% يفضلون التغير في قيمة السهم، و 2.0% يفضلون توريد الأرباح للنمو في المستقبل، بينما لم يجب 3.1% على الفقرة.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي $=27.147$ ، عند درجات الحرية $=3$ ، القيمة الاحتمالية $(Sig.)=0.000$ ، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول ترتيب أنواع العائد الذي يفضلون الحصول عليه عادة من استثماراتهم في سوق فلسطين المالي.

إذن يتضح من خلال العينة أن مساهمي الشركة لا يفضلون انتظار توريد الأرباح للنمو في المستقبل وتشكل التوزيعات النقدية أعلى قيمة لديهم وتليها التغير في قيمة السهم ثم توزيع الأسهم المجانية.

الفرضيات الفرعية:

أولاً: يساعد الإدراج المزدوج على تنويع الاستثمارات في المحافظ الاستثمارية:

1- هل تستثمر في شركات أخرى في سوق أبو ظبي المالي غير شركة الاتصالات؟

الاستثمار في شركات أخرى في سوق أبو ظبي

جدول (3,31)

النسبة المئوية	العدد	
88.8	87	لا
9.2	9	نعم
2.0	2	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

جدول (3,31) يبين أن 88.8% من أفراد العينة لا يستثمرون في شركات أخرى في سوق أبو ظبي المالي غير شركة الاتصالات بينما 9.2% يقومون بذلك وهناك 2% منهم لم يجب على هذا السؤال.

ومن خلال التحليل الإحصائي باستخدام اختبار مربع كاي كانت القيمة = 65.3 عند درجات الحرية = 1 القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا وهذا ما توضحه نتائج جدول (3,31).

أي أن عملية الإدراج المزدوج التي قامت بها شركة الاتصالات في سوق أبو ظبي لم تكن حافزا أو دافعا مهما لقيام مساهمي الشركة بالاستثمار في شركات سوق أبو ظبي ولم تكن سببا في قيام المستثمر باستكشاف شركات سوق أبو ظبي ومحاولة شراء أسهمها كخطوة في طريق تنويع الاستثمارات، حيث 88.8% من حجم العينة لم يستثمروا في شركات أخرى من سوق أبو ظبي المالي، والنسبة التي قامت بذلك ضئيلة جدا ولا تصلح للتعميم.

2- في حال الإجابة نعم: ما تاريخ بدء استثمارك في الشركات الأخرى في سوق أبو ظبي؟

تاريخ بدء الاستثمار في شركات سوق أبو ظبي

جدول (3,32)

النسبة المئوية	العدد	
33.3	3	قبل الاستثمار في الاتصالات
33.3	3	بعد الاستثمار في الاتصالات
33.3	3	لم يجب
100.0	9	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,32) أن 33.3% فقط منهم قاموا بهذا الاستثمار قبل استثمارهم في شركة الاتصالات، ومعنى ذلك أن شركة الاتصالات لم يكن لها دور في اتجاههم هذا الاتجاه، ونسبة الأشخاص الذين قاموا بالاستثمار في شركات أخرى من سوق أبو ظبي بعد الاستثمار في شركة الاتصالات هي 33.3%، ونرى أنها نسبة لا تصلح للحكم على دافعية الاتجاه للاستثمار في شركات سوق أبو ظبي. ولم يجب على هذا السؤال نسبة 33.3% من الأفراد.

3- هل قمت بالاستثمار في أسواق مالية دولية؟

القيام بالاستثمار في أسواق مالية دولية

جدول (3,33)

النسبة المئوية	العدد	
70.4	69	لا
27.6	27	نعم
2.0	2	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يعرض جدول (3,33) نسبة الأشخاص الذين سبق لهم الاستثمار بالأسواق المالية الدولية فكانت 27.6% وهي نسبة ضئيلة مقارنة بتلك التي تمثل الأشخاص الذين لم يقوموا بهذه الخطوة

حيث تمثل 70.4% وهي تكفي للحكم بأن عملية الإدراج المزدوج التي قامت بها شركة الاتصالات لم يكن لها دور فاعل في دفع المستثمرين على النظر لأسواق مالية أخرى وقيامهم بتنويع استثماراتهم من خلالها.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 18.375 عند درجات الحرية = 1، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا.

- في حال الإجابة بلا: هل تسعى للاستثمار في أسواق مالية دولية؟
السعي للاستثمار في أسواق مالية دولية

جدول (3,34)

النسبة المئوية	العدد	
16.0	11	بدرجة ضئيلة جدا
10.1	7	بدرجة ضئيلة
24.6	17	بدرجة متوسطة
16.0	11	بدرجة كبيرة
13.0	9	بدرجة كبيرة جدا
20.3	14	لم يجب
100.0	69	المجموع الكلي

تشير النتائج الموضحة في جدول (3,34) حول السعي للاستثمار في أسواق مالية دولية بأن 16.0% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، 10.1% موافق بدرجة ضئيلة، 24.6% موافق بدرجة متوسطة، 16.0% بدرجة كبيرة، و 13.0% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 20.3% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال. كذلك تشير النتائج أيضاً أن المتوسط الحسابي النسبي 60.0%، قيمة اختبار الإشارة 0.162 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.871 وهي أكبر من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة لا يختلف جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة متوسطة تقريباً من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك نرى أن الـ69 فردا الذين لم يستثمروا في أسواق مالية دولية، منهم 24.6% يهتمون بدرجة متوسطة للاستثمار في أسواق مالية دولية، أي لديهم استعداد متوسط للقيام بهذا، وذلك بالإضافة إلى الأشخاص الآخرين الذين لديهم استعداد كبير للقيام بهذه الخطوة إذ تمثل نسبتهم 16% + 13%، وبذلك لم تكن خطوة الإدراج المزدوج دافعا ومحفزا في جعلهم يقدمون على هذه الخطوة.

4- هل الاستثمار في سوق أبو ظبي يحقق مزايا التنويع الدولي من وجهة نظرك؟

تحقق مزايا التنويع الدولي بالاستثمار في سوق أبو ظبي

جدول (3,35)

النسبة المئوية	العدد	
19.4	19	بدرجة ضئيلة جدا
20.4	20	بدرجة ضئيلة
28.6	28	بدرجة متوسطة
18.4	18	بدرجة كبيرة
5.1	5	بدرجة كبيرة جدا
8.2	8	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,35) أن الاستثمار في سوق أبو ظبي يحقق مزايا التنويع الدولي بدرجة ضئيلة، حيث اعتبر 19.4% من أفراد العينة، بينما 20.4% موافق بدرجة ضئيلة، و 28.6% موافق بدرجة متوسطة، و 18.4% بدرجة كبيرة، و 5.1% موافق بدرجة كبيرة جدا. و 8.2% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

وبحساب المتوسط الحسابي النسبي كانت القيمة 53.4%، قيمة اختبار الإشارة 1.905 والقيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.029 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، ويشير متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة للنقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك فإن نسبة ضئيلة من مساهمي شركة الاتصالات تقتنع بتحقيق سوق أبو ظبي لمزايا التنويع الدولي. وبذلك هي في وجهة نظرهم خطوة بدون جدوى. ويذكر أن هناك بعض الأسواق العربية مثل سوق الكويت وبورصة دبي تستطيع أن تحقق التنويع الدولي بدرجة أكبر من سوق أبو ظبي، لكبر حجم الشركات المدرجة به خاصة الشركات الأجنبية القادمة من دول أخرى، إذ لا تتعدى الشركات الأجنبية في سوق أبو ظبي الأربع شركات.

5- هل تريد الاستثمار في أدوات مالية غير الأسهم مثل السندات وشهادات الإيداع؟

الرغبة في الاستثمار في أدوات مالية غير الأسهم

جدول (3,36)

النسبة المئوية	العدد	
63.3	62	لا
22.4	22	نعم
9.2	9	لا أعرف
5.1	5	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يوضح الجدول (3,36) أن 63.3% من العينة لا يرغبون في الاستثمار في أدوات مالية أخرى، وأن 22.4% منهم يرغبون في ذلك، وقرر 9.2% بأنهم لا يعرفون ذلك، فيما لم يجب 5.1% على هذه الفقرة.

ومن خلال التحليل الإحصائي كانت قيمة اختبار مربع كاي = 49.226، عند درجات الحرية = 2، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha = 0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة لصالح الإجابة "لا"، وهذا ما توضحه نتائج جدول (3,36).

نجد هنا أن النسبة الأكبر من المبحوثين 63.3% ليس لديهم الاستعداد للاستثمار في أدوات مالية أخرى غير الأسهم وبذلك فإنهم لن يهتموا بتنويع استثماراتهم من خلال الاستثمار في أدوات مالية أخرى مثل السندات والصكوك وشهادات الإيداع، وبالتالي فإن عملية الإدراج المزدوج تفقد تأثيرها في الدفع على تنويع الاستثمارات في العينة المستخدمة.

6- عند قيام بعض الشركات الخارجية بإدراج أسهمها في سوق فلسطين المالي إلى جانب أسواقها المالية ، هل تساهم بها؟

الرغبة بالمساهمة في شركات أجنبية

جدول (3,37)

النسبة المئوية	العدد	
11.2	11	لا
45.9	45	نعم
37.8	37	ليس في كل الأحوال
5.1	5	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يشير الجدول (3,37) أن نسبة كبيرة 45.9% ترغب في شراء أسهمها والاستثمار بها، ونسبة 11.2% لا ترغب في الاستثمار بها، ونسبة 37.8% لن تستثمر بها في جميع الأحوال وهناك عوامل أخرى تؤثر على قرارهم هذا، في حين لم يجب على هذه الفقرة 5.1%. ومن خلال التحليل الإحصائي فإن قيمة اختبار مربع كاي = 20.387، عند درجات الحرية = 2، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000 ، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة لصالح الإجابة "نعم".

وبذلك فإنه بنسبة 45.9% يرى أفراد العينة أن الإدراج المزدوج الذي تقوم به شركات خارجية في سوق فلسطين المالي سيؤدي إلى التنويع في الاستثمارات من خلال قيام المبحوثين بالاستثمار بها وشراء أسهمها،

7- الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق الرغبة في الاستثمار الخارجي؟
تحقق الرغبة في الاستثمار الخارجي عن طريق سهم الاتصالات

جدول (3,38)

النسبة المئوية	العدد	
19.4	19	بدرجة ضئيلة جدا
8.2	8	بدرجة ضئيلة

46.9	46	بدرجة متوسطة
16.3	16	بدرجة كبيرة
9.2	9	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,38) أن 19.4% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، 8.2% موافق بدرجة ضئيلة، 46.9% موافق بدرجة متوسطة، و 16.3% بدرجة كبيرة. وتبين أن هناك 9.2% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال. كذلك تشير النتائج أيضاً أن المتوسط الحسابي النسبي 53.4% ، قيمة اختبار الإشارة 1.525 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.127 وهي أكبر من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة لا يختلف جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة متوسطة تقريباً من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك فإنه 46.9% من أفراد العينة يوافقون على أن الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق الرغبة في الاستثمار الخارجي بدرجة متوسطة، أي أن الاستثمار في سهم الاتصالات لن يحقق التنويع الاستثماري بدرجة عالية في رأي المبحوثين.

