الجامعة الإسلامية – غزة
عماده الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم المحاسبة

اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف

دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004–2005)

إعداد الطالب:

محمد يوسف عنتر الفالوجي

إشراف الدكتور: حمدي زعرب

قدمت هذه الدراسة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

2007 م - 1428 هـ

بسم الله الرحمن الرحيم

قال تعالى:

﴿قل هل يستوي الذين يعلمون والذين لا يعلمون﴾

سورة الزمر آية 9

قال تعالى:

﴿وما أوتيتم من العلم إلا قليلاً﴾

سورة الإسراء آية 85

صدق الله العظيم

الملخص

تعتبر الكفاءة السعرية من أهم مميزات الأسواق المالية ومؤشرات نجاحها وقوتها فهي تعكس العدالة في أسعار الأسهم المتداولة في السوق، وفي ظل عدم وجود الكفاءة ستكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح خاصة بهم.

ويهدف هذا البحث إلى توضيح مدى تحرك واستجابة أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تبعاً للمعلومات المنشورة عن الشركات المصدرة للأسـهم، وكذلك لقياس كفاءة أسعار الأسهم المتداولة لسوق فلسطين للأوراق الماليـة عنـد المسـتوى الضعيف.

ولتحقيق هذه الأهداف جاءت الدراسة في ستة فصول: الفصـل الأول يشـمل خطـة البحث (المشكلة، الفرضيات، الأهداف، المنهجية، الدراسات السابقة)، الفصل الثاني تعريـف عام بالأسواق المالية، الفصل الثالث تعريف بكفاءة سوق المال، الفصل الرابع تعريف بسـوق فلسطين للأوراق المالية من نشأته وتطوره، الفصل الخـامس اختبـار الفرضـيات، الفصـل السادس النتائج والتوصيات.

وخلصت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها عدم كفاءة سوق فلسطين للأوراق الماليـة عند المستوى الضعيف.

وأوصت الدراسة بعدد من التوصيات أهمهـا: ضـرورة تحقيـق الشـفافية الكاملـة للمعلومات ووصولها بشكل سريع لكافة المتعاملين في نفس الوقت، وكذلك ضـرورة تطـوير نظم الاتصال التقنية والمعلوماتية لنشر المعلومات في السوق المالي، وأيضاً سن قوانين تشجع الاستثمار وتحميه في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ABSTRACT

Pricing fairness is one of the most important features and indicators of healthy and successes full stock markets. At the absence of pricing fairness, there would be a biased chance of some investors earning profits not available for other investors.

This research aims at finding out, how much share prices at the Palestine Securities Exchange Market (PSEM) are responding to information published by stocks shareholders companies. It also, aims at measuring pricing fairness of shares exchanged at the PSEM at the first fairness check level.

The study comes in six chapters. Chapter one contains the research problem, methodology, assumptions, objectives, and literature review. While, chapter two describes what are and what for stock markets. Chapter three defines pricing fairness. Chapter four gives a history and state of the PSEM. Chapter five analysis shares pricing data inorder to check for the assumption of pricing fairness. At the end, comes chapter six with the results and recommendations.

The research locates out several significant results. One of the most important findings of the research is the unfairness of the PSEM at the first fairness checking level.

Likewise, the research recommended several important recommendations. Mainly, the significance of achieving full transparency of published information on stocks by stock shareholders companies. Moreover, the research recommended that the PSEM should improve its information and communication systems.

الإهداء

إلي والديَّ الحبيبين ...

إلى أخي الحبيب إيهاب رحمه الله...

إلي زوجتي العزيزة...

وإلى درة قلبي ابنتَّي بتول ونور...

نهدي هذا البحث...

والله الموفق،،،

شكر وتقدير

قال تعالى:

﴿رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني

برحمتك في عبادك الصالحين﴾

صدق الله العظيم

سورة النمل آية 19

فالشكر والحمد والثناء على الله، الذي من علي بالنجاح والتوفيق في هذه الرسالة .

كما نتقدم بوافر الشكر والتقدير والعرفان إلى الدكتور/ حمدي زعرب والذي أفادني بعلمه ومجهوده في بحثي، وأيضا جزيل الشكر **للأستاذ الدكتور/ يوسف عاشور والدكتور/ ماهر ضرغام** اللذان تفضلا بمناقشة الرسالة.

وكذلك أعضاء الهيئة التدريسية في الجامعة الإسلامية والذين لم يبخلوا علينا بتوجيهاتهم التي أنارت لنا سبل النجاح وأخص بالذكر أعضاء الهيئة التدريسية بكلية التجارة..

والشكر والعرفان إلى جامعتنا الغراء التي كانت ولا زالت منبراً علمياً أضاءت لنا طرق العلم والمعرفة...

ولله الموفق،،،

الباحث

فهرس المحتويات

فهرس الجداول التوضيحية

فهرس الأشكال التوضيحية

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

- مقدمة.
- مشكلة الدراسة.
- أهداف الدراسة.
- فرضيات الدراسة.
- أهمية الدراسة.
- مجتمع الدراسة.
- منهجية الدراسة.
- طرق جمع البيانات.
- الدراسات السابقة.
- تعليق على الدراسات السابقة.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

مقدمة:

مع بداية قدوم السلطة الفلسطينية في مطلع العقد الماضي،دخلت معطيات جديـدة علـي الاقتصاد الفلسطيني و حدث انفتاح كبير فيه ، وظهرت العديد من الشركات المساهمة العامة وتم إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية ، بهدف جذب رؤوس الأموال الفلسطينية من داخل وخـارج فلسطين ، ولجذب الاستثمارات الأجنبية ، ولقد بدأ التداول في الأوراق المالية لعشر شـركات مساهمة عامة في مطلع عام 1997م ، وبلغت في سنة (2005م) 27 شركة مساهمة عامـة ، ويبلغ عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق 6 شركات لها مكاتب وفروع في معظم المدن الفلسطينية (www.p-s-e.com).

ولكي يحقق سوق فلسطين للأوراق المالية الأهداف الذي أنشأ من أجلها لا بد أن يتصف بالكفاءة التشغيلية وهي تتعلق بتجهيزات السوق وآلية العمل ومدى تطورها، وكـذلك بالكفـاءة السعرية والتي تُعرف بأنها " الوضع الذي تعكس في أسعار الأوراق المالية ، وبالكامـل ، كـل المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية ".(المقابلة ، حسين ، وأخـرون ،2002م) ، والكفاءة السعرية ثلاثة مستويات هي:

- الكفاءة على المستوى الضعيف : وهي تفترض أن أسعار الأسهم في السوق تعكس تماما كل المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم.
- الكفاءة على المستوى المتوسط : وهي تفترض أن أسعار الأسهم في السوق تعكس تماما كل المعلومات العامة المتاحة الجديدة المتعلقة بالأسهم.

- الكفاءة على المستوى القوي : وهي تفترض أن أسعار الأسهم في السوق تعكس تماما كـل المعلومات المتاحة والمعلومات غير المتاحة المتعلقة بالأسهم.

وتأتي هذه الدراسة لمحاولة توضيح مدى كفاءة أسعار الأسـهم المتداولـة فـي سـوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، لمعرفة ما إذا كانت المعلومات التاريخية (حجم التداول، أسعار الأسهم خلال أيام التداول) تنعكس على أسعار الأسهم.

مشكلة الدراسة:

تعتبر الكفاءة السعرية من أهم المميزات المطلـوب توافرهـا فـي الأسـواق الماليـة ومؤشرات نجاحها وقوتها لأنها تعكس العدالة في أسعار الأسهم المتداولة في السوق وفي ظـل عدم وجود الكفاءة ستكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم من تحقيق أرباح علـي حساب الآخرين لذلك تسعى الدول والحكومات و إدارات الأسواق الماليـة لأن تكـون السـوق المالية على درجة عالية من الكفاءة ونتيجة لتفاوت الكفاءة من سوق لآخر يحاول الباحث اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف ، ويمكن صياغة المشكلة في السؤال التالي:

هل سوق فلسطين للأوراق المالية كفء عند المستوي الضعيف؟

أهداف الدراسة

1. توضيح مدي تحرك واستجابة أسعار الأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية تبعاً للمعلومات المنشورة عن الشركات المصدرة للأسهم.
2. قياس كفاءة أسعار الأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية عنـد المسـتوي الضعيف.
3. التوصل إلي نتائج وتوصيات تساعد في زيادة كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية.

فرضيات الدراسة

1. التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين لـلأوراق الماليـة لهـا خصائص التوزيع الطبيعي.
2. التغيرات في أسعار قيم مؤشر القدس لسوق فلسطين للأوراق الماليـة لهـا خصـائص التوزيع الطبيعي.
3. تتحرك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق فلسطين لـلأوراق الماليـة بصـورة عشوائية.
4. تتحرك أسعار قيم مؤشر القدس في سوق فلسطين للأوراق المالية بصورة عشوائية.
5. يستطيع المستثمر وضع نموذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل.
6. يستطيع المستثمر وضع نموذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار قـيم مؤشـر القـدس لسوق فلسطين للأوراق المالية للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة للأسباب التالية:

1- الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني لأي دولة وفى ظـل وجـود سوق مالي فلسطيني فلقد وجد الباحث أنه من الضروري التعرف علي أحد مؤشرات نجاح هـذا السوق ومدي فاعليته في الاقتصاد الوطني من خلال قياس كفاءة السوق .

2- أن سوق فلسطين للأوراق المالية يعتبر من الأسواق الناشئة في المنطقة ولا توجد دراسات وأبحاث كثيرة أجريت علي هذا السوق والتي من الممكن للسوق أن يستفيد من نتائجهـا وأن يصحصح مساره من خلالها.

مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة أسعار أسهم الشركات المدرجـة فـي سـوق فلسـطين للأوراق المالية ، وسيتم دراسة كافة مفردات المجتمع خلال الفتـرة مـن(2004م -2005 م) وكذلك دراسة التغيرات في أسعار مؤشر القدس لنفس الفترة .

منهجية الدراسة

سوف يتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في إجراء الدراسة، لكونه من أكثر المناهج استخداماً في دراسة الظواهر الاجتماعية والإنسانية، ولأنه يناسب الظاهرة موضوع الدراسة .

طرق جمع البيانات

سيتم جمع البيانات من خلال الكتب والدراسات والرسائل التي لها صـلة بالموضـوع وكـذلك التقارير المنشورة في الصحف والمجلات والمواقع الالكترونية ذات العلاقة وخصوصاً الموقـع الالكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية

الدراسات السابقة

1. دراسة (FAMA, 1965) بعنوان "سلوك سعر السهم":

وهى من أهم الدراسات التي أجريت على سلوك أسعار الأسهم المدرجـة فـي سـوق نيويورك للأوراق المالية حيث استخدمت التحليل الإحصائي واختبار نموذج السير العشوائي في فحص عينة مكونة من 30 سهم متداول في سوق نيويورك في الفترة ما بين (1956م-1961م).

بهدف التعرف على استقلالية و درجة التوزيع الطبيعي للتغيرات اليومية فـي أسـعار الأسهم.

ولقد استنتجت الدراسة أن التغيرات في أسعار الأسهم تخضع للتوزيـع الطبيعـي، و أن هذه التغيرات في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض.

2. دراسة(أومت ،1989) بعنوان " شكل و سلوك أسعار الأسهم في سوق عمان المالي":

حيث قام أومت بدراسة اتجاه أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية مستخدما نموذج السير العشوائي و شملت الدراسة عينة من 16 سهم لشركات مدرجة في بورصة عمـان في الفترة ما بين 1979م-1986م.

وخلص أومت إلى أن التغيرات في أسعار الأسـهم فـي بورصـة عمـان لا تتصـف بالاستقلالية أي أن السوق غير كفء عند المستوى الضعيف.

3. دراسة(القواسمى ،1990) بعنوان " كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عند المسـتوي الضعيف":

واستخدم القواسمى الاختبار الإحصائي على التغير في العائد غير العـادي الأسـبوعي وعلى التغير في أسعار الإنتاج الأسبوعية، ولقد تمت الدراسة علي عينة من 23 سـهم لشـركة صناعية مدرجة في بورصة عمان في الفترة ما بين (1978 م-1986م) ولقد توصلت الدراسـة إلى عدم كفاءة تسعير أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.

4. دراسة(القضاة ، 1997) بعنوان "اختبار فرضية السير العشوائي علي أسعار الأسهم في سوق عمان المالي":

استهدفت الدراسة اختبار نموذج السير العشوائي على أسعار الأسهم في بورصة عمـان للأوراق المالية، واستخدم البيانات المتعلقة بأسعار الإغلاق اليومية والأسبوعية لعينـة مـن 32 شركة مساهمة مدرجة في سوق عمان المالي لفترة ما بين 1992م- 1994م.

واستخدم أيضاً اختبار معامل الارتباط المتسلسل، والاختبار المتكـرر، ولقـد أظهـرت الدراسة أن العلاقة بين أسعار الأسهم اليومية عالية نوعاً ما ولكنها تتبع نوعا من العشوائية فـي في سلوكها.

5- دراسة (عبد اللطيف،2001) بعنوان " قياس نشاط وكفـاءة أداء سـوق الأوراق المالي في مصر"

استخدمت الدراسة اختبار الأحداث المتشابهة واختبار السكون واختبـار نسـبة التبـاين وكذلك اختبار الانحدار ، حيث أُجريت هذه الاختبارات على أسعار أسهم البورصـة المصـرية للفترة من 1994 إلي 1998 وذلك لقياس الكفاءة السعرية لهذه الأسهم عند المستوى الضعيف ، ولقد أظهرت الدراسة ضعف كفاءة السوق المصري للأوراق المالية عند المستوى الضعيف .

6-دراسة (الفيومي ،2003) بعنوان"أثر خصائص الأسواق الناشـئة علـى اختبـارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان" ،وهدفت هذه الدراسة إلى استقصاء كفاءة بورصـة عمان من خلال مؤشر السوق للفترة من1993 إلى2000 ،ولقد طبقت الدراسة منهجيـة تعمـل على تصحيح أثر التداول غير المتكرر ، وتأخذ في الاعتبار السلوك غير الخطـي فـي عوائـد الأسهم،والتطورات التي شهدها السوق ،وتشير النتائج إلى عدم كفاءة بورصة عمان حتى عـام 1996 ولكن في السنوات الأخيرة بدءاً من عام 1997 شهد السوق تغيـرات مؤسسـية وفنيـة ساهمت في رفع كفاءة السوق .

7- دراسة (التونى وبكر،2005) بعنوان "تطور أسواق رأس المال في الدول العربية"

والغرض من هذه الدراسة هو تقييم الكفاءة التشغيلية لأسواق المال العربية أثنـاء العقـد الماضي (1990-2000)وتحليل جودة استخدام هذه الأسواق لكل المعلومات والموارد المتاحـة لتوليد الأرباح،وتشير النتائج إلى أن ثلاثة دول فقط هي الأردن،المغـرب، وتـونس يمكـن أن

توصف أسواقها بالكفاءة في حين أن الأسواق العربية الأكبر مثل سوق السعودية،مصر،والكويت تعاني من مشاكل واضحة في الكفاءة.

تعليق على الدراسات السابقة :

تناولت الدراسات السابقة تقريباً نفس موضوع الدراسة الحالية مع اختلاف السوق التي أجريـت عليها الدراسات السابقة، أما من حيث الاختبارات التي استخدمتها الدراسات السابقة فهي نفـس الاختبارات التي سيتم استخدامها في هذه الدراسة.

الفصل الثاني

الأسواق المالية

- مقدمة.
- التطور التاريخي للأسواق المالية.
- عوامل نجاح الأسواق المالية.
- المنافع الاقتصادية المحتملة للأسواق المالية.
- أنواع الأسواق المالية.

الفصل الثاني
الأسواق المالية

مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصـادية المعاصـرة خاصـة الـنظم الرأسمالية، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات لصغار المستثمرين وتوجيه تلـك المـدخرات نحو الاستثمارات الكبيرة مما يؤدي لزيادة الإنتاج وتطور سوق السلع والخدمات فـي الـدول، وكذلك الأنظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص قد تلجأ لتجميع رؤوس الأموال من الأسواق المالية من أجل التنمية الاقتصادية.

وتعتبر سوق الأسهم إحدى أهم مكونات السوق المالية، والتي يتم من خلالها الاتصـال بين عرض وطلب رأس المال طويل الأجل، ولسوق الأسهم دورا رائدا واستراتيجيا في عمليـة الاستثمار في الدول الغربية الرأسمالية مما أحدث تنمية كبيرة في هذه الدول، فعلى سبيل المثـال "شكلت الإصدارات الأولية حوالي 40% من إجمالي الناتج القـومي فـي الولايـات المتحـدة الأمريكية، و 33% في فرنسا، و25% في ألمانيا في نهايـة التسـعينيات" (العربيـد، 2002م، ص50).

ويمثل الاستثمار في الأسهم أحد مجالات الاستثمارات الجيدة التي تلقى قبولا متزايدا من جميع فئات المجتمع في الدول الغربية وفي الدول العربية وخصوصا دول الخليج منهـا، نظـرا للبيئة الاقتصادية والسياسية المستقرة لها وكذلك بسبب السياسات الحكومية والقوانين المشـجعة للاستثمار في الأسواق المالية، وأيضا لما تحققه الأسهم من عوائد مجزية، وخصوصـاً إذا تـم استثمارها بأساليب علمية صحيحة، حيث يهتم المستثمر أولا بمعدل العائد الذي يتقاضاه مقابـل المخاطر التي يتحملها نتيجة لاستثماره في الأسهم، بالتالي فإن المستثمر يحتاج لترشيد قراراتـه

الاستثمارية وإلي معرفة العوامل التي على أساسها يتم تحديد عوائد الأسهم في السوق الماليـة، ولقد احتل موضوع آلية تحديد عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة عليها وكيفية الوصول إلى حالـة التوازن في السوق أولويات البحث العلمي والدراسة في تحليل الاستثمار في الأوراق المالية في الدول التي توجد بها بورصات متطورة للأوراق المالية كالدول الغربية، لذلك هناك أهمية كبيرة للأسواق المالية،ويجب الاهتمام بتطويرها ودراستها في مجتمعاتنا العربية.(www.p-s-e.com)

التطور التاريخي للأسواق المالية:

الأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر علي بيع وشراء السلع والخدمات الحقيقية وبوسائل بدائية، ولكن في ظل التطور الحضـاري الكبيـر تطـورت الأسواق بشكل كبير ولقد شهدت طفرة واسعة في السـنوات الأخيـرة بسـبب التقـدم التقنـي والتكنولوجي الواسع في كافة المجالات وأصبح الآن ما يعرف بالتجارة الإلكترونية كإحدى نتائج هذا التطور، كذلك أصبحت الأسواق التجارية في الوقت الحاضر لها صفة التخصص في بعض السلع والخدمات مثل سوق العقارات أو سوق التقنيات... الخ، وتعتبر الأسواق الماليـة حديثـة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها تطورت بشكل كبير وسريع منـذ نشـأتها فـي القـرن الماضي سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحـة للمتعـاملين فيهـا ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق المالية مما حدا بالهيئـات المنظمة لها إلى أعداد هذه الأسواق بالشكل الذي يستوعب حجم هذه الاستثمارات. و يعد أيضـا نمو القطاع المصرفي بشكل كبير من أهم العوامل التي أدت إلى ظهـور و تطـور الأسـواق المالية بسبب ما يتيحه هذا القطاع من تسهيلات في المعاملات التجارية وتمويل الاسـتثمارات ونمو الاقتصاد بشكل عام (عبد اللطيف، 2001 ص 10).

"عوامل نجاح سوق الأوراق المالية" (عبد الكريم، 2001م، ص30):

1. الاستقرار السياسي والذي يقود للنمو والاستقرار الاقتصادي لأنه ليس من المتوقع أن يـتم استقطاب مستثمرين محليين أو وافدين إلي سوق الأوراق المالية في وضع يسوده الغمـوض وحالات عدم التأكد وضبابية النتائج .
2. اعتماد سياسات اقتصادية (مالية، نقدية) تشجيعية لحفز الاستثمار تضمن إعفاءات ضـريبية للمشاريع الإنتاجية المنسجمة مع أولويات التنمية، ولا بد من اسـتكمال البنـاء المؤسسـي والقانوني الذي يشكل المرجعية للاستثمارات ويطمئن المستثمر علي أمواله وأرباحه، ولا بد أيضاً من تبني سياسات نقدية (من قبل البنك المركزي) تسهم في تحقيق الاستقرار في أسعار صرف عملة التداول القانونية وتكبح جماح التضخم، ولا بد من استكمال صـياغة قانونيـة للشركات والبنوك لفتح الطريق أمام التوسع للشركات المسـاهمة العامـة ويـدفع البنـوك للمساهمة بشكل أفضل في تبني سياسات تحويلية أكثر مرونة وإنتاجية.
3. خلق سوق للمعلومات وهذا يستوجب إيجاد أو تطوير الخدمات المالية والفنية والاستشـارية المتخصصة في الدولة، و يتطلب رفع مستوى الوعي الاستثماري المالي والمصرفي لـدى الجمهور، وأيضا الارتقاء بمستوى مهنة المحاسبة والتدقيق، فالتقارير المحاسبية هـي مـن المصادر الرئيسية للمعلومات عن أداء الشركات وإن اختلفت أهميتها من بلد لأخر.
4. وأخيرا وجود عدد غير قليل من الشركات المساهمة العامة العاملة في البلـد، و بإجمـالي قيمة سوقية (رأسمال) ملائم يكفي لتشغيل السوق عند تأسيسه.

المنافع الاقتصادية المحتملة للأسواق المالية (عبد الكريم، 2001م، ص 10).

1. جمع المدخرات الوطنية و توجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس تنافسـية كفؤة. ويتحقق ذلك من خلال تقديم هذه الأسواق أدوات استثمارية متعددة للمـدخرين علـى

اختلاف تصنيفاتهم مما يساعد في الاستفادة من إدارة المخاطر المتصلة بمحافظهم الاستثمارية عبر مفهوم التنوع .

2. جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية و تقليص الاعتماد على الاقتراض من الخارج.
3. الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة و بالتالي التقليل من تكاليف و مخاطر التمويل ، و يتحقق هذا من خلال آليات التسعير العادلة التي يوفرها السوق للأدوات (الاستثمارات) المالية المتداولة فيه، مما يوفر عندها مقاييس لأداء الوحدات الاقتصادية المصدرة لهذه الأدوات تتحدد بموجبها قدرة هذه الوحدات على الحصول على احتياجاتها التمويلية و تكاليف ذلك فبهذا تكافأ الوحدات الناجحة و تعاقب الوحدات الفاشلة ، كما أن السوق يتيح الفرص الملائمة لإعادة هيكلة قطاع الشركات المساهمة العامة من خلال الاندماجات بينها على أسس تنافسية .
4. المساعدة في رفع مستوى الوعي الادخاري و الاستثماري للأفراد و المؤسسات و زيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة و الاقتصاد الكلي على حد سواء .
5. تحسين فرص و إمكانيات إقامة علاقات ترابط و قنوات اتصال مالية دولية .
6. تسريع و تسهيل عملية التخصيص و توسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد .
7. تحسين قدرة الاقتصاد المحلي على استخدام الأساليب و الأدوات المتاحة من خلال السوق المالي بهدف التقليل من المخاطر و التقلبات الدولية غير المفضلة في الأسعار، وهذا مفيد بشكل خاص للدول التي تفتقر للتنوع في تجارتها الخارجية .

8. تعريض الاقتصاديات الأقل تطوراً لمؤثرات إيجابية خارجية علي شكل استيراد تكنولوجيـا المعلومات والخبرة الفنية في هذا المجال .

9. تمكين إدارات الشركات المساهمة العامة من بناء هياكلها المالية الملائمة والتي تحقـق مـن خلالها أفضل التوازنات بين عنصري الربحية والمخاطرة .

أنـواع الأسواق المالية:

سوق رأس المال:

يعرف سوق رأس المال علي أنه "مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب علي الأصول المالية بشكل عام وعلي الأوراق المالية طويلة الأجـل (أي الأسهم والسندات) بشكل خاص" (الزبيدي،2001م، ص114).

ويلاحظ في التعريف السابق لسوق رأس المال أنه لم يعرف السوق على أنه مكان محدد تعرض فيه الأوراق المالية أو الأصول المالية فهي أوسع من ذلك، وإنما سوق المال نظام يتكون من مجموعة مؤسسات وقوانين وعلاقات ونظم معلوماتية يتم بموجبه الجمـع بـين المتعـاملين بالأوراق المالية من بائعين ومشترين ووسطاء من أجل إتمام الصفقات المالية بطرق متطورة قد لا يكون فيها أي التقاء مباشر بين البائع والمشتري أو الوسيط.

ويصنف سـوق رأس المـال إلـي أسـواق حاضـرة وأسـواق آجلـة (الـزرري، وآخرون،2001، ص49).

أ- الأسواق الحاضرة :

وتعرف الأسواق الحاضرة أو الفورية بأنها:الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ودفع القيمة فوراً.

ب- الأسواق الآجلة:

وتعرف الأسواق الآجلة بأنها: أسواق تتعامل بالأوراق المالية ولكن من خـلال عقـود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

وتنقسم الأسواق الحاضرة أيضاً لنوعين أساسيين هما الأسواق المنظمة والأسواق غيـر المنظمة ونوع ثالث غير رئيسي هو السوق الاحتكارية وفيمـا يلـي تفصـيلاتها. (الـزرري، وآخرون،2001، ص49)

1- أنواع أسواق رأس المال الحاضرة :(جودة،2000،ص85)

أولاً:الأسواق المنظمة: وهي الأسواق التي توجد لها قوانين وسياسات وهيئات تنظم التعامل فيها وتضبط العلاقات بين المتعاملين وتمنع التضليل والغش فـي عمليـات البيع والشراء، وتنقسم الأسواق المنظمة إلي نوعين هما.

1. **الأسواق المنظمة الأولية**: تعرف الأسواق الأولية بأنها "السوق التي تـدخل فيهـا منشـأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها وبمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشـأة المصدرة" (الزبيدي،2001 م، ص 114)، وفي هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين المنشأة المصدرة للورقة المالية وبين المشتري الأول لها والذي يسمي بالمكتتب.
2. الأسواق المنظمة الثانوية: وتعرف بأنها (الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بـين حامليها وبين الراغبين في شرائها من غيـر المصـدرين. (إبـراهيم، وآخـرون، 1990، ص17)، و تلعب الأسواق الثانوية دوراً هاماً وأساسياً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة من حملة الأسـهم، كمـا وأن الأسواق الثانوية غالباً ما تعمل علي تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تحتـاج لـرؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدول وفي هذه الحالة تلجأ الدول للأسواق الثانوية، بدلاً مـن

اللجوء للاقتراض الخارجي الذي غالباً ما يكون بشروط صعبة وقيود كثيرة تحـدد كيفيـة استثمار القروض وكذلك تثقل كاهل الدول المقترضة في عمليات السداد.