8- نوع العملة التي تستثمر بها في محفظتك الاستثمارية؟ "هنا يجوز اختيار أكثر من نقطة"

نوع العملة المحتفظ بها بالمحفظة الاستثمارية

جدول (3,39)

النسبة المئوية	العدد	
50.7%	79	دولار
47.4%	74	دينار
1.9%	3	درهم
0.0%	0	ريال

يشير الجدول (3,39) أن نسبة 50.7% من أفراد العينة يستخدمون الدولار الأمريكي في استثماراتهم، ونسبة 47.4% يستخدمون الدينار الأردني، أما من يستخدمون الدرهم فهم 1.9%، ولم يختار أحد عملة الريال.

ومن خلال التحليل الإحصائي فإن قيمة اختبار مربع كاي = 69.5، درجات الحرية = 2، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين يستخدمون أنواع عملة مختلفة.

أي أن عملية الإدراج المزدوج لم تسهم في تنويع الاستثمارات من خلال التنويع في العملة إذ أن عمليتي الدولار والدينار مستخدمتان في فلسطين بشكل مستمر.

ثانياً: يؤدي الإدراج المزدوج إلى تقليل مستوى المخاطرة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية.

1. تتأثر القرارات الاستثمارية بالظروف الاقتصادية في الوطن؟

تأثر القرارات الاستثمارية بالظروف الاقتصادية

جدول (3,40)

النسبة المئوية	العدد	
7.1	7	بدرجة ضئيلة جداً
2.0	2	بدرجة ضئيلة
10.2	10	بدرجة متوسطة
25.5	25	بدرجة كبيرة
52.0	51	بدرجة كبيرة جداً
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,40) أن 7.1% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 2.0% موافق بدرجة ضئيلة، و 10.2% موافق بدرجة متوسطة، و 25.5% بدرجة كبيرة، و 52.0% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 3.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

وأن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 83.4 %، قيمة اختبار الإشارة 7.159 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد زاد عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة كبيرة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك يتضح أن المخاطرة التي يواجهها المستثمرون عالية، ولكن بسبب الظروف الاقتصادية في الوطن، حيث اتفق 52.0% من المبحوثين بتأثر القرارات الاستثمارية بالظروف الاقتصادية بدرجة كبيرة جداً، وبذلك يطغى تأثير الظروف الاقتصادية على تأثير عملية الإدراج المزدوج على المخاطرة الإجمالية التي يتعرض لها المستثمرون.

2. الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق نوع من الحماية من المخاطر كونها مدرجة في سوق أبو ظبي؟

تحقق الحماية من المخاطر بالاستثمار في سهم الاتصالات

جدول (3,41)

النسبة المئوية	العدد	
29.6	29	بدرجة ضئيلة جداً
14.3	14	بدرجة ضئيلة
35.7	35	بدرجة متوسطة
10.2	10	بدرجة كبيرة
5.1	5	بدرجة كبيرة جداً
5.1	5	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,41) أن 29.6% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 14.3% موافق بدرجة ضئيلة، و 35.7% موافق بدرجة متوسطة، و 10.2% بدرجة كبيرة، و 5.1% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 5.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

وأن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 48.8%، وقيمة اختبار الإشارة -3.545 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك يتضح أنه إذا كان سهم الاتصالات يحقق نوعاً من الحماية فهي لا تعزى إلى كونها مدرجة في سوق أبو ظبي، إذ أن الظروف الاقتصادية لها التأثير الأكبر في وجود المخاطر، فنسبة الذين وافقوا على ذلك بصورة كبيرة لا تتعدى 15.3% والتي تتمثل في الموافقين بدرجة كبيرة وبدرجة كبيرة جداً.

3. هل كان إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي داعماً ومسانداً لحماية حقوق المساهمين؟

دعم حقوق المساهمين من خلال إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي
جدول (3,42)

النسبة المئوية	العدد	
36.7	36	بدرجة ضئيلة جداً
22.4	22	بدرجة ضئيلة
15.3	15	بدرجة متوسطة
15.3	15	بدرجة كبيرة
2.0	2	بدرجة كبيرة جداً
8.2	8	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,42) أن 36.7% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 22.4% موافق بدرجة ضئيلة، و 15.3% موافق بدرجة متوسطة، و 15.3% بدرجة كبيرة، و 2.0% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 8.2% من أفراد العينة لم يجب على

هذا السؤال. حيث يتضح من جدول (3,23) أن جمهور المبحوثين لديهم معرفة متوسطة بحقوقهم بنسبة 59.2% ولديهم معرفة تامة بذلك بنسبة 30.6% وأن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 43.3%، قيمة اختبار الإشارة -4.619 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك تغلب عدم موافقة المبحوثين على تأثير إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي داعماً ومسانداً لحقوق المساهمين، إذ تمثل نسبة عدم الموافقة (36.7% + 22.4%) ونسبة الذين وافقوا (15.3% + 2.0%). إذ لم تتجح تجربة الاتصالات في إقناع المساهمين بكون عملية الإدراج المزدوج داعمة لحقوقهم.

4. يساهم إدراج سهم الشركة في سوق أبو ظبي بعدالة تسعير أسهمها ؟
عدالة تسعير سهم الشركة عن طريق إدراجه في سوق أبو ظبي

جدول (3,43)

النسبة المئوية	العدد	
27.6	27	بدرجة ضئيلة جداً
22.4	22	بدرجة ضئيلة
30.6	30	بدرجة متوسطة
11.2	11	بدرجة كبيرة
2.0	2	بدرجة كبيرة جداً
6.1	6	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,43) أن 27.6% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 22.4% موافق بدرجة ضئيلة، و 30.6% موافق بدرجة متوسطة، و 11.2% بدرجة

كبيرة، و 2.0% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 6.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

وأن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 46.7%، قيمة اختبار الإشارة -4.445 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك اعترفت نسبة كبيرة (27.6% + 22.4) من مساهمي الشركة بعدم مساهمة الإدراج المزدوج للسهم في سوق أبو ظبي بعدالة تسعيره، ونسبة ضئيلة التي وافقت على ذلك تتمثل في (11.2% + 2.0%). وهذا يثبت عدم مساهمة هذا الإدراج في عدالة تسعير سهم الشركة.

5. هل تفضل أن يخضع السهم الذي تستثمر فيه إلى رقابة وإدارة سوق أخرى مع سوق فلسطين المالي؟

تفضيل خضوع السهم لرقابة سوق أخرى

جدول (3,44)

النسبة المئوية	العدد	
10.2	10	لا
64.3	63	نعم
21.4	21	أحياناً
4.1	4	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين الجدول (3,44) أن نسبة 10.2% من المبحوثين لم توافق على ذلك وهي نسبة ضئيلة جداً مقارنة بالذين يفضلون ذلك وتتمثل بـ 64.3% ، والذين يفضلون ذلك أحياناً نسبتهم 21.4% في حين لم يجب على هذه الفقرة 4.1%.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 49.936 ، عند درجات الحرية = 2، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000 ، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق

جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا أو أحياناً وهذا ما توضحه نتائج جدول (3,44).

وبذلك فإن هذه الخطوة تحقق نوعاً من الرضا والاطمئنان للمساهمين بنسبة عالية، وذلك قد يكون بسبب اقتناع المبحوثين بأن ذلك يخفف من المخاطر التي قد يتعرضون لها.

من المحاور الأول:

إذا تم وضع أموالك في استثمار ذي عائد متوقع كبير وتحيطه درجة عالية من مخاطر الاستثمار هل تكون راضياً؟

درجة الرضا بالاستثمار الخطر ذي العائد الكبير

جدول (3,45)

النسبة المئوية	العدد	
10.2	10	بدرجة ضئيلة جداً
14.3	14	بدرجة ضئيلة
53.1	52	بدرجة متوسطة
18.4	18	بدرجة كبيرة
4.1	4	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,45) أن 10.2% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 14.3% موافق بدرجة ضئيلة، و 53.1% موافق بدرجة متوسطة، و 18.4% بدرجة كبيرة، و 0% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 4.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

كذلك تشير النتائج أيضاً أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 56.6% ، قيمة اختبار الإشارة -0.772 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.440 وهي أكبر من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة لا يختلف جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة متوسطة تقريباً من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك نرى أن درجة رضا المساهمين وإقبالهم على الاستثمارات الخطرة والتي توفر عائدا متوقعا مرتفعا كانت درجة متوسطة، أي أن صفة المغامرة لا تسود بين مستثمري شركة الاتصالات وهي متوفرة بدرجة متوسطة حسب ما قررته العينة المختارة.

ثالثا: يمكن الإدراج المزدوج المستثمرين من حمل أوراق مالية ذات عائد مجدي وتمتاز بالسمعة العالمية.

1- ما نوع العائد الذي يحققه لك سهم الاتصالات؟ "هنا يجوز اختيار أكثر من نقطة"
نوع العائد الذي يحققه سهم الاتصالات للمساهم

جدول (3,46)

النسبة المئوية	العدد	
39.7%	73	التوزيعات النقدية للأرباح
28.8%	53	توزيع الأسهم المجانية
21.2%	39	التغير في قيمة السهم
8.7%	16	النمو في قيمة الشركة
1.6%	3	توفير مركز اجتماعي مميز

تشير نتائج الجدول (3,46) حول نوع العائد الذي يحققه سهم الاتصالات لمساهميهم بأن 39.7% من أفراد العينة يتحقق لهم عائدا من خلال التوزيعات النقدية، أما 28.8% فقد قرروا أنهم يحصلون على الأسهم المجانية كعائد، أما نسبة الذين يحصلون على العائد من خلال التغير في قيمة السهم فكانوا 21.2%، وكانت نسبة الذين اختاروا توفير المركز الاجتماعي المميز كعائد متحقق من الاستثمار في سهم الاتصالات هي 1.6%.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 85.674 ، درجات الحرية = 4، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول نوع العائد الذي يحققه لك سهم الاتصالات وهذا ما توضحه نتائج جدول (3,46).

ويتضح أن الشركة تتبع سياسة توزيع النقدية والأسهم المجانية بشكل كبير كما هو ملاحظ من الجدول (3,46)، وأن توزيع الأرباح النقدية تمثل العائد الأعلى تحققا حيث كانت نسبة اختياره

39.7%، وأن سهم الاتصالات لا يعتبر سهم مضاربة بسبب اختيار نسبة قليلة من المساهمين لعائد التغير في قيمة السهم. ونربط نتيجة هذا الجدول بجدول (3,30) تفضيلات المساهم للعائد، فنرى أن المساهمين يفضلون التوزيعات النقدية والأسهم المجانية بدرجة كبيرة (34% + 29%). وبذلك يكون سهم الاتصالات عبارة عن ورقة ذات عائد مجدي لأنها تحقق لهم ما يحتاجون من عائد.

2- هل يرتفع عائد سهم الاتصالات عن عوائد شركات قطاع الخدمات في سوق فلسطين؟

درجة ارتفاع عائد سهم الاتصالات عن غيره بنفس القطاع في سوق فلسطين

جدول (3,47)

النسبة المئوية	العدد	
7.1	7	بدرجة ضئيلة جدا
6.1	6	بدرجة ضئيلة
45.9	45	بدرجة متوسطة
19.4	19	بدرجة كبيرة
20.4	20	بدرجة كبيرة جدا
1.0	1	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,47) أن 7.1% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، و 6.1% موافق بدرجة ضئيلة، و 45.9% موافق بدرجة متوسطة، و 19.4% بدرجة كبيرة، و 20.4% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 1.0% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

كذلك تشير النتائج أيضاً أن المتوسط الحسابي النسبي 68.0%، قيمة اختبار الإشارة 3.467 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.001 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه

الفقرة قد زاد عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة كبيرة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

ويتضح بذلك أن عائد سهم الاتصالات أعلى من العوائد المتحققة من الشركات الأخرى من نفس القطاع، إذن هو عائد مجدي ولكن هل بسبب الإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي؟

3- هل ساهم الإدراج المزدوج لسهم الاتصالات في تحقيق الارتفاع في العائد المتحقق من سهم الشركة؟

مساهمة الإدراج المزدوج في تحقيق ارتفاع العائد

جدول (3,48)

النسبة المئوية	العدد	
35.7	35	بدرجة ضئيلة جدا
19.4	19	بدرجة ضئيلة
24.5	24	بدرجة متوسطة
14.3	14	بدرجة كبيرة
6.1	6	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,48) أن 35.7% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، و 19.4% موافق بدرجة ضئيلة، و 24.5% موافق بدرجة متوسطة، و 14.3% بدرجة كبيرة. وتبين أن هناك 6.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال. و تشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 43.7%، و قيمة اختبار الإشارة -4.729 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك يثبت أن الارتفاع في سهم الاتصالات مقارنة بالشركات الأخرى من نفس القطاع لم يكن بسبب قيامها بالإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي، وبذلك لم يكن هذا الإدراج محققاً للارتفاع في العائد، وإنما هناك عوامل أخرى تسبب هذا الارتفاع في العائد.

4- من وجهة نظرك هل وفر الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات السمعة العالمية بين الشركات الأخرى في سوق فلسطين المالي؟

توفير الإدراج المزدوج السمعة العالمية للشركة

جدول (3,49)

النسبة المئوية	العدد	
32.7	32	بدرجة ضئيلة جدا
14.3	14	بدرجة ضئيلة
24.5	24	بدرجة متوسطة
20.4	20	بدرجة كبيرة
5.1	5	بدرجة كبيرة جدا
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,49) أن 32.7% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، و 14.3% موافق بدرجة ضئيلة، و 24.5% موافق بدرجة متوسطة، و 20.4% بدرجة كبيرة، و 5.1% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 3.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

و تشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 49.9%، قيمة اختبار الإشارة -2.374 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.018 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك يتضح أن الإدراج المزدوج لسهم الشركة في سوق أبو ظبي لم يوفر لها السمعة العالمية بين الشركات الأخرى المدرجة في سوق فلسطين المالي.

من المحاور الخمس:

4- هل يختلف سعر سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي عنه في سوق فلسطين ؟

اختلاف سعر سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي عنه في سوق فلسطين

جدول (3,50)

النسبة المئوية	العدد	
15.3	15	بدرجة ضئيلة جدا
19.4	19	بدرجة ضئيلة
41.8	41	بدرجة متوسطة
9.2	9	بدرجة كبيرة
5.1	5	بدرجة كبيرة جدا
9.2	9	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

تشير النتائج الموضحة في جدول (3,50) حول اختلاف سعر سهم الاتصالات في سوق فلسطين المالي عنه في سوق أبو ظبي بأن 15.3% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، 19.4% موافق بدرجة ضئيلة، 41.8% موافق بدرجة متوسطة، 9.2% بدرجة كبيرة، و 5.1% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 9.2% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

كذلك تشير النتائج أيضاً أن المتوسط الحسابي النسبي 53.3%، قيمة اختبار الإشارة -2.742 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.006 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

إذن قد أقر أفراد العينة أن سعر سهم الاتصالات في سوق فلسطين لا يختلف عن سعره في سوق أبو ظبي وبذلك يثبت اطلاع العينة على أخبار السهم في كلا السوقين وتوفر المعلومات

بشكل جيد عن السهم، حيث قامت الباحثة بمراقبة سعر السهم في كلا السوقين منذ إدراجه بسوق أبو ظبي، وتم التأكد من أن سعر السهم لا يختلف في كلا السوقين، باستثناء فرق سعر صرف العملة.

5- في حال الاختلاف: سعر سهم الاتصالات في أبو ظبي ؟

حال سعر سهم الاتصالات في أبو ظبي

جدول (3,51)

النسبة المئوية	العدد	
2.0	2	أدنى كثيرا
28.6	28	أدنى قليلا
45.9	45	اعلى قليلا
2.0	2	اعلى كثيرا
21.4	21	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

تشير نتائج الجدول (3,51) بأن 2.0% من المساهمين قرروا أن سعر السهم في سوق أبو ظبي أدنى قليلا عنه في سوق فلسطين، و 28.6% اختاروا أنه أدنى قليلا، و 45.9% اختاروا أنه أعلى قليلا، و 2.0% اختاروا أنه أعلى كثيرا، و 21.4% لم يجيبوا على الفقرة. ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 69.338، عند درجات الحرية = 3، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha = 0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول سعر سهم الاتصالات في أبو ظبي وهذا ما توضحه نتائج جدول (3,51).

فاتفقت نسبة كبيرة 45.9% على أن سعر السهم في سوق أبو ظبي أعلى قليلا من سعره في سوق فلسطين المالي، وبذلك يثبت اطلاع العينة على أخبار السهم في كلا السوقين وتوفر المعلومات بشكل جيد عن السهم.

رابعاً: يوفر الإدراج المزدوج إمكانية الحصول على السيولة اللازمة.

1. عند حاجتك للنقدية : مقارنة بالأسهم الأخرى في سوق فلسطين فإن تحويل سهم الاتصالات للنقدية يتميز ؟

درجة سهولة تحويل سهم الاتصالات للنقدية

جدول (3,52)

النسبة المئوية	العدد	
45.9	45	بدرجة عالية من السهولة
36.7	36	بدرجة متوسطة من السهولة
1.0	1	بدرجة عالية من الصعوبة
7.1	7	بدرجة متوسطة من الصعوبة
8.2	8	بنفس الدرجة مع الأسهم الأخرى
1.0	1	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,52) أن 45.9% من أفراد العينة اختاروا بأنها تمتاز بدرجة عالية من السهولة، و 36.7% اختاروا أنها تمتاز بدرجة متوسطة من السهولة، بينما اختار 1.0% تميزها بدرجة عالية من الصعوبة، و 7.1% اختاروا تميزها بدرجة متوسطة من الصعوبة، و 8.2% اختاروا بنفس الدرجة مع الأسهم الأخرى.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي $=80.062$ ، عند درجات الحرية $=4$ ، القيمة الاحتمالية (Sig.) $=0.000$ ، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول مقارنة سهم الاتصالات بالأسهم الأخرى في سوق فلسطين فإن تحويل سهم الاتصالات للنقدية يتميز بدرجة عالية من السهولة.

وبذلك يتضح أن سهم الاتصالات يتميز بالسيولة العالية مقارنة بأسهم الشركات الأخرى المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

2. هل تقوم بعقد صفقات البيع والشراء المرتبطة بسهم الاتصالات من خلال:
السوق التي تتم من خلالها صفقات البيع والشراء على سهم الاتصالات

جدول (3,53)

النسبة المئوية	العدد	
89.8	88	سوق فلسطين فقط
2.0	2	سوق أبو ظبي
3.1	3	كلاهما
5.1	5	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,53) أن 89.8% من أفراد العينة قرروا أن قيامهم بصفقات البيع والشراء المتعلقة بسهم الاتصالات ينجزونها عبر سوق فلسطين ، أما 2.0% اختاروا قيامهم بذلك من خلال سوق أبو ظبي، في حين اختار 3.1% كلا السوقين، ولم يجب على الفقرة 5.1%.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 157.226 ، عند درجات الحرية = 2، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha = 0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول الجهة التي يتم من خلالها إجراء صفقات البيع والشراء المرتبطة بسهم الاتصالات.

ويتضح بذلك أن مساهمي شركة الاتصالات يقومون بإجراء صفقاتهم من خلال سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك يدل على توفر الطلب والعرض لسهم الاتصالات في سوق فلسطين بدرجة كبيرة عنها في سوق أبو ظبي.

هل سبق وقمت ببيع سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي؟
القيام ببيع سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي

جدول (3,54)

النسبة المئوية	العدد	
96.9	95	لا
3.1	3	نعم
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,54) أن 96.9% لم يقوموا بذلك في حين أجاب 3.1% بنعم .
ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 86.367، عند درجات الحرية
1=، القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق
جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا .

وعدم قيام المساهمين ببيع سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي يدل على عدم توفر الطلب في هذا
السوق على سهم الاتصالات، وذلك يؤثر على سيولة السهم بدرجة سلبية، واتضح هنا أن سيولة
سهم الاتصالات العالية التي يتميز بها لم تكن بسبب قيام الشركة بالإدراج المزدوج في سوق أبو
ظبي وإنما هناك عوامل أخرى تؤثر في ذلك، مثل حجم الأسهم المطروحة والمتداولة، وعدد
الصفقات المنجزة، وعدد أيام التداول الفعلية للسهم.