ثانياً:الأسواق غير المنظمة: وهي الأسواق التي لا تعمل وفق قـوانين وسياسـات الأسواق المنظمة وتعليمات هيئاتها وإنما لها طابع وعرف خاص بها، وتنقسم هـذه الأسواق لأكثر من نوع هي:

1. **السوق الثاني**: ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشـرين فـي المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية ، وسميت بالسوق الثاني على اعتبار أن السوق الأول هو البورصات المنظمة .
2. **السوق الثالث**: ويطلق السوق الثالث علي بيوت السمسرة مـن غيـر أعضـاء الأسـواق المنظمة، وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة فـي الأسـواق المنتظمـة، وبيوت السمسرة هي في الواقع مؤسسات تقوم بدور الوساطة بين البائعين للأوراق الماليـة والمشترين لها مقابل عمولة معينة، ومن مميزات التعامل معها أنها سوق مستمرة علي مدار الساعة حيث يمكن البيع لها أو الشراء منها في أي وقت وبأي كمية، وهي بهذا تعتبر منافسا للسماسرة المتخصصين من أعضاء البورصة، والمتعاملين بالسوق الثالث هم من المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والتقاعد، وكذلك حسابات الأموال المؤتمنة علي إدارتها المصارف التجارية.
3. **السوق الرابع:** وهي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى بيعاً وشراء، دون وساطة بيوت السمسرة في السوق الثالث، والهدف من ذلك هـو اسـتبعاد نفقات العمولات التي تتقاضاها بيوت السمسرة عند البيـع أو الشـراء لهـذه المؤسسـات الاستثمارية، ولكن في هذه الحالة يترتب علي المشتري أن يبحث بنفسه عن بـائع وكـذلك

علي البائع أن يبحث له عن مشتري وبالتالي فإن عملية البيع أو الشراء في هذا السوق قـد تستغرق وقتاً أطول مما لو تمت في السوق الثالث عبر بيوت السمسرة التي غالبـاً تشـتري كل ما يعرض عليها وتبيع كل ما يطلب منها من أوراق مالية.

الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال الحاضرة:

أ- **الأسهم العادية**:

وهي من أكثر الأوراق المالية استخداماً وشيوعاً بين المستثمرين في الأسواق الماليـة ، وهي عبارة عن جزء أو حصة من رأس مال شركة ما ، وتصدر الشركات المساهمة العامة هذه الأسهم لتكوين رأسمالها ، ويكون للأسهم قيمة اسمية واحدة ولها أيضاً نفس الحقوق والواجبـات ، وللأسهم العادية عدة قيم هي:(الجمل ، 2002 ، ص35)

1. **القيمة الاسمية**: وهي القيمة المدونة في وثيقة السهم والتي توزعها الشركة المصدرة لهـا، وعادة ما يكون القيمة الاسمية للسهم هي بنفس قيمة الوحدة النقدية للدولة التي بها الشركة.
2. **القيمة الدفترية:** تعادل نصيب السهم الواحد من صافي حقوق الملكيـة بعـد خصـم كافـة المطلوبات منها.
3. **القيمة السوقية:** وتمثل سعر السهم في السوق المالي حيث يتم تداوله في السـوق المـالي، وتتحدد القيمة السوقية للسهم وفقاً لعدة عوامل منها، القيمة الدفترية للسهم وظروف العرض والطلب في السوق والظروف الاقتصادية وتوزيعات الشركة للأربـاح ومركزهـا المـالي وقدرتها على توزيعات مستقبلية وغيرها من العوامل الأخرى التي تؤثر علي سعر السـهم في السوق المالي بشكل أو بأخر.
4. **القيمة التصفوية:** هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشـركة وسداد الالتزامات وكذلك الأسهم الممتازة.

ب- الأسهم الممتازة:

وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتـاب فـي أسهمها لزيادة رأسمالها و لتوسيع أعمالها ومشاريعها الجديدة أو لمواجهـة بعـض الصـعوبات المالية الحالية أو التي تتوقع حدوثها مستقبلاً، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً للملكية ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد مثل أصحاب الأسهم العادية، "وعلى أية حال تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية" (كاكامولا، 2003م، ص101).

ج- السندات:

السند هو "التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (المصدر للسـند) تقـديم مدفوعات إلي المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السـنوات وحتى تسديد القرض" (كاكامولا، 2003، ص109).

أنوع السندات:

1. السندات الحكومية (أو سندات الخزينة المركزية) وهي سندات الدين العام طويلـة الأجـل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالـة العجز السائد في الميزانية العامة.
2. سندات الهيئات المحلية وهي سندات الدوائر الرسمية القطاعية أو الإقليمية والتـي تصـدر لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي لها صفات السندات الحكومية من حيث الضمانات والإعفاءات الضريبية لفوائدها.
3. سندات الشركات المساهمة والتي تصدر عن القطاع الخـاص بغـرض الاقتـراض مـن الجمهور مقابل فوائد محددة و بضمان أموال الشركة المصدرة لها.

4. سندات المؤسسات أو الشركات العالمية كالبنك الدولي والتي يجري إصدارها وتداولها في الأسواق المالية العالمية.

ثالثاً:الأسواق الاحتكارية:

وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية حيث يحتكران التعامل في أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الدولة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها الدولة.

2-أسواق رأس المال الآجلة

الأسواق المستقبلية:

وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الاختيار والعقود المستقبلية ويمكن تعريف عقد الاختيار بأنه "هو ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السع بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين (أو خلال فترة محددة) وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء" (خريوش، وآخرون، 1998م، ص163)، ويتضح من هذا التعريف أن المستثمر في عقد الاختيار يتفق مع بائع أو مشتري على بيع أو شراء أوراق مالية علي أن تنفذ الصفقة ليس الآن وإنما في تاريخ لاحق في المستقبل على أن يحدد سعر الأوراق المالية لصفقة البيع أو الشراء في الوقت الحالي، وفي تاريخ تنفيذ الصفقة يكون لمالك عقد الخيار الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ وهو يقرر ذلك حسب أسعار الأوراق المالية التي جرى عليه العقد فإذا كانت الأسعار مناسبة له ويحقق ربح من تنفيذ عقد الاختيار فإنه ينفذه وإن لم يكن كذلك فلا ينفذ العقد.

أما العقود المستقبلية فهي:

"عقود قانونية (أو رسمية) يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسـليم إلـي المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل" (كاكامولا، 2003، ص152).

ولقد كان ظهور العقود المستقبلية أولاً في مجال السلع الزراعية والصناعية وغيرها من السلع الأخرى، ثم أصبحت تشمل المعادن النفيسة والمواد الخام والسندات الحكوميـة وأذونـات الخزانة وحتى العملات، ولقد ساعدت البورصات كثيراً بتطوير هذه العقود حيث "كانت بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية، ثم تطبيقها علـى الأدوات الماليـة" (بني هاني، 2002م، ص179).

أما عن آلية استخدام هذه العقود في الأسواق المالية، فهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، علـى أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلي أن يلتزم كل من الطرفين بإيـداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية، وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب علـي عـدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بما تعهد به في العقد(التهامي،1985،ص93)

3-أسواق النقد:

أسواق النقد هي عبارة عن "أسواق مفتوحة تنافسية تتعامل بالأدوات الماليـة قصـيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالباً سنة واحدة وبالتالي فإن تسمية الأسواق المعنيـة بهذه الأدوات أسواق نقدية جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى السيولة" (كاكامولا، 2003، ص69)، وبالتالي فإن سوق النقد هو سوق المعاملات قصيرة الأجل، وهو سوق مفتوح فليس له

مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ إن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، وفي سوق النقد مميزات لا تتوفر في أسواق رأس المال حيث إن الشركات تقوم بتوظيف السيولة الفائضة لديها في هذا السوق بهدف الاستفادة من عوائدها، وإذا احتاجت الشركات لهذه السيولة بشكل سريع تقوم ببيع الاستثمارات في سوق النقد، وبالتالي تكون الشركات قد كونت لها محفظة استثمارات مربحة وسريعة السيولة وقت الحاجة.

ويعتبر سوق النقد مصدر هام وكبير للتمويل قصير الأجل، حيث إنه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصير، فهي أموال تخص مستثمرين يرغبون باستثمار أموالهم بدرجة سيولة سريعة في حال رغبوا في استعادتها، وكذلك تتمتع الاستثمارات في سوق النقد بدرجة عالية من الأمان بسبب قصر مدة الاستثمار لأدواتها التي لا تتجاوز مدتها السنة في الغالب، وكذلك يتميز سوق النقد بانخفاض تكاليف إجراءات إتمام الصفقات نظراً لأن الصفقات تتم بالجملة وبكميات كبيرة ، ويمكن حصر خصائص سوق النقد في النقاط التالية: (كالكامولا، 2003، ص70)

1- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترات تسديدها مابين يوم واحد وسنة بشكل عام.

2- غالبية الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية يمكن خصمها بمعني بيعها قبل تاريخ استحقاقها بأقل من قيمتها الاسمية.

3- تعتبر أدوات سوق النقد عالية السيولة لسهولة تحويلها إلى نقود.

4- يتصف الاستثمار في السوق النقدي بقلة المخاطر، فدرجة المخاطرة النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى نقود منخفضة جداً إذا ما قورنت بمخاطر استثمارات أسواق رأس المال.

5- يعتبر السوق النقدي سوق جملة من حيث كون المتعاملين فيه مـن ذوي الحجـم الكبيـر، ويعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة ويتمتعون بمهارات عالية.

الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد(أبوقحف،2003،ص112)

1- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: شهادات الإيداع هي "أدوات تمنح حاملها حقـا مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل محدد" (خريـوش، وآخـرون، 1998م، ص44)، وتعتبـر شهادات الإيداع أحد الأدوات الاستثمارية الهامة التي يتم تداولها في سوق النقد، وهذه الأداة المالية ترضي كل من المستثمر من حيث العائد والمؤسسات المصرفية من حيث اسـتقرار القنوات الاستثمارية التمويلية لديها، فالمستثمر كان لديه إما أن يستثمر أموالـه فـي شـكل حساب توفير يجني منه عائداً منخفضاً وهذا لا يشبع رغبته، أو في شكل الودائع الثابتة ذات العائد الأكبر، ولكن من الممكن أن يحتاج المستثمر للسيولة قبل نهاية أجل الوديعة وبالتـالي يسحبها من البنك قبل نهاية مدتها ويفقد كل العوائد عن الفترة التي استثمرها فيها لدى البنك، أما في حال الودائع الاستثمارية القابلة للتداول فإن عائدها مرضي للمستثمر بالنسبة لمـدتها القصيرة والتي عادة ما تكون سنة، وكذلك في حال احتاج المستثمر إلي السيولة قبل نهايـة مدة الوديعة فإنه يمكنه بيعها في سوق النقد ويحصل علي قيمة الوديعة وعلـي جـزء مـن أرباح استثمارها.

2- القبولات المصرفية:تعد القبولات المصرفية من أهم الوسائل المستخدمة في عمليات تسـهيل التبادل التجاري، أما عن مفهومها والية التعامل بها فهي "تصدر القبولات المصـرفية عـن البنوك التجارية مقابل خصم معين، وذلك كوثائق دفع آجلة عند محاولة التجار في بلـد مـا استيراد سلع معينة من بلد آخر، فتكون هذه القبولات ضمانة علي قيمة هذه السلع التي يقوم بتصديرها التجار الأجانب لحين تسـليمها للمسـتوردين" (كلكـامولا، 2003م، ص138)،

وتعتبر القبولات المصرفية من الأدوات الاستثمارية الهامة في سوق النقد، فهي قصيرة وفي الغالب مدتها بين الشهرين والعشرة أشهر، وكذلك تتميز بإمكانيـة خصـمها لـدي البنـك المركزي مما يوفر لمالكها ميزة الأمان.

3- أذونات الخزينة: وهي أدوات دين حكومية تصدرها الحكومة بهدف تمويل خزينة الدولة في الفترات القصيرة، وتشجيع المواطنين علي الادخار أيضاً حيث تمنح الدولة مميزات محفـزة للجمهور علي الاستثمار فيها مثل إعفاء عائد هذه الأذونات من الضرائب، ويتم تداول هـذه الأذونات في سوق النقد، حيث يمكن للمستثمر بيعها قبل تاريخ استحقاقها الذي لا يتجاوز في العادة السنة.

4- الأوراق التجارية: وهي عبارة عن سند تعهد غير مضمون من قبل المصدر وفيه يتعهد بدفع مبلغ محدد وفي تاريخ محدد لمشتري السند، وتصدر الأوراق التجارية عن مؤسسات ماليـة تتمتع بمراكز ائتمانية متينة، ومدة استحقاقها في الغالب لا تتجاوز السنة، وتعتبـر الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصير الأجل، وتتمتع هذه الأوراق الاستثمارية بصـورة عالية من السيولة ولكن مخاطرتها عالية أيضاً حيث إنها تصدر في أغلـب الأحيـان غيـر مضمونة حيث إن الضمان الوحيد لها هو قدرة المقترض الإيرادية والثقة الائتمانية فيه وهذا ما يرفع درجة مخاطرتها، وطالما أن المخاطر عالية فإن العائد المتوقع منها يكون مرتفـع أيضا.

5- سوق اليورو دولار: يستخدم هذا المصطلح للدلالة علـي "الودائـع المصـرفية بالـدولار الأمريكي والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خـارج الولايات المتحدة، وذلك بدلاً من الاحتفاظ بها بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنـوك أو الفروع" (كاكامولا، 2003م، ص145)، وتهتم الدول بحيازة هذه الودائع لأسباب عديدة منها

ثبات قيمة الدولار نسبياً، مما يجعل البنوك المركزية في العالم حريصة علي الاحتفـاظ بـه ضمن احتياطياتها بغرض تسوية ديونها الدولية، بجانب أن الاقتصاد الأمريكي الذي يتبـوأ مركزاً قوياً وقيادياً في التجارة العالمية قد جعل من الدولار وسيلة دفع نقدي دولية تستخدمها البنوك التجارية.

6- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: تقوم البنوك التجارية التي يتجمع لـديها فـائض فـي الاحتياطي الإلزامي بإقراض بنوك أخرى تعاني من عجز فيه، وإن تاريخ اسـتحقاق تلـك القروض قد لا يمتد لأكثر من يوم أو عدة أيام حيث يتم تجديد مدة القرض يوم بيوم حسـب حاجة البنك المقترض.

7- اتفاقيات إعادة الشراء: تمثل هذه الاتفاقيات إحدى وسائل الاقتراض التي يتبعها التجار فـي شراء وبيع الأوراق المالية بغرض تمويل مخزون إضـافي مـن الأوراق الماليـة سـهلة التسويق، وتكون فترة الاقتراض ليوم واحد أو أيام قليلة، وتتم هذه العمليات بأن "يلجأ التاجر إلي سمسار متخصص في تلك الاتفاقيات للبحث عن مستثمر يبيع بموجبه الأول للثـاني – بصفة مؤقتة – أوراقاً مالية بما يعادل المبلغ الذي يحتاجه كما يقوم بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته وبسعر يفوق السعر الذي باع له به هذه الأوراق" (خريوش، وآخرون، 1998م، ص53).

الفصل الثالث

الإطار النظري للكفاءة

- مفهوم الكفاءة وتعريفها.
- أهمية الكفاءة.
- شروط وخصائص السوق المالية الكفء.
- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.
- كفاءة المستوى الضعيف.
- كفاءة المستوى شبه القوي.
- كفاءة المستوى القوي.

أولاً: مفهوم الكفاءة وتعريفها:

أ- مفهوم كفاءة سوق المال:

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قـام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل إدارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية والمراجعين الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية والمنافسين، إن كل فئة من هـذه الفئات ولأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية وبتأثير المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل، فعلى سبيل المثال نجد أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تؤثر على القيمة السوقية لثروة المستثمر مما يغير قرارات المفاضلة بين فرص الاستهلاك وفرص الاستثمار بالنسبة للفرد، أما بالنسبة للمشروع فإن تغير أسعار الأوراق المالية يؤثر على تكلفة مصادر التمويل المتاحة. (حماد، 2000، ص79).

"ويلاحظ وجود علاقة قوية ما بين أسعار الأوراق المالية - وبصفة خاصـة الأسـهم – وما بين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكـد مثل هذه العلاقة وتأثيرها علي سوق رأس المال، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال"(حماد، 2000، ص79).

وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة سوق المال وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القـوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محللي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليـل الأساسـي (أو تحليـل القوائم المالية) والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً خاطئاً، لـذلك توصـل

الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه "انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية" (الحناوي، 2000م، ص 123).

مما سبق يتضح بأنه في ظل سوق رأس المال الكفء تعكس أسـعار الأوراق الماليـة وبصفة خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة وبالتالي فإن هذه الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقة للورقة المالية، وحتى يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية يؤدي دورة يجب أن يتصـف هـذا السوق بالكفاءة بحيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحـة وبحيـث لا يسـتطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عـادي (الحنـاوي ، 2000 ، ص 124).

ويعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتدادا "للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد والتي تعتبر أنـه لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة" (التهامي،1985،ص145).

"حيث تعتبر هذه النظرية أنه إذا كانت المعلومات متاحة للجميع ولكل المتنافسـين فـي السوق مثل القوائم المالية المنشورة، سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرين قريبا مـن معدل العائد المتوقع، أي أنه طالما يحصل المتنافسين على نفس المعلومات فهـم لـديهم نفـس الفرصة في تحقيق عائد معين ومتقارب للجميع"(إبراهيم،2003،ص87).

وهناك العديد من الباحثين الذين تعرضوا لمفهوم كفاءة سـوق رأس المـال ووضـعوا التعريفات لهذا المفهوم وجاءت غالبية هذه التعريفات مشابهة نـذكر منهـا تعريـف ديلكـوي (Delkaoui) الذي عرف السوق الكفء بأنه "السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشـوائية دون إمكانية السيطرة عليها". نقلاً عن (المزيني، 2002، ص 31).

وهناك تعريف آخر للسوق الكفء يقول:"تعتبر السوق الكفء بالنسبة لمجموعة محـددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية في المتوسط باستخدام المجموعة مـن المعلومات، عند اتخاذ قرارات البيع أو الشراء (العربيد ،2002، ص 31).

وطبقاً لهذه التعريفات، فمن المتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق علـى وجـه السرعة لكل معلومات جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، حيث تؤثر في تغيير نظرتهم تجاه المنشـأة المصدرة للسهم، وتأتي هذه المعلومات للسوق في أي وقت وبدون سابق إنـذار ومسـتقلة عـن بعضها البعض، وتؤثر على حركة الأسعار بطريقة عشوائية، حيث تتجه الأسـعار هبوطـاً أو صعوداً في ظل المنافسة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، وعلى ضوء مـا سـبق يتطلب ذلك عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق، وبـين وقـت الوصول لنتائج محددة بشأن سعر السهم، والتي من شأنها أن تغير في سعر السهم لما تحمله تلك المعلومات، من أنباء سارة أو غير سارة، ولا يكون هناك فرصة لتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين ، فإن في السوق الكفء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشـأة معينـة كافـة المعلومات المتاحة عنها، وتكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة الحقيقية وهذا ما يسمى بالكفاءة الكاملة (المزيني، 2002،ص32).

ب- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

ولكي تكون هناك كفاءة كاملة لسوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر شروط في السـوق وهي كما يلي (الهندي، 1996م، ص 42):

1- إتاحة المعلومات عن السوق للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف وفي ظل هـذا الشـرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

2- عدم وجود أي قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك مـن التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها وذلك بيسر وسهولة هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية أو قانونية للـدخول أو الخـروج مـن السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشأة الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

3- وجود عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تـأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة علـى أنها قضية مسلّم بها.

4- المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

وعند مناقشة مدى واقعية الشروط السابقة التي تؤدي لوجود الكفاءة الكاملة يرى الباحث أن الشروط الثلاث الأولى صعبة التحقيق بل تكاد تكون مستحيلة فالشرط الأول الـذي يقضـي بتوفر المعلومات للجميع في نفس الوقت وبدون تكاليف غير ممكـن لأن غالبيـة المسـتثمرين يحصلون على المعلومات وتحليلاتها من مصادر مختلفة ولهذه المصادر تكلفـة فـي الغالـب، وصدور المعلومات عن مصادرها يحدث بتفاوت زمني قصير، أما الشرط الثاني والذي يقـول

بأنه لا توجد على المعاملات أي قيود أو ضرائب أو تكاليف غير موجـود نهائيـا لأن غالـب المعاملات تتعرض لمثل هذه القيود.

أما الشرط الثالث والذي يقضي بأن التعاملات تتم عن طريق عدد كبير من المستثمرين وأن تصرف أي منهم لن يؤثر على الجمهور فهذا غير موجود أيضاً لأنه فـي الواقـع غالـب المعاملات في السوق المالي تتم لحساب مؤسسات مالية كبيرة وبأحجام كبيرة وهذه التعـاملات تؤثر على بعضها البعض أما بالنسبة للشرط الأخير وهو الذي يقضي بأن المسـتثمر مسـتثمر رشيد يسعى إلى تعظيم المنفعة والثروة وأنه في سباق دائـم مـع الآخـرين للحصـول علـى المعلومات التي تساعده في بلوغ هدفه فهذا الشرط يمكن تحققه وبالتالي ننتقل من مفهوم الكفـاءة الكاملة والتي تتطلب الشروط الأربعة والتي من المستحيل تحققها إلى مفهوم الكفاءة الاقتصـادية والتي يمكن أن تتحقق بتحقق الشرط الأخير.

وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضـي بعـض الوقـت منـذ وصـول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعنـي أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غيـر أنه من المعتقد أن لا يكون الفرق كبيراً (التميمي، وآخرون، 2004 ص87).

ت-كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصـيص الكـفء للمـوارد المالية المتاحة، ينبغي أن يتوفر فيه سمتين أساسيتين من الكفاءة هما: كفاءة التسـعير، وكفـاءة التشغيل.

1) كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بهـا "أن المعلومـات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسـعار

الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة" (الهنـدي، 1996م، ص 49)، ومـن هـذا التعريف يتضح أن المقصود بكفاءة التسعير هـي الكفـاءة الاقتصـادية المتعلقـة بـأثر المعلومات على أسعار الأسهم وهي الكفاءة موضوع هذه الدراسة.

2) كفاءة التشغيل: وتسمى بالكفاءة الداخلية ويقصد بها "قدرة السوق على خلق التوازن بـين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيـق مـدى أو هـامش ربـح فعـالاً فيـه" (جودة،2000،ص102).

ومن الملاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجع المستثمرين على بذل الجهد للحصول علـى المعلومـات الجديـدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع بـه الورقـة، وبالطبع كلما كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عـن المعلومـات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.(حردان،1997،ص121).

ثانياً: أهمية الكفاءة:

إن سوق رأس المال هو مؤشر النشاط الاقتصادي داخل أي دولة إذا توافرت الكفاءة له، والغرض الأساس من وجود أسواق رأس المال في الاقتصاد هو توزيع المدخرات بكفاءة علـى الاستخدامات والاستثمارات ، ففي الاقتصاديات الحديثة تحتاج الشركات المستثمرة إلـى رؤوس أموال تفوق مدخراتها، كما تزيد مدخرات الكثير من الوحـدات الاقتصـادية أو الأفـراد عـن استثماراتهم، حيث إن مجرد وجود سوق لرأس المال لـيس كافيـاً لتحقيـق التنميـة الماليـة والاقتصادية وخصوصاً في الدول النامية ، فكما يمكن أن تلعب أسوق رأس المال دوراً كبيـراً

في دفع عملية التنمية، فإنها أيضاً يمكن أن تمثل عائقاً لعملية التنمية وخصوصاً في الدول النامية التي قد لا تتمتع أسواق رأس المال فيها بالكفاءة و العدالة مما قد يعمل على هـدر المـدخرات وخسارة المستثمرين(الناقة،1995،ص152).

ويتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سـواء مـن الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، فعلى سبيل المثـال تتحقـق كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة في السوق في أي وقت كل المعلومات عن هذه الأوراق، وهذا يجعل السوق الكفء سـوقاً عـادلاً، فالأسـعار تعكـس الصيغة الحقيقية للأوراق المالية، وبذلك يستطيع المسـتثمر العـادي معرفـة القـيم الحقيقيـة للاستثمارات المختلفة، بما يجعله يتجه تلقائياً نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتـاح لها فرص استثمار واعدة ومربحه وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثـل للمـوارد (الزيدانين، 1999، ص108).

كذلك لا يعطي السوق الكفء الذي تعكس الأسعار به كافة المعلومات المتاحة الفرصـة لأي متعامل أن يحقق عائداً يفوق ما حققه الآخرون، فالتعامل بالسوق الكفء هو دائمـاً مبـاراة عادلة بين جميع الأطراف، وبذلك يوفر السوق الكفء الحماية والثقة التي يرغبها أي مسـتثمر، وهنا يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على الدخول في والاستثمار بهذا السوق. (الزيدانين ، 1999 ،ص109).

ثالثاً: شروط وخصائص السوق المالية الكفء.

أ- الخصائص العامة للسوق الكفء: (المزيني، 2002، ص 33)

1- المنافسة الكاملة في السوق:

أي أن يكون هناك عدد كبير من المتعاملين في السوق، وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون يتلقون السعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق.

2- الأمن:

أي يجب أن تتوفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر .

3- العقلانية:

وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال.

4- دقة وسرعة وصول المعلومات:

على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية.

5- كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير:

يجب أن يكون هناك آليات لضبط أي خلل في التسعير، من خلال ضبط تكاليف معاملات إبرام أي صفقة في حدها الأدنى من جهة،ومن جهةً أخرى أن يكون سعر الورقة المالية يعتمد على معلومات حقيقية وليس إشاعات، أي استجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة التي تصل لها، ويعني ذلك أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

6- السيولة:

يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري للأوراق المالية إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت فيه آخر صفقة على ذات نفس الورقة، وهذا يعني أن السيولة تتطلب سهولة التسويق واستقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

7- عدالة التسويق:

ويقصد بالعدالة هو أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل، وذلك من حيث الوقت أو المعلومات المتاحة والتحقق من سيادة القانون.

ب- الخصائص التنظيمية للسوق الكفء(النجار،1999،ص93)

1- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.

2- وجو لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول.

3- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ومراقبة لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.

4- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايدة أو المفاوضة، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.

5- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق.

6- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.

7- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.

8- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم، وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

9- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكيد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

رابعاً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال:

مما سبق شرحه بخصوص من شروط للكفاءة يتضح أن كفاءة الأسواق الماليـة تـرتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق حيث تتعلق فروض السوق الكفء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة وبالتالي فإن السوق قد تكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفء بالنسبة لنظام آخر لذلك قـام الباحثون مثل "Fama, 1970" (الحناوي، 2000م، ص 128).

بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تتمثل في ثلاثة فروض هي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق وفرض الصيغة متوسطة القوة وفرض الصيغة القوية.

أ- فرض الصيغة الضعيفة:

تفترض هذه الصيغة أن الأسعار المالية للسوق تعكس تماماً كـل المعلومـات الخاصـة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار، لذلك فإن تطبيق أي قاعدة من قواعد التعامل أو التحليل والتي تعتمد على المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشـورة) وتسمى بالمعلومات السوقية التاريخية لن تعطي أي عائد إضافي، ولأن الأسعار الجارية تعكـس بالفعل كل التغيرات السعرية السابقة، فلن تكون هناك أي علاقة بين التغيـرات فـي الأسـعار والمعلومات التاريخية، ويصبح إثبات القدرة على التنبؤ بالتحركات فـي الأسـعار مـن خـلال المعلومات التاريخية، دليلاً على أن بعض هذه المعلومات لـم تسـتوعبها الأسـعار بعـد وأن التغيرات في الأسعار غير عشوائية، وبهذا فإن هذه الصيغة تختلف مع وجهة نظر الفنيين الذين يقولون أنه يمكن التنبؤ بأسعار المستقبل من خلال المعلومات التاريخيـة لهـذه الأسـعار، ثـم الاعتماد على هذه التوقعات في الحصول على أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد تـم

قياس هذه الصيغة داخل الأسواق من خلال قياس مدى إمكانية الاعتماد على البيانات التاريخيـة للأسعار في التنبؤ بالمستقبل.

لهذا قام العديد من الباحثين باختبار فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة في أسواق المال العالميـة، مثل: ألكسندر ومـا نـديلبورت وفامـا (Alexander 1961, Mandelborr 1961, Fama 1965).

الذين قاموا بتتبع البيانات الخاصة بمؤشر داو جونز وكذلك الأسهم العادية الفردية، حيث خلصت هذه الدراسات إلى نتيجة نهائية وهي أن الارتباط الملاحظ بين التغيـرات فـي أسـعار الأسهم ليست بدرجة كافية بحيث يمكن الاستثمار على أساسها وتحقيق أرباح غير عادية، فقد قام فاما (Fama, 1965) بقياس عشوائية أسعار الثلاثين سهماً المسجلة بمؤشر داو جونز لمـدة 4 سنوات للفترة ما بين 1965م و 1962م، وقد تم حساب معامل الارتباط بـين التغيـرات فـي لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية من واحد إلى عشرة أيام، وقد ظهرت معاملات الارتبـاط قريبة من الصفر في معظم الأحوال (حوالي 0.03) وكانت تقـل كلمـا زاد الفاصـل الزمنـي المستخدم، وهذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي لأسعار الأسهم (عبـد اللطيـف، 2001م، ص 28).

وهناك عدد من الاختبارات التي طبقتها الدراسات السابقة لاختبار فرض الصيغة الضـعيفة والتي سيطبقها الباحث في هذه الدراسة مثل اختبار التوزيع الطبيعـي normal distribution test ، واختبار الأحداث المتشابهة run test ، حيث يقيس الاختبار الأول طبيعة توزيع أسـعار الأسهم خلال فترة معينة ، أما الاختبار الثاني فيقيس مدى وجود علاقة أو ارتباط بين التغيـرات في أسعار الأسهم خلال فترة معينة ، وكذلك سيتم تطبيق اختبار نموذج الانحـدار الـذاتي مـن

الدرجة الأولى والمتوسط المتحرك والذي يوضح إمكانية تكوين نموذج لمحاكاة أسعار الأسـهم والتنبؤ بها للفترات القادمة.

ب- فرض الصيغة المتوسطة القوة:

تفترض هذه الصيغة أن أسعار الأوراق المالية تتغير تغيراً سريعاً تبعـاً لأي معلومـات عامة جديدة مثل المعلومات عن الأرباح، الأخبار الاقتصادية، الأخبار السياسية، أخبار تجزئـة الأسهم، كل هذه تعتبر معلومات عامة وجديدة وهذه الصيغة للكفاءة فـي المسـتوى المتوسـط تتضمن في محتواها الصيغة الضعيفة فالمعلومات العامة تتضمن المعلومات التاريخية السـوقية مثل (أسعار الأسهم، وحجم التعامل... الخ) بالإضافة للمعلومات العامة الجديـدة، وطبقـاً لهـذه الصيغة لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح إضافية بناء على المعلومات الجديـدة بعـد أن تصبح عامة للجميع، أي بعد الإعلان عن حدث ما، ولأن السعر يكون قد عكس بالفعل أثر تلـك المعلومات، هذا وتقوم دراسات هذه الصيغة على أساس قيام المحلل بتقييم مدى استيعاب أسـعار أسهم الشركات لحدث معين، وهذا الاختبار أصعب بكثير مما يبدو، فهناك العديد من الأحـداث التي قد تحدث في نفس اليوم الذي يظهر فيه الحدث محل الدراسة وبالتالي يصعب دراسة أثـر هذا الحدث بشكل منفصل، "وقد اختبرت هذه الصيغة المتوسطة باستخدام أحداث مختلفـة مثـل الإعلان عن الأرباح والإعلان عن تجزئة الأسهم وجاءت نتيجة تلك الدراسات في صالح هـذا الفرض" (عبد اللطيف، 2001م، ص 30).

ج- فرض الصيغة القوية:

تفترض هذه الصيغة أن أسعار الأوراق المالية تعكس تماماً كـل المعلومـات المتاحـة العامة وغير العامة، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر علـى السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصـيغة لا

يتطلب فقط أن يكون السوق كفئاً بحيث إن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بـل يتطلـب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت، ولكـي يكـون السوق كاملاً لابد من توافر ثلاثة شروط أساسية هي: (عبد اللطيف، 2001م، ص 31).

1- لا يوجد مصاريف للتعامل على الأوراق المالية.

2- كل المعلومات متاحة للجميع وبسهولة.

3- الكل متفق حول الأثر الحقيقي على السعر الحالي.

وتعتبر دراسة فرض الصيغة القوية على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة، حيث يتم قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين لهم القدرة علـى الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة، مثل المتخصصين في تحليـل الأوراق المالية وهم صناع السوق، والمؤسسات المالية المتخصصة وكبار المديرين وكبار العاملين فـي الشركة التي يستثمرون فيها أموالهم.

"وقد جاءت معظم نتائج الدراسات الخاصة بالصيغة القوية في غير صالح هذه الصـيغة فالسوق الكامل الكفاءة لا يكون له وجود في العالم الحقيقي، لذلك فإن مـن قـام بوضـع هـذا الفرض، أوضح أن الصيغة القوية تعتبر صيغة متطرفة للكفاءة قد تتحقق ولكن مـن الصـعب الوصول إليها داخل السوق" (عبد اللطيف، 2001م، ص 32).

الفصل الرابع

سوق فلسطين للأوراق المالية

- مقدمة.
- نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية.
- أهمية سوق فلسطين للأوراق المالية للاقتصاد الوطني.
- أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية.
- صلاحيات السوق.
- هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفصل الرابع
سوق فلسطين للأوراق المالية

مقدمة:

إن المتتبع لنشأة وتطور الأسواق المالية الأوروبية أو العالمية في الدول المتقدمة تاريخياً يلاحظ أنها لم تنشأ من فراغ ولا حتى بقرار من السلطات المختصة في الغالب، وإنما قامت هذه الأسواق كمحصلة لمقتضيات وتطورات اقتصادية استوجبت نشأتها، ولقد استمر تطور هذه الأسواق وتفاعلها مع المتطلبات الاقتصادية والمالية للدول الرأسمالية التي نشأت فيها معطية زخماً جديداً لتقدم المعاملات الاقتصادية والمالية، حيث ساير تطور اقتصاديات هذه الدول تطور موازي في الأسواق المالية ليحقق المزيد من الكفاءة في استخدام المدخرات الوطنية والفوائض المالية الأخرى في تنشيط وتوظيف عناصر الإنتاج الوطنية المتاحة لمواصلة النمو الاقتصادي المطلوب، لذلك يمكن القول بأن نشأة الأسواق المالية وتطورها في الدول الرأسمالية المتقدمة جاء انعكاساً لتطور الظروف الاقتصادية والمالية التي عاشتها هذه الدول. أما بالنسبة للدول النامية فإن الأمر مختلف نوعاً ما، حيث تأثرت هذه الدول وبدرجات متفاوتة بالتنظيمات المالية والإدارية للدول الرأسمالية المحيطة بها، لذلك حاولت هذه الدول من خلال سن التشريعات والقوانين المناسبة تنمية وتطوير اقتصادها على شاكلة اقتصاديات الدول الرأسمالية، ولذلك وخلال عقد السبعينات من القرن الماضي بدأت الدول النامية بتأسيس بورصات مالية بقرارات حكومية أو توجيه حكومي وذلك من أجل إيجاد آليات اقتصادية لاستغلال جميع الموارد والمدخرات المتاحة للدول ومواطنيها، لأن السوق المالي المنظم يعتبر أفضل وسيلة لتخصيص واستغلال الموارد ورفع معدلات الادخار. (حلس، 2001، ص 20).

أولاً: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية:

لقد حذت السلطة الوطنية الفلسطينية حذو الدول النامية المحيطة بها وسمحت بتأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك بمبادرة من شركات فلسطين للتنمية والاستثمار (بادیكو) والتي تشكل المساهم الأكبر في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث قدمت باديكو دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية بتاريخ 1995/7/19م، للمباشرة في إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس، وفي 1996/11/7م تم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية وبدأ التداول الفعلي بتاريخ 1997/2/18م(www.p-s-e.com).

ولقد التزمت سوق فلسطين للأوراق المالية بأن تسهل وتنظم تداول الأوراق المالية بشكل عادل وكفؤ لتشجيع تدفق الاستثمارات والمدخرات للاقتصاد الفلسطيني وذلك من خلال استقطاب الاستثمارات الخارجية الأجنبية وكذلك حشد المدخرات الفلسطينية وتشجيعها على المشاركة في الاستثمار من خلال سوق مالي قانوني ومنظم يضمن كفاءة تشغيل الأموال واستثمارها،ولهذه الغاية وفرت سوق فلسطين للأوراق المالية أنظمة الكترونية للتداول والرقابة والتسوية وتحويل الأوراق المالية بشكل يكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وقامت السوق بوضع أسس للتداول وإيصال المعلومة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي أو حجم تعاملهم أو علاقتهم مع الشركات المدرجة مما يوفر لجميع المستثمرين فرص متكافئة في الربح والمخاطرة (www.p-s-e.com).

ثانياً: أهمية سوق فلسطين للأوراق المالية للاقتصاد الوطني:

في ظل الحاجة الماسة لتطوير الاقتصاد الوطني الفلسطيني والارتقاء به إلى آفاق جديدة وواعدة كان لا بد من إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية ليكون هذا السـوق حجـر الأسـاس لأسواق رأس المال في فلسطين، ونظراً لما يتمتع به الشعب العربي الفلسطيني من خصوصـية بحيث يوجد نسبة كبيرة منه في الشتات مما أدى لتركيز معظم المدخرات الشخصية في الخارج، كان هناك حاجة ملحة لخلق سوق رأس مال ثانوي لتسهيل تدفق المدخرات والأموال من خارج فلسطين للاستثمارات الوطنية بداخل فلسطين، والعمل على جعل هذا التدفق أكبر ما يمكن، وفي ظل عدم مقدرة الفلسطينيين في الشتات للتواجد في فلسطين من أجل إدارة الاستثمارات بشـكل مباشر وفعال، كان لا بد من إيجاد الأدوات الاستثمارية المناسبة مثل تأسيس الشركات المساهمة العامة وتنظيم تداول أسهمها في سوق مالي منظم مما يتيح الفرصة لاستثمار الأمـوال وتـدفقها للاقتصاد الوطني والحصول على فوائد مجزية وفي الوقت ذاته عدم الحاجة للانخراط اليـومي في إدارة هذه الشركات (داود، 2006، ص 115)، وعليه فقد كان من الضروري والمهم جـداً وجود سوق رأس مال على درجة عالية من التنظيم مع وجود وسطاء أكفاء للربط بـين رؤوس الأموال الساعية لعوائد مجزية بين المشاريع الاستثمارية التي تحتاج إلى تمويل، حيث إن خلـق مثل هذا المناخ يعمل تطور الاقتصاد الوطني ونموه بشكل جيد وكذلك رفع كفاءة وإنتاجية هـذا الاقتصاد ككل(www.p-s-e.com).

ثالثاً: أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية:

تعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية ركناً من أركان هيكل النظـام المـالي الفلسـطيني وإحدى الآليات المساهمة لتجميع الموارد وتوظيفها في مشاريع البنية التحتية والإنتاجيـة وهـي بذلك تسعى لتحقيق الأهداف التالية (www.p-s-e.com).

1- القيام بتوفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل ملكية لأوراق مالية بطـرق تكفـل السرعة والدقة في إنجاز عمليات البيع والشراء، وتضمن سلامة التعامل بالأوراق المالية.

2- تيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية للأسهم والسندات المدرجة في السوق مـن خـلال تعزيـز عوامل العرض والطلب.

3- توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار، بحيث يتم ارتفاع وانخفـاض الأسـعار للأوراق المالية بشكل منتظم وتدريجي.

4- توفير وإيصال المعلومة الدقيقة المطلوبة للمستثمر، ليتسنى له اتخاذ القرار المناسب.

5- توفير الحماية اللازمة للمستثمر من كافة أشكال التلاعب والغش والاحتيال.

6- العمل على استقطاب رؤوس الأموال الفلسطينية في الخارج والتي تشكل الجزء الأكبر مـن مدخرات الشعب الفلسطيني.

7- ضمان العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية من خلال توفير أسس التداول وإيصال المعلومة المناسبة في الوقت المناسب، مما يوفر لجميع المستثمرين فرص متكافئـة في الربح والخسارة.

8- تأهيل السوق عن طريق تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية مـن خـلال استقطاب الخبرات والابتكارات في هذا المجال.

9- السعي لإلحاق السوق الفلسطينية وربطها بالأسواق المالية العالمية والعربية .

وقد أضاف (زعرب 2005) الأهداف التالية:-

1- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.

2- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.

3- العمل على تطوير السوق المالي على نحو وجهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للسلطة.

4- العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى.

5- إدراج الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة للأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.

6- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جمع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم وأحجام التداول، وكافة البيانات اللازمة للمستثمرين.

ويمكن للباحث أن يضيف على الأهداف السابقة النقطتين التاليتين:

1- خلق ثقافة الاستثمار العام في المجتمع الفلسطيني الذي يعتمد وبشكل كبير لغاية الآن على الاستثمار الخاص.

2- تشجيع وتدريب صغار المدخرين على الخوض في المجالات الاستثمارية الكبيرة والضخمة وتحقيق عوائد جيدة مما يدفعهم لمزاولة العمل الاستثماري بشكل مستمر.

رابعاً: صلاحيات السوق:

من أجل تحقيق أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية فقد منحت عدد من الصلاحيات بموجب اتفاقية التشغيل بين السوق ووزارة المالية ومن أهم هذه الصلاحيات (قديح، 1998، ص7).

1- رسم السياسة العامة لعمل السوق بخطوطها العريضة، وذلك ضمن إطار السياسات والتوجيهات المالية والاقتصادية في فلسطين.
2- وضع التنظيم والهيكل الإداري للسوق بالشكل المناسب لأجل تنفيذ أعمال السوق.
3- قبول شركات الأوراق المالية المؤهلة كأعضاء في السوق وتنظيم أعمالها والإشراف عليها وعلى مستخدميها بالشكل الذي تراه مناسباً لرفع خدمات المستثمر في السوق.
4- فرض العقوبات على الأعضاء في السوق ومستخدميهم في حالة ارتباكهم أو ارتكاب أي منهم لأي مخالفة بموجب الأنظمة المعمول بها.
5- إيقاف التداول في السوق عند الاقتضاء بعد التشاور مع وزارة المالية.
6- تحديد الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الأعضاء في السوق، مقابل الاتجار بالأوراق المالية المدرجة في السوق لحساب الغير أو مقابل خدمات.
7- وضع شروط وأسس لإدراج الأوراق المالية بكافة أنواعها في السوق، ورفض إدراج أية أوراق مالية لا تنطبق شروط متطلبات الإدراج عليها أو على الجهة المصدرة لها.
8- تسجيل مستخدمي شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق والترخيص لهم ببيع وشراء الأوراق المالية ورفض أي طلب مقدم من أية جهة كانت للانتساب لعضويته في السوق.
9- منع أي تعامل بالأوراق المالية لأية شركة في السوق إذا كان مثل هذا التعامل من شأنه أن يؤدي إلى التأثير على مصلحة مساهمي الشركة على وجه الخصوص.

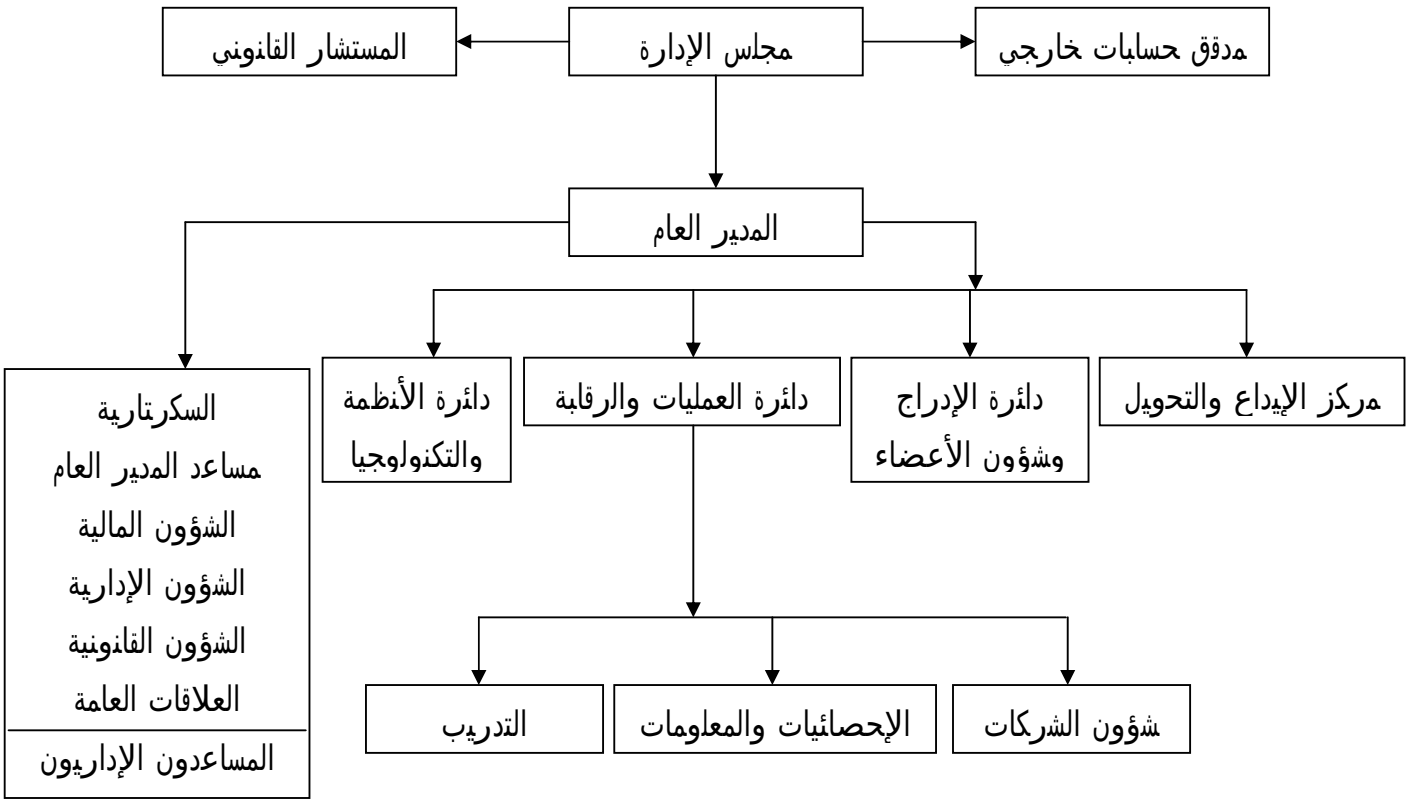
خامساً: هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية:

تعمل سوق فلسطين للأوراق المالية بموجب موقعة مع وزارة المالية في السلطة الوطنية الفلسطينية كمؤسسة مستقلة مالياً وإدارياً، ووفق الصلاحيات الواردة في الاتفاقية واستناداً لأحكام الأنظمة والتعليمات الصادرة عن مجلس إدارتها، ولمجلس الإدارة صلاحيات إصدار التعليمات والأنظمة التي يراها ضرورية لإدارة السوق وتنظيم التداول فيها، وتحديد حقوق وواجبات شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق حسب أحكام النظام وله حق تعديلها من وقت لآخر، ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، خمسة أعضاء يمثلون سوق فلسطين للأوراق المالية، من بينهم أربعة أعضاء يتم تسميتهم من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)، ويكون من ضمنهم رئيس مجلس الإدارة، وعضواً يمثل المستثمرين ورجال الأعمال يتم تعيينه من قبل وزارة المالية لمدة سنتين، وعضو ممثل عن أعضاء السوق يتم انتخابه من قبل شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق لمدة سنة واحدة غير قابلة للتجديد ويتناوب بقية الأعضاء بشكل دوري على العضوية بالإضافة إلى المدير العام للسوق، ومجلس الإدارة مسئول عن وضع السياسة العامة لإدارة وعمل السوق، وتنفيذ غاياتها وتعيين المدير العام، ومراقبة أعماله وتحديد شروط التداول، وحقوق وواجبات الأعضاء وموظفيهم ووكلائهم وممثليهم وإصدار وتعديل الأنظمة والتعليمات وتأسيس اللجان، وهو مسئول أيضاً عن مراجعة موازنة السوق والموافقة عليها وعن مصروفاتها الرئيسية، وتحديد رسوم وعمولات التداول والوساطة والإدراج وغيرها من التعديلات التي يراها مناسبة. (المزيني، 2002، ص 90).

يتألف الهيكل التنظيمي لسوق فلسطين للأوراق المالية من عدة دوائر على رأس هرمها المدير العام كما هو موضح في الشكل رقم (1):-

شكل رقم (1)

هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية



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

وفيما يلي توصيف وشرح اختصاص وعمل أهم دوائر هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية كما ورد عند (المزيني، 2002، ص 91).

1- المدير العام:-

ويعين من قبل مجلس الإدارة ويجب أن يتوفر لديه المؤهلات والخبرة اللازمة وتكون لديه شهادة جامعية متخصص بتخصص مناسب، وأن لا يكون عضواً في السوق أو له علاقات بأي من أعضائها بأي شكل من الأشكال، ويصبح لدى تعيينه عضواً في مجلس إدارة السوق، ويتوقف تلقائياً عن كونه عضواً في المجلس لدى استقالته من منصب المدير العام، ويتبع المدير العام إدارات فرعية مثل العلاقات العامة، البحث والتطوير، السكرتارية، الشؤون القانونية، الشؤون المالية.

يقوم مركز الإيداع والتحويل والتسوية التابع للسوق بعمليات موجهة لتنشيط تجارة التداول بالأوراق المالية، وتتمثل المسئوليات الرئيسية للمركز في التسوية والتحويل وتقديم خدمات الإيداع والتسجيل، ويتم القيام بجميع هذه النشاطات باستخدام آخر ما استجد في عالم وأنظمة تقنية الحاسوب، ولكون السوق من الأسواق القليلة التي تشتمل على هذه الأنظمة المتطورة تقنياً، فإن هذا السوق يعطي المشاركين فيه كفاءة ودقة وحماية أكبر.

ومن الوظائف الرئيسية للمركز تقصي الأموال والتأكد من أن التسوية تتم حسب القواعد والأصول والإجراءات والأنظمة المعمول بها، وضمن الأطر الزمنية التي يحددها المركز، حيث يبدأ المركز بالإيداع والتحويل والتسوية والمعالجة بعد ثلاثين ثانية من بدء التداول، ويقوم النظام بمعالجة عملية تسوية النقد اليومي بين الأفراد المتداولين وكذلك التقصي المصاحب لحركة الأسهم والمتعلقة بالأوراق المالية التي يتم تسويتها، وهناك عدد من الإجراءات المتبعة والغرض

منها حماية التقصي للصفقة من خلال عملية تؤدي إلى التسليم مقابل الدفع بعد ثلاثة أيـام مـن تاريخ إجراء التداول.

علاوة على ذلك يعتبر المركز المسجل الوحيد لملكية الأوراق المالية ويتم الاحتفاظ بسجلات الأسهم الصادرة في نظام تسجيل لدى مركز الإيداع والتحويـل والتسـوية، وبالتـالي فـإن أي تغيرات ناتجة عن التسوية أو أي إجراء يغير ملكية الأوراق المالية سوف يـتم تزويـدها إلـى الشركة المصدرة من قبل مركز الإيداع والتحويل والتسوية، ولكونه يقوم بعمـل السـجل فـإن المركز يحتفظ بتفاصيل عن المالكين المستفيدين من الأوراق الماليـة المدرجـة فـي السـوق، وكمركز إيداع، فإن المركز هو بمثابة مكان لحفظ الأوراق المالية وسجلات تلك الأوراق، ويـتم الإبقاء على الأوراق المالية المودعة في الإيداع تحت تعريف رقم المودع والمساهمين المعنيين، ويحتفظ المركز بخزنة أو بيئة آمنة لجميع وثائقه الحساسة بالإضافة إلى ما ذكر مـن مهمـات وأعمال، يقوم المركز بتسهيل استخدام الأوراق المالية المدرجة لنشاطات الرهن ويسـمح نظـام المركز لأصحاب الأوراق المالية باستخدام تلك الأوراق المالية كضمانة مقابل قروض مصرفية ويضمن أن مصالح جميع الأطراف محمية.

2- دائرة العمليات والرقابة:

تهدف دائرة العمليات والرقابة إلى ضمان مراقبة وتنظيم التداول بالأوراق المالية للشـركات المدرجة في سوق فلسطين بشكل يضمن كفاءة وشفافية وسهولة هذا التـداول، وكـذلك تنظـيم ومراقبة أعمال شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق.

وتتكون دائرة المرليات والرقابة من قسم العمليات والرقابة وقسم شؤون الشركات والإدراج وفيما يلي أهم المهام التي تقوم بها دائرة العمليات والرقابة:

- تنظيم ومراقبة نشاطات التداول للأوراق المالية للشركات المدرجة في السوق.

- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصـدرة لهـا وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها.
- تنظيم ومراقبة أعمال شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق والإشراف عليها وعلـى مستخدميها بالشكل الذي يكفل سلامة التداول بالأوراق المالية ونقل ملكيتهـا ويرفـع مـن مستوى الخدمات التي تقدمها هذه الشركات للمستثمرين.
- القيام بالإجراءات الرقابية اللازمة لضمان نزاهة التداول بالأوراق المالية.
- التحقق من سلامة الصفقات المبرمة وإجراء التحقيق في الصفقات المشكوك فيها ومتابعـة هذه التحقيقات للتأكد من عدم وجود تلاعب أو نشاطات للأطراف ذو العلاقة.
- إجراء التدقيق والتفتيش الميداني على شركات الأوراق المالية للتأكد من أن جميع الأعمـال التي تقوم بها هذه الشركات لصالح عملائها تـتم وفقـاً للقـوانين والأنظمـة والتعليمـات والإجراءات الصادرة عن السوق.
- تنظيم شؤون الشركات المدرجة في السوق والتأكد من تطبيقها للقوانين وأنظمة السوق.
- متابعة إدراج الشركات الجديدة وما يلزمها من متطلبات.
- متابعة انتساب شركات أوراق مالية جديدة في السوق.

3- دائرة الأنظمة والتكنولوجيا:-

تتولى هذه الدائرة عمليات شراء وتطوير الأنظمة الإلكترونية، وتشغيلها وتحديثها وتـدريب المستخدمين عليها، كما تقوم بشراء الأجهزة والمعدات والإشراف على صيانتها، وكـذلك تقـوم ببث المعلومات عبر الوسائل الإلكترونية مثل الإنترنت.

4- دائرة الإدراج وشؤون الأعضاء:-

تهتم هذه الدائرة بتنظيم عمليات قبول الشركات التي سيتم تداول أسهمها في سوق فلسـطين للأوراق المالية ويتركز عملها في التأكد من أن الشركات التي يتم تداول أسـهمها فـي السـوق ملتزمة بقوانين ومتطلبات الإدراج وشروطه وكذلك أن هذه الشركات تلتزم فيما بعـد بقـوانين السوق المفروضة على التداول.

وكذلك من مهام هذه الدائرة تحديد وقبول عضوية الشركات في سـوق فلسـطين لـلأوراق المالية وهي الشركات التي يكون عملها هو الوساطة الاستثمارية والنشـاطات المتعلقـة ببيـع وشراء الأوراق المالية.

وفيما يلي شروط العضوية لسوق فلسطين للأوراق المالية: (www.p-s-e.com).

- أن تكون الشركة قد تقدمت بطلب ترخيص إلى هيئة السوق وحول الطلب إلى السوق.
- أن تكون الشركة المتقدمة للعضوية مؤسسة ومسجلة في فلسـطين ويجـوز للشـركات العضو في أسواق أجنبية التقدم بطلب إذا كان لها فرع أو فروع في فلسطين.
- أن تنحصر غايات وأعمال الشركة بموجب عقدها الأساسي بالنشاطات المتعلقة بالأوراق المالية والوساطة الاستثمارية.
- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 2 مليون دولار أمريكي وأن يكون نصفها أموالاً نقدية أو أصولاً سائلة.
- ألا يكون أي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو هيئة مديريها قد توقف عن دفع ديونـه التجارية حتى لو لم يقترن ذلك بإشهار إفلاسه وألا يكون قد أشهر إفلاسه مسبقاً.
- ألا تقل نسبة أعضاء مجلس الإدارة للشركة الذين يتمتعون بدراية فـي مجـال الأوراق المالية عن 30% من مجموع أعضاء مجلس الإدارة للشركة العضو.

- أن لا يكون عضو مجلس الإدارة أو أحد موظفي الإدارة التنفيذية عضواً في مجلس إدارة شركة أخرى عضو في السوق أو شركة مدرجة أو يعمل في وظيفة لدى شركة مدرجة أو يعمل لدى هيئة السوق.
- أن تتعهد الشركة بالالتزام بأحكام وقوانين وقواعد السوق.
- أن تتعهد الشركة وتلتزم بقبول حق السوق في فرض العقوبات والإجراءات الاحترازية التي تنص عليها الأنظمة والتعليمات الداخلية للسوق.
- أن تلتزم الشركة بعدم توظيف أي شخص كمسئول إداري أو مستشار مالي أو مهني يتعاطى تداول الأوراق المالية ما لم يكن رخص له من هيئة السوق.
- تحديد موقع المقر الرئيسي للشركة.
- أن تلتزم الشركة بأن تبين في مراسلاتها ومنشوراتها بأنها شركة عضو في السوق.

أما الشركات الأعضاء في إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية فهي:

شركات الأوراق المالية الأعضاء في إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية

جدول رقم (1)

	اسم الشركة	سنة العضوية	عنوان الشركة الرئيسي
1-	الأردن وفلسطين للاستثمارات المالية	1997م	عمارة الفرح – رام الله
3-	الهدف للاستثمارات والأوراق المالية	1997م	المركز التجاري - نابلس
4-	الوطنية للأوراق المالية	1997م	عمارة الحرجة – رام الله
5-	العالمية للأوراق المالية	1997م	بناية جاليريا سنتر – نابلس
6-	سهم للاستثمار والأوراق المالية	1999م	عمارة السهم – رام الله
7-	الشركة المتحدة للأوراق المالية	1996م	رام الله
8-	شركة لوتس للاستثمارات المالية	2004م	البيرة

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

أما عن إدراج الشركات لتداول أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية فهناك عدد كبير من المتطلبات والشروط التي يجب الوفاء بها من قبل الشركات التي تريد قبولها في سوق فلسطين للأوراق المالية ونذكر من هذه الشروط أهمها كما وردت في موقع السوق الإلكتروني (www.p-s-e.com) الحد الأدنى لمواصفات ومتطلبات الإدراج لأسهم الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية:

- أن لا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن 1000000 دينار أردني.
- أن يكون رأس مال الشركة مدفوعاً بالكامل.
- أن لا يقل عدد المساهمين للشركة عن 100 مساهم.
- أن لا تقل حصة المساهمين العامين في الشركة عن 25% من رأس المال المكتتب به.
- أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 100000 سهم.
- أن تكون الشركة ممارسة لنشاطاتها 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 وبالنسبة للشركات حديثة التأسيس فعليها تحقيق دراسة جدوى للسنتين القادمتين.

وفيما يلي الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية حتى نهاية عام 2006م

الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

جدول رقم (2)

الرقم	اسم الشركة	رمز الشركة	تاريخ الأدراج	العملة	عدد الأسهم المصدرة
1-	الشركة العربية لمنتجات الباطون	ACPC	1999/12/23	دينار	660000
2-	العربية للفنادق	AHC	1998/05/03	دينار	6916488
3-	البنك الاسلامي العربي	AIB	1997/11/22	دولار	21000000
4-	شركة المؤسسة العربية للتامين	AIE	1997/01/04	دينار	896400
5-	الشركة العربية لصناعة الدهانات	APC	1997/03/05	دينار	1500000
6-	شركة المستثمرون العرب	ARAB	1997/07/27	دينار	9452328
7-	شركة المؤسسة العربية العقارية	ARE	1997/01/04	دينار	948890
8-	شركة دواجن فلسطين	AZIZA	2002/12/30	دينار	10000000
9-	بنك فلسطين المحدود	Bop	2006/01/01	دولار	36299146
10-	شركة الرعاية العربية للخدمات الطبية	GAIC	1997/04/13	دولار	5512500
11-	شركة غزة الأهلية للتأمين	HOTE	1997/2/23	دينار	1150000
12-	شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام	Hotel	1999/11/24	دينار	7000000
13-	شركة سجائر القدس م.ع.م	JCC	1997/7/24	دينار	1000000
14-	شركة القدس للمستحضرات الطبية	GPH	1997/1/20	دينار	5000000
15-	شركة فلسطين لصناعة الدواء	LADAEN	2002/12/30	دينار	3850000
16-	شركة التأمين الوطنية	NIC	1997/1/15	دولار	172132000
17-	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (بادكو)	PADICO	1997/6/5	دينار	67500000
18	شركة الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	1997/5/6	دولار	60000000
19-	بنك فلسطين الدولي	PIB	1997/2/22	دينار	11903201
20-	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	1997/2/13	دولار	20000000
21-	الشركة الفلسطينية للاستثمار والبناء	PID	1996/2/18	دينار	5307001
22-	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	2002/12/30	دينار	15000000
23-	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسويق	PLICO	2000/9/21	دينار	4500000
24-	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	1997/2/24	دينار	15000000
25-	بنك القدس للتنمية والاستثمار	QUDS	1997/3/22	دولار	20000000
26-	شركة مصانع الزيوت النباتية	VOIC	1999/8/9	دينار	3000000
27-	بيرزيت للأدوية	BPC	2006/05/03	دولار	11000000
28-	البنك التجاري الفلسطيني	CBP	2006/01/01	دولار	20000000
29-	شركة مطاحن القمح الذهبي	GMC	2006/04/01	دولار	15000000
30-	شركة الائتمان للاستثمار والتنمية	IID	2006/05/01	دينار	4000000
31-	الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	2006/06/01	دولار	40000000
32-	شركة المشرق للتأمين	MIC	2006/02/01	دينار	4400000
33-	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	PLAZA	2006/03/01	دولار	5220000
34-	الفلسطينية للكهرباء	PEC	2006/06/01	دولار	60000000

المصدر: موقع فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com).

سادساً: مراحل تطور السوق:

لقد مر سوق فلسطين للأوراق المالية بعدة ظروف أثرت على أداءه خلال سنوات عمره القصيرة، حيث إن حالة عدم اليقين السياسي للواقع الفلسطيني وكذلك الإجـراءات الإسـرائيلية تجعل الاقتصاد الفلسطيني يبقى في حالة من عدم الاستقرار والاختلال وعدم القدرة على إحداث التوازن المعقول مما يجعل العملية التنموية شائكة وصعبة ومكلفة، ومن أهم الأحداث التي أثرت على الاقتصاد الفلسطيني ومكوناته بما فيها سوق فلسطين للأوراق المالية هي انتفاضة الأقصى التي بدأت في 2000/9/29، فكما أعلن وزير المالية الفلسطيني خلال لقائه مع السفراء العـرب بعد عدة أشهر من بدء الانتفاضة أن الحصار الإسرائيلي كلف الاقتصاد الفلسطيني مـا يعـادل 950 مليون دولار خلال الأسابيع الأولى من بدء الحصار المصاحب للانتفاضة أما بعـد عـدة سنوات على الانتفاضة فيمكن القول أن خسائر الاقتصاد بلغت عدة مليارات من الدولارات، لذلك فقد شهد سوق فلسطين للأوراق المالية تراجعاً ملحوظاً في الأسعار وأحجام التداول وقيمها، فقـد انخفضت الأسعار بنسبة 24,7% وانخفضت أحجام التداول وقيمهـا بنسـبة 93%، وانخفـض مؤشر القدس بنسبة 27,6% مما يعني أن السوق فقد 71% من أدائه منذ بدء الانتفاضـة حتـى فبراير 2001، (مقداد، 2002، ص 15).

ولكن على الرغم من أن الخسائر الكبيرة التي تكبدها سوق فلسطين للأوراق المالية فـي السنوات الأولى لانتفاضة الأقصى والحجم الكبير في التراجع لأسعار الأسهم وقيم التداول بهـا ولمؤشر القدس، فقد لاحظ الباحث من خلال اطلاعه على أسعار الأسهم في السـنوات الأخيـرة (2004،2005) أن السوق بدأ يستعيد عافيته جزئياً وبدأت حركة التداول والنشاط على الأسـهم تزداد شيئاً فشيئاً، ويعتقد الباحث أن ذلك قد يعود إلى حالة التكيـف التـي حـدثت للاقتصـاد

الفلسطيني بشكل عام مع الإجراءات الإسرائيلية المصاحبة للانتفاضة، وعلى الـرغم مـن كـل الأحداث السابقة فلقد حدثت تغيرات هامة للسوق المالي الفلسطيني وفيما يلـي سـنعرض أهـم مراحل التغير في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنوات عمره.

أ. التغيرات في السوق من حيث الشركات المدرجة في السوق:

الجدول التالي يوضح عدد الشركات المدرجة في السوق المالي من سنة 1997م لغاية 2006م.

عدد الشركات المدرجة في نهاية كل عام

جدول رقم (3)

السنة	عدد الشركات	نسبة التغير السنوي
1997	19	-
1998	20	%5.26
1999	21	%5
2000	24	%14.28
2001	24	%0
2002	24	%0
2003	24	%0
2004	26	%8.33
2005	28	%7.69
2006	34	%21

المصدر (شراب، 2006، ص 50)

يتضح من الجدول السابق ما يلي: بلغ عدد الشركات المدرجة في السـوق فـي قاعـة التداول في نهاية عام 1997م تسع عشرة شركة، وفي نهاية عـام 1998م ارتفـع عـدد تلـك الشركات إلى عشرين شركة، وفي نهاية عام 1999م بلغ عددها إحدى وعشرون شـركة وفـي نهاية عام 2000م بلغ عددها أربع وعشرون شركة، ولم تدرج أي شركة خلال الأعوام 2001م، 2002م، 2003م، أما نهاية عام 2004م وصل عدد الشركات المدرجة في السوق إلـى سـت

وعشرون شركة، وكما يلاحظ أن الشركات المدرجة من تاريخ إنشاء السوق وحتى نهاية عـام 2004م زادت من تسع عشرة شركة إلى ست وعشرين بنسبة 37%. (زعرب، 2005).

وقد تم إدراج شركتين خلال سنة 2005 بنسبة زيادة 7.7%، أما في عـام2006 فلقـد وصل عدد الشركات المدرجة إلى 34 شركة بنسبة زيادة21% تقريباً (www.p-s-e.com).

ب. التغيرات في السوق من حيث القيمة السوقية للشركات المدرجة :

تطورت وتغيرت القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق فلسطين لـلأوراق الماليـة خلال التسع سنوات الماضية حسب ما يظهر في الجدول التالي:

جدول يبين القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية كل عام

ملاحظة (المبالغ بالدولار)

جدول رقم (4)

السنة	القيمة السوقية	نسبة التغير السنوي
1997	**529,057,368**	-
1998	**587,876,243**	%11.11
1999	**848,935,775**	%44.40
2000	**766,018,025**	%9.76-
2001	**722,631,785**	%5.66-
2002	**576,593,466**	%20.70-
2003	**650,468,928**	%12.81
2004	**1,096,525,380**	%68.57
2005	**4,456,182,377**	%306.39
2006*	**2,221,722,396**	%53.49-

المصدر: موقع فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com).

بيانات 2006 في الجدول السابق لغاية 2006/7/31

يتضح من الجدول السابق ما يلي: قدرت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجـة فـي نهاية عام 1997م بـ 529,057,366 دولار وفي نهاية عام 1998م قـدرت القيمـة السـوقية

لأسهم تلك الشركات بـ 587,876,243 دولار بنسبة زيادة 11% وفي نهاية عام 1999م بلغت القيمة السوقية لأسهمها بـ 848,935,775 دولار بنسبة زيادة 44% ونلاحظ أن القيمة السوقية لأسهم الشركات من عام 1997م إلى عام 1999م تزداد بشكل ملحوظ هذا يرجع لعاملين أولهما التحسن في أداء السوق وأسعار الأسهم والثاني زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، أما في نهاية عام 2000م فبلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 766,018,025 دولار أي بتراجع بنسبة 10% وفي نهاية عام 2001م واصلت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات التراجع فبلغت قيمتها 722,631,785 دولار أي بنسبة 6%، كما تراجعت في نهاية عام 2002م بنسبة 20% حيث بلغت القيمة السوقية 576,593,466 ونلاحظ أن القيمة السوقية لأسهم الشركات في السنوات (2000م، 2001م، 2002م) سجلت تراجعاً كبيراً وهذا يعود للآثار السلبية على الاقتصاد الفلسطيني بشكل عام وعلى البورصة بشكل خاص التي تسبب في الإجراءات الإسرائيلية المصاحبة لانتفاضة الأقصى، أما في نهاية عام 2003م فقدرت القيود السوقية لأسهم الشركات المدرجة بـ 650,468,928 أي بزيادة 13%، وكذلك استمرت الزيادة في نهاية عام 2004م قدرت بـ 109,652,538,0 دولار أي بنسبة زيادة 69%، أما في عام 2004 فبلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات 567,468,012. (زعرب، 2005).

ووصلت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى 4,456,182,377 دولار مع نهاية عام 2005م،وحتى منتصف عام 2006 تقريباً وصلت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى4456182377 دولار.

ت. التغيرات من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال التسعة سنوات الماضية:

تطورت قيم التداول للأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسعة سنوات الماضية حسب ما يبين الجدول رقم (5) التالي:

يبين قيمة الأسهم المتداولة في نهاية كل عام

جدول رقم (5)

السنة	قيمة الأسهم المتداولة بالدولار الأمريكي	نسبة التغير
1997	**25,158,471**	-
1998	**68,642,344**	%172.84
1999	**150,243,919**	%118.43
2000	**188,982,443**	%25.82
2001	**74,528,351**	%60.59-
2002	**45,084,654**	%39.51-
2003	**58,326,445**	%29.35
2004	**200,556,709**	%243.45
2005	**2,096,178,223**	%945.94
2006*	**714,963,208**	%65.89-

المصدر: موقع فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com).

بيانات 2006 في الجدول السابق لغاية 2006/7/31

يتضح من الجدول رقم (5) ما يلي: بلغت قيمة التداول خلال عام 1997م **25,158,471** دولار وفي خلال عام 1998م زادت قيمة التداول لكي تصل إلى **68,642,606** دولار بنسبة 173% وفي خلال عام 1999م واصلت قيمة التداول في الارتفاع حيث بلغت **150,243,918** دولار بنسبة 119%، وفي خلال عام 2000م زادت قيمة التداول فبلغت **188,982,443** دولار بنسبة 26%، أما خلال عام 2001م أخذت قيمة التداول بالتراجع حيث قدرت بمبلغ **74,528,351** دولار بنسبة 61%، وكذلك خلال عام 2002م واصلت قيمة التداول التراجع حيث قدرت بمبلغ **45,084,654** دولار بنسبة 40%، أما خلال عام 2003م بدأت قيمة التداول بالارتفاع حيث

قدرت بمبلغ **58,326,445** دولار بنسبة 29%، وفي خلال عام 2004م ارتفعت قيمـة التـداول لتصل إلى **200,556,709** دولار بنسبة 2.44%. (زعرب، 2005).

وصلت قيمة التداول خلال العام 2005 إلى 2.96 مليار دولار. وهذا الرقم يزيد بحوالي 158% عن مجموع قيم التداول خلال جميع السنوات السابقة ومنذ بداية التداول في شهر شـباط 1997 وحتى نهاية عام 2004 والبالغة 811.5 مليون دولار،وحتى منتصف عام 2006 تقريباً وصلت قيمة التداول إلى 714963208 دولار. (www.p-s-e.ps).

ث. التغيرات من حيث عدد الأسهم المتداولة في سوق فلسطين خلال التسعة سنوات الماضية:

تطور عدد الأسهم المتداولة في فلسطين للأوراق المالية خلال التسعة سـنوات الماضـية حسب ما يبين الجدول التالي:

يبين عدد الأسهم المتداولة في نهاية كل عام

جدول رقم (6)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير
1997	**10,000,276**	-
1998	**16,782,498**	%67.82
1999	**68,892,607**	%310.50
2000	**93,351,075**	%35.50
2001	**33,456,535**	%64.16-
2002	**18,666,938**	%44.20-
2003	**40,350,788**	%116.16
2004	**103,642,845**	%156.85
2005	**369,567,295**	%256.57
2006*	**122,249,448**	%66.92-

المصدر: موقع فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com).

بيانات 2006 في الجدول السابق لغاية 2006/7/31

يتضح من الجدول رقم(6) ما يلي: كان عدد الأسهم المتداولة في السـوق عـام 1997م 10000276 سهماً، وفي خلال عام 1998م وصل عدد الأسهم المتداولة 16,782,498 سـهماً بنسبة 68%، وكذلك خلال عام 1999م زادت عدد الأسهم المتداولة فبلغ 68,892,607 سـهماً بنسبة 311%، وفي خلال عام 2000م بلغ عددها 93,351,075 سهماً بنسبة 36%، أما خلال عام 2001م تراجع عدد الأسهم المتداولة لكي يصل إلى 33,466,535 سـهماً بنسـبة تراجـع 44%، أما خلال عام 2003م أخذ عـدد الأسـهم المتداولـة بالزيـادة حيـث وبلـغ عـددها 40,350,788 سهماً بنسبة 116%، وكذلك خلال عام 2004م زاد عدد الأسهم المتداولة فبلـغ 103,642,845 سهماً بنسبة زيادة 157%. (زعرب، 2005).

في حين بلغ عدد الأسهم المتداولة عام 2005م 369،567،295 سـهماً بنسـبة زيـادة 257% ، وحتى منتصف عام 2006 بلغ عدد الأسهم المتداولة إلى122249448 سهماً.

سابعاً: التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية:

توظف السوق نظاماً مؤقتاً ومحوسباً بالكامل لتنفيذ عملية التداول ومن خلال هذا النظام يتم إدخال الأوامر عن طريق وضع محطات عمل (Workstations) متعددة عن بعـد تكـون موجودة في مكاتب الأعضاء في أنحاء فلسطين، ويتم تسجيل أوقات أوامر البيع والشراء المدخلة بهذه الطريقة على أساس وقت وصولها وبدقة متناهية تصل إلى عشر من الثانية ويـتم ترتيبهـا وتجهيزها للتنفيذ طبقاً لمجموعة الخطوط الإرشادية والقواعد ذات الأولوية مثل السـعر، وقـت الوصول، وفي حالة التساوي في أسعار الأوامر فإن أولوية أكبر تعطى إلى أوامر المسـتثمرين فيها إلى محافظ الوسطاء، ونظراً لطبيعة النظام المؤقتة بالكامل فإن الأوامـر تخـزن وتقابـل وترتب للتنفيذ بسرعة عالية جداً، ويتم تنفيذ الصفقات الناجحة اللاحقة بدون تدخل ويـتم نشـر المعلومات ذات العلاقة بصورة آنية، كما يتم مراقبة نظام التداول بواسطة نظام مراقبـة يعمـل

بموجب شروط وقواعد التداول التي يحددها السوق من أجل ضمان الشفافية والتـداول العـادل، حيث يقوم نظام المراقبة بمراقبة جميع الأوامر للكشف عن أية تغيرات مخالفة للأصـول ويـتم فحص الصفقات بعناية ودقة لكشف عن أية مخالفات، وفي حالة وجود مسوغ فإن النظام يقـوم بإصدار تحذيرات ومعلومات رقابية أخرى ويرسلها إلى مراقب التداول مما يمكن من وقـف أو إلغاء الأوامر أو الصفقات المعنية، وعلاوة على ذلك، فإن نظام المراقبة يخول ويمـنح مراقـب التداول تعليق عضوية أية وسيط أو شركة مدرجة تعمل بما يخالف القواعد والتعليمات المطبقـة من قبل السوق، ومن الإجراءات الأكثر أهمية التي يضعها نظام المراقبة هي حدود نسبة ارتفاع أو انخفاض سعر أي رمز أثناء جلسة تداول واحدة وهذه النسبة الآن هي 3%. (www.p-s-e.ps).

ثامناً: مؤشر القدس:

يتكون مؤشر القدس من عدد 10 شركات على أساس مبدأ الوزن على أساس السعر وقد تم تعديل قائمة الشركات، ومع أول جلسة تداول من العام 2006، تم البدء بالعمل بعينة الشركات الجديدة والتي تدخل في احتساب مؤشر القدس. وهذه العينة تضم:

يبين أسماء الشركات الداخلة في حساب مؤشر القدس في الوقت الحالي

جدول رقم (7)

الرقم	اسم الشركة	رمز السهم	القطاع
1	شركة الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	خدمات
2	الشركة الفلسطينية للكهرباء	PEC	خدمات
3	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	خدمات
4	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	استثمار
5	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	تأمين
6	البنك الإسلامي العربي	AIB	بنوك
7	بنك فلسطين المحدود	BOP	بنوك
8	شركة بيرزيت للأدوية	BPC	صناعة
9	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	صناعة
10	شركة سجاير القدس	JCC	صناعة

المصدر: موقع فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.ps)

مراحل تطور مؤشر القدس

تطور مؤشر القدس في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال التسع سـنوات الماضـية حسب ما يبين الجدول رقم(8) التالي:

يبين قيمة مؤشر القدس في نهاية كل عام

جدول رقم (8)

السنة	مؤشر القدس كما في 12/31	التغير السنوي في مؤشر القدس
1997	139.13	-
1998	154.98	%11.39
1999	236.76	%52.77
2000	207.62	%12.31-
2001	195.00	%6.08-
2002	151.16	%22.48-
2003	179.81	%18.95
2004	277.56	%54.36
2005	1128.59	%306.61
2006*	524.96	%53.48-

المصدر: موقع فلسطين للأوراق المالية (www.p-s-e.com).

بيانات 2006 في الجدول السابق لغاية 2006/7/31

يتضح من الجدول رقم (8) ما يلي: تم إطلاق مؤشر القدس في مطلـع عـام 1997م، وبدء 100 نقطة وهو مرجح بالقيمة، وارتفع المؤشر في نهاية عام 1997م إلى 139.13 نقطـة وكانت نسبة الارتفاع 39.13%، وفي نهاية عام 1998م استمر مؤشر القدس في الارتفاع حيث وصل إلى 154.98 نقطة بنسبة 11%، وكما واصل الارتفاع فـي نهايـة عـام 1999م إلـى 236.76 نقطة بنسبة 53%، وفي نهاية عام 2000م وبسبب اندلاع انتفاضة الأقصـى تراجـع المؤشر إلى 207.62 نقطة بنسبة 12% وفي نهاية عام 2002م تراجع إلى 151.1 نقطة بنسبة 23%، أما في نهاية عام 2003م عاد المؤشر يرتفع حيث وصل إلـى 197.81 نقطـة بنسـبة

31%، وفي نهاية عام 2004م ارتفع المؤشر ليصل إلى 277.56 نقطة بنسبة 40%. (زعرب، 2005).

مع نهاية العام 2005م وصل المؤشر إلى 1128.59 مقارنة مع 885.42 في نهاية الربع الثالث و 277.56 في نهاية العام المنصرم 2004، بزيادة مقدارها 306.6% إذا تمت المقارنة مع إغلاق 2004 و 27.5% إذا تمت المقارنة مع نهاية الربع الثالث للعام 2005 ،وحتى منتصف عام 2006 تقريباً بلغ مؤشر القدس إلى 524.96 . (www.p-s-e.ps).

تاسعاً: العقبات التي تواجه نمو وتطور سوق فلسطين للأوراق المالية ووسائل التغلب عليها:

أ- **العقبات:** واجه سوق فلسطين للأوراق المالية العديد من المشاكل والأزمات التي يذكرها (عبد الكريم، 2001، ص31).

1- غياب الوضوح السياسي والاقتصادي بشكل عام للاقتصاد الوطني الفلسطيني مما يعمل على إحجام المستثمرين وخوفهم من الاستثمار في السوق المالي.

2- غياب واضح في الجهود الحثيثة لبناء المؤسسات والأجهزة المتخصصة والكفوءة لإدارة الاقتصاد الفلسطيني، وهذا قد يكون سببه الظرف السياسي العام بالإضافة لأسباب ذاتية أخرى.

3- عدم استكمال القوانين والتشريعات لكثير من المجالات وفي مقدمتها قانون تشجيع الاستثمار، قانون الشركات، قانون البنوك، قانون سوق الأوراق المالية وغيرها.

4- التلكؤ الواضح في خطوات إعادة تنظيم وتطوير مهنة المحاسبة ومزاولتها بشكل قانوني في الضفة والقطاع.

5- بالرغم من الإعلان الإعلامي المتكرر عن إنشاء شركات مساهمة عامة في مختلفة القطاعات الاقتصادية ولا سيما المالية والخدماتية منها، منذ توقيع اتفاق أوسلو إلا أن عدد

الشركات التي بدأت بممارسة نشاطها الفعلي حتى هذا اليوم بقي محدوداً، وحتى الشـركات التي بدأت النشاط الفعلي تعثر الكثير منها لأسباب موضوعية وذاتية كثيرة.

6- السوق المالي يعاني نوعاً من عدم التوازن في مستويات الاستثمار نظراً لاعتمـاده بشـكل كبير على شركتين رئيسيتين هما الاتصالات وباديكو اللتان تمثلان نسبة كبيرة مـن حجـم التداول في السوق المالي في حين أن الشركات الأخرى مجتمعة تمثـل أقـل مـن نسـبة الشركتين المذكورتين.

7- فقدان السيولة أي القدرة على تسيير الأصول المالية عند الحاجة وذلـك لعـدد كبيـر مـن الشركات المدرجة بالسوق المالي بسبب صغر حجمها وانخفاض حجم التداول عليها وهـذا يؤدي إلى ارتفاع الأسهم فقط بمجرد دخول المستثمرين المؤسسين ثم صعوبات بعد ذلك في بيع الأسهم لاحقاً وتسييلها.

ب- وسائل التغلب على مشاكل سوق فلسطين للأوراق المالية:-

هناك وسائل عديدة يجب الأخذ بها لإنعاش سـوق فلسـطين لـلأوراق الماليـة منهـا (القيشاوي، 2005، ص36)

1- ضرورة منح المساهم الثقة وذلك عن طريق إصدار السوق المالي لدراسات وتقارير علمية دورية أو ربع سنوية عن كل شركة لتوضيح الأسباب الحقيقية لحركة السـهم ارتفاعـاً أو انخفاضاً.

2- إيجاد المؤسسات أو هيئات استشارية لتقديم النصح للمستثمرين عنـد تكـوينهم لمحـافظهم الاستثمارية من أجل تقليل المخاطر التي يقع فيها المستثمر عند التركيز على نوع واحد من الأسهم فقط.

3- توفير أوضاع سياسية واقتصادية مستقرة تتمتع بوضوح الرؤية للمستقبل وسـن القـوانين والتشريعات اللازمة لذلك.

4- تنظيم رقابة فعالة على الشركات المساهمة العامة من قبل السلطات المالية والنقدية.

5- بناء قاعدة بيانات وطنية تمنح المستثمر القدرة على المعرفة للمعلومـات المطلوبـة عـن الشركات والاقتصاد الوطني الفلسطيني.

6- استحداث صناديق للاستثمار وتشجيع إنشاء المؤسسات المالية وذلك لتوفير السيولة للأسواق المالية وضمان الثقة والتنويع اللازمين للمستثمر.

7- العمل على توفير الحماية اللازمة للسوق المالي من السلطة والحكومة لمنع أي تدهور فـي أداء السوق وذلك بالتدخل المباشر عند الأزمات التي قد تتم بالسوق.

الفصل الخامس

الدراسة التطبيقية

- أولاً – منهجية الدراسة.
- ثانياً – اختبار فرضيات الدراسة.

الفصل الخامس
الدراسة التطبيقية

أولاً: منهجية الدراسة

1- أسلوب الدراسة:

سوف يتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في إجراء الدراسة، لكونه من أكثر المناهج استخداماً في دراسة الظواهر الاجتماعية والإنسانية، ولأنه يناسب الظاهرة موضوع الدراسة.

2- مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، وسيتم دراسة كافة مفردات المجتمع خلال الفترة من(2004م -2005 م) وكذلك دراسة التغيرات في أسعار مؤشر القدس لنفس الفترة.

3-طرق جمع البيانات:

سيتم جمع البيانات من خلال الكتب والدراسات والرسائل التي لها صلة بالموضوع وكذلك التقارير المنشورة في الصحف والمجلات والمواقع الالكترونية ذات العلاقة وخصوصاً الموقع الالكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية.

4-مقاييس تحليل البيانات:

تم تجميع أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وكذلك أسعار قيم مؤشر القدس للسوق عن الفترة من بداية 2004 إلى نهاية 2005 ، ثم أجريت التحليلات الإحصائية المختلفة على هذه البيانات ، وتم استخدام المقاييس الإحصائية التالية في عملية التحليل:

1- التوزيع الطبيعي (normal distribution test)

2-اختبار الأحداث المتشابهة (run test)

3- دالة الترابط الذاتي والترابط الذاتي الجزئي.

4- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى والمتوسط المتحرك.

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى : التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سـوق فلسـطين لـلأوراق المالية لها خصائص التوزيع الطبيعي:

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار التوزيع الطبيعي (1- Sample K-S) لمعرفـة هـل تتبع أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسـطين لـلأوراق الماليـة التوزيـع الطبيعـي (Normal Distribution) أم لا ، وقد تم تجزئة هذه الفرضية إلى فرضيات فرعية كالتالي:

1- التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق الماليـة لسـنة 2004 لها خصائص التوزيع الطبيعي

يبين جدول رقم (9) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والذي يبـين أن الشـركات (AIB, NIC) تتبع أسهمها التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية اكبر من 0.05 ، أما بـاقي الشركات فتتبع التوزيع غير الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية اقل من 0.05 .

وبصفة عامة يتبين أن متوسط أسهم جميع الشركات في سوق فلسطين للأوراق الماليـة لسـنة 2004 لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية تساوي 0.044 وهو اقـل مـن 0.05 ، ويبين الشكل رقم (2) منحنى التوزيع الطبيعي لمعدل سعر الأسهم في سوق فلسـطين في جميع الشركات لسنة 2004.

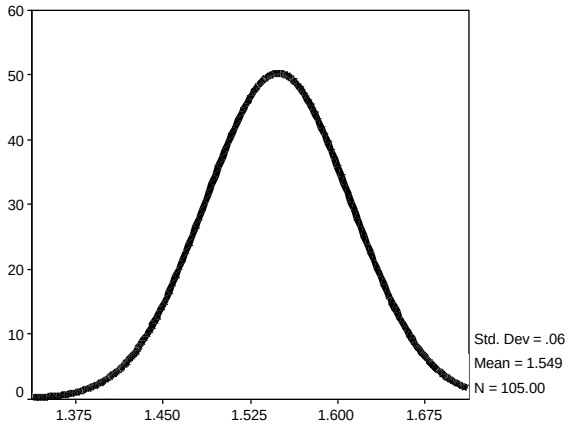
جدول رقم (9)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004

مسلسل	الشركة	متوسط سعر السهم	قيمة Z	مستوى المعنوية	القرار
1	ACPC	2.4300	*	*	*
2	AHC	0.7651	2.071	0.000	توزيع غير طبيعي
3	AIB	0.5806	1.128	0.157	توزيع طبيعي
4	AIE	1.8394	3.464	0.000	توزيع غير طبيعي
5	AIG	2.5574	1.628	0.010	توزيع غير طبيعي
6	APC	0.7423	4.479	0.000	توزيع غير طبيعي
7	ARAB	0.4724	4.814	0.000	توزيع غير طبيعي
8	ARE	0.5982	4.063	0.000	توزيع غير طبيعي
9	AZIZA	1.2163	3.813	0.000	توزيع غير طبيعي
10	CARE	0.5200	*	*	*
11	HOTEL	1.9400	*	*	*
12	JCC	3.2768	3.715	0.000	توزيع غير طبيعي
13	JPH	3.8303	2.477	0.000	توزيع غير طبيعي
14	LADAEN	1.2390	5.432	0.000	توزيع غير طبيعي
15	NIC	3.5020	1.312	0.064	توزيع طبيعي
16	PADICO	0.9568	2.613	0.000	توزيع غير طبيعي
17	PALTEL	3.7054	3.309	0.000	توزيع غير طبيعي
18	PEC	1.3889	2.458	0.000	توزيع غير طبيعي
19	PIB	1.0900	*	*	*
20	PIBC	0.7249	4.913	0.000	توزيع غير طبيعي
21	PIIC	1.0000	*	*	*
22	PLAZA	0.7839	3.308	0.000	توزيع غير طبيعي
23	PRICO	0.8491	2.074	0.000	توزيع غير طبيعي
24	QUDS	0.9177	3.262	0.000	توزيع غير طبيعي
25	VOIS	1.7945	2.726	0.000	توزيع غير طبيعي
جميع الشركات		**1.548**	**1.381**	**0.044**	**توزيع غير طبيعي**

الشكل البياني رقم (2)

منحنى التوزيع الطبيعي لمعدل سعر الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية في جميع الشركات لسنة 2004



جميع الشركات لسنة ٢٠٠٤

2- التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق الماليـة لسـنة 2005 لها خصائص التوزيع الطبيعي

يبين جدول رقم (10) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والذي يبين أن الشركات (ARE , AZIZA, JCC, PEC) تتبع أسهمها التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية اكبر من 0.05 ، أما باقي الشركات فتتبع التوزيع غير الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية اقل مـن 0.05 .

وبصفة عامة يتبين أن متوسط أسهم جميع الشركات في سوق فلسطين للأوراق الماليـة لسنة 2005 لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية تساوي 0.004 وهو اقـل من 0.05 ، ويبين الشكل رقم (3) منحنى التوزيع الطبيعي لمعدل سعر الأسـهم فـي سـوق فلسطين في جميع الشركات لسنة 2005

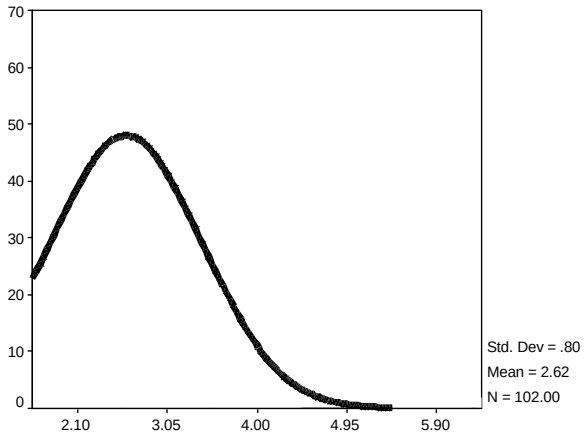
جدول رقم (10)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة2005

مسلسل	الشركة	متوسط سعر السهم	قيمة Z	مستوى المعنوية	القرار
1	ACPC	2.0622	3.121	0.000	توزيع غير طبيعي
2	AHC	0.9534	2.765	0.000	توزيع غير طبيعي
3	AIB	1.3414	1.565	0.015	توزيع غير طبيعي
4	AIE	1.5847	4.348	0.000	توزيع غير طبيعي
5	AIG	5.3836	2.837	0.000	توزيع غير طبيعي
6	APC	0.7816	3.992	0.000	توزيع غير طبيعي
7	ARAB	1.7546	5.251	0.000	توزيع غير طبيعي
8	ARE	0.6341	1.122	0.161	طبيعي
9	AZIZA	1.1838	1.108	0.172	طبيعي
10	CARE	0.5200	*	*	*
11	HOTEL	1.9400	*	*	*
12	JCC	4.5204	960.	0.315	طبيعي
13	JPH	6.0279	2.707	0.000	توزيع غير طبيعي
14	LADAEN	2.1256	5.103	0.000	توزيع غير طبيعي
15	NIC	6.0816	2.049	0.000	توزيع غير طبيعي
16	PADICO	4.3280	1.762	0.004	توزيع غير طبيعي
17	PALTEL	10.0011	1.429	0.034	توزيع غير طبيعي
18	PEC	2.0014	1.347	0.053	طبيعي
19	PIB	1.0703	2.258	0.000	توزيع غير طبيعي
20	PIBC	2.1163	2.391	0.000	توزيع غير طبيعي
21	PIIC	1.5738	1.825	0.003	توزيع غير طبيعي
22	PLAZA	0.9332	1.699	0.006	توزيع غير طبيعي
23	PRICO	1.7005	2.088	0.000	توزيع غير طبيعي
24	QUDS	1.1562	2.006	0.001	توزيع غير طبيعي
25	VOIS	3.5914	1.730	0.005	توزيع غير طبيعي
جميع الشركات		2.6160	1.753	0.004	توزيع غير طبيعي

الشكل البياني رقم (3)

منحنى التوزيع الطبيعي لمعدل سعر الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية في جميع الشركات لسنة 2005



جميع الشركات لسنة ٢٠٠٥

3- التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004 و 2005 لها خصائص التوزيع الطبيعي

يبين جدول رقم (11) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والذي يبين أن الشـركات لا تتبـع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية اقل من 0.05 .

وبصفة عامة يتبين أن متوسط أسهم جميع الشركات في سوق فلسطين للأوراق الماليـة لسنة 2004 وسنة 2005 معا لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية تسـاوي 0.000 وهو اقل من 0.05 ، ويبين الشكل رقم (4) منحنى التوزيع الطبيعـي لمعـدل سـعر الأسهم في سوق فلسطين في جميع الشركات لسنة 2004 وسنة 2005 معا.

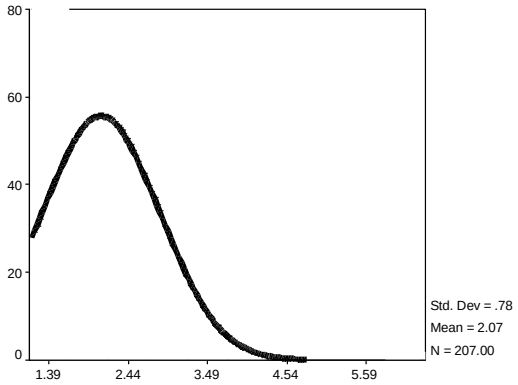
جدول رقم (11)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004 و2205 معاً

مسلسل	الشركة	متوسط سعر السهم	قيمة Z	مستوى المعنوية	القرار
1	ACPC	2.2487	4.531	0.000	توزيع غير طبيعي
2	AHC	0.8579	4.970	0.000	توزيع غير طبيعي
3	AIB	0.9555	3.220	0.000	توزيع غير طبيعي
4	AIE	1.7145	5.079	0.000	توزيع غير طبيعي
5	AIG	3.9500	3.661	0.000	توزيع غير طبيعي
6	APC	0.7616	3.911	0.000	توزيع غير طبيعي
7	ARAB	1.1042	7.163	0.000	توزيع غير طبيعي
8	ARE	0.6159	3.581	0.000	توزيع غير طبيعي
9	AZIZA	1.2003	3.843	0.000	توزيع غير طبيعي
10	CARE	0.5200	*	*	*
11	HOTEL	1.9400	*	*	*
12	JCC	3.8896	3.772	0.000	توزيع غير طبيعي
13	JPH	4.9132	4.099	0.000	توزيع غير طبيعي
14	LADAEN	1.6737	7.102	0.000	توزيع غير طبيعي
15	NIC	4.7731	3.842	0.000	توزيع غير طبيعي
16	PADICO	2.6097	3.452	0.000	توزيع غير طبيعي
17	PALTEL	6.8076	2.758	0.000	توزيع غير طبيعي
18	PEC	1.6907	1.451	0.030	توزيع غير طبيعي
19	PIB	1.0803	5.364	0.000	توزيع غير طبيعي
20	PIBC	1.4105	4.504	0.000	توزيع غير طبيعي
21	PIIC	1.2828	4.376	0.000	توزيع غير طبيعي
22	PLAZA	0.8575	3.583	0.000	توزيع غير طبيعي
23	PRICO	1.2686	3.871	0.000	توزيع غير طبيعي
24	QUDS	1.0340	4.387	0.000	توزيع غير طبيعي
25	VOIS	2.6799	4.962	0.000	توزيع غير طبيعي
جميع الشركات		**2.0747**	**3.274**	**0.000**	**توزيع غير طبيعي**

الشكل البياني رقم (4)

منحنى التوزيع الطبيعي لمعدل سعر الأسهم في سوق فلسطين في جميع الشركات لسنة 2004، 2005



جميع الشركات لسنتي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥ معا

ومن خلال الاختبارات السابقة يضح رفض الفرضية الأولى (التغيـرات فـي أسـعار أسـهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لها خصائص التوزيع الطبيعي).

الفرضية الثانية : التغيرات في أسعار مؤشر القدس لها خصائص التوزيع الطبيعي

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار التوزيع الطبيعي (1- Sample K-S) لمعرفة هل تتبع أسعار إغلاق الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية التوزيع الطبيعي (Normal Distribution) أم لا ، وقد تم تجزئة هذه الفرضية إلى فرضيات فرعية كالتالي:

1- التغيرات في أسعار مؤشر القدس لسنة 2004م لها خصائص التوزيع الطبيعي

يبين جدول رقم (12) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والذي يبين أن أسعار مؤشر القدس المالي لسنة 2004 لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنويـة تسـاوي 0.000 وهي أقل من 0.05.

2- **التغيرات في أسعار مؤشر القدس لسنة 2005م لها خصائص التوزيع الطبيعي**

كذلك يبين جدول رقم (12) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والذي يبين أن أسعار مؤشـر القدس لسنة 2005 تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية تساوي 0.213 وهي اكبر من 0.05 .

ويصفه عامة يبين جدول رقم (12) أن أسعار مؤشر القدس المالي لسنة 2004 و لسـنة 2005 معا لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى المعنوية تساوي 0.000 وهي اقـل من 0.05 .

جدول رقم (12)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأسعار في مؤشر القدس لسنة 2004،2005،كلاً على حدة ثم معاً

السنة	متوسط سعر السهم	معامل الالتواء	قيمة Z	مستوى المعنوية	القرار
2004	204.0189	0.583	3.202	0.000	توزيع غير طبيعي
2005	730.7153	0.123	1.058	0.213	طبيعي
204و 2005 معا	466.1070	0.845	3.484	0.000	توزيع غير طبيعي

ومن الاختبار السابق يتضح رفض الفرضية الثانية(التغيرات في أسعار مؤشر القدس لها خصائص التوزيع الطبيعي)

الفرضية الثالثة : تتحرك أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بصورة عشوائية

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة (Run Test) لمعرفة هـل تتحرك أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية بصـورة عشـوائية عنـد مستوى دلالة 0.05 ، وقد قسمت هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

1- تتحرك أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004 بصورة عشوائية:

يبين جدول رقم (13) أن أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004 تتحرك بصورة غير عشوائية ، ويوضح الشكل رقم (5) عدم وجـود اتجـاه عـام خطى (Linear Trend) في هذه السلسلة ويمكن وصف التغير في هذه السلسلة بأنـه تغيـر مفاجئ في النقطة التي تمثل الثلث الأول من هذه السلسلة تقريبا، لذلك سوف نقوم بتجاهل وجوده في هذه المرحلة.

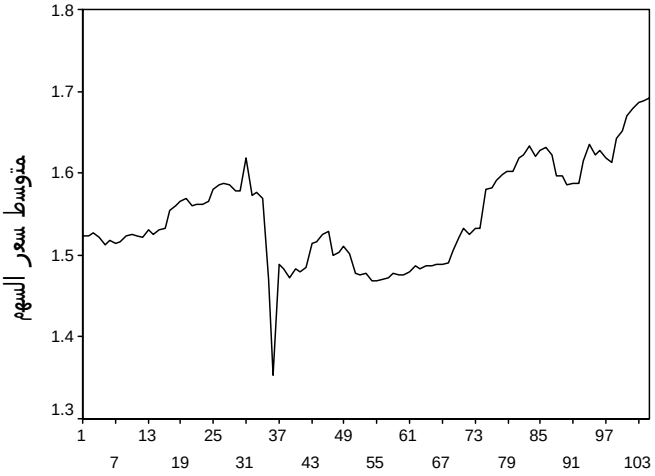
جدول رقم (13)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004

مسلسل	الشركة	قيمة الوسيط	عدد الحالات اقل من الوسيط	عدد الحالات اكبر أو يساوي الوسيط	مجموع الحالات	عدد الدورات	قيمةz	الاحتمال ذو الطرفين للزيادة عن أو للمساواة مع قيمة z	نتيجة التحليل
1	ACPC	2.4300	0	105	105	1	*	*	*
2	AHC	0.7600	26	79	105	5	9.275-	0.000	غير عشوائي
3	AIB	0.5800	43	62	105	14	7.663-	0.000	غير عشوائي
4	AIE	1.7100	0	105	105	1	*	*	*
5	AIG	2.5100	50	55	105	10	8.528-	0.000	غير عشوائي
6	APC	0.7300	0	105	105	1	*	*	*
7	ARAB	0.4600	18	87	105	3	9.678-	0.000	غير عشوائي
8	ARE	0.5800	3	102	105	4	5.437-	0.000	غير عشوائي
9	AZIZA	1.1900	0	105	105	1	*	*	*
10	CARE	0.5200	0	105	105	1	*	*	*
11	HOTEL	1.9400	0	105	105	1	*	*	*
12	JCC	3.3000	36	69	105	24	5.297-	0.000	غير عشوائي
13	JPH	3.4500	42	63	105	9	8.666-	0.000	غير عشوائي
14	LADAEN	1.2500	5	100	105	2	9.648-	0.000	غير عشوائي
15	NIC	3.5000	44	61	105	8	8.889-	0.000	غير عشوائي
16	PADICO	0.8700	52	53	105	4	9.708-	0.000	غير عشوائي
17	PALTEL	3.1200	49	56	105	12	8.130-	0.000	غير عشوائي
18	PEC	1.4000	52	53	105	9	8.727-	0.000	غير عشوائي
19	PIB	1.0900	0	105	105	1	*	*	*
20	PIBC	0.7100	0	105	105	1	*	*	*
21	PIIC	1.0000	0	105	105	1	*	*	*
22	PLAZA	0.8000	42	63	105	3	9.892-	0.000	غير عشوائي
23	PRICO	0.8200	48	57	105	12	8.124-	0.000	غير عشوائي
24	QUDS	0.9000	6	99	105	3	8.793-	0.000	غير عشوائي
25	VOIS	1.7500	20	85	105	6	8.760-	0.000	غير عشوائي
جميع الشركات		1.5328	52	53	105	6	9.316-	0.000	غير عشوائي

الشكل البياني رقم (5)

السلسلة الزمنية لمتوسط أسهم الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004



الزمن (سنة ٢٠٠٤)

2- تتحرك أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005 بصورة عشوائية

يبين جدول رقم (14) أن أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالي لسنة 2005 ، تتحرك بصورة غير عشوائية ، ويوضح الشكل رقم (6) عدم وجود اتجاه عـام خطى (Linear Trend) في هذه السلسلة ويمكن وصف التغير في هذه السلسلة بأنـه تغيـر مفاجئ في النقطة التي تمثل الثلث الأول وكذلك في منتصف هذه السلسلة تقريبا، لذلك سـوف نقوم بتجاهل وجوده في هذه المرحلة

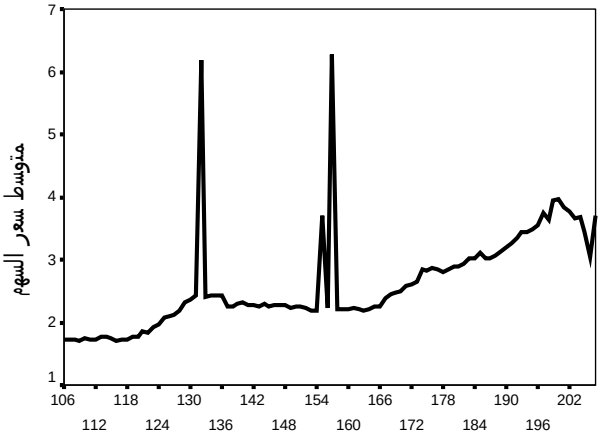
جدول رقم (14)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة2005

مسلسل	الشركة	قيمة الوسيط	عدد الحالات اقل من الوسيط	عدد الحالات اكبر أو يساوي	مجموع الحالات	عدد الدورات	قيمة z	الاحتمال ذو الطرفين للزيادة عن أو للمساواة مع قيمة z	نتيجة التحليل
1	ACPC	2.2000	38	64	102	2	9.944-	0.000	غير عشوائي
2	AHC	0.8200	34	68	102	9	8.369-	0.000	غير عشوائي
3	AIB	1.2600	49	53	102	10	8.356-	0.000	غير عشوائي
4	AIE	1.7100	41	60	101	2	9.897-	0.000	غير عشوائي
5	AIG	4.3500	49	53	102	9	8.555-	0.000	غير عشوائي
6	APC	0.7800	30	72	102	4	9.450-	0.000	غير عشوائي
7	ARAB	0.9100	50	52	102	7	8.955-	0.000	غير عشوائي
8	ARE	0.6350	51	51	102	13	7.762-	0.000	غير عشوائي
9	AZIZA	1.1900	42	60	102	9	8.509-	0.000	غير عشوائي
10	CARE	0.5200	0	102	102	1	*	*	*
11	HOTEL	1.9400	0	102	102	1	*	*	*
12	JCC	4.5000	50	52	102	12	7.960-	0.000	غير عشوائي
14	LADAEN	1.1300	50	51	101	6	9.100-	0.000	غير عشوائي
15	NIC	5.1200	51	51	102	10	8.359-	0.000	غير عشوائي
16	PADICO	3.7500	46	55	101	10	8.287-	0.000	غير عشوائي
17	PALTEL	9.7400	51	51	102	10	8.359-	0.000	غير عشوائي
18	PEC	2.0800	49	53	102	9	8.555-	0.000	غير عشوائي
19	PIB	1.0900	32	69	101	3	9.654-	0.000	غير عشوائي
20	PIBC	1.4400	49	53	102	2	9.951-	0.000	غير عشوائي
21	PIIC	1.3000	49	53	102	8	8.755-	0.000	غير عشوائي
22	PLAZA	0.8900	49	53	102	12	7.957-	0.000	غير عشوائي
23	PRICO	1.5450	51	51	102	6	9.155-	0.000	غير عشوائي
24	QUDS	1.0150	50	50	100	10	8.242-	0.000	غير عشوائي
25	VOIS	3.8050	51	51	102	16	7.165-	0.000	غير عشوائي
جميع الشركات		2.3148	51	51	102	8	8.757-	0.000	غير عشوائي
25	VOIS	3.8050	51	51	102	16	7.165-	0.000	غير عشوائي
جميع الشركات		2.3148	51	51	102	8	8.757-	0.000	غير عشوائي

الشكل البياني رقم (6)

السلسلة الزمنية لمتوسط أسهم الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005



الزمن (سنة ٢٠٠٥)

3- تتحرك أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق الماليـة لسـنة 2004 و سنة 2005 بصورة عشوائية

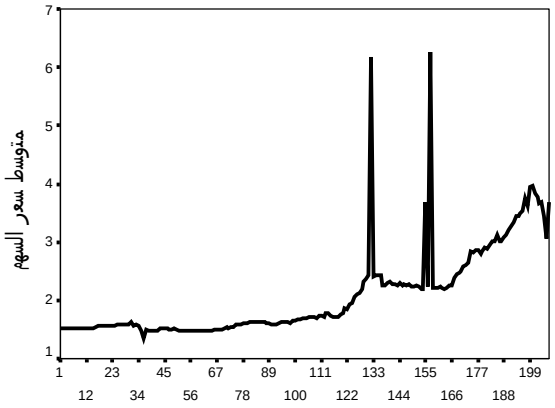
يبين جدول رقم (15) أن أسعار الأسهم في الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005 ، تتحرك بصورة غير عشوائية ، ويوضح الشكل رقم (7) عدم وجود اتجاه عـام خطى (Linear Trend) في هذه السلسلة ويمكن وصف التغير في هذه السلسلة بأنـه تغيـر مفاجئ في النقطة التي تمثل النصف الأول من سنة 2005 ، لذلك سوف نقوم بتجاهل وجـوده في هذه المرحلة.