3. هل يجوز للمساهم أن يشتري سهم الاتصالات من سوق فلسطين وبيعه في
سوق أبو ظبي أو العكس؟

جواز شراء سهم الاتصالات من سوق فلسطين وبيعه في سوق أبو ظبي أو العكس

جدول (3,55)

النسبة المئوية	العدد	
9.2	9	يجوز العكس فقط
9.2	9	يجوز الحالة الأولى فقط
42.9	42	لا يجوز في كلا الحالتين
25.5	25	نعم يجوز في الحالتين
13.3	13	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,55) أن 9.2% اختاروا أنه يجوز إجراء العكس، و 9.2% اختاروا أنه يجوز الحالة الأولى فقط، و 42.9% اختاروا أنه لا يجوز في كلا الحالتين، و 25.5% اختاروا أنه يجوز في الحالتين، بينما لم يجب على السؤال 13.3%. ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي = 35.047، عند درجات الحرية 3=، القيمة الاحتمالية (Sig.)=0.000، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة حول إمكانية قيام المساهم بشراء سهم الاتصالات من سوق فلسطين وبيعه في سوق أبو ظبي أو العكس، لصالح الإجابة "لا يجوز في كلا الحالتين". وبسؤال الشركة عن هذه العملية في نص المقابلة "ملحق رقم 2" أجاب بأن المساهم ممكن أن يشتري السهم من سوق أبو ظبي وبيعه في سوق فلسطين أي يجوز العكس فقط، ويدل ذلك على عدم معرفة جمهور المساهمين بطبيعة هذه العملية لاقتصار ميزات على مساهمي الشركة بتاريخ 2005/11/26 على الرغم من وجود قانون ينظم هذه العملية، ويرجع ذلك للقصور في الجهود الإعلانية للشركة.

خامساً: يؤدي الإدراج المزدوج إلى زيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة.

1- المعلومات الخاصة بالشركة متوفرة ؟

من سوق فلسطين:

درجة توفر المعلومات الخاصة بالشركة في سوق فلسطين

جدول(3,56)

النسبة المئوية	العدد	
5.1	5	بدرجة ضئيلة جدا
8.2	8	بدرجة ضئيلة
37.8	37	بدرجة متوسطة
32.7	32	بدرجة كبيرة
13.3	13	بدرجة كبيرة جدا
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,56) أن 5.1% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 8.2% موافق بدرجة ضئيلة، و 37.8% موافق بدرجة متوسطة، و 32.7% بدرجة كبيرة، و 13.3% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 3.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

كذلك تشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 68.4%، قيمة اختبار الإشارة 4.07 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يؤكد أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد زاد عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يشير إلى أن هناك موافقة بدرجة كبيرة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبذلك نرى أن المعلومات الخاصة بالشركة متوفرة بدرجة كبيرة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

من سوق أبو ظبي:

درجة توفر المعلومات الخاصة بالشركة في سوق أبو ظبي

جدول (3,57)

النسبة المئوية	العدد	
16.3	16	بدرجة ضئيلة جداً
19.4	19	بدرجة ضئيلة
15.3	15	بدرجة متوسطة
16.3	16	بدرجة كبيرة
4.1	4	بدرجة كبيرة جداً
28.6	28	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,57) أن 13.6% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جداً، و 19.4% موافق بدرجة ضئيلة، و 15.3% موافق بدرجة متوسطة، و 16.3% بدرجة كبيرة، و 4.1% موافق بدرجة كبيرة جداً. وتبين أن هناك 28.6% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

كذلك تشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 52.3%، قيمة اختبار الإشارة -1.888 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.029 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، ويؤكد أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد نقص عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة قليلة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

وبدل ذلك على أن المعلومات الخاصة بالشركة في سوق أبو ظبي متوفرة بدرجة قليلة، وبذلك يكون الإدراج المزدوج لسهم الشركة لم ينجح في زيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة.

2- الشركة ملتزمة بتوفير كافة المعلومات المتعلقة بها في الوقت المحدد مقارنة بالشركات الأخرى؟

التزام الشركة بتوفير كافة المعلومات في الوقت المحدد

جدول (3,58)

النسبة المئوية	العدد	
35.7	35	دائماً
44.9	44	أحياناً
16.3	16	لا تلتزم
3.1	3	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,58) أن 35.7% اختاروا أن الشركة تلتزم بتوفير المعلومات المطلوبة دائماً، و 44.9% تقوم بذلك أحياناً ، في حين أكد 16.3% عدم التزام الشركة بذلك، ولم يجب على الفقرة 3.1% من أفراد العينة.

ومن خلال التحليل الإحصائي تبين أن قيمة اختبار مربع كاي =12.905 ، عند درجات الحرية =2، القيمة الاحتمالية (Sig.)=0.002 ، وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك يوجد فرق جوهري في الرأي بين أفراد العينة الذين أجابوا بنعم أو لا وهذا ما توضحه نتائج جدول (3,58).

وبذلك يتضح أن الشركة تلتزم بتوفير المعلومات المتعلقة بها دائماً وبدرجة كبيرة مقارنة بالشركات الأخرى في سوق فلسطين، وبما أن أفراد العينة قد أقرروا بعدم توفر المعلومات

المتعلقة بالشركة في سوق أبو ظبي بدرجة كبيرة كما ورد في جدول (3,57) فإن الإدراج المزدوج لم ينجح في زيادة توفير المعلومات الخاصة بالشركة.

3- هل ساهم الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات في تحسين وزيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة؟

مساهمة الإدراج المزدوج في تحسين وزيادة المعلومات عن الشركة

جدول (3,59)

النسبة المئوية	العدد	
18.4	18	بدرجة ضئيلة جدا
9.2	9	بدرجة ضئيلة
38.8	38	بدرجة متوسطة
21.4	21	بدرجة كبيرة
7.1	7	بدرجة كبيرة جدا
5.1	5	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,59) أن 18.4% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، و 9.2% موافق بدرجة ضئيلة، و 38.8% موافق بدرجة متوسطة، و 21.4% بدرجة كبيرة، و 7.1% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 5.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

وكذلك تشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 57.8%، قيمة اختبار الإشارة 0.000 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 1.000 وهي أكبر من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة لا يختلف جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة متوسطة تقريباً من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

إذن فيما يتعلق بزيادة توفير المعلومات الخاصة بالشركة لم تكن موافقة أفراد العينة قوية ، أي أن الإدراج المزدوج لم يسهم في تحسين توفير المعلومات الخاصة بالشركة.

4- تقوم الشركة بتقديم إفصاحاتها في كلا السوقين بالتزامن : "توحيد زمن الإفصاح في كلا السوقين"

تقديم الإفصاحات في كلا السوقين بالتزامن

جدول (3,60)

النسبة المئوية	العدد	
7.1	7	بدرجة ضئيلة جدا
7.1	7	بدرجة ضئيلة
46.9	46	بدرجة متوسطة
19.4	19	بدرجة كبيرة
12.2	12	بدرجة كبيرة جدا
7.1	7	لم يجب
100.0	98	المجموع الكلي

يبين جدول (3,60) أن 7.1% من أفراد العينة كانت إجاباتهم موافق بدرجة ضئيلة جدا، و 7.1% موافق بدرجة ضئيلة، و 46.9% موافق بدرجة متوسطة، و 19.4% بدرجة كبيرة، و 12.2% موافق بدرجة كبيرة جدا. وتبين أن هناك 7.1% من أفراد العينة لم يجب على هذا السؤال.

وتشير النتائج أن قيمة المتوسط الحسابي النسبي 64.8%، قيمة اختبار الإشارة 2.385 وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.017 وهي أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ لذلك تعتبر هذه الفقرة دالة إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$ ، مما يدل على أن متوسط درجة الاستجابة لهذه الفقرة قد زاد عن درجة الموافقة المتوسطة وهي 3 وهذا يعني أن هناك موافقة بدرجة كبيرة من قبل أفراد العينة على هذه الفقرة.

إذن يثبت هنا أن الشركة تقوم بالإفصاح عن معلوماتها وفق نظام موحد للإفصاح خلال السوقين.

تعليق على نتائج الفرضية الثالثة:

بالرغم من أن الشركة تفصح عن بياناتها في كلا السوقين بالتزامن، فإن المعلومات المتوفرة عن الشركة في سوق فلسطين أكثر منها في سوق أبو ظبي، وأكد المساهمون عدم مساهمة عملية الإدراج المزدوج في تحسين توفر المعلومات عن الشركة، كما لم تنتج هذه العملية في توفير السيولة العالية للشركة بالنسبة لمساهمي الشركة إذ لا يتوفر الطلب على هذه الأسهم في سوق أبو ظبي، كما لا يدرك المساهمون ميزات هذه العملية من حيث القدرة على بيع وشراء السهم في سوق أبو ظبي.

أما فيما يتعلق بحمل المساهمين لأوراق مالية ذات عائد مجد، فلم يكن الفضل في ذلك للإدراج المزدوج، حيث مساهمي الشركة لا يفضلون انتظار توريد الأرباح للنمو في المستقبل وتشكل التوزيعات النقدية أعلى قيمة لديهم وتليها التغير في قيمة السهم ثم توزيع الأسهم المجانية. كما أن نشاط الشركة في فلسطين وقوة وضعها كان السبب في تميز سهمها عن الأسهم الأخرى في سوق فلسطين. ولم تسهم هذه العملية في تقليل مستوى المخاطرة الإجمالية للمحافظ الاستثمارية إذ كان لتأثير الظروف الاقتصادية على المخاطر أعلى نسبة بين المساهمين، إذ أن نسبة 84.7% من المساهمين لم تستثمر في سهم الاتصالات لقيامه بالإدراج في سوق أبو ظبي.

كما أن هذه العملية لم تسهم في توليد الدافع للاستثمار الخارجي في أدوات مالية وأسواق مالية أخرى، وهي بحد ذاتها لم تكن محققة للتنويع الاستثماري الدولي. فنسبة ضئيلة من مساهمي شركة الاتصالات تفتتج بتحقيق سوق أبو ظبي لمزايا التنويع الدولي، فهناك بعض الأسواق العربية مثل سوق الكويت وبورصة دبي تستطيع أن تحقق التنويع الدولي بدرجة أكبر من سوق أبو ظبي، لكبر حجم الشركات المدرجة به خاصة الشركات الأجنبية القادمة من دول أخرى، إذ لا تتعدى الشركات الأجنبية في سوق أبو ظبي الأربع شركات.