جدول رقم (15)
نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة2004 و سنة 2005

مسلسل	الشركة	قيمة الوسيط	عدد الحالات اقل من الوسيط	عدد الحالات اكبر أو يساوي الوسيط	مجموع الحالات	عدد الدورات	قيمة Z	الاحتمال ذو الطرفين للزيادة عن أو للمساواة مع قيمة Z	نتيجة التحليل
1	ACPC	2.4300	89	118	207	2	14.282-	0.000	غير عشوائي
2	AHC	0.7900	81	126	207	13	12.670-	0.000	غير عشوائي
3	AIB	0.7000	101	106	207	4	14.004-	0.000	غير عشوائي
4	AIE	1.7100	41	165	206	2	14.208-	0.000	غير عشوائي
5	AIG	3.2500	101	106	207	6	13.725-	0.000	غير عشوائي
6	APC	0.7600	97	110	207	5	13.863-	0.000	غير عشوائي
7	ARAB	0.5700	103	104	207	6	13.726-	0.000	غير عشوائي
8	ARE	0.5800	33	174	207	10	12.134-	0.000	غير عشوائي
9	AZIZA	1.1900	42	165	207	9	12.733-	0.000	غير عشوائي
10	CARE	0.5200	0	207	207	1	*	*	*
11	HOTEL	1.9400	0	207	207	1	*	*	*
12	JCC	3.4000	99	108	207	12	12.887-	0.000	غير عشوائي
13	JPH	4.5000	101	106	207	7	13.586-	0.000	غير عشوائي
14	LADAEN	1.2500	69	137	206	11	12.828-	0.000	غير عشوائي
15	NIC	3.7000	96	111	207	18	12.041-	0.000	غير عشوائي
16	PADICO	1.4200	103	103	206	4	13.969-	0.000	غير عشوائي
17	PALTEL	5.2100	103	104	207	12	12.890-	0.000	غير عشوائي
18	PEC	1.6100	103	104	207	14	12.611-	0.000	غير عشوائي
19	PIB	1.0900	32	174	206	3	13.917-	0.000	غير عشوائي
20	PIBC	0.7700	83	124	207	4	13.990-	0.000	غير عشوائي
21	PIIC	1.0000	2	205	207	3	8.219-	0.000	غير عشوائي
22	PLAZA	0.8000	43	164	207	5	13.610-	0.000	غير عشوائي
23	PRICO	0.9400	94	113	207	5	13.861-	0.000	غير عشوائي
24	QUDS	0.9200	94	111	205	7	13.508-	0.000	غير عشوائي
25	VOIS	1.9000	87	120	207	5	13.852-	0.000	غير عشوائي
جميع الشركات		1.6884	103	104	207	2	14.283-	0.000	غير عشوائي

الشكل البياني رقم (7)

السلسلة الزمنية لمتوسط أسهم الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة2004 و2005



الزمن (سنة ٢٠٠٤و سنة ٢٠٠٥ معا)

ومن خلال الاختبار السابق يتضح رفض الفرضية الثالثة (تتحرك أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بصورة عشوائية)

الفرضية الرابعة : تتحرك أسعار مؤشر القدس بصورة عشوائية

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة (Run Test) لمعرفة هـل تتحرك أسعار الأسهم في الشركات في مؤشر القدس المالي بصورة عشوائية عند مستوى دلالـة 0.05

ويبين جدول رقم (16) أن أسعار الأسهم في الشركات في مؤشر القدس لسـنة 2004 تتحرك بصورة غير عشوائية ، ويوضح الشكل رقم (8) عدم وجود اتجاه عام خطى (Linear Trend) في هذه السلسلة ويمكن وصف التغير في هذه السلسلة بأنه تغير مفاجئ في النصـف الثاني من هذه السلسلة تقريبا، لذلك سوف نقوم بتجاهل وجوده في هذه المرحلة.

ويبين جدول رقم (16) أيضا أن أسعار الأسهم في الشركات في مؤشر القدس لسـنة 2005 تتحرك بصورة غير عشوائية ، ويوضح الشكل رقم (9) وجود اتجـاه خطـى عـام (Linear Trend) في هذه السلسلة .

وكذلك يبين جدول رقم (16) أن أسعار الأسهم في الشركات في مؤشر القدس المـالي لسنة 2004 و سنة 2005 معا تتحرك بصورة غير عشوائية ، ويوضح الرسم البيـاني رقـم (10) وجود اتجاه خطى عام (Linear Trend) في هذه السلسلة من بداية النصـف الأول من سنة 2004.

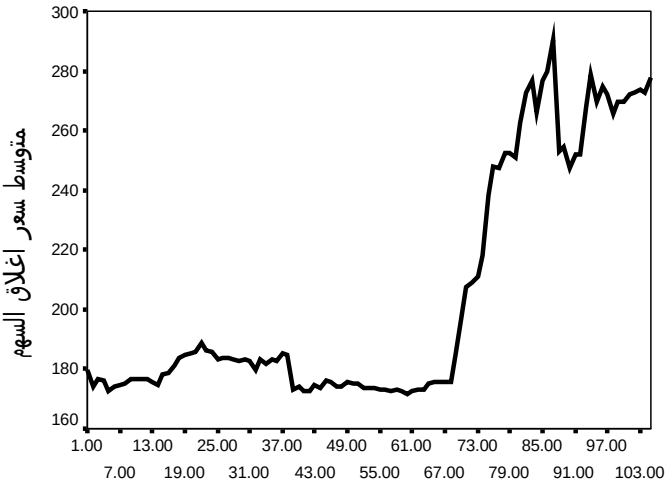
جدول رقم (16)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار مؤشر القدس لكلاً من سنة 2004 ، 2005 ،ولسنتي 2004و2005 معاً

مسلسل	السنة	قيمة الوسيط	عدد الحالات اقل من الوسيط	عدد الحالات اكبر أو يساوي الوسيط	مجموع الحالات	عدد الدورات	قيمةz	الاحتمال ذو الطرفين للزيادة عن أو للمساواة مع قمة z	نتيجة التحليل
1	2004	278.65	104	105	209	8	-13.521	0.000	غير عشوائي
2	2005	693.53	52	52	104	6	-9.263	0.000	غير عشوائي
3	2004، 2005	278.65	104	105	209	8	-13.521	0.000	غير عشوائي

الشكل البياني رقم (8)

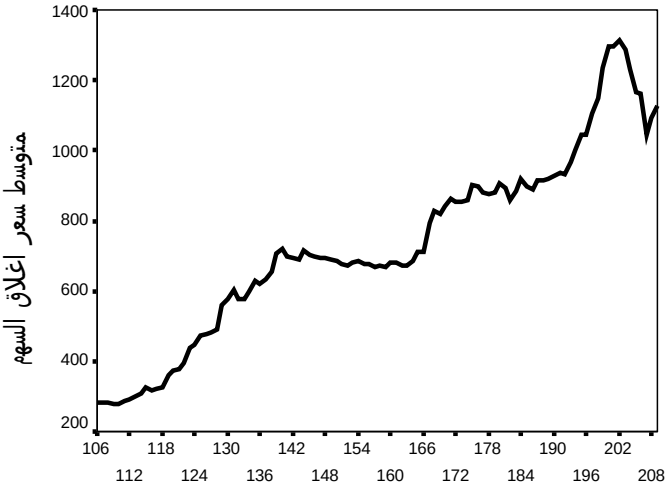
السلسلة الزمنية لمتوسط أسهم الشركات في مؤشر القدس لسنة 2004م



الزمن (سنة ٢٠٠٤)

الشكل البياني رقم (9)

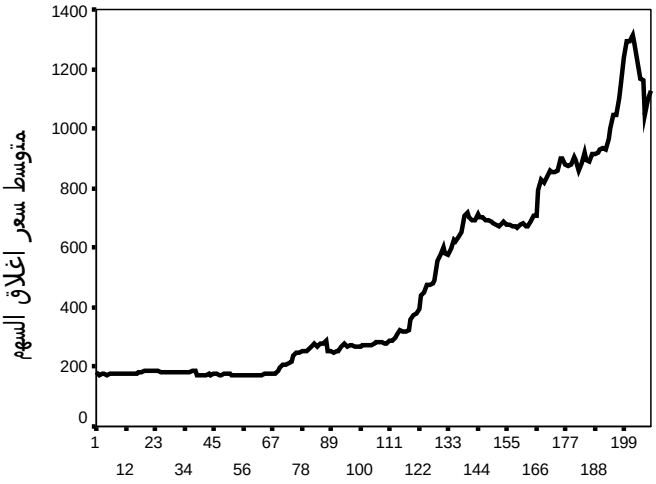
السلسلة الزمنية لمتوسط أسهم الشركات في مؤشر القدس لسنة 2005م



الزمن (سنة ٢٠٠٥)

الشكل البياني رقم (10)

السلسلة الزمنية لمتوسط أسهم الشركات في مؤشر القدس لسنة 2004م و 2005م



الزمن (سنة ٢٠٠٤م و سنة ٢٠٠٥م)

و من خلال الاختبار السابق يضح رفض الفرضية الرابعة (تتحرك أسعار مؤشر القدس بصورة عشوائية)

الفرضية الخامسة : يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل

ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

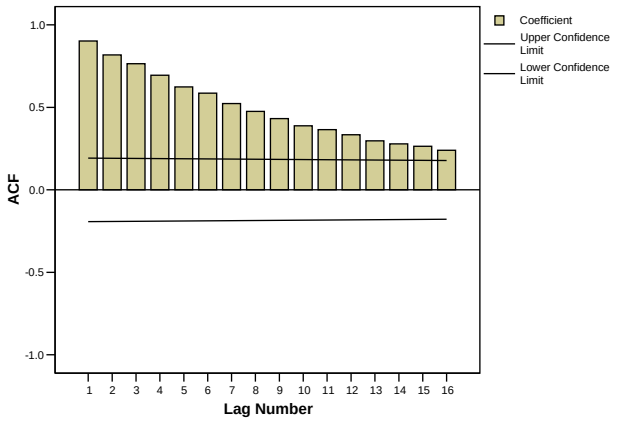
1- **يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004م للتنبؤ بما سيكون عليه الأسعار في المستقبل**

لاستكشاف النموذج المناسب لهذه السلسلة لا بد من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF (Autocorrelation Function) والترابط الذاتي الجزئي PACF (Partial Autocorrelation Function كما في الأشكال البيانية التالية(11،12)

يتضح من نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF أن نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى هو النموذج الأكثر ملائمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجيا بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى

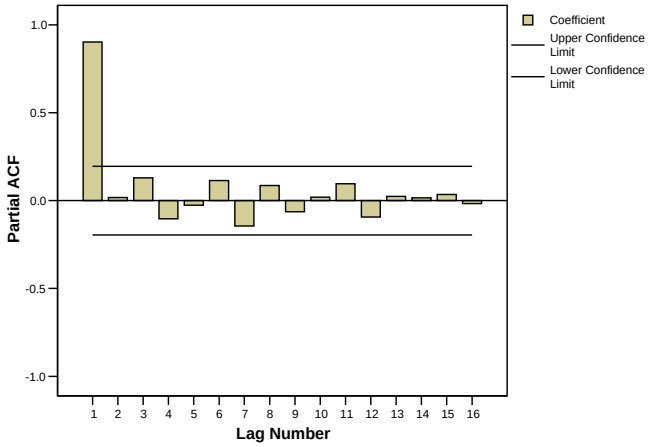
الشكل البياني (11)

دالة الترابط الذاتي ACF لمتوسط أسعار سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004م



الشكل البياني (12)

دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لمتوسط أسعار سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004م



وقد قام الباحث بتوفيق هذا النموذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي Autoregressive (AR(1)) والمتوسط المتحرك المتكامل

Auto-Regressive Integrated Moving Average Model(ARIMA)

وهما من النماذج التي اكتشفها العالمان بوكس وجينكنز Box and Jenkins في العام 1970.

ويمكن كتابة نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى على الصورة

$$X_t = a\,X_{t-1} + c + e_t$$

حيث إن : X_t تشير إلى السلسلة الزمنية بوجه عام والى قيمة الظاهرة في الفترات الزمنية $t = 1, 2, \ldots, m$

a : تشير إلى معامل الانحدار الذاتي AR

C : تشير إلى ثابت النموذج

e_t : تشير إلى الأخطاء في الفترات الزمنية $t = 1, 2, \ldots, m$

وباستخدام برنامج SPSS واختيار النموذج ARIMA (1, 0, 0) سوف نحصل على النتائج التالية:

```
            Iteration History:
  Iteration   Adj. Sum of Squares    Marquardt Constant
          1             .05788036             .00100000
          2             .05786965             .00010000
Conclusion of estimation phase.
Estimation terminated at iteration number 3 because:
   Sum of squares decreased by less than .001 percent.
FINAL PARAMETERS:
Number of residuals  105
Standard error       .02345936
Log likelihood       244.94679
AIC                  -485.89359
SBC                  -480.58566
           Analysis of Variance:
              DF  Adj. Sum of Squares    Residual Variance
Residuals     103            .05786915            .00055034
          Variables in the Model:
                    B         SEB     T-RATIO   APPROX. PROB.
AR1          .9412110   .03730741   25.228524        .0000000
CONSTANT    1.5627117   .03409008   45.840653        .0000000
Covariance Matrix:
               AR1
AR1      .00139184
Correlation Matrix: AR1
AR1      1.0000000
Regressor Covariance Matrix:
            CONSTANT
CONSTANT    .00116213
Regressor Correlation Matrix:
            CONSTANT
CONSTANT    1.0000000
The following new variables are being created:
  Name        Label
  FIT_3    Fit for average from ARIMA, MOD_4 CON
```

```
ERR_3    Error for average from ARIMA, MOD_4 CON
LCL_3    95% LCL for average from ARIMA, MOD_4 CON
UCL_3    95% UCL for average from ARIMA, MOD_4 CON
SEP_3    SE of fit for average from ARIMA, MOD_4 CON
```

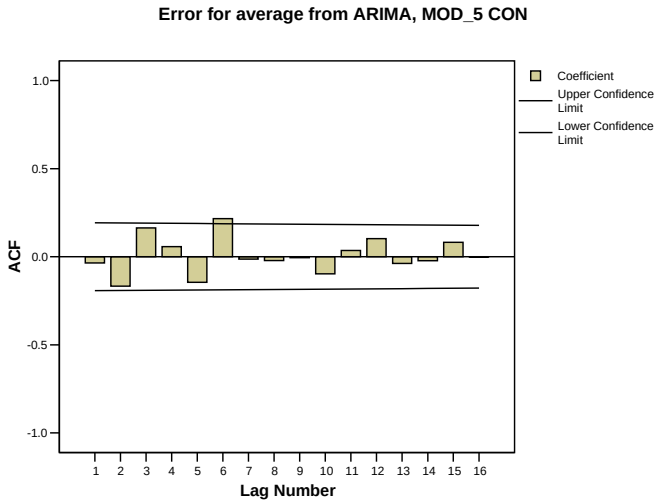
وبالنظر إلى معالم النموذج AR(1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح أن هذا النموذج يأخذ الصورة التالية:

$$X_t = 0.941211X_{t-1} + 1.5627117$$

وهذا النموذج هو الذي يمكن استخدامه في التنبؤ الإحصائي، ويدل على انه بمعرفة قيمة وحيدة في السلسلة (باستخدام مثل هذا النموذج) نستطيع التنبؤ بالقيمة التي تليها مباشرة ومن ثم القيم المستقبلية المتتالية بمعدل خطا بسيط، ولكن قبل ذلك يجب التحقق من ملائمة هذا النمـوذج لبيانات السلسلة الزمنية، وبالنظر إلى النتائج السابقة يتضح انه لا يوجد مشكلة واضحة تدل على عدم ملائمة هذا النموذج للبيانات، ولكن للتأكد من ذلـك لا بـد مـن التحقـق مـن الأخطـاء Residuals بحثا عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج، واهم هذه الشروط هو أن هذه الأخطاء يجب أن تكون غير مترابطة (أي لا يظهر بها أي نمط معين يدل على أنها مترابطة ذاتيا Auto correlated)، وفي هذه الحالة يحسن التحقق مـن عـدم وجـود معاملات معنوية في حدود ثقة 95% في كل من دالتي الترابط الذاتي ACF ودالـة التـرابط الذاتي الجزئي PACF والرسم البياني لهاتين الدالتين للأخطاء هي كالتالي:

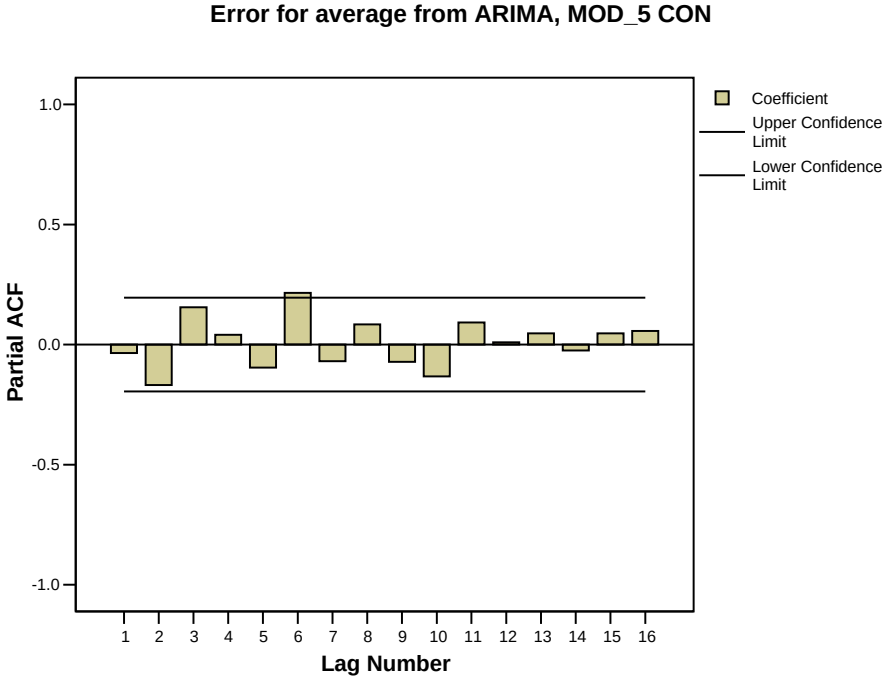
الرسم البياني رقم(13)

دالة الترابط الذاتي ACF للأخطاء



الرسم البياني رقم(14)

دالة الترابط الذاتي PACF للأخطاء

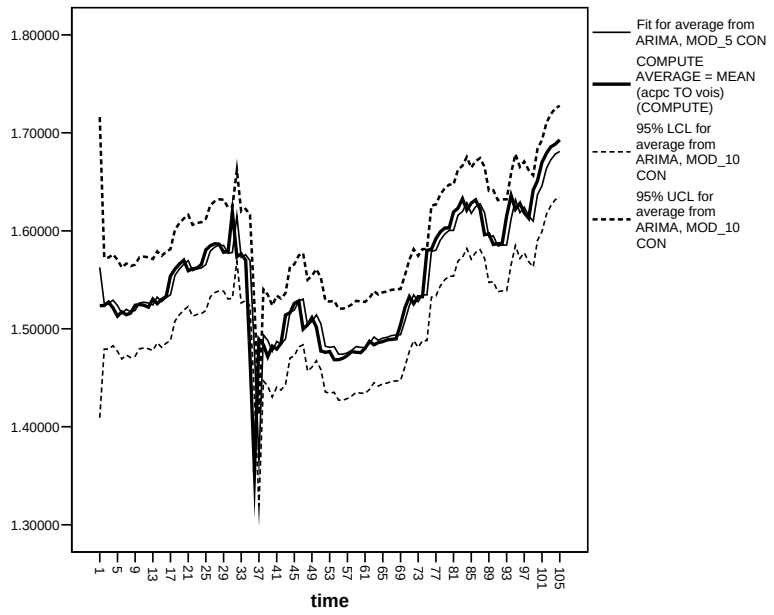


ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على أن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

وأخيرا تم إعطاء النظام أمر بالتنبؤ بـ 105 قيمة مستقبلية لسلسة الأرقام القياسية ، وقد تم رسم القيم المقدرة مع القيم الأصلية وحدي الثقة للقيم المقدرة والمتنبأ بها كما في الشكل البياني رقم (14) التالي:

شكل بياني رقم(15)

السلسلة الزمنية الأصلية والمتنبأ بها باستخدام النموذج AR(1) الذي تم توفيقه وحدود الثقة للقيم المتوقعة لمتوسط سعر الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004



ويلاحظ من الرسم أن حدود الثقة الأدنى والأعلى للقيم المتوقعة في خطوط كل من السلسلة السفلية والسلسلة العلوية، يتوسطها السلسلة الزمنية الأصلية بالإضافة إلى سلسلة القيم المتوقعة ونلاحظ أن السلسلتين متقاربتين في القيم مما يدل على دقة تمثيل النموذج للبيانات

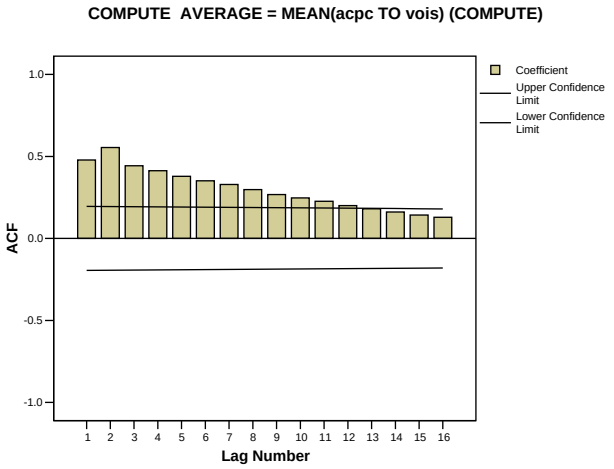
2- يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005م للتنبؤ بما سيكون عليه الأسعار في المستقبل

لاستكشاف النموذج المناسب لهذه السلسلة لا بد من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF (Autocorrelation Function) والترابط الذاتي الجزئي PACF (Partial Autocorrelation Function كما في الأشكال البيانية التالية :(15،16)

يتضح من نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF أن نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى هو النموذج الأكثر ملائمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجيا بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى.

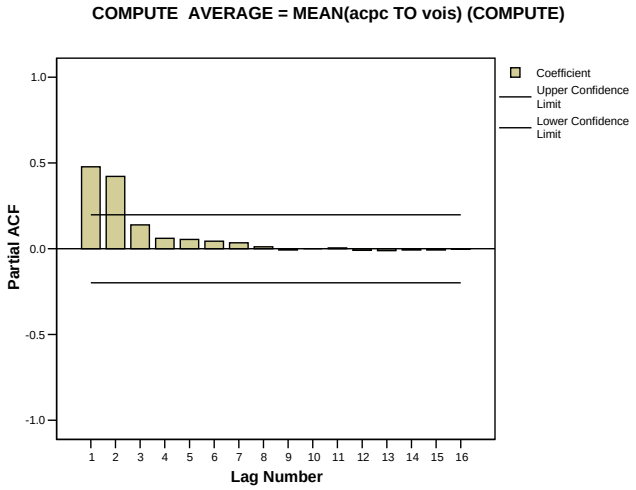
الشكل البياني (16)

دالة الترابط الذاتي ACF لمتوسط أسعار سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005م



الشكل البياني (17)

دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لمتوسط أسعار سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005م



وقد قام الباحث بتوفيق هذا النموذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي Autoregressive (AR(1)) والمتوسط المتحرك المتكامل (ARIMA Auto-Regressive Integrated Moving Average Model) .