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

نتائج تتعلق بالسوق المالي:

1. اختلاف النظم والتشريعات التي تحكم الأسواق المالية من حيث شروط إصدار وإدراج الأوراق المالية، فالعديد من الدول لا تسمح بإدراج أسهم شركات أجنبية بأسواقها المالية مثل الدول العربية، في حين تتنافس الأسواق المالية الدولية على اجتذاب هذه الإدراجات.
2. الأسواق المالية بدول الخليج تعتبر الأكثر قبولا لإدراج أسهم شركات أجنبية بها مثل سوق الكويت وأسواق الإمارات.
3. بالرغم من ثبوت قدرة الإدراج المزدوج على جذب المستثمرين الجدد، فإن سوق فلسطين المالي لم يحظ بهذه الفائدة لعدم وجود شركات أجنبية مدرجة به.
4. نسبة استفادة السوق المالي من تجربة شركة الاتصالات للإدراج المزدوج كانت بدرجة متوسطة، إذ كانت نسبة التغير في حجم المستثمرين الأجانب بالسوق المالي في عام 2006 تقدر بحوالي 75% وهي نسبة تعلو مثيلاتها في الأعوام المحددة للدراسة . وذلك مقارنة بحجم المستثمرين المحليين لنفس العام إذ كانت تقدر بحوالي 14% بالرغم من اعتبار عام 2006 عام متميز لقيام 4 شركات فلسطينية بالإدراج في السوق، وهذا يؤدي لزيادة حجم المستثمرين المحليين.
5. زادت نسبة الأسهم المتداولة وحجم الصفقات في سوق فلسطين في الربع الرابع من عام 2005 (فترة الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات) وكانت تمثل أعلى نسبة ضمن فترة الدراسة، ثم انحدرت في عام 2006 ، إلا أنها حافظت على نسبة مرتفعة في الأعوام التالية مقارنة بالعام 2004، أي أن الإدراج المزدوج ساهم بالترويج للبورصة الفلسطينية بدرجة متوسطة.
6. زيادة سيولة السوق وعمقه من خلال زيادة الإدراجات المزدوجة به وذلك بمقارنة بيانات سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال السنوات 2007/2002.
7. تسعى الشركات لأن تدرج أسهمها في الأسواق التي تتميز بالشفافية العالية وبقاعدة عريضة من المستثمرين.

نتائج تتعلق بالشركة:

1. نجاح تجربة الشركة في استقطاب المزيد من المساهمين، وذلك من خلال مقارنة أحجام المساهمين خلال سنوات الدراسة وبتأكيد الشركة لذلك، إلا أن هذه الزيادة لم تكن من المساهمين في سوق أبو ظبي.
2. اقتصرت ميزة الإدراج المزدوج على المساهمين بتاريخ 2005/11/26 فقط دون غيرهم، وبذلك فهي تجربة محدودة مستترة، إذ لا يعرف عنها الكثيرون من جمهور المتعاملين بالسوق المالي.
3. لم تتأثر سيولة سهم الاتصالات ولا حجم صفقاته بعملية الإدراج المزدوج، وبذلك فهي لم تتجح في زيادة حجم التداول على السهم ولا زيادة سيولته، فسيولة السهم في سوق فلسطين أعلى منها في سوق أبو ظبي.
4. عدد مرات التداول الفعلية التي حدثت على سهم الاتصالات في سوق فلسطين كانت مطابقة لعدد أيام التداول المتاحة فيه، مما يدل على تداولها في جميع أيام التداول المتاحة، في الوقت الذي نجد عدد مرات تداولها في سوق أبو ظبي لا يتعدى 30 يوم من أصل 282 يوم في 2006، و12 يوم من أصل 252 يوم في 2007، الأمر الذي يدل على ندرة التداول والصفقات التي تتم على السهم في سوق أبو ظبي.
5. تلتزم الشركة بضوابط وأحكام الإدراج في كلا السوقين .
6. الإدراج المزدوج لم يؤثر على متوسط تكلفة الهيكل التمويلي ولا على كفاءة التسعير لسهم الشركة. وأن الشركة تتبع سياسة احتجاز الأرباح لاستخدامها في التمويل وتعوض بذلك المساهمين عن طريق الأسهم المجانية، وذلك عند اتجاهها لاستخدام التمويل الداخلي.
7. أن تكاليف الإدراج في سوق أبو ظبي منخفضة بالمقارنة مع تكاليفه في سوق فلسطين، ويعزى ذلك إلى كمية الأسهم القليلة المطروحة بسوق أبو ظبي مقارنة بتلك المطروحة في سوق فلسطين.
8. لم تتجح عملية الإدراج المزدوج حتى عام 2008 في توفير فرص للتوسع الخارجي للشركة.

9. لم توفر هذه التجربة السمعة التنافسية بين الشركات المدرجة في سوق فلسطين إذ هناك اعتبارات أخرى تهم المساهمين، مثل ربحية الشركة و حجمها ونشاطها وسياسات التوزيع المتبعة لديها.....

نتائج تتعلق بالمساهمين:

1. أن عملية الإدراج المزدوج التي قامت بها شركة الاتصالات في سوق أبو ظبي لم تكن حافزا أو دافعا مهما لقيام مساهمي الشركة بالاستثمار في شركات سوق أبو ظبي للأوراق المالية .
2. لم تكن هذه التجربة دافعا للمساهمين للاستثمار في سهم الاتصالات إذ أكد 84.7% من المساهمين عدم تخليهم عن السهم في حال انسحاب الشركة من سوق أبو ظبي.
3. ساهم الإدراج المزدوج بتحسين وزيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة بدرجة متوسطة.
4. لم تتجح هذه التجربة في تمكين المساهمين من حمل أوراق مالية ذات عائد مجدي.
5. أقرت نسبة كبيرة من المساهمين بتأثر القرارات الاستثمارية لهم بالظروف الاقتصادية في الوطن بدرجة كبيرة جدا بنسبة 52% من المساهمين، وعدم تأثرها بأخبار سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي.
6. لم تسهم هذه العملية في تحقيق التنويع الاستثماري في المحافظ أو حتى في الأدوات المالية، حققت التنويع في العملة فقط، إذ يتم التعامل هنا بالعملتين الدينار الأردني والدولار الأمريكي.

التوصيات

توصيات لقطاع الشركات:

1. استغلال فرصة الإدراج المزدوج وبذل المزيد من الجهود للتوسع الخارجي.
2. ضرورة مسارعة الشركات المحلية العاملة بفلسطين للإدراج بالسوق المالي الفلسطيني لما لذلك من فوائد جمة تتحقق لكلا الطرفين.
3. إعطاء عملية الإدراج المزدوج للسهم المزيد من الاهتمام، كأن تقوم ببعض الحملات الإعلانية الداخلية والخارجية، حيث لا يعرف عنها الكثيرون، إذ واجهنا ذلك في مرحلة تعبئة الاستبانة التي جاءت لتلفت انتباه المساهمين لهذه النقطة.
4. إجراء بعض التعديلات في آلية تطبيق ميزة الإدراج المزدوج بالنسبة للمساهمين، لتشمل شريحة أكبر من المساهمين، إذ تقتصر هذه الميزة على مساهمي تاريخ 2005/11/26.
5. الاتجاه للإدراج المزدوج المتعدد في الأسواق المالية الدولية العالمية للوصول لأكبر عدد من المساهمين .

توصيات للسوق المالي:

1. الاهتمام بالإدراج المزدوج لما له من فوائد جمة للسوق المالي.
2. السعي لإجراء الاتفاقيات مع الأسواق المجاورة لجذب الشركات الأجنبية للإدراج في السوق الفلسطيني، والذي بدوره سيدفع الشركات المحلية لتحسين أوضاعها مقارنة بالشركات الأجنبية وتزيد من شفافيتها.
3. السعي للحصول على العضوية العاملة في الإتحاد الدولي للبورصات، فذلك سيجعل الشركات المدرجة بالبورصة الفلسطينية محط أنظار جميع المؤسسات المالية العالمية وشركات الاستثمار وإدارة الأصول و صناديق الاستثمار الحريصة بتطبيق قواعد الحوكمة وبالذات الشفافية والإفصاح وصرامة قواعد الإدراج .
4. توجيه الشركات الأجنبية التي شاركت بمؤتمر الاستثمار الفلسطيني في بيت لحم، وترغب بمساعدة الشعب الفلسطيني عن طريق إقامة المشاريع في الأراضي الفلسطينية، إلى الإدراج في السوق المالي الفلسطيني.

الدراسات المقترحة :

1. دراسة مقارنة تشمل تجارب الإدراج المزدوج في العالم العربي التي قامت بها الشركات وذلك من خلا التركيز على عدد من المؤشرات التالية : حجم التداول الذي تحققه هذه الشركات، عدد المساهمين، عدد الصفقات، كفاءة التسعير، الحماية من المخاطر، و التنويع الاستثماري، قيمة الشركة.
2. دراسة مقارنة بين الأسواق المالية العربية التي تسمح بإدراج الأسهم الأجنبية وبين تلك التي لا تسمح بذلك من خلال عدد من المؤشرات مثل كفاءة وسيولة وعمق السوق.
3. دراسة عملية الإدراج المزدوج في الأسواق المالية العربية من خلال شهادات الإيداع بالنسبة للشركات التي تصدرها وكذلك الأسواق المالية، إذ تسمح بذلك بورصة القاهرة والإسكندرية.
4. دراسة تتبع خطى ودوافع المساهم الأجنبي الذي يستثمر بأسواق مالية متعددة لمحاولة استقطابه للسوق المالي الفلسطيني.

مفاهيم ومصطلحات:

المصطلح	التعريف
بالتل:	شركة الاتصالات الفلسطينية العاملة بالأراضي الفلسطينية.
الإدراج:	قبول الورقة المالية من قبل الهيئة المنظمة للأوراق المالية وقيدها في سوق الأوراق المالية.
الإدراج المزدوج:	هو عملية إدراج أسهم الشركة في سوق مالي غير السوق المدرجة فيه والذي عادة يكون السوق الأم في مكان نشاط الشركة. أو الحالة التي يتم فيها تسجيل ورقة مالية صادرة عن شركة مساهمة عامة لغايات تداولها في أكثر من سوق مالي منظم.
إدراج مزدوج داخلي:	هو عملية إدراج الورقة المالية عبر سوقين ماليين في نفس الدولة.
إدراج مزدوج دولي:	هو عملية إدراج الورقة المالية عبر سوقين ماليين أحدهما داخل الدولة الأم والآخر في دولة أخرى.
شركات الوساطة:	هي الشركات التي تقوم بعملية الشراء والبيع للراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية المعروضة بالسوق المالي.
المخاطرة الإجمالية:	هي مجموع المخاطر التي يمكن التعرض لها من: مخاطر عامة مثل الأوضاع السياسية والاقتصادية ، ومخاطر خاصة مثل سوء الإدارة .
كفاءة التسعير:	تتحقق عندما تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة.
المحفظة الاستثمارية:	هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والأذونات إذن هي مجموعة من الاستثمارات المختلفة المتنوعة.
الهيكل التمويلي:	هو نسبة كل عنصر من عناصر التمويل للشركة مثل: الأسهم العادية والممتازة والديون.
شركة مساهمة عامة:	هي شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول في البورصة.

الأوراق المالية:	ويقصد بها الأسهم و سندات القرض التي تصدرها السلطة أو المؤسسات الحكومية أو البلديات او الشركات المساهمة العامة، وأية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول.
الإفصاح:	هو إظهار أو بث أي معلومات جوهرية تؤثر على أسعار الورقة المالية في البورصة، ويمكن أن تكون دورية أو فورية.
التداول:	هو بيع وشراء الأوراق المالية بعد إدراجها في البورصة.
السوق المضيفة:	يطلق على السوق التي تسمح للشركات الأجنبية "غير محلية" بإدراج أسهمها في السوق.
السوق الأم:	هي السوق المحلية أو الأصلية للشركات التي تقوم بإدراج أسهمها في أسواق أخرى قد تكون دولية، وتكون عادة هي من بلد المنشأ للشركة.

قاموس المصطلحات:

Exchanges	السوق المالي (البورصة)
Listing Requirements	متطلبات الإدراج
Securities	الأوراق المالية
Listing	الإدراج
Dual listing	الإدراج المزدوج
International Dual Listing	الإدراج المزدوج الدولي
Cross-listing	الإدراج المشترك
Domestic Dual Listing	إدراج مزدوج داخلي
Initial Listing Fee	رسوم إدراج أولية
Annual Fee	رسوم إدراج سنوية
Entry Fees	رسوم الدخول للسوق
Listing Of Additional Shares Fees	رسوم إدراج أسهم إضافية
NASDAQ	سوق ناسداك
New York Securities Exchanges (NYSE)	سوق نيويورك للأوراق المالية
DR (Depositary Receipts)	شهادات الإيداع
Weighted Average Cost Of Capital(WACC)	متوسط تكلفة رأس المال
Arbitrage	المضاربة (المراجحة)
GDR , ADR ,EDR	أنواع لإيصالات إيداع
Disclosure	الإفصاح
Home market	السوق الأم
Host market	السوق المضيفة
ADX	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
PSE	سوق فلسطين للأوراق المالية

المرآة والصدق

المراجع

المراجع العربية:

- (شروط الإدراج - المادة 6 - من نظام الهيئة الخاص بالإدراج)
- البحيصي، عصام (سوق فلسطين للأوراق المالية وقدرته على حشد الموارد المحلية واستقطاب الأجنبية) "دراسة تحليلية" المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 2005.
- الجبوري، عبد الرحمن وآل شبيب، دريد (أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي) المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، جامعة الزيتونة، الأردن، 2005.
- الدباس، زياد (هل تحقق الهدف من إدراج أسهم شركة الاتصالات الفلسطينية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية؟) مجلة سوق المال الفلسطيني، ع1، حزيران 2007.
- سوق فلسطين للأوراق المالية (دليل الشركات المساهمة العامة) الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. نابلس - فلسطين، 2006.
- سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل الإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية، نابلس - فلسطين، آب، 2006.
- الشديفات، علي وعبد الجواد، محمد (الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية) دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
- صندوق النقد العربي، المنشورات الفصلية، إصدارات متعددة، أبو ظبي، دولة الإمارات العربية، 2007.
- مجلة تحليل الأسواق المالية، ع27، آذار 2004.

- مجلة سوق المال الفلسطيني، ع1، حزيران 2007.
- مجلة سوق المال الفلسطيني، ع2، آب 2007.
- مجلة سوق المال الفلسطيني، ع3، تشرين أول 2007.
- محمد، حسام الدين (ألف باء البورصة) موقع إسلام أون لاين نت، تنسيق الشبكة الذكية.
- معروف، هوشيار (الاستثمارات والأسواق المالية)، دار صفاء للنشر، عمان 2003.
- ملتقى الأسواق العربية "تكامل أسواق رأس المال العربية: الآفاق والتحديات، الجلسة الأولى، الورقة الأولى، مسقط، 17 شباط/ فبراير 2007.
- ملتقى الأسواق العربية "تكامل أسواق رأس المال العربية: الآفاق والتحديات"، الجلسة الثالثة، الورقة الثانية، مسقط، 17 شباط/ فبراير 2007.
- ملتقى الأسواق العربية "تكامل أسواق رأس المال العربية: الآفاق والتحديات، الجلسة الأولى، الورقة الرابعة، مسقط، 17 شباط/ فبراير 2007.
- المنذري، سليمان (الأسواق العربية لرأس المال) نشأتها، تاريخها وخصائصها، دار الرازي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، 1987.
- هيئة سوق رأس المال، قانون الأوراق المالية رقم 2004/12

رسائل الماجستير:

- داوود، عبد اللطيف (العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية)، (رسالة ماجستير)، الجامعة الإسلامية- غزة (2006).
- الفالوجي، محمد (اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف)، (رسالة ماجستير)، الجامعة الإسلامية- غزة (2007).
- المزيني، عماد الدين (سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها)، (رسالة ماجستير)، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية-القاهرة (2002).
- نجم، أنور (مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراته الاستثمارية)، (رسالة ماجستير)، الجامعة الإسلامية- غزة (2006).
- نصار، خالد (آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية)، (رسالة ماجستير)، الجامعة الإسلامية- غزة (2006).

1. Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Karl V. Lins, Darius P. Miller, and René M. Stulz, "Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision", April 2006
2. Darius P. Miller, "The market reaction to international crosslistings:
3. Enrico C Perotti , "Do Foreign Cross-Listings Increase Firm Value ? Evidence from Announcement Effects of Dutch firms.", University of Amsterdam and CEPR, September 1997.

evidence from Depositary Receipts¹" , Lowry Mays College and Graduate School of Business, Texas A&M University, College Station, TX77843, USA, March 1998.
4. Michael Beauregard , Jordi Prat "The Effects of Dual-Listing on Latin American Markets" Los Angeles, May 2000.
5. Nuno Fernandes, Miguel A. Ferreira, "Does international cross-listing improve the information environment", BISCTE Business School, Av. Forças Armadas, 1649-026 Lisbon, Portugal ,Received 31 January 2006.
6. Sabri, Nidal "Cross Listings of Stocks among European Arab(Mediterranean) Markets." Berzait university ,July 2001.
7. Shinhua Liu," International cross-listing and stock pricing efficiency:An empirical study", Texas A&M International University, United States, September 2007.
8. Thomas J. Chemmanur , Paolo Fulghieri "Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards." University of North Carolina at Chapel Hill, USA,September 2003.
9. UGUR LEL and Darius P. Miller," International Cross-listing, Firm Performance and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis", Louisiana State University, and the University of Texas at Dallas, 2006.

مراجع الإنترنت:

<http://www.ammanstock.net/vb/showthread.php?t=21663>
<http://qatarshares.com/vb/showthread.php?t=13080>
<http://www.p-s-e.com>
<http://www.adsm.ae/English/Pages/default.aspx>
<http://www.paltel.ps/index.php?lang=ar&page=F1136677128.F1137894266.F1140335456.f1141899460>
[http://links.istor.org/sici?sici=0025-1909\(199101\)37%3A1%3C114%3AGFIDL%3E2.0.CO%3B2-F](http://links.istor.org/sici?sici=0025-1909(199101)37%3A1%3C114%3AGFIDL%3E2.0.CO%3B2-F)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=240888
<http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/1540-6288.00063?cookieSet=1&journalCode=fire>
<http://www.nasdaq.com/about/dual-listing/dual-list.stm>
<http://www.yourdictionary.com/dual-listing>
<http://www.ipost.com/servlet/Satellite?cid=1195546746608&pagename=JP%2FJP%2FShowFull>
<http://www.investopedia.com/terms/d/duallisting.asp>
http://en.wikipedia.org/wiki/Dual-listed_company
<http://www.islamonline.net>
<http://www.arabsgate.com/archive/index.php/t-458535.html> - 9k
<http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.aspz>
<http://www.iraqism.com/vb/archive/index.php?t-124.html> - 26k
http://www.alriyadh.com/08/04/2005/article54856_s.html
<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/s.7.0.A/7.0.49>
http://www.kse.com.sd/show_all_items_ar.php?items_id=11
http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/index_ar.asp
<http://www.dsm.com.qa/dsmsite/>
<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/LawCenter.aspx>
<http://www.adx.ae/Arabic/Securities/Pages/GettingListed.aspxw.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Brochure.pdf>
<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/publications/Listing-Advantages.pdf>
<http://www.amf.org.ae/pages/Page.aspx?Type=8&Homepage=yes&forceLanguage=Ar>
http://www.arab-api.org/develop_1.htm

الملاحق

ملحق رقم (1)

نص الاستبانة

عزيزي المساهم:

تهدف هذه الدراسة لإلقاء الضوء على تجربة الإدراج المزدوج لسهم شركة الاتصالات الفلسطينية في كل من سوق فلسطين المالي وسوق أبو ظبي المالي ، وذلك من حيث ما تحققه للمساهم بالدرجة الأولى، وبالتالي للشركة والسوق المالي أيضا، ومحاولة لمعرفة نقاط القوة والضعف في هذه التجربة .

وتقدم هذه الدراسة للجامعة الإسلامية في غزة لنيل درجة الماجستير في العلوم الإدارية. فنرجو من حضرتكم التفضل بالإجابة على الأسئلة المرفقة عن طريق وضع علامة أمام الإجابة المختارة، مع مراعاة تحري الصدق والموضوعية للخروج بنتائج مجدية وضرورية لكافة الأطراف المعنية.

يرجى مراعاة ارتباط كل سؤال بالمحور الذي يندرج به.

ولكم جزيل الشكر

الباحثة

العمر بالسنوات:				
- أقل من 20	20-، أقل من 30	- 30، أقل من 40	40-، أقل من 50	- من 50 فأكثر
المؤهل العلمي:				
- الثانوية العامة	- الدبلوم	- البكالوريوس	- الماجستير	- الدكتوراه
مكان السكن:				
- غزة	- الضفة			

المحور الأول: التعرف على طبيعة المستثمر:

10- بداية التعامل مع الأسهم في سوق فلسطين المالي؟

□ منذ 1997 □ منذ عام 2000 □ ما بين 2001 / 2004 □ ما بين 2005 / 2007 □ 2008

11- لديك معرفة بحقوقك كمساهم في الشركة التي اشتريت أسهمها؟

□ معرفة تامة □ معرفة متوسطة □ معرفة ضئيلة □ ليس لدي معرفة □ لا أهتم

12- المحفظة الاستثمارية عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية (الأسهم) مختلفة العائد والمخاطر والنوع ، فهل تقوم بتقليل المخاطرة من خلال تكوين المحافظ الاستثمارية ؟

□ نعم □ لا

13- عدد الشركات التي تحتفظ بها في محفظتك الاستثمارية بجانب سهم الاتصالات ؟

□ فقط الاتصالات □ شركة واحدة □ شركتان □ ثلاثة إلى أربعة □ خمسة فأكثر

14- هل تعلم أن سهم الاتصالات مدرج في سوق أبو ظبي المالي؟

□ نعم □ لا

15- متى اشتريت سهم الاتصالات ؟

□ قبل الإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي في ديسمبر 2005.