ويمكن كتابة نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى على الصورة

$$X_t = a\,X_{t-1} + c + e_t$$

حيث إن : X_t تشير إلى السلسلة الزمنية بوجه عام ولقيمة الظاهرة في الفترات الزمنية t = 1, 2, …, m

a : تشير إلى معامل الانحدار الذاتي AR

C : تشير إلى ثابت النموذج

e_t : تشير إلى الأخطاء في الفترات الزمنية t = 1, 2, …, m

وباستخدام برنامج SPSS واختيار النموذج ARIMA (1, 0, 0) سوف نحصل على النتائج:

```
            Iteration History:
  Iteration   Adj. Sum of Squares    Marquardt Constant
          1             50.156434             .00100000
Conclusion of estimation phase.
Estimation terminated at iteration number 2 because:
   Sum of squares decreased by less than .001 percent.
FINAL PARAMETERS:
Number of residuals  102
Standard error       .70726985
Log likelihood       -108.53805
AIC                  221.0761
SBC                  226.32604
           Analysis of Variance:
              DF  Adj. Sum of Squares    Residual Variance
Residuals     100            50.156434           .50023065
          Variables in the Model:
```

```
                    B         SEB     T-RATIO   APPROX. PROB.
AR1          .4876779   .08794828    5.545054       .00000024
CONSTANT    2.6176406   .13543359   19.327854       .00000000
Covariance Matrix:
               AR1
AR1      .00773490
Correlation Matrix:
               AR1
AR1      1.0000000
Regressor Covariance Matrix:
            CONSTANT
CONSTANT    .01834226
Regressor Correlation Matrix:
            CONSTANT
CONSTANT    1.0000000
The following new variables are being created:
  Name        Label
  FIT_1    Fit for average from ARIMA, MOD_14 CON
  ERR_1    Error for average from ARIMA, MOD_14 CON
  LCL_1    95% LCL for average from ARIMA, MOD_14 CON
  UCL_1    95% UCL for average from ARIMA, MOD_14 CON
  SEP_1    SE of fit for average from ARIMA, MOD_14 CON
```

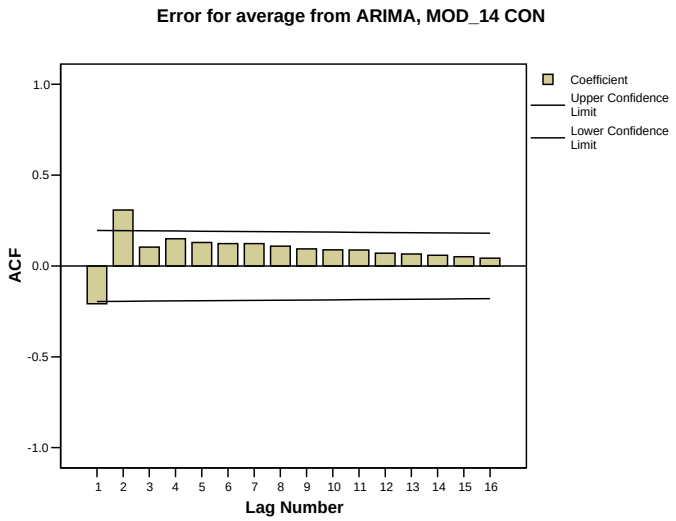
وبالنظر إلى معالم النموذج AR(1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح أن هذا النموذج يأخذ الصورة التالية:

$$X_t = 0.4876779\, X_{t-1} + 2.6176406$$

وهذا النموذج هو الذي يمكن استخدامه في التنبؤ الإحصائي، ويدل على انه بمعرفة قيمة وحيدة في السلسلة (باستخدام مثل هذا النموذج) نستطيع التنبؤ بالقيمة التي تليها مباشرة ومن ثم القيم المستقبلية المتتالية بمعدل خطا بسيط، ولكن قبل ذلك يجب التحقق من ملائمة هذا النمـوذج لبيانات السلسلة الزمنية، وبالنظر إلى النتائج السابقة يتضح انه لا يوجد مشكلة واضحة تدل على عدم ملائمة هذا النموذج للبيانات، ولكن للتأكد من ذلـك لا بـد مـن التحقـق مـن الأخطـاء Residuals بحثا عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج، واهم هذه الشروط هو أن هذه الأخطاء يجب أن تكون غير مترابطة (أي لا يظهر بها أي نمط معين يدل على أنها مترابطة ذاتيا Auto correlated)، وفي هذه الحالة يحسن التحقق مـن عـدم وجـود معاملات معنوية في حدود ثقة 95% في كل من دالتي الترابط الذاتي ACF ودالـة التـرابط الذاتي الجزئي PACF والرسم البياني لهاتين الدالتين للأخطاء هي كالتالي:

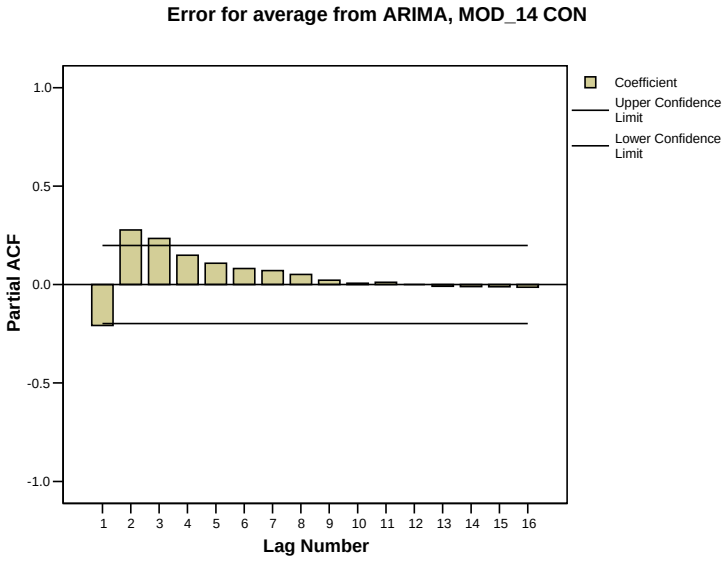
الرسم البياني رقم(18)

دالة الترابط الذاتي ACF للأخطاء



الرسم البياني رقم(19)

دالة الترابط الذاتي PACF للأخطاء



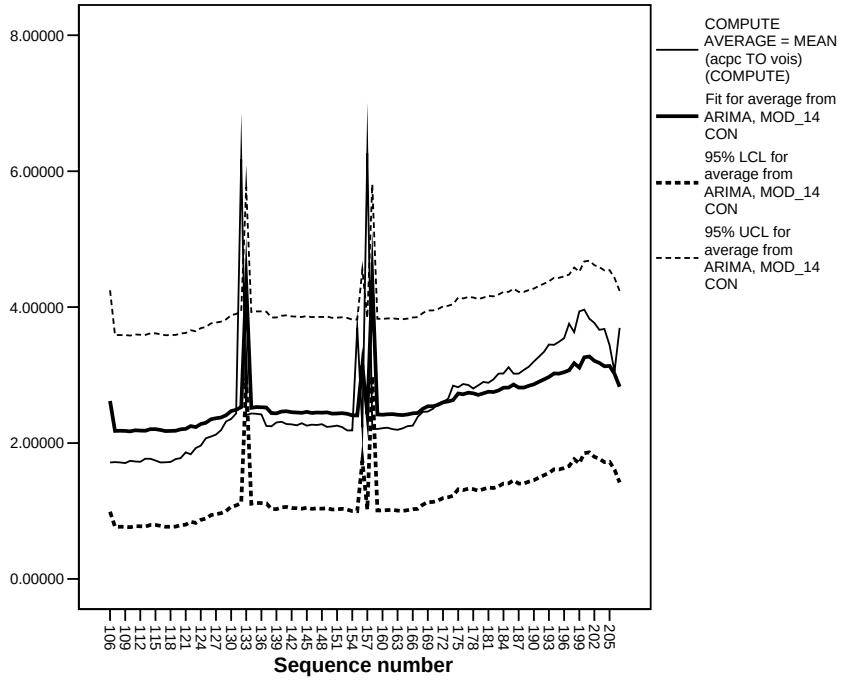
ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على أن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

وأخيرا تم إعطاء النظام أمر بالتنبؤ بـ 102 قيمة مستقبلية لسلسة الأرقام القياسية ، وقد تم رسم القيم المقدرة مع القيم الأصلية وحدي الثقة للقيم المقدرة والمتنبأ بها كما في الشكل البياني رقم (20) التالي:

ويلاحظ من الرسم أن حدود الثقة الأدنى والأعلى للقيم المتوقعة في خطوط كل من السلسلة السفلية والسلسلة العلوية، يتوسطها السلسلة الزمنية الأصلية بالإضافة إلى سلسلة القيم المتوقعة ونلاحظ أن السلسلتين متقاربتين في القيم مما يدل على دقة تمثيل النموذج للبيانات

شكل بياني رقم(20)

السلسلة الزمنية الأصلية والمتنبأ بها باستخدام النموذج AR(1) الذي تم توفيقه وحدود الثقة للقيم المتوقعة لمتوسط سعر الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2005



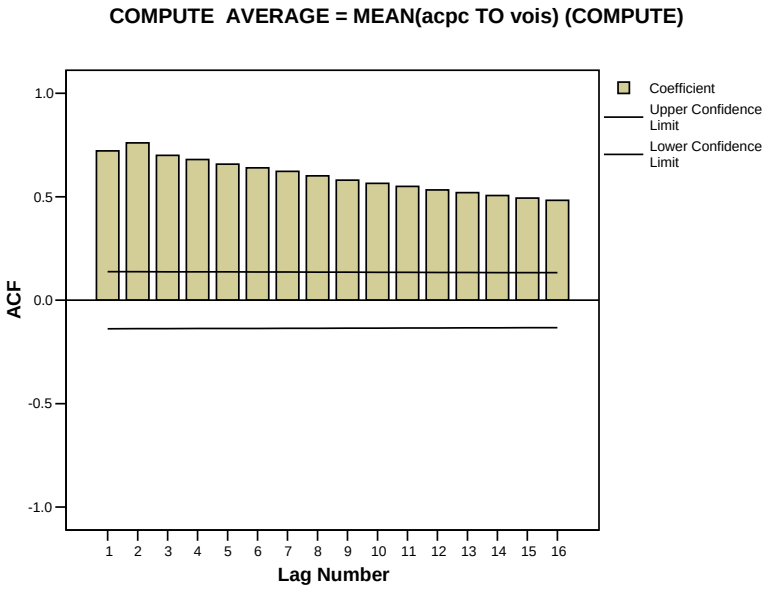
3- **يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004م و2005 معاً للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل**

لاستكشاف النموذج المناسب لهذه السلسلة لا بد من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF (Autocorrelation Function) والترابط الذاتي الجزئي PACF (Partial Autocorrelation Function) كما في الأشكال البيانية التالية:

يتضح من نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF أن نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى هو النموذج الأكثر ملائمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجيا بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى

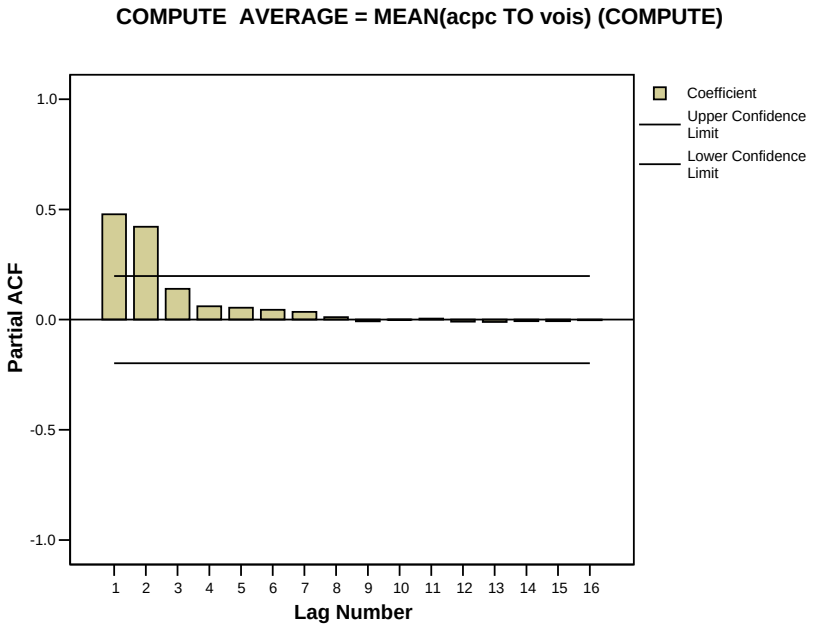
شكل بياني رقم (21)

دالة الترابط الذاتي ACF لمتوسط أسعار سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004م و2005م معا



شكل بياني رقم (22)

دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لمتوسط أسعار سوق فلسطين للأوراق المالية لسنة2004م و 2005م



وقد قام الباحث بتوفيق هذا النموذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي Autoregressive

(AR(1)) والمتوسط المتحرك المتكامل

Auto-Regressive Integrated Moving Average Model(ARIMA)

ويمكن كتابة نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى على الصورة

$$X_t = a\,X_{t-1} + c + e_t$$

حيث إن : X_t تشير إلى السلسلة الزمنية بوجه عام لقيمة الظاهرة في الفترات الزمنية t = 1, 2, …, m

a : تشير إلى معامل الانحدار الذاتي AR، C : تشير إلى ثابت النموذج

e_t : تشير إلى الأخطاء في الفترات الزمنية t = 1, 2, …, m

وباستخدام برنامج SPSS واختيار نموذج ARIMA (1, 0, 0) سنحصل على النتائج التالية

```
            Iteration History:
  Iteration   Adj. Sum of Squares    Marquardt Constant
          1            58.358849             .00100000
Conclusion of estimation phase.
Estimation terminated at iteration number 2 because:
   Sum of squares decreased by less than .001 percent.
FINAL PARAMETERS:
Number of residuals  207
Standard error       .532548
```

```
Log likelihood       -162.67993
AIC                  329.35987
SBC                  336.0253
           Analysis of Variance:
              DF  Adj. Sum of Squares    Residual Variance
Residuals     205           58.358846           .28360738
          Variables in the Model:
                    B         SEB     T-RATIO   APPROX. PROB.
AR1          .7357589   .04803876   15.315944        .0000000
CONSTANT    2.0886876   .13823200   15.110015        .0000000
Covariance Matrix:
                AR1
AR1      .00230772
Correlation Matrix:
                AR1
AR1     1.0000000
Regressor Covariance Matrix:
             CONSTANT
CONSTANT    .01910809
Regressor Correlation Matrix:
             CONSTANT
CONSTANT    1.0000000
The following new variables are being created:
  Name        Label
  FIT_2    Fit for average from ARIMA, MOD_18 CON
  ERR_2    Error for average from ARIMA, MOD_18 CON
  LCL_2    95% LCL for average from ARIMA, MOD_18 CON
  UCL_2    95% UCL for average from ARIMA, MOD_18 CON
  SEP_2    SE of fit for average from ARIMA, MOD_18 CON
```

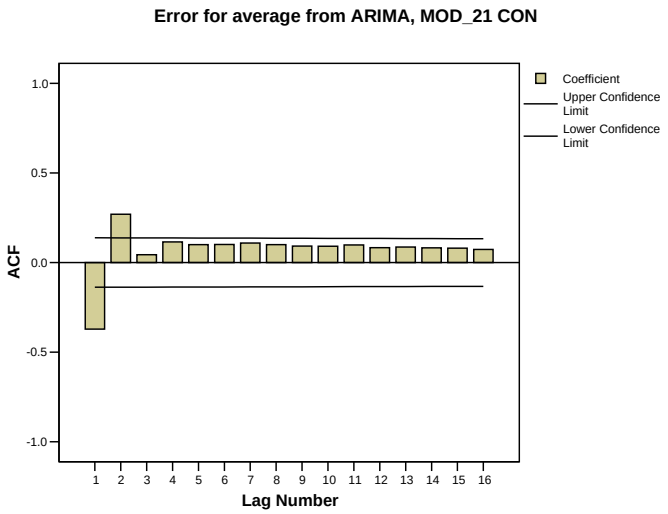
وبالنظر إلى معالم النموذج AR(1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح أن هذا النموذج يأخذ الصورة التالي :

$$X_t = 0.7357589\, X_{t-1} + 2.0886876$$ Equation.3 EMBED ؟؟

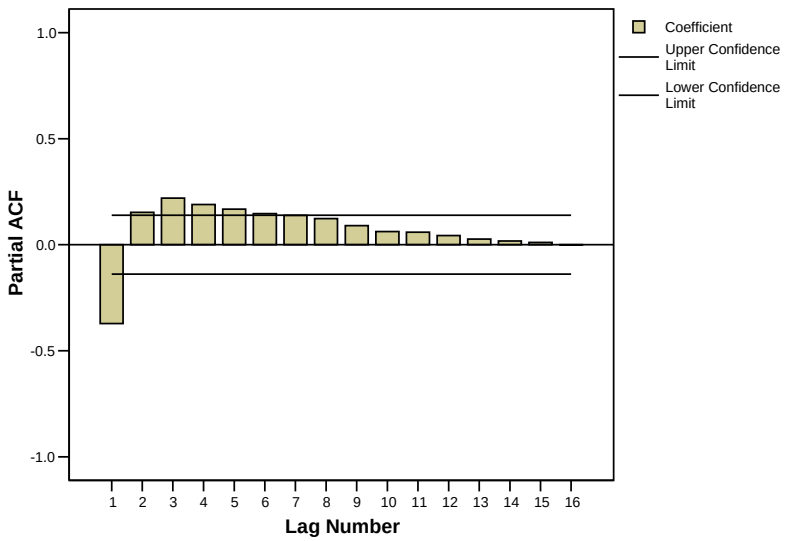
وهذا النموذج هو الذي يمكن استخدامه في التنبؤ الإحصائي، ويدل على انه بمعرفة قيمة وحيدة في السلسلة (باستخدام مثل هذا النموذج) نستطيع التنبؤ بالقيمة التي تليها مباشرة ومن ثم القيم المستقبلية المتتالية بمعدل خطا بسيط، ولكن قبل ذلك يجب التحقق من ملائمة هذا النموذج لبيانات السلسلة الزمنية، وبالنظر إلى النتائج السابقة يتضح انه لا يوجد مشكلة واضحة تدل على عدم ملائمة هذا النموذج للبيانات، ولكن للتأكد من ذلك لا بد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثا عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج، واهم هذه الشروط هو أن هذه الأخطاء يجب أن تكون غير مترابطة (أي لا يظهر بها أي نمط معين يدل على أنها مترابطة ذاتيا Auto correlated)، وفي هذه الحالة يحسن التحقق من عدم وجود

معاملات معنوية في حدود ثقة 95% في كل من دالتي الترابط الذاتي ACF ودالـة التـرابط الذاتي الجزئي PACF والرسم البياني لهاتين الدالتين للأخطاء هي كالتالي:

الرسم البياني رقم(23)
دالة الترابط الذاتي ACF للأخطاء



الرسم البياني رقم(24)
دالة الترابط الذاتي PACF للأخطاء



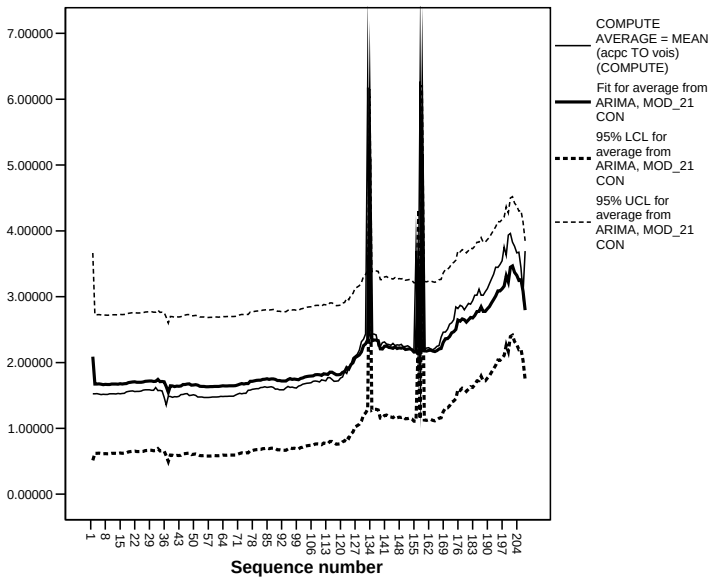
ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على أن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

وأخيرا تم إعطاء النظام أمر بالتنبؤ بـ 207 قيمة مستقبلية لسلسة الأرقام القياسية ، وقد تم رسم القيم المقدرة مع القيم الأصلية وحدي الثقة للقيم المقدرة والمتنبأ بها كما في الشكل البياني رقم (25) التالي:

ويلاحظ من الرسم أن حدود الثقة الأدنى والأعلى للقيم المتوقعة في خطوط كل من السلسلة السفلية والسلسلة العلوية، يتوسطها السلسلة الزمنية الأصلية بالإضافة إلى سلسلة القيم المتوقعة ونلاحظ أن السلسلتين متقاربتين في القيم مما يدل على دقة تمثيل النموذج للبيانات

شكل بياني رقم(25)

السلسلة الزمنية الأصلية والمتنبأ بها باستخدام النموذج AR(1) الذي تم توفيقه وحدود الثقة للقيم المتوقعة لمتوسط سعر الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة2004، ولسنة 2005



ويتضح من الاختبار السابق رفض الفرضية الخامسة (لا يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لسوق فلسطين للأوراق المالية للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل)

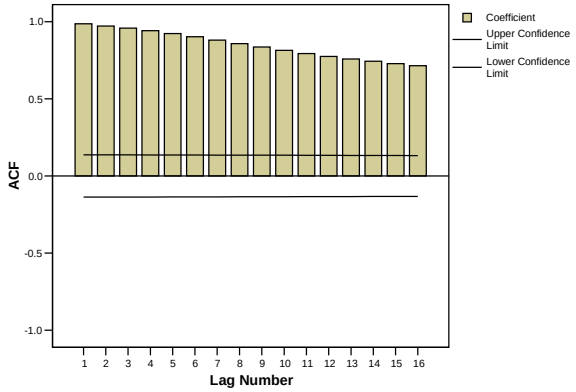
الفرضية السادسة: يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار مؤشر القدس لسنة 2004م و 2005م للتنبؤ بما سيكون عليه الأسعار في المستقبل

لاستكشاف النموذج المناسب لهذه السلسلة لا بد من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF (Autocorrelation Function) والترابط الذاتي الجزئي PACF (Partial Autocorrelation Function) كما في الأشكال البيانية التالية:(26،27)

يتضح من نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF أن نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى هو النموذج الأكثر ملائمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجيا بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى

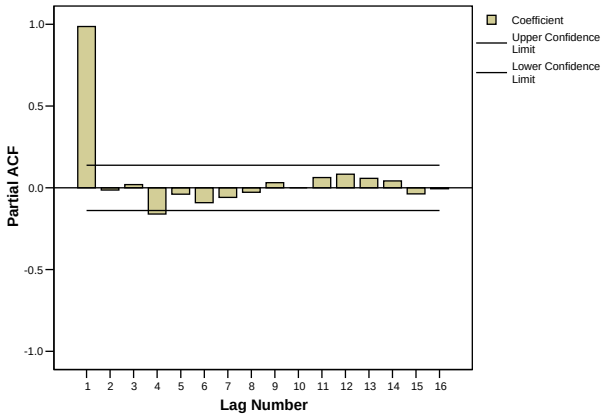
شكل بياني رقم (26)

دالة الترابط الذاتي ACF لمتوسط أسعار مؤشر فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004م و2005م معا



شكل بياني رقم (27)

دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لمتوسط أسعار مؤشر القدس لسنة2004م و 2005م



وقد قام الباحث بتوفيق هذا النموذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي Autoregressive (AR(1)) والمتوسط المتحرك المتكامل

Auto-Regressive Integrated Moving Average Model(ARIMA)

ويمكن كتابة نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى على الصورة

$$X_t = a\,X_{t-1} + c + e_t$$

حيث إن : X_t تشير إلى السلسلة الزمنية بوجه عام لقيمة الظاهرة في الفترات الزمنية t = 1, 2, …, m

a : تشير إلى معامل الانحدار الذاتي AR

C : تشير إلى ثابت النموذج

e_t : تشير إلى الأخطاء في الفترات الزمنية t = 1, 2, …, m

وباستخدام برنامج SPSS واختيار النموذج ARIMA (1, 0, 0) سوف نحصل على النتـائج التالية

```
            Iteration History:
  Iteration   Adj. Sum of Squares    Marquardt Constant
          1            89490.445             .00100000
          2            88721.806             .00010000
Conclusion of estimation phase.
Estimation terminated at iteration number 3 because:
   All parameter estimates changed by less than .001
FINAL PARAMETERS:
Number of residuals  209
Standard error       20.399918
Log likelihood       -928.89738
AIC                  1861.7948
SBC                  1868.4794
           Analysis of Variance:
              DF  Adj. Sum of Squares    Residual Variance
Residuals     207           88719.003            416.15666
          Variables in the Model:
                    B         SEB     T-RATIO   APPROX. PROB.
AR1            .99894      .00196   509.42261       .00000000
CONSTANT    635.43766   420.10915     1.51255       .13191826
Covariance Matrix:
               AR1
AR1      .00000385
Correlation Matrix:
               AR1
AR1      1.0000000
Regressor Covariance Matrix:
            CONSTANT
CONSTANT    176491.69
Regressor Correlation Matrix:
            CONSTANT
CONSTANT    1.0000000
The following new variables are being created:
  Name        Label
  FIT_1    Fit for salary from ARIMA, MOD_26 CON
  ERR_1    Error for salary from ARIMA, MOD_26 CON
  LCL_1    95% LCL for salary from ARIMA, MOD_26 CON
  UCL_1    95% UCL for salary from ARIMA, MOD_26 CON
  SEP_1    SE of fit for salary from ARIMA, MOD_26 CON
```

وبالنظر إلى معالم النموذج AR(1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح أن هذا النموذج يأخذ الصورة التالية:

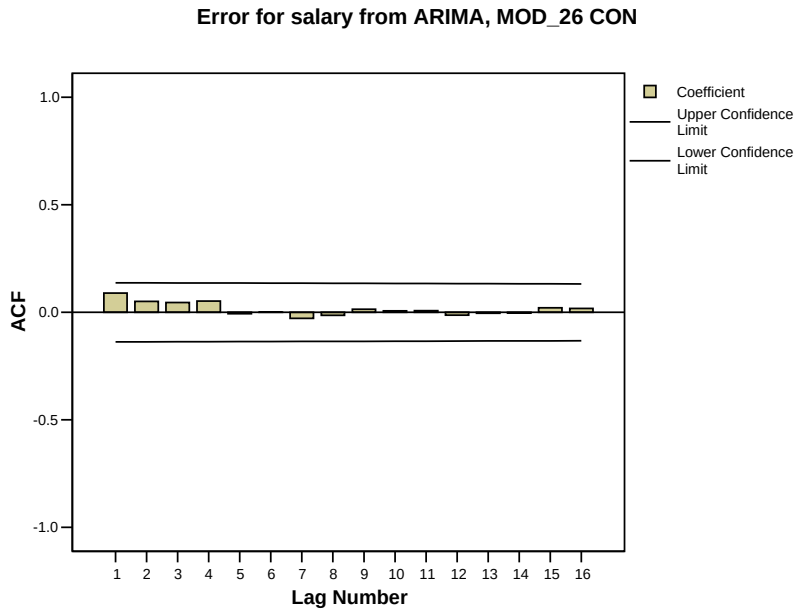
AR1	.99894	.00196	509.42261	.00000000
CONSTANT	635.43766	420.10915	1.51255	.13191826

$$X_t = 0.99894\, X_{t-1} + 635.43766$$

وهذا النموذج هو الذي يمكن استخدامه في التنبؤ الإحصائي، ويدل على انه بمعرفة قيمة وحيدة في السلسلة (باستخدام مثل هذا النموذج) نستطيع التنبؤ بالقيمة التي تليها مباشرة ومن ثم القيم المستقبلية المتتالية بمعدل خطا بسيط، ولكن قبل ذلك يجب التحقق من ملائمة هذا النموذج لبيانات السلسلة الزمنية، وبالنظر إلى النتائج السابقة يتضح انه لا يوجد مشكلة واضحة تدل على عدم ملائمة هذا النموذج للبيانات، ولكن للتأكد من ذلك لا بد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثا عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج، واهم هذه الشروط هو أن هذه الأخطاء يجب أن تكون غير مترابطة (أي لا يظهر بها أي نمط معين يدل على أنها مترابطة ذاتيا Auto correlated)، وفي هذه الحالة يحسن التحقق من عدم وجود معاملات معنوية في حدود ثقة 95% في كل من دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الذاتي الجزئي PACF والرسم البياني لهاتين الدالتين للأخطاء هي كالتالي:

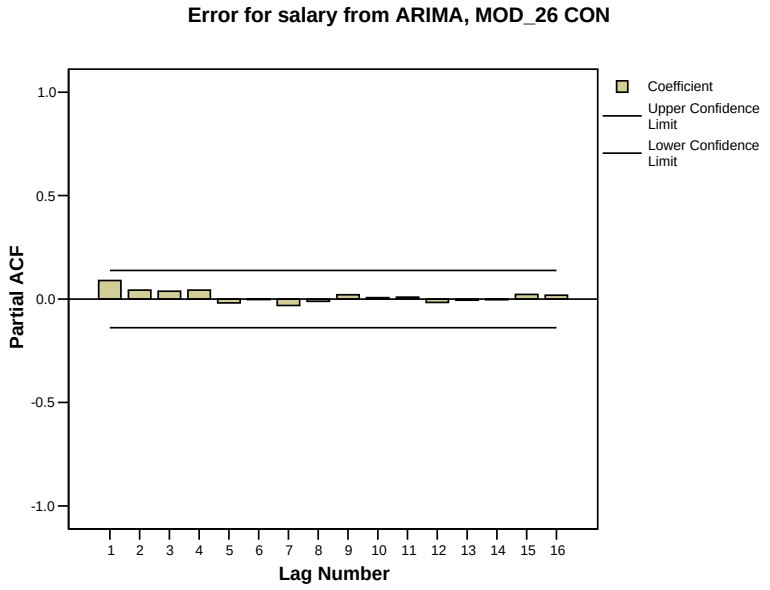
الرسم البياني رقم(28)

دالة الترابط الذاتي ACF للأخطاء



الرسم البياني رقم(29)

دالة الترابط الذاتي PACF للأخطاء



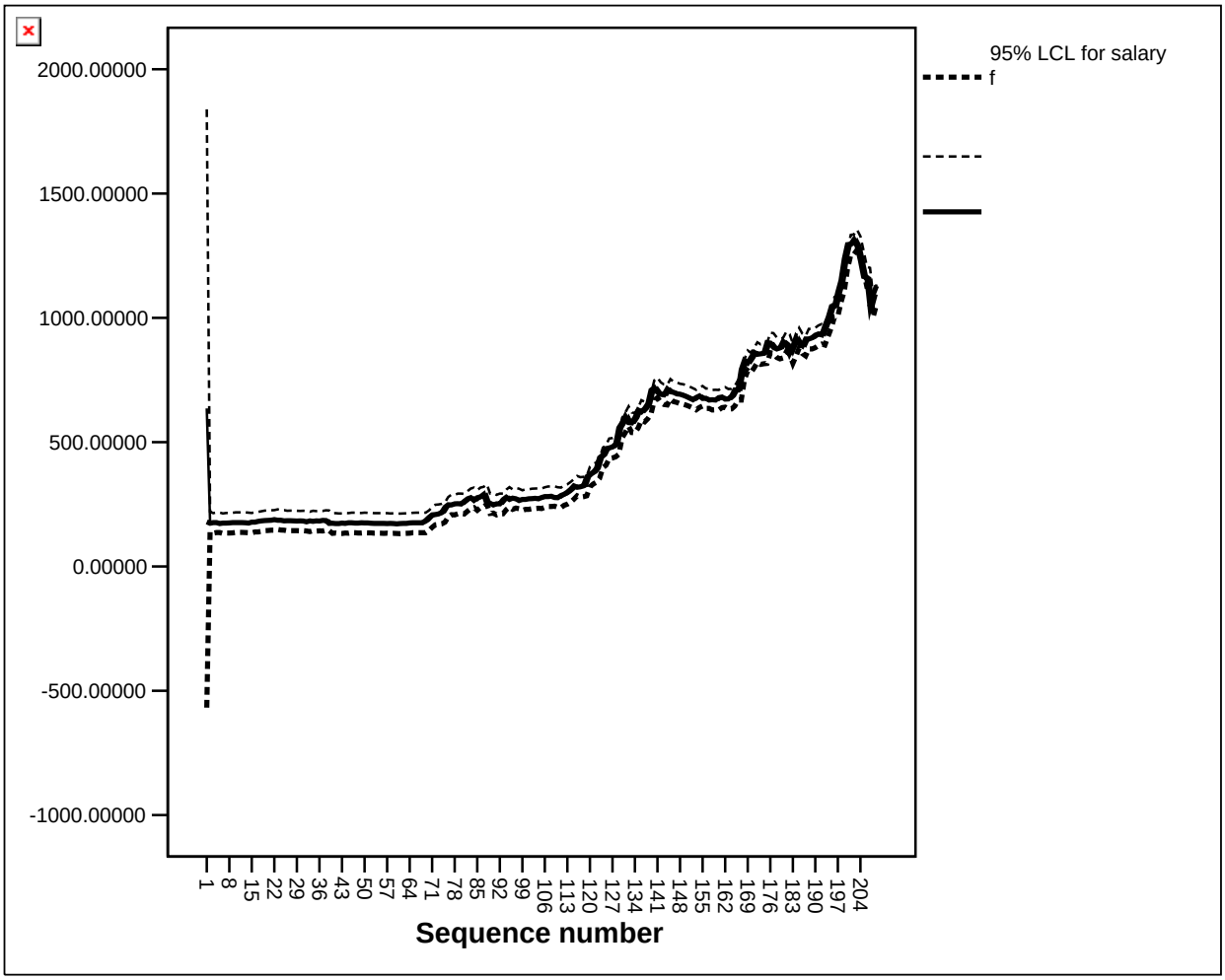
ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على أن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

وأخيرا تم إعطاء النظام أمر بالتنبؤ بـ 207 قيمة مستقبلية لسلسة الأرقام القياسية ، وقد تم رسم القيم المقدرة مع القيم الأصلية وحدي الثقة للقيم المقدرة والمتنبأ بها كما في الشكل البياني رقم (30) التالي:

ويلاحظ من الرسم أن حدود الثقة الأدنى والأعلى للقيم المتوقعة في خطوط كل من السلسلة السفلية والسلسلة العلوية، يتوسطها السلسلة الزمنية الأصلية بالإضافة إلى سلسلة القيم المتوقعة ونلاحظ أن السلسلتين متقاربتين في القيم مما يدل على دقة تمثيل النموذج للبيانات

شكل بياني رقم(30)

السلسلة الزمنية الأصلية والمتنبأ بها باستخدام النموذج AR(1) الذي تم توفيقه وحدود الثقة للقيم المتوقعة لمتوسط سعر الأسهم لمؤشر القدس المالي لسنة2004، ولسنة 2005



ويتضح من الاختبار السابق رفض الفرضية السادسة (لا يستطيع المستثمر وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية لأسعار مؤشر القدس لسنة 2004م و 2005م للتنبؤ بما سيكون عليه الأسعار في المستقبل)

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

- أولاً: نتائج اختبار فرضيات الدراسة.
- ثانياً: توصيات الدراسة.

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

أولاً : نتائج اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى والثانية:

أثبتت نتائج اختبار الفرضية الأولى والثانية واللتان تفترضان أن تحركات أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية وكذلك تحركات قيم مؤشر القدس للسوق لا تتبع لخصـائص التوزيع الطبيعي حيث تم اختبار أسعار الأسهم في سنة 2004 وتبين أن هناك أسهم شركتان فقط من34 شركة اللتان يتبعان خصائص التوزيع الطبيعي وهما شركتي **(AIB,NIC)**، أما في سنة 2005 فكان هناك أربع شركات فقط ينطبق عليها التوزيع الطبيعـي وهـي شـركات **(PEC, ARE, AZIZA, JCC)**، أما باقي الشركات فأسهمها لا تتبع خصائص التوزيـع الطبيعـي، وعند اختبار خصائص التوزيع الطبيعي للشركات في سنتي 2004، 2005 معاً لم يكن هناك أي شركة تخضع أسهمها لخصائص التوزيع الطبيعي، وهذا يدل على أن الصفة العامة والغالبة هي أن أسعار أسهم الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعـي مما يعني عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف وكذلك عندما طبقت نفس الاختبارات علـى قيم الإغلاق لمؤشر القدس بشكل مفرد أولاً لسنتي (2004، 2005) كلاً على حدة ثم للسنتين معاً أظهرت نفس النتائج وهذا يؤكد أن أسهم الشركات لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي وبالتـالي السوق غير كفء عند المستوى الضعيف.

ويلاحظ الباحث أن نتائج هذا الفرض ليست شاذة، حيث إن هناك دراسات أجريت على أسواق مشابهة أظهرت نتائج مماثلة ففـي دراسـة (المقابلـة، وآخـرون، 2002م)، أظهـرت الاختبارات على أسهم قطاع البنوك في البورصة الأردنية أن الأسهم لا تتبع خصائص التوزيـع الطبيعي بصفة عامة حيث وجد الباحثون في هذه الدراسة أن أسعار أسهم خمس بنوك فقط خلال

الفترة 1993-1997 تتبع خصائص التوزيع الطبيعي في مقابل أسعار أسهم إحدى عشر بنكاً لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي خلال نفس الفترة.

وكذلك في دراسة (عبد اللطيف، 2001، ص108) أظهرت نتائج الدراسة التي أجرتها الباحثة على السوق المصري أن أسعار أسهم السوق المصري للفترة (1994-1998)، لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي.

ومن خلال النظر إلى نتائج اختبار الفرض الأول والثاني يمكن القول أن سوق فلسطين للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف جزئياً .

الفرضية الثالثة والرابعة:

الفرضية الثالثة والرابعة تفترضان أن تحركات أسعار الأسهم وكذلك قيم الإغلاق لمؤشر القدس هي تحركات عشوائية، ولقد أثبتت الاختبارات على أسعار الإغلاق للأسهم أولاً بشكل فردي في سنة 2004، ثم 2005 كلاً على حدة أن تحركات أسعار الإغلاق الأسهم تحركات غير عشوائية بمعنى أنها تحركات منتظمة أو يمكن القول أن لها طابعاً معيناً، وكذلك عندما تم إجراء الاختبار على الأسهم للسنتين معاً أظهرت نفس النتائج، وأيضاً أظهرت الاختبارات نفس النتائج لتحركات قيم الإغلاق لمؤشر القدس سواء لقيم المؤشر بشكل منفرد في كلاً من 2004، 2005 أو لقيم المؤشر في السنتين معاً.

وهذه النتائج تدل على أن المستثمر يستطيع من خلال تتبع أسعار الأسهم وفقاً للمعلومات التاريخية أن يتوقع الأسعار المستقبلية لهذه الأسهم لأن تحركاتها غير عشوائية وبالتالي يحقق أرباح غير عادية.

ويلاحظ الباحث أن هذه النتائج مشابهة لما أظهرته نتائج دراسة (المقابلة وآخرون، 2002م) حيث وجدت دراستهم أن أسعار قطاع البنوك في غالبيتها لا تتحرك عشوائياً خلال

الفترة (1993-1997)، وكذلك جاءت نتائج دراسة (عبـد اللطيـف، 2001، ص 112) عـن السوق المصري للأسهم حيث كانت نتائج الاختبارات لأسعار أسهم السوق المصري للفترة مـن (1994-1998) أنها تتحرك تحركاً غير عشوائي.

ومن خلال نتائج اختبارات الفرضية الثالثة والرابعة وتحليلها السابق نستطيع القـول أن سوق فلسطين للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف جزيئاً .

الفرضية الخامسة والسادسة:

واللتان تفترضان عدم قدرة المستثمر وضع نموذج أو إستراتيجية لمحاكاة أسعار الأسهم وذلك سواء كانت الإستراتيجية لمحاكاة أسعار الأسهم أو لتوقع قيم مؤشر القدس.

ولقد أظهرت الاختبارات التي أجريت على أسعار إغلاق الأسهم أولاً بشكل منفرد لكـل من سنة 2004، ثم سنة 2005 ثم للسنتين معاً أن المستثمر يستطيع تكوين نموذج لمحاكاة أسعار الأسهم وتوقعها، وكذلك ظهرت نفس النتائج لاختبار إمكانية تكوين نموذج لمحاكاة تحركات قـيم مؤشر القدس للفترة نفسها وبالتالي يمكن القول أن سوق فلسطين للأوراق المالية غير كفء عند المستوى الضعيف لأن المستثمر يمكن تحقيق أرباح غير عادية بناءاً على معلومات تاريخية.

ويلاحظ هنا أن الدراسات أظهرت نتائج مشابهة كدراسة (عبـد اللطيـف، 2001، ص 112) التي تقول بأن المستثمر في سوق الأسهم المصرية يستطيع وضع نماذج لمحاكاة البيانات التاريخية للمؤشر العام للسوق المصري من خلال اختبارات في الدراسة.

ويلاحظ الباحث أن هناك العديد من الدراسات التي أجريت على أسـواق ناشـئة ولهـا ظروف مشابهة نوعاً ما لظروف سوق فلسطين للأوراق المالية ولقد كانت نتائج هذه الدراسـات قريبة أو مماثلة لنتائج دراسة الباحث ومن هذه الدراسات، دراسة (أومت، 1995) التي شـملت

أسهم عينة من 16 شركة في سوق عمان الدولي وأظهرت أن السوق لا يتمتـع بالكفـاءة عنـد المستوى الضعيف.

وكذلك دراسة (القواسمي، 1995) التي أظهرت أيضاً عدم كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف للفترة 1978-1986 وكذلك دراسة (القضاة، 1997) التي اختبر فيها الباحث سوق عمان لفترة أحدث تاريخياً هي من 1992-1994.

أما عن الأسواق الأكثر تطوراً من الأسواق العربية الناشئة فلقد أثبت العديد من الباحثين صحة فرضية الكفاءة عند المستوى الضعيف لهذه الأسواق ومن هذه الدراسات دراسة (1959، **Roberts**) حيث قامت هذه الدراسة باختبار أسعار الأسهم المكونـة لمؤشـر داو جـونز فـي البورصة الأمريكية للفترة من بداية 1955م إلى 1956م وأثبتت الدراسة أن حركة أسعار الأسهم تتبع نمطاً عشوائياً بحتاً لا يمكن توقعه من قبل المستثمرين.

وكذلك قام (**Fama, 1965**) بدراسة ثلاثين سهماً من مؤشر داو جونز للفترة مـا بـين 1956 إلى 1975 وهي فترة أطول من دراسة روبرتس ووصل فامـا لـنفس نتـائج دراسـة روبرتس وهذا يؤكد أن فرض الكفاءة عند المستوى الضعيف يمكن الوصل له في ظروف معينة وهو غير مستحيل أو موجود.

ثانياً: توصيات الدراسة:

1- إن من أهم عوائق الكفاءة في سوق المال الفلسطيني عدم تماثل المعلومـات وتوفرهـا لجميع المستثمرين حيث يستطيع بعض المستثمرين الحصول على معلومات غير متاحة للجميع مما يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية بشكل خاص لهذه الفئـة، لـذلك يوصـي الباحث بضرورة العمل على تحقيق الشفافية الكاملة للمعلومـات ووصـولها بصـورة سريعة وكاملة وصحيحة لكافة المتعاملين بالسوق، والعمل علـى تفعيـل وتـدعيم دور

الخبراء لتوفير كافة التحليلات اللازمة التي توضح أثر تلك المعلومات على الأسعار وبشكل عادل لكافة المستثمرين، ومنع استفادة البعض منها على حساب الآخرين.

2- ويتضح من خلال الدراسة أن بعض الأسعار بالسوق يحدث لها ارتفاعات أو انخفاضات غير مترابطة تبعاً لظروف غير اقتصادية وبالتالي فإن سعر الأسهم لا يعكس القيمة الحقيقية لها وإن ذلك يؤدي إلى عدم ثقة المستثمر بالسوق وخروجه من هذا السوق، لذلك توصي الدراسة بالعمل على إنشاء شركات جديدة ذات جدوى تعكس أوراقها المالية القيم الحقيقية لتلك الشركات، بما يعطي المستثمر الثقة في الأوراق المالية وبالتالي في السوق، وذلك يؤدي في النهاية إلى جذب رؤوس الأموال إلى هذا السوق بما يحقق كفاءة السوق.

3- هناك عدد محدود من الشركات التي يحدث تغير واضح على أسعار أسهمها خلال أيام السنة بشكل مستمر أما معظم الشركات فأسعار أسهمها لها تغيرات محدودة في نهاية العام فقط ويعزى ذلك لصغر حجم تلك الشركات وضعف نشاطها وبالتالي ضعف الطلب على أسهمها، لذلك يوصي الباحث بتكوين اتحادات بين الشركات الضعيفة في السوق وإنشاء شركات ضخمة لأنشطة اقتصادية قوية مما ينشط الطلب والعرض على أسهم تلك الشركات ويزيد من حركة التداول على أنواع أكثر من أسهم الشركات ويؤدي ذلك لزيادة كفاءة السوق.

4- يلاحظ أن أسعار بعض الأسهم لها انحراف كبير في الأسعار عن القيمة الحقيقية لسعر الأسهم ويستمر هذا الانحراف لفترات طويلة، وهذا يرجع إلى غياب دور المستثمرين المتخصصين في أنواع الأسهم الذين يبحثون باستمرار عن وجود أي انحراف بالسعر للاستفادة من ذلك بالبيع والشراء السريع، والذي يعمل على رجوع الأسعار سريعاً إلى

قيمها الحقيقية، لذلك توصي الدراسة بإيجاد مثل هؤلاء المستثمرين المتخصصين وتدعيم دورهم داخل السوق.

5- أثبتت الدراسة إمكانية وضع نماذج للتنبؤ بالأسعار ومحاكاتها، وذلك عن طريـق تتبـع البيانات التاريخية سواء لمؤشر القدس أو على صعيد الأسهم الفردية، وهذا يعني إلى أن هناك بعض المعلومات التاريخية لم ينعكس أثرها على الأسعار بعد، وهذا ينـتج عـن ضعف في نظم الاتصال بين المستثمر والسوق، بما يؤدي إلى بطئ وصول المعلومات للمستثمر وبالتالي بطئ انعكاس هذه المعلومات على الأسعار، لـذلك يوصـي الباحـث بالعمل على تحسين نظم الاتصال لضمان سرعة وصـول كـل المعلومـات المتاحـة للمستثمرين في وقت سريع.

6- يلاحظ ضعف حجم التداول في سوق الأوراق المالية الفلسطيني وقلة عدد المسـتثمرين وقد يرجع ذلك إلى أسباب منها عدم توافر البيئة القانونية التي تشجع علـى الاسـتثمار وتحميه، لذلك يوصي الباحث بسن قوانين تحمي وتشجع الاستثمار والمستثمرين.

7- العمل على ضرورة إلزام الشركات بقوانين السوق التي تشرف عليها الهيئـة الإداريـة للبورصة وخصوصاً في نشر التقارير المالية للشركات مما يشجع المستثمرين الصـغار ويزيد التداول ويزيد كفاءة السوق.

8- العمل على نشر ثقافة الاستثمار العام حيث يلاحظ في مجتمعنا الفلسـطيني أن أغلـب المستثمرين يمارسون استثماراتهم الخاصة، وقليل منهم الذي يتجه نحو الاسـتثمار فـي الشركات المساهمة العامة وتداول أسهمها ولذلك لا بد من قيام الجهات المختصة بعقـد المؤتمرات و ورشات العمل والندوات التي تشجع الاتجاه للاستثمار في سـوق المـال الفلسطيني.

9- ويلاحظ عدم وجود بيوت سمسرة متخصصة وكذلك صناديق اسـتثمار وإنمـا هنـاك شركات وساطة لسوق فلسطين للأوراق المالية فقط، لذلك لا بد من العمل على إيجـاد مثل هذه المؤسسات التي تطور أداء المستثمر وتحقق له الثقة والتشجيع لدخول السـوق بمخاطرة أقل وبيئة أكثر أماناً.

10- يلاحظ على مؤشر السوق أن بعض الشركات الداخلة في احتساب قيمة التغيـر فـي أسعار أسهمها بطيء وأحياناً معدوم، لذلك لا بد من إعادة النظر في الأسهم التي تـدخل في حساب المؤشر.

11- لا بد من العمل على نشر ثقافة الأسواق المالية بين طلاب الكليـات التجاريـة فـي الجامعات الفلسطينية حيث يلاحظ عدم وجود مساقات متخصصة عن الأسواق الماليـة في خطط هذه الكليات لذلك لا بد من تدارك مثل هذه الأمور التي تدعم فكرة الأسـواق المالية والتعامل معها.

12- لا بد من العمل على تطوير الصحافة المالية وصناعة التحليل المـالي والاسـتثماري وذلك من خلال إصدار النشرات المتخصصة سواء عن إدارة السوق أو هيئات الصحافة العامة وكذلك عن طريق العمل على إيجـاد بـرامج تلفزيونيـة يوميـة أو أسـبوعية متخصصة لأخبار سوق فلسطين للأوراق المالية وتحليل حركته.

13- نشر الثقافة المالية والاستثمارية للبورصة بكافة الوسائل الممكنة.

14- يوصي الباحث القائمين على سوق المال الفلسطيني بسرعة تطبيق توصيات الدراسة للتغلب على نقاط ضعف السوق حتى لا يفقد المستثمر الثقة في هذا السوق.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أ. الكتب العربية:

1- أبو قحف، عبد السلام، "**كيف تسيطر علي الأسواق**"، مطبعة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003م.

2- إبراهيم، إبراهيم، والحمداني، شيرين، "**مؤسسات مالية متخصصة**"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1990م.

3- بني هاني، حسين، "**الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها وأدواتها المستقبلية**"، الطبعة الأولى، عمان، دار الكندس، 2002.

4- التميمي، أرشد، وسلام، أسامة عزمي، "**الاستثمار بالأوراق المالية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2004.

5- التهامي، عبد المنعم، "**التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية**"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1985م.

6- جمال، ناجي، "**إدارة محفظة الأوراق المالية**"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 1998م.

7- الجمل، جمال جويدان، "**دراسات في الأسواق المالية والنقدية**"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2002.

8- جودة، صلاح، "**بورصات الأوراق المالية علمياً وعملياً**"، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الطبعة الأولى، 2000م.

9- حبش، محمد، "**الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)**"، بنك الأردن، عمان، 1998م.

10- حردان، طاهر، "**مبادئ الاستثمار**"، دار المستقبل للنشر و التوزيع، 1997م.

11- حماد، طارق، "**دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، للطباعة والنشر والتوزيـع، 2000.

12- الحناوي، محمد؛ مصطفى، نهال؛ العبد، جلال، "**أسواق المال و المؤسسات المالية**"، الـدار الجامعيـة، الإسكندرية، 2004م.

13- حنفي، عبد الغفار، "**بورصة الأوراق المالية**"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003م.

14- حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص، رسمية، "**الأسواق المالية و المؤسسات المالية**"، الدار الجامعية، 2001م.

15- خريوش، حسني، "**الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات**"، دار زهران، 1998م.

16- الزبيدي، حمزة، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001م.

17- الزرري، عبد النافع، وفرح، غازي**،" الأسواق المالية**"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2001.

18- الزيدانين، جميل**، "أساسيات في الجهاز المالي**"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمـان، الطبعـة الأولـى، 1996م.

19- العربيد، عصام، "**الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**"، دار الرضـا للنشـر، 2002م.

20- عساف، محمد، "**إدارة البنوك والمنشآت المالية**"، مكتبة عين شمس، القاهرة.

21- علي، يحيى، "**التمويل الدولي طريقك إلى العولمة في القرن الواحـد و العشـرين**"، الطبعـة الأولـى، 1994م.

22- كاكامولا، هوشيار معروف**، "الاستثمارات والأسواق المالية**"، دار الصفاء للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، 2003.

23- مطر، محمد، "**إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية**"، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، 1999م.

24- الناقة، أحمد، "**نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1995م.

25- النجار، فريد، "**البورصات و الهندسة المالية**"، مؤسسة شباب الجامعة، 1999م.

26- هندي، منير، "**الأوراق المالية و أسواق رأس المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002م.

27- _____ ، "**الأسواق الحاضرة و المستقبلية**"، المؤسسة العربية المصرفية، 1994م.

28- _____ ، "**الفكر الحديث في مجال الاستثمار**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996م.

29- يونس، محمد؛ مبارك، عبد المنعم، "**مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية**"، 2003م.

ب. الدوريات:

1- المقابلة، علي؛ فهمي، سمير، "**كفاءة سوق عمان المالية – قطاع البنوك عند المستوى الضعيف**"، الإدارة العامة، المجلد الواحد والأربعين، العدد الرابع، يناير 2002م، ص 747-775.

2- حلس، سالم، "**متطلبات تأسيس بورصة فلسطينية، شؤون تنموية**"، المجلد الخامس، العدد الأول، 2001.

3- زعرب، حمدي، "**اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق الفلسطيني**"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.

4- عبد الكريم، نصر، "**تأسيس سوق فلسطيني للأوراق المالية محددات وآفاق**"، شؤون تنموية، المجلد الخامس، العدد الأول، 2001.

5- قديح، وائل، "**البورصة المالية في عامها الأول**"، مجلة قضايا اقتصادية، مركز التخطيط، العدد الثاني، 1998.

6- القيشاوي، أحمد، "**سوق الأسهم المحلية وطريقها للانتعاش**"، مجلة المحاسب الفلسـطيني، العدد الخامس عشر، مارس 2005م.

7- الفيومي،نضال أحمد،"**أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة،دراسة تطبيقية على بورصة عمان**"،دراسات،العلوم الإدارية،المجلد30،العدد2003،2م.

8- مقداد، سامي، "**أثر انتفاضة الأقصى على سوق فلسطين للأوراق المالية**"، مجلـة رؤيـة، العدد السابع، 2002م.

9- محمد،التوني،وبكر،مصطفى"**تطور أسواق رأس المال في الدول العربيـة**"،مجلـة جامعـة الإمارات،2005 .

ج. الرسائل:

1- داود، عبد اللاطيف، "**العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية**"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.

2- شراب، صباح علي، "**أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة تطبيقية**"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.

3- عبد اللاطيف، هناء، "**قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية فـي مصـر**"، رسـالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001 م.

4- القواسمي، زكريا، "**كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضـعيف**"، رسـالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان، 1990م.

5- المزيني، عماد الدين محمد، "**سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها**"، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مصر، 2002م.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

a. AL-Qudah, Kamal A., "An Empirical Testing of the Randomness Hypothesis in AFM," Dirasat, July 1997, pp. 383-398.

b. Fama E., "Behavior of stock market prices", Journal of Business, 1965, vol. 38, pp.34-105.

c. "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", Journal of finance, may, 1970, vol. 25, No.2, pp.383-417.

d. Gandhi D. K., Saunders and Woodward R. S., "Thin capital markets: a case study on the Kuwaiti stock market", Applied Economics, 1980, vol.12, pp.341-349.

e. Omet, Ghssan, "The Formation& Behavior of Share Prices on Amman Financial Market," University of London, Unpublished Thesis, 1989-1990.

ثالثاً: المواقع:

1- موقع سوق فلسطين للأوراق المالية www.p-s-e.ps

2- موقع سوق فلسطين للأوراق المالية www.p-s-e.com