□ بعد الإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي في ديسمبر 2005.

16- تقوم بالتخلي عن سهم الاتصالات في حال انسحابها من سوق أبو ظبي؟

□ نعم □ لا

17- تأثرت قراراتك الاستثمارية المتعلقة ببيع وشراء سهم الاتصالات بعملية إدراج سهم الشركة في أبو ظبي؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

18- إذا تم وضع أموالك في استثمار ذي عائد متوقع كبير وتحيطه درجة عالية من مخاطر الاستثمار هل تكون راضيا؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

19- رتب أنواع العائد الذي تفضل الحصول عليه عادة من استثماراتك في سوق فلسطين المالي ؟

إبدأ برقم (1) للنوع الأشد تفضيلاثم (4) للأقل تفضيلا

□ التوزيعات النقدية للأرباح □ توزيع الأسهم المجانية
□ التغير في قيمة السهم □ توريد الأرباح للنمو في المستقبل

المحور الثاني: التنوع في الاستثمارات:

1- هل تستثمر في شركات أخرى في سوق أبو ظبي المالي غير شركة الاتصالات؟

□ نعم □ لا

2- في حال الإجابة نعم: ما تاريخ بدء استثماراتك في الشركات الأخرى في سوق أبو ظبي؟

□ قبل الاستثمار في الاتصالات □ بعد الاستثمار في الاتصالات

- أذكر السنة.....

3- هل قمت بالاستثمار في أسواق مالية دولية؟

□ نعم □ لا

في حال الإجابة بلا: هل تسعى للاستثمار في أسواق مالية دولية؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

4- هل الاستثمار في سوق أبو ظبي يحقق مزايا التنويع الدولي من وجهة نظرك؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

5- هل تريد الاستثمار في أدوات مالية غير الأسهم مثل السندات وإيصالات الإيداع؟

□ نعم □ لا □ لا أعرف

6- عند قيام بعض الشركات الخارجية بإدراج أسهمها في سوق فلسطين المالي إلى جانب أسواقها المالية ، هل تساهم بها؟

□ نعم □ لا □ ليس في كل الأحوال

7- الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق الرغبة في الاستثمار الخارجي؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

8- نوع العملة التي تستثمر بها في محفظتك الاستثمارية؟ " هنا يجوز اختيار أكثر من نقطة"

□ دولار □ دينار □ درهم □ ريال

المحور الثالث: الحماية من المخاطر:

1- تتأثر القرارات الاستثمارية بالظروف الاقتصادية في الوطن؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

2- الاستثمار في سهم الاتصالات يحقق نوع من الحماية من المخاطر كونها مدرجة في سوق أبو ظبي؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

3- هل كان إدراج سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي داعما ومساندا لحماية حقوق المساهمين؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

4- يساهم إدراج سهم الشركة في سوق أبو ظبي بعدالة تسعير أسهما ؟

□ بدرجة كبيرة جدا □ بدرجة كبيرة □ بدرجة متوسطة □ بدرجة ضئيلة □ بدرجة ضئيلة جدا

5- هل تفضل أن يخضع السهم الذي تستثمر فيه إلى رقابة وإدارة سوق أخرى مع سوق فلسطين المالي؟

□ نعم □ أحيانا □ لا

المحور الرابع: العائد المتحقق:

1- ما نوع العائد الذي يحققه لك سهم الاتصالات؟ " هنا يجوز اختيار أكثر من نقطة"

□ التوزيعات النقدية الأرباح □ توزيع الأسهم المجانية

□ التغير في قيمة السهم □ النمو في قيمة الشركة

□ توفير مركز اجتماعي مميز.

- 2- هل يرتفع عائد سهم الاتصالات عن عوائد شركات قطاع الخدمات في سوق فلسطين؟
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضئيلة ☐ بدرجة ضئيلة جدا
- 3- هل ساهم الإدراج المزدوج لسهم الاتصالات في تحقيق الارتفاع في العائد المتحقق من سهم الشركة؟
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضئيلة ☐ بدرجة ضئيلة جدا
- 4- من وجهة نظرك هل وفر الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات السمعة العالمية بين الشركات الأخرى في سوق فلسطين المالي؟
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضئيلة ☐ بدرجة ضئيلة جدا

المحور الخامس: سعر السهم وسيولته:

- 1- عند حاجتك للنقدية : مقارنة بالأسهم الأخرى في سوق فلسطين فإن تحويل سهم الاتصالات للنقدية يتميز؟
☐ بدرجة عالية من السهولة ☐ بدرجة متوسطة من السهولة
☐ بدرجة عالية من الصعوبة ☐ بدرجة متوسطة من الصعوبة
☐ بنفس الدرجة مع الأسهم الأخرى
- 2- هل تقوم بإجراء صفقات البيع والشراء المرتبطة بسهم الاتصالات من خلال :
☐ سوق فلسطين فقط ☐ سوق أبو ظبي فقط ☐ كلاهما
- 3- هل سبق وقمت ببيع سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي؟
☐ نعم ☐ لا
- 4- هل يختلف سعر سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي عنه في سوق فلسطين ؟
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضئيلة ☐ بدرجة ضئيلة جدا
- 5- في حال الاختلاف: سعر سهم الاتصالات في أبو ظبي ؟
☐ أعلى كثيرا ☐ أعلى قليلا ☐ أدنى قليلا ☐ أدنى كثيرا
- 6- هل ممكن للمساهم أن يشتري سهم الاتصالات من سوق فلسطين ويبيعه في سوق أبو ظبي أو العكس؟
☐ نعم يجوز في الحالتين ☐ لا يجوز في كلا الحالتين ☐ يجوز الحالة الأولى فقط ☐ يجوز العكس فقط

المحور السادس: إمكانية توفر المعلومات:

- 1- المعلومات الخاصة بالشركة متوفرة ؟
من سوق فلسطين:
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضعيفة ☐ بدرجة ضعيفة جدا
من سوق أبو ظبي:
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضعيفة ☐ بدرجة ضعيفة جدا
- 2- الشركة ملتزمة بتوفير كافة المعلومات المتعلقة بها في الوقت المحدد مقارنة بالشركات الأخرى؟
☐ دائما ☐ أحيانا ☐ لا تلتزم

3- هل ساهم الإدراج المزدوج لشركة الاتصالات في تحسين وزيادة المعلومات المتوفرة عن الشركة؟
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضعيفة ☐ بدرجة ضعيفة جدا

4- تقوم الشركة بتقديم إفصاحاتها في كلا السوقين بالتزامن : "توحيد زمن الإفصاح في كلا السوقين"
☐ بدرجة كبيرة جدا ☐ بدرجة كبيرة ☐ بدرجة متوسطة ☐ بدرجة ضعيفة ☐ بدرجة ضعيفة جدا

لا تترددوا في إضافة أي معلومات أو آرائكم واقتراحاتكم :

.....
.....
.....
.....
.....

ملحق رقم (2)

نص المقابلة

بسم الله الرحمن الرحيم

السادة أعضاء مجلس الإدارة الموقرين

أهديكم أعطر التحيات،، وبعد

أرسل هذا الكتاب طمعا في الحصول على تعاونكم في إنجاز البحث العلمي ، والذي يتعلق بإدراج سهم الشركة المزدوج في سوق أبو ظبي المالي مع سوق فلسطين. وذلك للأهمية البالغة لهذه العملية وتأثيرها على أطراف عدة ، ومن منطلق حداثة الموضوع في أسواقنا العربية وفي ظل التطورات الهائلة التي تحدث في هذا المجال عالميا.

والجدير بالذكر أنه تندر الأبحاث والدراسات العربية في هذا الموضوع في كافة الدول العربية، في الوقت الذي تنوعت الدراسات الأجنبية في بحثه ودراسة آثاره . فنرجو أن يكمل ذلك بتعاونكم من خلال الإجابة على الأسئلة المرفقة وتزويدنا بالمعلومات المطلوبة، وذلك للخروج بدراسة قيمة ذات بصمة مميزة.

وتكون لنا الأسبقية في مناقشة وبحث هذه الخطوة لنيل درجة الماجستير في العلوم الإدارية.

ولكم خالص الشكر والتقدير والعرفان.

الباحثة

المحور الأول: التعرف على عملية الإدراج المزدوج التي قامت بها الشركة:

1. هل كان يتوفر للشركة قبل الإدراج المزدوج أي من النقاط التالية:
 - مساهمون من خارج فلسطين - موردون دوليون - سوقا دولية - جميع النقاط متوفرة - غير متوفرة
 2. لماذا اختارت الشركة سوق أبو ظبي لإدراج سهمها؟
 - متطلبات الإدراج بها أسهل وأقل كلفة من الأسواق العربية الأخرى.
 - متطلبات الإفصاح يسيرة ومحدودة ولا تتطلب العديد من الإجراءات.
 - الإمارات دولة مهمة تستهدفها الكثير من المؤسسات الخارجية.
 - جذب الاستثمارات للاقتصاد الفلسطيني.
 - تعزيز ثقة المستثمر بالشركة.
- أذكر أي أسباب أخرى تهتم بها الشركة:
-
-

3. متى تم الإعلان للجمهور عن نية الشركة إدراج سهمها في سوق أبو ظبي المالي؟

التاريخ:/...../.....

4. ما عدد الأسهم التي طرحت في سوق أبو ظبي للأوراق المالية في بداية الإدراج؟

.....

5. هل تغير عدد الأسهم المطروحة بسوق أبو ظبي خلال السنوات التالية للإدراج؟

- بدرجة كبيرة جدا - بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - لم يتغير

ما طبيعة التغير؟.....

6. ما هي المنافع التي تسعى لتحقيقها الشركة من الإدراج في سوق أبو ظبي؟

ضع رقم (1) للعنصر الأقوى ورقم (5) للأضعف:

☐ الترويج والدعاية ☐ تحقيق التقييم العادل ☐ توفير فرص للتمويل الإضافي

☐ توسيع قاعدة المستثمرين ☐ توفير فرص للتملك والاندماج

أذكر أي منافع أخرى تسعى لها الشركة

.....

.....

7. هل يترتب أي تغيير على حقوق المساهمين عند إدراج سهم الشركة في سوق أبو ظبي بالإضافة لسوق فلسطين؟

- نعم - لا

في حال الإجابة بنعم، كيف ذلك؟

.....

.....

8. هل يتطلب الإدراج في سوق أبو ظبي وجود ممثل للشركة في دولة الإمارات ؟
- نعم - لا

9. في حال الإجابة بنعم : ما طبيعة هذا التمثيل؟ وحجمه ؟

.....
.....

المحور الثاني: الاستعلام عن مساهمي الشركة :

10. نسبة الاستثمار الأجنبي في الشركة خلال:

2004 - 2005 - 2006 - 2007 -
..... - - -

11. هل ازداد عدد المساهمين في الشركة بعد الإدراج في سوق أبو ظبي؟
- نعم - لا

12. ما عدد المساهمين في الشركة في كلا السوقين في الأشهر التالية:

سوق فلسطين :

لشهر العام	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2004												
2005												
2006												
2007												

سوق أبو ظبي :

لشهر العام	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2006												
2007												

13. في حال ازدياد المساهمين : هل كان المساهمون الجدد ؟

- فلسطينيون محليون - فلسطينيون من الخارج - فلسطينيون من الطرفين - أجنب - يصعب التحديد

14. هل كانت الزيادة في عدد مساهمي الشركة ناجمة عن قيام الشركة بإدراج سهمها في سوق أبو ظبي؟
- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - لا ترتبط بها - لأسباب أخرى

15. هل ممكن للمساهم أن يشتري السهم من سوق فلسطين ويبيعه في سوق أبو ظبي أو العكس؟
- نعم - لا يمكن - نعم وليس العكس - يمكن أن يكون العكس - لا أعرف

16. ما هي الآلية التي يتم اتباعها عند قيام المساهم بنقل الأسهم خلال السوقيين؟

.....
.....

المحور الثالث: دراسة التداول والصفقات على سهم الاتصالات:

17. هل يختلف حجم التداول في سهم الاتصالات في أول الشهر عن آخره في سوق فلسطين؟
- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - لا يختلف عنها - لا يوجد علاقة
ما عدد أيام التداول الرسمية لسهم الاتصالات في سوق فلسطين خلال ؟

2004 - 2005 - 2006 - 2007 -
.....

18. هل يختلف حجم التداول في سهم الاتصالات في سوق أبو ظبي في أول الشهر عن آخره؟
- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - لا يختلف عنها - لا يوجد علاقة
ما عدد أيام التداول الرسمية لسهم الاتصالات في سوق أبو ظبي خلال ؟

2006 - 2007 -
.....

19. هل عدد الصفقات المنجزة في سوق فلسطين تختلف عن عددها في سوق أبو ظبي؟
- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - لا تختلف - يصعب التحديد

كم يبلغ عددها في سوق أبو ظبي خلال 2006-2007؟

	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	يوليو	اغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2006												
2007												

18- ما عدد مرات التداول الفعلية التي حدثت على سهم الشركة في السوق منذ إدراجها فيه؟

2004 2005 2006 2007
- سوق فلسطين:
- سوق أبو ظبي:

المحور الرابع: دراسة المخاطر والالتزامات التي تواجهها شركة الاتصالات؟

19- هل تعرضت الشركة لأي ملاحظات من السوق المالي مثل نقل الإدراج أو التعليق أو الشطب:

- نعم من سوق فلسطين المالي.
- نعم من سوق أبو ظبي المالي.
- نعم من كلا السوقيين.
- نعم من هيئة سوق رأس المال.

- لا لم تتعرض لأي ملاحظات .

في الإجابة بنعم : متى تم ذلك ولماذا؟

.....

20- هل تلتزم الشركة بقواعد وأحكام سوق أبو ظبي؟

- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - بدرجة ضئيلة جدا - لا تلتزم

21- هل تختلف القواعد المنظمة في سوق أبو ظبي المالي عن تلك المعمول بها في سوق فلسطين المالي؟

- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - لا تختلف عنها - لا يوجد علاقة

22- هل تختلف الإفصاحات من حيث عددها وحجمها في كلا السوقين؟

- بدرجة كبيرة - بدرجة متوسطة - بدرجة ضئيلة - بدرجة ضئيلة جدا - لا تختلف

في حال الاختلاف : تكون حجم الإفصاحات وعددها في سوق أبو ظبي:

- أقل - أكبر

23- هل يتم الإفصاح في السوقين بالتزامن؟

- نعم - لا

كيف ذلك؟

.....

.....

24- هل كان الإدراج المزدوج وسيلة لتجنب وتخفيف المخاطر العامة مثل الظروف الاقتصادية والسياسية السيئة التي قد تواجه الشركة؟

- بدرجة كبيرة - بدرجة معقولة - بدرجة قليلة - بدرجة لا تذكر - لا يؤثر

25- هل كان الإدراج المزدوج وسيلة لتجنب وتخفيف المخاطر الخاصة التي قد تتعرض لها الشركة مثل سوء إدارة السوق ؟

- بدرجة كبيرة - بدرجة معقولة - بدرجة قليلة - بدرجة لا تذكر - لا يؤثر

المحور الخامس: دراسة الناحية التمويلية للشركة:

26- ما نوع التمويل الذي تعتمد عليه الشركة قبل تاريخ الإدراج المزدوج؟

- تمويل داخلي مثل إصدار الأسهم والرسملة - تمويل خارجي مثل القروض وإصدار السندات - كلا النوعين - لم تحتج للتمويل - أنواع أخرى

27- في حال استخدام التمويل الداخلي :هل كان عن طريق:

- إصدار أسهم بالاكتتاب - إصدار أسهم مجانية - كلاهما - طرق أخرى - ليس أي منها

28- هل تم إصدار أسهم جديدة بعد الإدراج المزدوج لسهم الشركة في سوق أبو ظبي؟

- نعم - لا

أذكر السنوات :

29- هل كانت تكلفة الإصدار تختلف عنها قبل الإدراج المزدوج في سوق أبو ظبي؟

- أعلى بدرجة كبيرة - أعلى بدرجة قليلة - أقل بدرجة كبيرة - أقل بدرجة قليلة - لا تختلف

30- ساعد الإدراج المزدوج على تقليل متوسط تكلفة الهيكل التمويلي ؟

- درجة كبيرة جدا - درجة كبيرة - درجة متوسطة - درجة ضئيلة - لم يؤثر عليها

31- التكاليف التي تتكبدها الشركة من جراء الإدراج في سوق أبو ظبي المالي مقارنة مع ما تتكبده في سوق فلسطين:

- مرتفعة جدا - مرتفعة - متوسطة - منخفضة - متساوية

المحور السادس: دراسة السعر العادل للسهم:

32- ساهم الإدراج المزدوج في تحقيق كفاءة التسعير لسهم الشركة؟

- درجة كبيرة جدا - درجة كبيرة - درجة متوسطة - درجة ضئيلة - لم يؤثر عليها

33- هل تغير مستوى سعر السهم إيجابا بعد الإدراج في سوق أبو ظبي؟

- بنسبة كبيرة - بنسبة متوسطة - بنسبة قليلة - لم يتغير - تغير سلبا

34- هل كان التغير في سعر السهم بعد الإدراج في سوق أبو ظبي؟

- مستمرا - مؤقتا - متذبذبا - ثابتا - يصعب الحكم عليه

35- هل سعر السهم يعتبر سعرا عادلا ويمثل القيمة الحقيقية له في العام 2004-2005 في سوق فلسطين المالي؟

- درجة كبيرة - درجة متوسطة - درجة ضئيلة - لا يعتبر عادلا - يصعب الحكم عليه

36- هل سعر السهم يعتبر عادلا ويمثل القيمة الحقيقية له في الفترة 2006/2007 ؟

- درجة كبيرة - درجة متوسطة - درجة ضئيلة - لا يعتبر عادلا - يصعب الحكم عليه

المحور السابع: التعرف على إمكانية توسع الشركة الخارجي:

37- هل قامت الشركة بأي خطوات اتجاه التوسع في أبو ظبي؟

- تقوم بدراسة بعض الخطط والمقترحات.
- قامت بإجراء بعض الصفقات.
- يجري العمل على تنفيذ بعض المخططات.
- لا تسعى الشركة إلى التوسع الخارجي.
- لم تقم بأي خطوات.

38- هل تلقت الشركة أية عروض للاستثمار أو الشراكة في أبو ظبي أو أي مكان آخر؟

- نعم - لا

39- في حال الإجابة بنعم : هل تم ذلك بعد الإدراج المزدوج ؟ أذكر التاريخ:

- نعم - لا

40- هل أضافت عملية الإدراج المزدوج لسهم الشركة أي ميزة تنافسية لها بين الشركات الأخرى في سوق فلسطين؟

- درجة كبيرة - درجة متوسطة - درجة ضئيلة - لا توفر أي ميزة - ليس لها علاقة

41- هل تنصح الشركات الفلسطينية بالإدراج في أسواق مالية أخرى؟

- درجة كبيرة - درجة متوسطة - درجة ضئيلة - لا أنصح بذلك - تبعا لسياسة الشركات

لا تتردوا في إضافة تعليقاتكم أو أية معلومات وتفاصيل أخرى قد تفيد الدراسة :

ملحق رقم (3)

نموذج طلب إدراج

ملحق رقم (4)

أسماء المحكمين

الترتيب	الاسم	الصفة
1	أ. إبراهيم عابد	محاضر في الإحصاء في قسم الاقتصاد والإحصاء التطبيقي - الجامعة الإسلامية.
2	د. حمدي زعرب	أستاذ مشارك في المحاسبة ورئيس قسم المحاسبة بكلية التجارة - الجامعة الإسلامية.
3	د. خليل النمروطي	أستاذ مساعد في قسم الاقتصاد والعلوم السياسية، نائب عميد كلية التجارة بالجامعة الإسلامية.
4	خليل الإفرنجي	مسئول العلاقات العامة بشركة الوساطة للأوراق المالية.
5	د. رامز بدير	عضو هيئة تدريسية بقسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بجامعة الأزهر.
6	د. سالم حلس	أستاذ دكتور في المحاسبة ونائب رئيس الجامعة الإسلامية للشئون الإدارية.
7	سليمان سلمي	مدير شركة الوطنية للأوراق المالية
8	د. سمير صافي	أستاذ مساعد في الإحصاء التطبيقي، عميد خدمة المجتمع والتعليم المستمر بالجامعة الإسلامية.
9	د. عصام البحيصي	أستاذ مساعد في المحاسبة، قسم المحاسبة بالجامعة الإسلامية.
10	د. فارس أبو معمر	أستاذ مشارك في قسم إدارة الأعمال بالجامعة الإسلامية، وعضو استشاري بسوق فلسطين المالي.
11	محمد حجاز	مدير دائرة الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية
12	د. معين رجب	أستاذ دكتور في الاقتصاد، قسم الاقتصاد بجامعة الأزهر، وعضو استشاري بسوق فلسطين المالي.
13	أ. وائل الدايدة	محاضر في قسم إدارة الأعمال بالجامعة الإسلامية.
14	د. يوسف عاشور	أستاذ دكتور في قسم إدارة الأعمال بالجامعة الإسلامية، مشرف الدراسات العليا.

